

2026年01月15日

# Q4 流水承压，关注新店型和新产品发展

## 李宁 (2331. HK)

|            |       |                  |             |
|------------|-------|------------------|-------------|
| 评级:        | 买入    | 股票代码:            | 2331        |
| 上次评级:      | 买入    | 52 周最高价/最低价(港元): | 20.28/14.52 |
| 目标价格(港元):  |       | 总市值(亿港元)         | 505.33      |
| 最新收盘价(港元): | 19.55 | 自由流通市值(亿港元)      | 505.33      |
|            |       | 自由流通股数(百万)       | 2,584.81    |

### 事件概述

李宁发布最新运营状况，25Q4 李宁（不包括李宁 YOUNG）流水同比实现低单位数下降，其中线下/电商分别为中单位数下降/持平，零售/批发分别为低单位数下降/中单位数下降。

大股东持续增持，李宁/李麒麟先生持股比例由年初的 10.7%/10.6%提升至 14.8%/14.4%，回购价格在 14.96-16.9 港元/股。

### 分析判断:

**零售流水下降，电商增速放缓。**拆分来看，1) 25Q4 线下渠道（包括零售及批发）实现中单位数下降，其中零售渠道实现低单位数下降，批发渠道实现中单位数下降，我们分析零售流水好于批发主要由于直营渠道包含奥莱等业务加大力度消化库存；2) 电子商务持平、较 Q3 的增速放缓。

截至 25Q4 末，李宁（不包括李宁 YOUNG）店铺数共 6091 家，较上季度末净减少 41 家，全年至今净减少 26 家，其中零售/批发店净增-59/33 家。25Q4 末李宁 YOUNG 店数为 1518 家、较 Q3 净增加 38 个，本年净增加 50 个。

### 投资建议

考虑线下客流同比下滑、线上持续增长，维持预计公司 25 全年收入增长低单位数；预计在高层级市场持续优化门店结构。我们分析，尽管行业仍处于去库存中、公司流水也有下降，但公司正在发生的一些变化值得期待：（1）跑鞋新品有望保持较快增长。（2）公司加大营销投入，考虑到公司持续加大对品牌建设和核心品类的投入，成为中国奥委会及中国体育代表团合作伙伴，进一步加强对中国体育事业的支持，预计 25 年净利率为高单位数。（3）长期来看，公司净利率仍有改善空间。维持盈利预测，维持 25-27 年营业收入预测 292.5/310.1/330.3 亿元，维持 25-27 年归母净利预测 24.9/27.9/31.4 亿元，对应维持 25-27 年 EPS 预测 0.96/1.08/1.21 元，2026 年 1 月 15 日收盘价 19.55 港元对应 25/26/27 年 PE 为 20/18/16 倍（1 港元=0.90 元人民币），维持“买入”评级。

### 风险提示

库存积压恶化风险、终端折扣加大风险、电商增速放缓、系统性风险。

### 盈利预测与估值

| 财务摘要       | 2023A    | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)  | 27598.49 | 28675.64 | 29251.45 | 31012.67 | 33033.93 |
| YoY (%)    | 6.96%    | 3.90%    | 2.01%    | 6.02%    | 6.52%    |
| 归母净利润(百万元) | 3186.91  | 3012.92  | 2404.91  | 2586.13  | 2908.53  |

|          |         |        |         |        |        |
|----------|---------|--------|---------|--------|--------|
| YoY (%)  | -21.58% | -5.46% | -20.18% | 7.54%  | 12.47% |
| 毛利率 (%)  | 48.38%  | 49.37% | 49.60%  | 49.80% | 50.00% |
| 每股收益 (元) | 1.21    | 1.17   | 0.93    | 1.00   | 1.13   |
| ROE      | 13.06%  | 11.54% | 8.44%   | 8.32%  | 8.55%  |
| 市盈率      | 16.01   | 13.13  | 19.54   | 18.17  | 16.16  |

