

李宁 (02331.HK)

2025Q4 流水符合预期，营运稳健

事件：李宁发布 2025Q4 经营情况公告，期内李宁流水同比降低单位数，其中线下渠道流水下降中单位数，电商流水同比持平。

李宁成人：消费环境波动导致线下销售承压，电商业务销售持平。

我们判断 2025Q4 奥莱渠道表现优异，直营渠道流水表现好于批发渠道。
1) 批发业务：2025Q4 批发业务流水同比下降中单位数，截止 2025Q4 末批发门店数量为 4853 家（对比年初净开 33 家），我们判断公司持续对空白市场进行加密，然而由于客流的波动，同店销售或有一定挑战。**2) 直营业务：**2025Q4 直营流水同比降低单位数，截止 2025Q4 末李宁直营门店数量为 1238 家（对比年初净关 59 家），门店关闭以及客流波动对流水造成负面压力，但我们判断受益于奥莱等业态的优异表现，直营表现好于批发。

2025Q4 电商流水同比持平，短期电商大盘销售环境波动。2025Q4 电商业务流水同比持平，其中我们预计抖音渠道增速或较好，中长期公司持续推进电商业务效率优化，通过合理的货品结构推动电商业务健康运营。

李宁 YOUNG：2025Q4 童装业务或延续稳健增长态势。截至 2025Q4 末李宁 YOUNG 门店为 1518 家（对比年初净开 50 家），从流水层面来看我们预计童装业务或有增长表现，表现优于成人，公司强化童装业务推广，同时优化产品结构。

2025Q4 末库销比预计在 4~5 之间，处于健康水平。此前的报告中我们提到出于对“国庆”、“中秋”双节以及“双十一大促”的备货需要，2025Q3 末库销比或在 5-6 之间，然而经过 Q4 的多次大促和库存去化后，我们预计到年底库销比或已经回到 4-5 之间的健康水平。

我们预计公司 2025 年归母净利润 27.42 亿元，2026 年多维度营销举措开展，同时新店型逐步试水。基于全年的销售表现，我们预计公司 2025 年收入略有增长，归母净利润同比下降 9%至 27.42 亿元。

2026 年以来公司在国内多地陆续开设“龙店”快闪店展示荣耀金标系列产品，同时随着冬奥会的临近，李宁品牌登陆米兰时装周提升产品以及品牌曝光，2026 年我们预计公司将加大对于奥运相关活动以及各运动品类的赞助力度，同时推动新店型“龙店”试水，在产品层面跑步、综训或仍是公司销售主打，荣耀金标系列的推出有望带来销售增量，综合来看我们预计公司 2026 年收入增长 6.5%，归母净利润增长 5.8%至 29.01 亿元。

盈利预测和投资建议：综合考虑短期消费环境的不确定性以及公司长期经营效率的不断提升，我们预计公司 2025~2027 年归母净利润为 27.42/29.01/32.00 亿元，对应 2026 年 PE 为 16 倍，维持“买入”评级。

风险提示：消费环境波动，盈利能力提升速度不达预期，门店优化不及预期等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	27,598	28,676	29,269	31,161	34,065
增长率 yoy (%)	7.0	3.9	2.1	6.5	9.3
归母净利润 (百万元)	3,187	3,013	2,742	2,901	3,200
增长率 yoy (%)	-21.6	-5.5	-9.0	5.8	10.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.23	1.17	1.06	1.12	1.24
净资产收益率 (%)	13.1	11.5	10.0	10.1	10.6
P/E (倍)	14.3	15.1	16.6	15.7	14.2
P/B (倍)	1.9	1.7	1.7	1.6	1.5

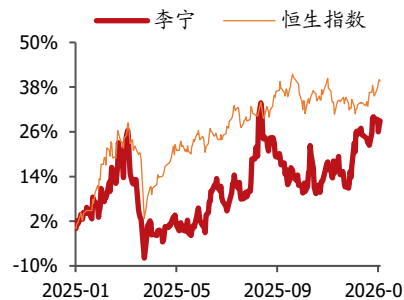
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 1 月 15 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
01 月 15 日收盘价 (港元)	19.55
总市值 (百万港元)	50,533.06
总股本 (百万股)	2,584.81
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	18.87

股价走势



作者

分析师	杨莹
执业证书编号	S0680520070003
邮箱	yangying1@gszq.com
分析师	侯子夜
执业证书编号	S0680523080004
邮箱	houziye@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号	S0680524060004
邮箱	wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《李宁 (02331.HK)：Q3 线下销售波动，电商渠道稳健增长》 2025-10-25
- 《李宁 (02331.HK)：2025H1 经营超预期，关注公司长期业绩改善》 2025-08-23
- 《李宁 (02331.HK)：2025Q2 终端流水略增，库存情况健康》 2025-07-15

