

# 李宁 (02331.HK)

## 第四季度流水下滑低单位数，龙店与户外店首店齐开

优于大市

### ◆ 公司研究 · 海外公司快评

### ◆ 纺织服饰 · 服装家纺

### ◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn  
证券分析师: 刘佳琪 010-88005446 liujiaqi@guosen.com.cn

执证编码: S0980520040004  
执证编码: S0980523070003

### 事项:

**公司公告:** 1、**零售表现:** 截至 2025 年 12 月 31 日止第四季度, 李宁销售点 (不包括李宁 YOUNG) 于整个平台之零售流水按年录得低单位数下降。就渠道而言, 线下渠道 (包括零售及批发) 录得中单位数下降, 其中零售 (直接经营) 渠道录得低单位数下降, 批发 (特许经营商) 渠道录得中单位数下降; 电子商务虚拟店铺业务录得持平。2、**销售点数量:** 截至 2025 年 12 月 31 日, 于中国, 李宁销售点数量 (不包括李宁 YOUNG) 共计 6,091 个, 较上一季末净减少 41 个, 本年迄今净减少 26 个, 其中零售业务净减少 59 个, 批发业务净增加 33 个。李宁 YOUNG 销售点数量共计 1,518 个, 较上一季末净增加 38 个, 本年迄今净增加 50 个。

**国信纺织观点:** 1) **2025 第四季度:** 第四季度李宁大货流水下降低单位数, 较第三季度环比收窄, 主要受益于线下渠道降幅收窄; 折扣同环比加深低单位数, 库销比改善至 4~5 个月; 门店同环比减少, 但零售渠道门店调整企稳、关店数较三季度减少; 新品密集发布, 龙店与户外店首店齐开;

2) **风险提示:** 消费需求不及预期; 品牌形象受损; 市场的系统性风险;

3) **投资建议: 门店调整与流水增速企稳, 库存改善, 新店态中长期有望贡献销售增量。** 2025 年四季度公司流水降幅环比收窄, 零售门店调整企稳, 折扣仍然承压, 库存环比改善达到公司理想水平。产品方面新品密集发布, 尤其搭载“超靛胶囊”的跑鞋新品市场反馈较好; 新店态龙店、户外店首店齐开, 但短期开店数量谨慎, 中长期有望成为渠道新增长极。基于公司费用管控有效以及政府补贴超预期, 我们上调盈利预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 26.2/28.0/32.9 亿元 (前值为 24.0/26.8/30.6 亿元), 同比-13.1%/+7.0%/+17.3%。基于盈利预测上调, 上调目标价至 22.1-23.3 港元 (前值为 21.20-22.30 港元), 对应 2026 年 19-20 倍 PE, 维持“优于大市”评级。

### 评论:

◆ **2025 第四季度: 李宁大货流水下降低单位数较三季度改善, 折扣同环比加深低单位数, 库销比改善至 4~5 个月, 新品密集发布, 龙店与户外店首店齐开**

1、**流水:** 第四季度李宁大货流水下降低单位数, 环比三季度收窄, 电商表现仍优于线下。第四季度李宁大货流水下降低单位数, 环比第三季度 (下降中单位数) 改善。其中零售/批发/电商分别低单位数下降/中单位数下降/持平, 相比三季度零售、批发渠道改善, 电商增速放缓; 零售渠道表现略优于批发, 主要因奥莱渠道表现较好。分月份看, 10 月增速较好, 11-12 月伴随天气回暖, 销售趋势转弱。

