

## 公司研究

## 短期需求承压，期待奥运和户外等新系列贡献增量

## ——李宁 (2331.HK) 2025 年四季度零售流水表现点评

## 要点

## 事件：

**李宁公告 2025 年第四季度零售流水情况。**2025 年第四季度李宁品牌（不包括李宁 YOUNG）全渠道流水同比降低个位数，其中分渠道来看，线下、线上渠道流水分别同比下降中个位数、持平，线下渠道中直营、批发渠道分别降低个位数、下降中个位数。

门店数量方面，2025 年末公司总网点数为 7609 家、较年初净增加 24 家 (+0.3%)，其中李宁品牌（不含李宁 YOUNG）、李宁 YOUNG 门店数量分别为 6091 家/1518 家，较年初分别净-26/+50 家 (-0.4%/+3.4%)。

## 点评：

**25Q4 各渠道流水表现仍较弱，线下渠道 Q4 降幅较 Q3 略有收窄**

与 25Q3 表现相比，全渠道流水自 Q3 的下降中个位数收窄至下降个位数，略有改善但仍较疲弱。其中线下渠道中，直营、批发渠道流水同比降幅均环比 Q3 有所收窄，线上渠道表现弱于三季度、自高个位数增长放缓至持平。

**新品类、新店型频出，奥运、户外系列发力**

公司 2025 年成为中国奥委会官方合作伙伴，2025 年 12 月中旬正式推出奥运相关重磅新品—荣耀金标系列，并于北京开出相应的新店型—龙店首家门店。根据品牌官方微信公众号，2026 年 1~2 月李宁龙店将陆续在全国 17 个高线城市开出快闪店，借助春节销售旺季，为品牌和新产品线造势并贡献销售。

另外，公司 2025 年 11 月于北京开出首家户外品类独立门店 COUNTERFLOW 溯，以瓷青绿为主色调、陈设户外产品，打造和强化李宁户外品类的影响力。

**短期零售承压，期待新系列和新店型贡献增量**

在大环境较为疲软的背景下，公司近期零售流水表现仍有压力，折扣同比有所加深，但库存水位较三季度已回落至健康水平。考虑消费环境仍存不确定性，以及公司奥运相关宣传推广力度将加大，结合新推系列和新开门店尚需投入，我们下调公司 25~27 年盈利预测（归母净利润较前次预测分别下调 1%/12%/6%），对应 25~27 年 EPS 分别为 0.99/1.03/1.28 元人民币，PE 分别为 18/17/14 倍，期待新系列和新店型落地带来增量并提升品牌竞争力，维持“买入”评级。

**风险提示：需求持续疲软；库存积压；行业竞争加剧；费用投入不当；新产品系列或者新店型效果不及预期；电商渠道增速放缓或流量成本持续上升。**

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	27,598	28,676	29,160	30,541	31,849
营业收入增长率	7.0%	3.9%	1.7%	4.7%	4.3%
归母净利润（百万元）	3,187	3,013	2,552	2,669	3,314
归母净利润增长率	-21.6%	-5.5%	-15.3%	4.6%	24.2%
EPS（元）	1.23	1.17	0.99	1.03	1.28
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.4%	15.7%	12.3%	12.0%	13.9%
P/E	14	15	18	17	14
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，港币汇率采用 1HKD=0.8988RMB 计算，股价时间为 2026-01-14

## 买入（维持）

当前价：19.37 港币

## 作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebsecn.com

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebsecn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004

021-52523842

zhujieyu@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	25.85
总市值(亿元)	500.68
一年最低/最高(元)	13.5/20.9
近 3 月换手率	71.9%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.4	9.5	-6.8
绝对	3.9	13.8	33.7

资料来源：Wind

## 相关研报

上半年利润端有所下滑，签约奥委会、强化专业心智——李宁 (2331.HK) 2025 年中期业绩点评 (2025-08-24)

24 年表现平稳，25 年将加大投入、促品牌力向上——李宁 (2331.HK) 2024 年业绩点评 (2025-03-31)

附表：公司分渠道零售表现及销售网点数情况

指标	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4
流水								
总零售 (不含 YOUNG)	低单位数增长	低单位数下降	中单位数下降	高单位数增长	低单位数增长	低单位数增长	中单位数下降	低单位数下降
线下 (零售+批发)	低单位数下降	中单位数下降	高单位数下降	中单位数增长	低单位数增长	低单位数下降	高单位数下降	中单位数下降
零售	中单位数增长	持平	中单位数下降	低单位数下降	低单位数下降	中单位数下降	中单位数下降	低单位数下降
批发	中单位数下降	高单位数下降	高单位数下降	中单位数增长	低单位数增长	低单位数增长	高单位数下降	中单位数下降
电商	20~25%增长	高单位数增长	中单位数增长	10~20%中段增长	10~15%增长	中单位数增长	高单位数增长	持平
销售点数 (家)								
合计	7619	7677	7740	7585	7541	7534	7612	7609
李宁 (不含 YOUNG)	6214	6239	6281	6117	6088	6099	6132	6091
零售	1499	1495	1484	1297	1291	1278	1251	1238
批发	4715	4744	4797	4820	4797	4821	4881	4853
李宁 YOUNG	1405	1438	1459	1468	1453	1435	1480	1518