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,653	20,528	22,203	23,862	26,087
现金	5,444	7,499	9,020	10,364	12,137
应收票据及应收账款	1,206	1,005	1,154	1,227	1,293
其他应收款	795	584	732	771	796
预付账款	0	0	0	0	0
存货	2,493	2,598	2,662	2,811	3,069
其他流动资产	3,715	8,843	8,635	8,689	8,792
非流动资产	20,555	15,180	14,991	15,104	15,197
长期投资	11,026	5,742	5,742	5,742	5,742
固定资产	4,124	4,610	4,691	4,756	4,810
无形资产	2,405	1,811	1,540	1,586	1,626
其他非流动资产	3,000	3,016	3,019	3,019	3,019
资产总计	34,208	35,708	37,194	38,965	41,284
流动负债	7,268	7,586	7,873	8,268	9,060
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1,790	1,625	1,770	1,881	2,005
其他流动负债	5,479	5,961	6,103	6,387	7,056
非流动负债	2,533	2,019	1,921	1,921	1,921
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,533	2,019	1,921	1,921	1,921
负债合计	9,801	9,605	9,794	10,188	10,981
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	240	236	236	236	236
资本公积	24,201	25,849	27,146	28,523	30,049
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	24,407	26,104	27,401	28,777	30,303
负债和股东权益	34,208	35,708	37,194	38,965	41,284

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,688	5,268	3,608	3,749	4,431
净利润	3,187	3,013	2,742	2,901	3,200
折旧摊销	1,872	1,831	1,192	1,188	1,207
财务费用	162	157	141	153	150
投资损失	378	256	308	325	296
营运资金变动	-31	422	134	80	340
其他经营现金流	-880	-410	-908	-899	-763
投资活动现金流	-2,449	-840	-501	-726	-833
资本支出	-2,015	-1,503	-1,000	-1,300	-1,300
长期投资	1,974	5,284	0	0	0
其他投资现金流	-2,408	-4,620	499	574	467
筹资活动现金流	-4,217	-2,324	-1,512	-1,604	-1,751
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	7	4	0	0	0
资本公积增加	80	1,649	1,297	1,377	1,526
其他筹资现金流	-4,305	-3,977	-2,809	-2,981	-3,277
现金净增加额	-1,938	2,055	1,521	1,344	1,773

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27,598	28,676	29,269	31,161	34,065
营业成本	14,246	14,520	14,892	15,830	17,203
营业费用	9,080	9,199	10,068	10,751	11,719
管理费用	1,256	1,428	1,458	1,542	1,652
财务费用	-314	-273	-234	-298	-368
其他收益	548	51	293	249	170
投资净收益	378	256	308	325	296
营业利润	3,016	3,529	2,851	3,038	3,492
利润总额	4,256	4,110	3,685	3,910	4,326
所得税	1,069	1,097	943	1,009	1,126
净利润	3,187	3,013	2,742	2,901	3,200
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	3,187	3,013	2,742	2,901	3,200
EBITDA	5,814	5,667	4,643	4,800	5,165
EPS (元/股)	1.23	1.17	1.06	1.12	1.24

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	7.0	3.9	2.1	6.5	9.3
营业利润(%)	-25.7	17.0	-19.2	6.6	14.9
归属母公司净利润(%)	-21.6	-5.5	-9.0	5.8	10.3
获利能力					
毛利率(%)	48.4	49.4	49.1	49.2	49.5
净利率(%)	11.5	10.5	9.4	9.3	9.4
ROE(%)	13.1		10.0	10.1	10.6
ROIC(%)	12.1	10.8	9.4	9.3	9.7
偿债能力					
资产负债率(%)	28.7	26.9	26.3	26.1	26.6
净负债比率(%)	-22.3	-28.7	-32.9	-36.0	-40.1
流动比率	1.9	2.7	2.8	2.9	2.9
速动比率	1.5	2.3	2.4	2.5	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	24.8	25.9	27.1	26.2	27.0
应付账款周转率	8.4	8.5	8.8	8.7	8.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.23	1.17	1.06	1.12	1.24
每股经营现金流(最新摊薄)	1.81	2.04	1.40	1.45	1.71
每股净资产(最新摊薄)	9.44	10.10	10.60	11.13	11.72
估值比率					
P/E	14.3	15.1	16.6	15.7	14.2
P/B	1.9	1.7	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	7.6	5.4	7.9	7.3	6.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 1 月 15 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com