第四季度末李宁大货直营门店环比三季度末净减少 13 个至 1238 家, 关店数较三季度减少; 批发门店环比减少 28 个、同比增加 33 个至 4853 家。

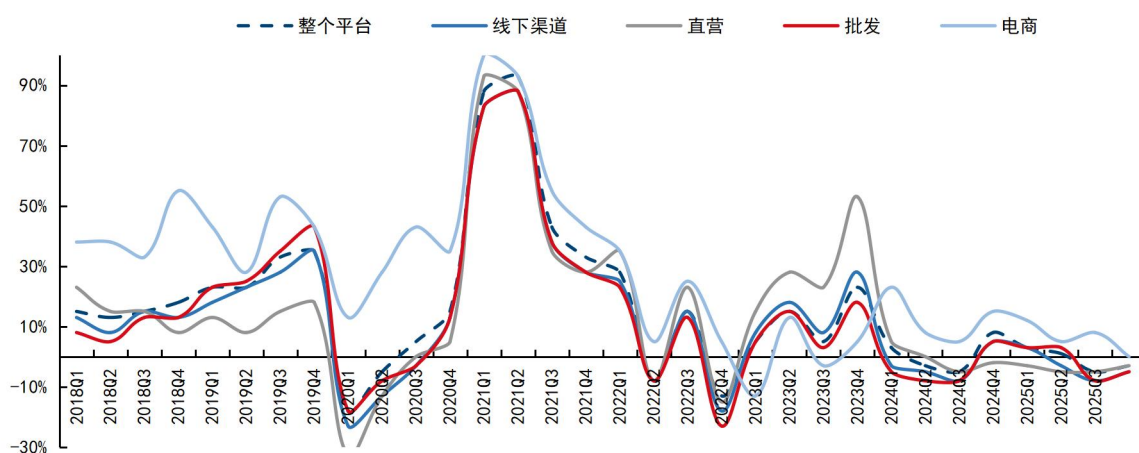
2、**零售折扣和库销比:** 折扣同环比加深低单, 库销比下降至 4~5 个月。1) **零售折扣:** 第四季度折扣同环比均低单位数加深, 线下折扣绝对水平略深于 6 折中段 (含奥莱等特卖渠道)。分月度看, 12 月折扣同比加深幅度最显著, 主要因冬季较暖加大秋冬装的清货促销力度, 整体折扣趋势受终端消费疲软和行业竞争影响。2) **库销比:** 截至四季度末, 全渠道库销比已回落至更健康的水位, 达到 4-5 个月的内部管理目标

(三季度末为 5-6 个月)。分渠道看，直营库销比优于批发，主要因直营下半年加大清货促销力度；直营、批发及电商的库销比与库龄结构均处于健康可控范围。

**3、新产品：四季度密集发布新品。**针对多雨天气推出新科技面料“超拒水”跑鞋（如赤兔、越影、绝影、烈骏等经典 IP），适用于阴雨天气及户外环境。跑步领域有新科技跑鞋“超靛胶囊”（运用于飞电 6E、飞电 6U、赤兔 9U）；篮球领域有韦德之道 12、驭帅 20；中国李宁有悟道 3.0；荣耀和户外新品等。

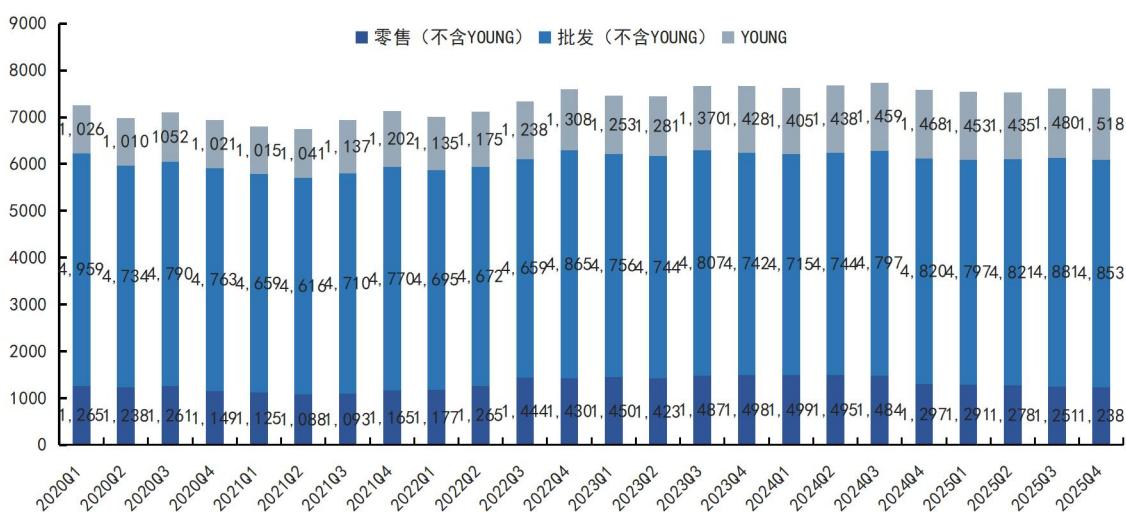
**4、新渠道：探索新店态，龙店、户外店首店齐开。**2025 年 11 月末，李宁首家户外专营店“COUNTERFLOW 溯”在北京朝阳大悦城揭幕，进一步进军户外细分市场；2025 年 12 月 14 日，李宁全球首家“龙店”慢闪店在北京三里屯太古里正式开业，同期发布全新荣耀金标产品系列，主要面向中产客群，产品价格带较品牌大货产品价格带有所提升；今年 1~2 月，预计有 17 家快闪/慢闪店开出，正式门店预计将在 2026 年年中开出。