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	27598	28676	29160	30541	31849
营业成本	(14246)	(14246)	(15235)	(15494)	(16090)
营业毛利	13352	14429	13924	15047	15759
销售费用	(9080)	(9199)	(9769)	(10628)	(10510)
管理费用	(1256)	(1428)	(1424)	(1461)	(1523)
财务收入/费用净额	319	175	326	245	345
EBT	4256	4110	3481	3640	4521
所得税	(1069)	(1097)	(929)	(971)	(1206)
净利润 (不含少数股东损益)	3187	3013	2552	2669	3314
EPS(元)	1.23	1.17	0.99	1.03	1.28

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4688	5268	4904	5330	5781
净利润	3187	3013	2552	2669	3314
折旧摊销	1897	1858	1950	2048	2150
营运资本变化	(134)	(136)	(27)	142	(390)
其他经营活动产生的现金	(1331)	(500)	(500)	(500)	(500)
投资活动产生现金流	(2449)	(840)	(1580)	(1580)	(1580)
资本性支出	(2706)	(3694)	(1580)	(1580)	(1580)
投资变化	0	0	0	0	0
其他投资活动产生的现金	256	2854	0	0	0
融资活动现金流	(4217)	(2324)	(1276)	(1334)	(1657)
债务增加	0	0	0	0	0
债务减少	0	0	0	0	0
股本增加	0	0	0	0	0
支付的股利合计	(1434)	(1506)	(1276)	(1334)	(1657)
其他筹资活动产生的现金	(2783)	0	0	0	0
净现金流	(1978)	2104	2048	2415	2544

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	48.4%	49.4%	47.8%	49.3%	49.5%
EBITDA 率	19.8%	19.3%	16.6%	16.9%	18.9%
EBIT 率	12.9%	12.8%	9.9%	10.2%	12.2%
税前净利润率	15.4%	14.3%	11.9%	11.9%	14.2%
归母净利润率	11.5%	10.5%	8.8%	8.7%	10.4%
ROA	9.3%	8.4%	6.6%	6.7%	7.8%
ROE (摊薄)	13.1%	11.5%	9.0%	8.8%	10.2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	28.7%	26.9%	25.9%	24.0%	23.3%
流动比率	1.9	2.7	2.9	3.3	3.6
速动比率	1.5	2.4	2.6	3.0	3.2

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	13653	20528	22993	24903	28161
现金及等价物	5444	7499	9596	12012	14556
应收账款及应收票据合计	1206	1005	1392	1118	1500
存货	2493	2598	2578	2346	2679
其他流动资产	4510	9427	9427	9427	9427
非流动资产	20555	15180	15403	14935	14365
固定资产/PP&E	4124	4610	4461	4253	3986
权益法核算投资	1607	1744	1744	1744	1744
使用权资产及无形资产	2405	1811	2258	2077	1861
其他非流动资产	12419	7014	6941	6861	6774
总资产	34208	35708	38396	39838	42526
流动负债	7268	7586	7925	7562	7886
短期借贷及长期借贷当期到期部分	0	0	0	0	0
应付账款及票据	1790	1625	1965	1601	1925
应交税费	915	950	950	950	950
其他流动负债	4563	5010	5010	5010	5010
非流动负债	2533	2019	2019	2019	2019
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2533	2019	2019	2019	2019
经营性负债合计	9801	9605	9944	9581	9905
股本	240	236	236	236	236
储备	24167	25868	27144	28478	30136
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计 (不含少数股东权益)	24407	26104	28452	30258	32621
股东权益合计 (含少数股东权益)	24407	26104	28452	30258	32621
负债及股东权益合计	34208	35708	38396	39838	42526

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	32.9%	32.1%	33.5%	34.8%	33.0%
管理费用率	4.6%	5.0%	4.9%	4.8%	4.8%
财务费用率	-1.2%	-0.6%	-1.1%	-0.8%	-1.1%
所得税率	25.1%	26.7%	26.7%	26.7%	26.7%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利(HKD)	0.62	0.65	0.55	0.57	0.71
每股经营现金流	1.81	2.04	1.90	2.06	2.24
每股净资产	9.44	10.10	11.01	11.71	12.62
每股销售收入	10.68	11.09	11.28	11.82	12.32

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	14	15	18	17	14
PB	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	9	9	9	8	7
股息率	3.2%	3.3%	2.8%	3.0%	3.7%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

**光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。**

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