资料来源：公司公告，华西证券研究所。注：1 港元=0.90 元。

**分析师：唐爽爽**

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

**分析师：李佳妮**

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元)          |              |              |              |              | 现金流量表 (百万元)     |              |              |              |              |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                    | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |                 | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
| 营业总收入              | 28675.64     | 29251.45     | 31012.67     | 33033.93     | 净利润             | 3012.92      | 2404.91      | 2586.13      | 2908.53      |
| YoY (%)            | 3.90%        | 2.01%        | 6.02%        | 6.52%        | 折旧和摊销           | 1130.19      | 2007.52      | 1581.93      | 1313.63      |
| 营业成本               | 14519.54     | 14742.73     | 15568.36     | 16516.96     | 营运资金变动          | 987.16       | 3720.71      | 295.45       | 438.51       |
| 营业税金及附加            |              |              |              |              | 经营活动现金流         | 5267.94      | 7972.37      | 4297.13      | 4488.12      |
| 销售费用               | 9198.91      | 9810.93      | 10432.66     | 10987.74     | 资本开支            | -1503.04     | -539.77      | -638.00      | -737.20      |
| 管理费用               | 1427.91      | 1433.32      | 1457.60      | 1486.53      | 投资              | 1881.63      | -1192.58     | -2561.81     | -4023.96     |
| 财务费用               | -272.99      | -354.54      | -455.22      | -477.39      | 投资活动现金流         | -839.62      | -1571.59     | -3033.43     | -4588.61     |
| 资产减值损失             |              |              |              |              | 股权募资            | 3.92         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 投资收益               | 256.30       | 104.64       | 104.64       | 104.64       | 债务募资            | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 营业利润               | 3529.29      | 2691.24      | 2826.58      | 3228.09      | 筹资活动现金流         | -2324.28     | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 营业外收支              | 51.03        | 56.13        | 61.74        | 67.92        | 现金净流量           | 2054.71      | 6400.78      | 1263.70      | -100.49      |
| 利润总额               | 4109.61      | 3206.54      | 3448.17      | 3878.04      | <b>主要财务指标</b>   | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| 所得税                | 1096.69      | 801.64       | 862.04       | 969.51       | <b>成长能力 (%)</b> |              |              |              |              |
| 净利润                | 3012.92      | 2404.91      | 2586.13      | 2908.53      | 营业收入增长率         | 3.90%        | 2.01%        | 6.02%        | 6.52%        |
| 归属于母公司净利润          | 3012.92      | 2404.91      | 2586.13      | 2908.53      | 净利润增长率          | -5.46%       | -20.18%      | 7.54%        | 12.47%       |
| YoY (%)            | -5.46%       | -20.18%      | 7.54%        | 12.47%       | <b>盈利能力 (%)</b> |              |              |              |              |
| 每股收益 (元)           | 1.17         | 0.93         | 1.00         | 1.13         | 毛利率             | 49.37%       | 49.60%       | 49.80%       | 50.00%       |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | 净利润率            | 10.51%       | 8.22%        | 8.34%        | 8.80%        |
| 货币资金               | 7498.60      | 13899.38     | 15163.08     | 15062.58     | 总资产收益率 ROA      | 8.44%        | 5.79%        | 5.78%        | 6.01%        |
| 预付款项               |              |              |              |              | 净资产收益率 ROE      | 11.54%       | 8.44%        | 8.32%        | 8.55%        |
| 存货                 | 2598.23      | 2019.55      | 2224.05      | 2359.57      | <b>偿债能力 (%)</b> |              |              |              |              |
| 其他流动资产             | 578.69       | 1170.06      | 1240.51      | 1321.36      | 流动比率            | 2.71         | 2.73         | 3.08         | 3.31         |
| 流动资产合计             | 20528.24     | 30074.91     | 35834.68     | 41011.90     | 速动比率            | 2.29         | 2.44         | 2.78         | 3.01         |
| 长期股权投资             | 1743.94      | 1743.94      | 1743.94      | 1743.94      | 现金比率            | 0.99         | 1.26         | 1.30         | 1.22         |
| 固定资产               | 4610.45      | 3811.50      | 3310.66      | 3024.32      | 资产负债率           | 26.90%       | 31.35%       | 30.53%       | 29.76%       |
| 无形资产               | 1811.40      | 1142.61      | 699.52       | 409.42       | <b>经营效率 (%)</b> |              |              |              |              |
| 非流动资产合计            | 15180.16     | 11451.00     | 8924.08      | 7397.85      | 总资产周转率          | 0.80         | 0.70         | 0.69         | 0.68         |
| 资产合计               | 35708.41     | 41525.91     | 44758.76     | 48409.75     | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
| 短期借款               | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 每股收益            | 1.17         | 0.93         | 1.00         | 1.13         |
| 应付账款及票据            | 1625.13      | 3685.68      | 3892.09      | 4129.24      | 每股净资产           | 10.10        | 11.03        | 12.03        | 13.16        |
| 其他流动负债             | 4920.10      | 5850.29      | 6202.53      | 6606.79      | 每股经营现金流         | 2.04         | 3.08         | 1.66         | 1.74         |
| 流动负债合计             | 7585.95      | 10998.54     | 11645.26     | 12387.72     | 每股股利            | 0.21         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 长期借款               | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | <b>估值分析</b>     |              |              |              |              |
| 其他长期负债             | 2018.77      | 2018.77      | 2018.77      | 2018.77      | PE              | 13.13        | 19.54        | 18.17        | 16.16        |
| 非流动负债合计            | 2018.77      | 2018.77      | 2018.77      | 2018.77      | PB              | 1.52         | 1.65         | 1.51         | 1.38         |
| 负债合计               | 9604.72      | 13017.31     | 13664.03     | 14406.49     |                 |              |              |              |              |
| 股本                 | 235.85       | 235.85       | 235.85       | 235.85       |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益             | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |                 |              |              |              |              |
| 股东权益合计             | 26103.69     | 28508.60     | 31094.73     | 34003.26     |                 |              |              |              |              |
| 负债和股东权益合计          | 35708.41     | 41525.91     | 44758.76     | 48409.75     |                 |              |              |              |              |

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

## 分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                         | 投资评级 | 说明                             |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%    |
|                                | 增持   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间   |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间     |
|                                | 减持   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间    |
|                                | 卖出   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%    |
| 行业评级标准                         |      |                                |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。       | 推荐   | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%  |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
|                                | 回避   | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%  |

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。