

李宁(02331)

报告日期: 2026年01月15日

## Q4 流水降幅收窄, 26 新品+品宣加码值得期待

### ——李宁点评报告

#### 投资要点

##### □ Q4 流水: 降幅环比收窄, 积极冬季清库。

公司 25Q4 流水为小单位数下降, 降幅环比 Q3 降幅收窄, 其中:

分渠道来看: 线下流水下滑中单, 其中直营下滑小单, 批发下滑中单, 主要与直营奥莱占比较高有关; 电商流水持平

分月份来看: 10 月小幅度增长, 11-12 月小单到中单下滑

分品类来看: 跑步、户外、羽毛球的品类增长仍然领跑, 综训、篮球、运动休闲仍有压力

零售折扣来看: Q4 同比及环比有小单位数加深, 线下折扣略深于 6 折中段, 与 Q4 偏暖, 加大折扣优化冬装库存有关

Q4 末库销比: 回到 4-5 个月健康状态, 直营好于批发

##### □ 预计 25 全年完成指引偏上限

25 全年收入预计小幅度增长: 虽然 25H2 大货流水有一定压力, 但考虑专业渠道发货强劲 (羽毛球、乒乓球), 全财年收入保持小单位数正增长

净利率预计达到指引偏上限: 此前指引净利率高单位数, 目前看来偏该范围上限, 良好表现来自: 1) Q4 政府补贴超出预期; 2) 25H2 营销开支增加, 但亏损店关闭、其他费用降本增效带来节约

##### □ 26 年各品类储备动作丰富

2 月米兰冬奥会即将启动, 龙店相关快闪在 1-2 月在全国一二线城市密集开出 17 家, 正式门店预计 26 年 6-7 月落位上海; 跑步方面赛事赞助、俱乐部活动加码, 超䟽胶囊新品大批量铺货在 26Q1 展开; 户外产品矩阵继续丰富, 预计增速继续领跑; 篮球、运动生活也希望通过产品推新获得零售表现的逐步改善。

##### □ 盈利预测与估值:

考虑 25H2 利润率表现超预期, 上调盈利预测, 预计公司 25/26/27 年收入 292/305/317 亿元, 同比+2.0%/+4.4%/+3.7%, 归母净利润 26.9/29.0/32.2 亿元, 同比-11%/+8%/+11%, 对应当前 PE 16.7/15.5/14.0X。25 年至今大股东非凡领越连续增持公司 3.74pp, 持股比例来到 14.27%, 展现对中长期发展信心, 维持“买入”评级。

##### □ 风险提示: 客流不稳定, 特殊舆论事件影响品牌宣传推广效果

#### 财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	28,676	29,242	30,536	31,676
(+/-) (%)	3.90%	1.98%	4.42%	3.74%
归母净利润	3,013	2,689	2,896	3,216
(+/-) (%)	-5.46%	-10.77%	7.73%	11.03%
每股收益(元)	1.17	1.04	1.12	1.24
P/E	14.9	16.7	15.5	14.0

资料来源: 浙商证券研究所

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉

执业证书号: S1230520070002  
mali@stocke.com.cn

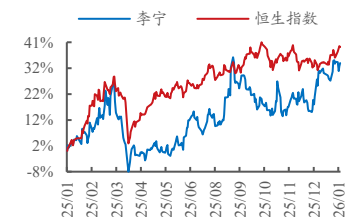
分析师: 詹陆雨

执业证书号: S1230520070005  
zhanluyu@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	HK\$19.55
总市值(百万港元)	50,533.06
总股本(百万股)	2,584.81

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《中报超预期, 期待奥运为代表的专业资源发力》 2025.08.25
- 《流水符合预期, 奥运投放 5 月起逐步落地》 2025.07.16
- 《运营提效, 积极投入培育竞争力》 2025.03.30