图1：李宁分渠道季度零售增长表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：李宁门店数按季度变化趋势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 投资建议：门店调整与流水增速企稳，库存改善，新店态中长期有望贡献销售增量

2025 年四季度公司流水降幅环比收窄，零售门店调整企稳，折扣仍然承压，库存环比改善达到公司理想水平。产品方面新品密集发布，尤其搭载“超靛胶囊”的跑鞋新品市场反馈较好；新店态龙店、户外店首店齐开，但短期开店数量谨慎，中长期有望成为渠道新增长极。基于公司费用管控有效以及政府补贴超预期，我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 26.2/28.0/32.9 亿元（前值为 24.0/26.8/30.6 亿元），同比 -13.1%/+7.0%/+17.3%。基于盈利预测上调，上调目标价至 22.1-23.3 港元（前值为 21.20-22.30 港元），对应 2026 年 19-20 倍 PE，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测及市场重要数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,598	28,676	29,508	30,848	32,748
(+/-%)	7.0%	3.9%	2.9%	4.5%	6.2%
净利润(百万元)	3187	3013	2619	2803	3287
(+/-%)	-21.6%	-5.5%	-13.1%	7.0%	17.3%
每股收益(元)	1.23	1.17	1.01	1.08	1.27
EBIT Margin	10.9%	12.3%	10.8%	11.0%	12.3%
净资产收益率(ROE)	13.1%	11.5%	9.6%	9.7%	10.8%
市盈率(PE)	14.8	15.6	18.0	16.8	14.3
EV/EBITDA	12.3	11.2	16.1	15.0	12.8
市净率(PB)	1.93	1.80	1.72	1.63	1.55

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS			PE			g	PEG
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
2331.HK	李宁	优于大市	18.22	1.17	1.01	1.08	15.6	18.0	16.8	-4.2%	-4.29
可比公司											
2020.HK	安踏体育	优于大市	76.19	5.56	4.72	5.42	13.7	16.2	14.0	14.1%	1.14
1368.HK	特步国际	优于大市	4.95	0.44	0.50	0.53	11.2	9.9	9.3	12.7%	0.78
1361.HK	361度	优于大市	5.50	0.56	0.60	0.65	9.9	9.1	8.4	12.1%	0.75

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### ◆ 风险提示

消费需求不及预期；品牌形象受损；市场的系统性风险。

### 相关研究报告：

- 《李宁（02331.HK）-产品筑基，营销蓄势，重估在即》——2025-12-27
- 《李宁（02331.HK）-第三季度流水下滑中单位数，四季度新品有望密集发布》——2025-10-26
- 《李宁（02331.HK）-上半年收入增长 3.3%，经营利润微增而净利润下滑》——2025-08-24
- 《李宁（02331.HK）-第二季度流水增长低单位数，库销比环比改善》——2025-07-15
- 《李宁（02331.HK）-第一季度流水增长低单位数，折扣率同比改善》——2025-04-29

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5444	7499	14763	15501	16276	营业收入	27598	28676	29508	30848	32748
应收款项	2001	1588	1847	1931	2050	营业成本	14246	14520	15252	15862	16763
存货净额	2493	2598	2952	3063	3232	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	221	579	374	391	415	销售费用	9080	9199	9466	9988	10342
<b>流动资产合计</b>	<b>13653</b>	<b>20528</b>	<b>28200</b>	<b>29151</b>	<b>30238</b>	管理费用	1256	1428	2070	2059	2072
固定资产	4124	4610	5572	5980	6328	财务费用	(319)	(175)	(63)	2	60
无形资产及其他	2405	1811	1359	906	453	投资收益	378	256	264	248	237
投资性房地产	12419	7014	7014	7014	7014	资产减值及公允价值变动	20	(5)	0	0	0
长期股权投资	1607	1744	1744	1744	1744	其他收入	524	154	804	919	1066
<b>资产总计</b>	<b>34208</b>	<b>35708</b>	<b>43889</b>	<b>44795</b>	<b>45777</b>	营业利润	4256	4110	3851	4105	4814
短期借款及交易性金融负债	0	0	5974	5139	4047	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	2832	2666	3188	3308	3490	利润总额	4256	4110	3851	4105	4814
其他流动负债	4436	4920	5296	5515	5763	所得税费用	1069	1097	1232	1302	1527
<b>流动负债合计</b>	<b>7268</b>	<b>7586</b>	<b>14458</b>	<b>13962</b>	<b>13301</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	3187	3013	2619	2803	3287
其他长期负债	2533	2019	2019	2019	2019						
<b>长期负债合计</b>	<b>2533</b>	<b>2019</b>	<b>2019</b>	<b>2019</b>	<b>2019</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>9801</b>	<b>9605</b>	<b>16477</b>	<b>15980</b>	<b>15319</b>	净利润	3187	3013	2619	2803	3287
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	24407	26104	27413	28814	30458	折旧摊销	1872	1831	991	1045	1104
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>34208</b>	<b>35708</b>	<b>43889</b>	<b>44795</b>	<b>45777</b>	公允价值变动损失	(20)	5	0	0	0
						财务费用	(319)	(175)	(63)	2	60
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	(318)	268	490	127	119
每股收益	1.23	1.17	1.01	1.08	1.27	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.62	0.59	0.51	0.54	0.64	经营活动现金流	4721	5116	4099	3975	4510
每股净资产	9.44	10.10	10.61	11.15	11.78	资本开支	(2781)	(2312)	(1500)	(1000)	(1000)
ROIC	10%	11%	9%	10%	11%	其它投资现金流	(403)	120	0	0	0
ROE	13%	12%	10%	10%	11%	投资活动现金流	(3421)	(2329)	(1500)	(1000)	(1000)
毛利率	48%	49%	48%	49%	49%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	12%	11%	11%	12%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	19%	14%	14%	16%	支付股利、利息	(1569)	(1651)	(1309)	(1401)	(1644)
收入增长	7%	4%	3%	5%	6%	其它融资现金流	(101)	2568	5974	(835)	(1092)
净利润增长率	-22%	-5%	-13%	7%	17%	融资活动现金流	(3238)	(733)	4665	(2237)	(2735)
资产负债率	29%	27%	38%	36%	33%	现金净变动	(1938)	2055	7264	738	775
息率	3.1%	3.3%	2.6%	2.8%	3.3%	货币资金的期初余额	7382	5444	7499	14763	15501
P/E	14.8	15.6	18.0	16.8	14.3	货币资金的期末余额	5444	7499	14763	15501	16276
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	企业自由现金流	1031	2374	2138	2488	2971
EV/EBITDA	12.3	11.2	16.1	15.0	12.8	权益自由现金流	1169	5070	8155	1652	1838

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032