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>20,528</b>	<b>22,073</b>	<b>23,604</b>	<b>25,082</b>
现金	7,499	8,683	10,096	11,349
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1,005	1,161	1,187	1,249
其它应收款	245	258	271	284
存货	2,598	2,744	2,777	2,877
其他	9,181	9,226	9,273	9,322
<b>非流动资产</b>	<b>15,180</b>	<b>14,762</b>	<b>14,743</b>	<b>14,735</b>
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	2,378	2,378	2,378	2,378
固定资产	4,610	4,527	4,390	4,245
无形资产	235	239	236	233
有使用权资产	1,577	1,734	1,908	2,099
其他	6,380	5,883	5,831	5,781
<b>资产总计</b>	<b>35,708</b>	<b>36,835</b>	<b>38,347</b>	<b>39,817</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,586</b>	<b>7,261</b>	<b>7,480</b>	<b>7,546</b>
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1,625	1,791	1,949	1,951
预收账款	4,049	4,090	4,131	4,172
其他	1,911	1,380	1,401	1,422
<b>非流动负债</b>	<b>2,019</b>	<b>2,076</b>	<b>2,138</b>	<b>2,207</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	2,019	2,076	2,138	2,207
<b>负债合计</b>	<b>9,605</b>	<b>9,336</b>	<b>9,619</b>	<b>9,753</b>
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	26,104	27,498	28,729	30,064
<b>负债和股东权益</b>	<b>35,708</b>	<b>36,835</b>	<b>38,347</b>	<b>39,817</b>

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,268</b>	<b>3,037</b>	<b>3,522</b>	<b>3,593</b>
净利润	3,013	2,689	2,896	3,216
折旧摊销	316	356	398	407
财务费用	175	101	174	198
投资损失	(256)	(308)	(369)	(443)
营运资金变动	657	(109)	127	(131)
其它	1,363	308	296	346
<b>投资活动现金流</b>	<b>(840)</b>	<b>(346)</b>	<b>(765)</b>	<b>(892)</b>
资本支出	799	800	800	800
长期投资	2,125	(58)	(57)	(56)
其他	(2,084)	(396)	22	148
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,324)</b>	<b>(1,506)</b>	<b>(1,344)</b>	<b>(1,448)</b>
债务增加	0	0	0	0
股息及利息支付	(1,434)	(1,506)	(1,344)	(1,448)
其他	(890)	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>2,104</b>	<b>1,185</b>	<b>1,412</b>	<b>1,253</b>

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>28,676</b>	<b>29,242</b>	<b>30,536</b>	<b>31,676</b>
营业成本	(14,520)	(14,960)	(15,599)	(16,116)
销售费用	(9,199)	(9,504)	(10,046)	(10,295)
管理费用	(1,428)	(1,462)	(1,527)	(1,584)
其他收入及收益	154	229	231	272
<b>营业利润</b>	<b>3,678</b>	<b>3,546</b>	<b>3,594</b>	<b>3,953</b>
财务费用	175	101	174	198
以权益法核算的投资收	256	308	369	443
<b>除税前溢利</b>	<b>4,110</b>	<b>3,954</b>	<b>4,138</b>	<b>4,594</b>
所得税	(1,097)	(1,265)	(1,241)	(1,378)
<b>净利润</b>	<b>3,013</b>	<b>2,689</b>	<b>2,896</b>	<b>3,216</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,013</b>	<b>2,689</b>	<b>2,896</b>	<b>3,216</b>
EBITDA	3,845	3,673	3,761	4,089
EPS (最新摊薄)	1.17	1.04	1.12	1.24

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	3.90%	1.98%	4.42%	3.74%
营业利润	3.35%	-3.60%	1.37%	9.98%
归属母公司净利润	-5.46%	-10.77%	7.73%	11.03%
<b>获利能力</b>				
毛利率	49.37%	48.84%	48.91%	49.12%
净利率	10.51%	9.19%	9.49%	10.15%
ROE	11.93%	10.03%	10.30%	10.94%
ROIC	9.91%	8.20%	8.19%	8.57%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	26.90%	25.35%	25.08%	24.49%
净负债比率	36.79%	33.95%	33.48%	32.44%
流动比率	2.71	3.04	3.16	3.32
速动比率	2.33	2.63	2.75	2.91
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.82	0.81	0.81	0.81
应收账款周转率	21.00	27.00	26.00	26.00
应付账款周转率	8.50	8.50	8.00	8.00
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.17	1.04	1.12	1.24
每股经营现金	2.04	1.17	1.36	1.39
每股净资产	10.10	10.64	11.11	11.62
<b>估值比率</b>				
P/E	14.94	16.74	15.54	13.99
P/B	1.72	1.64	1.57	1.50
EV/EBITDA	12.25	12.43	11.84	10.62

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>