



李宁 (02331.HK)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q4 流水环比改善，全年业绩优于预期

业绩简评

公司于1月15日发布2025年第四季度运营情况，李宁（不包括李宁 YOUNG）Q4 全渠道流水同比录得低单位数下降。线下渠道（包括零售及批发）录得中单位数下降，其中零售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；电商业录录得持平。公司 Q4 表现环比 Q3 改善，期待 COC 等费用投放显效。

经营分析

Q4 流水环比改善，全年盈利优于预期。 Q4 李宁（不含李宁 YOUNG）全渠道同比录得低单位数下降。分月度看，10月流水小幅增长，11-12月转弱。折扣同比加深低至中单位数，Q4 全渠道折扣降至6折中段偏下。公司在 Q4 继续加大清货力度，全渠道库存维持在4-5个月，处于相对健康区间，其中直营库存水平优于批发渠道，主要得益于下半年直营端主动去库存。截至2025年12月31日，国内李宁（不包括李宁 YOUNG）门店数量共计6091家，较Q3末净减少41家，年内净减少26家，渠道数量稳健。国内李宁 YOUNG 销售门店数量共计1518个，较上一季末净增加38家，年内净增加50家。公司预计2025全年营收同比实现正增长，盈利水平达高单位数上段，业绩优于预期主要得益于政府补贴超预期以及 H2 控费显效。

2025 年跑步流水相对优。 跑步品类 Q4 实现中单位数增长，羽毛球等细分品类取得良好增长；综训品类承压；篮球及运动生活品类 Q4 出现负增长。公司计划未来仍将资源重点投向跑步、篮球等核心专业品类，同时持续拓展户外及通勤等细分赛道。

把握专业运动与拓展细分赛道并重，期待荣耀等新系列提升品牌力。 26 年作为重要赛事周期，公司将加大奥运相关营销及专业资源投放，研发投入仍将聚焦跑步、篮球等核心品类，营销费用率或有所上升；公司将审慎把握投入节奏，并通过持续推进降本增效，折扣水平有望企稳回升。近期龙店快闪店快速落地，期待荣耀系列提升品牌形象，同时超韮胶囊科技于25年12月上市，26年有望在销售端贡献更多增量。

盈利预测、估值与评级

公司目前仍处于产品、渠道调整期，期待在核心品类以及 COC 产品系列的带动下后续经营持续改善，我们预计 2025-27 年公司净利润分别为 26.91/30.63/35.62 亿元，当前股价对应 PE 为 16/14/12 倍，维持“买入”评级。

风险提示

零售不及预期、品牌力下降、行业竞争加剧。

国金证券研究所

分析师：杨欣（执业 S1130522080010）

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

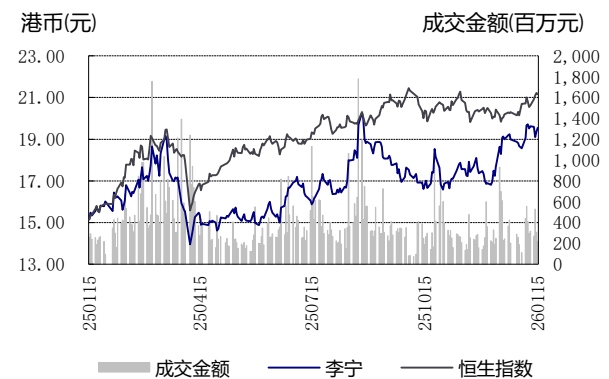
分析师：杨雨钦（执业 S1130524110005）

yangyuqin@gjzq.com.cn

市价（港币）：19.550 元

相关报告：

- 《李宁公司点评：Q3 流水波动，期待 26 年表现》，2025.10.26
- 《李宁公司点评：H1 业绩超预期，营销蓄力未来发展》，2025.8.22
- 《公司研究：李宁增持显信心，经营改善趋势可期》，2025.7.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,598	28,676	29,031	31,638	34,346
营业收入增长率	6.96%	3.90%	1.24%	8.98%	8.56%
归母净利润(百万元)	3,187	3,013	2,691	3,063	3,562
归母净利润增长率	-21.58%	-5.46%	-10.69%	13.83%	16.27%
摊薄每股收益(元)	1.23	1.17	1.04	1.19	1.38
每股经营性现金流净额	1.79	2.04	1.04	1.20	1.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.06%	11.54%	9.37%	9.66%	10.12%
P/E	14.14	11.78	15.66	13.76	11.83
P/B	2.05	1.49	1.61	1.46	1.31

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)							资产负债表(人民币 百万)						
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	25,803	27,598	28,676	29,031	31,638	34,346	货币资金	7,382	5,444	7,499	6,779	6,611	6,947
增长率	14.3%	7.0%	3.9%	1.2%	9.0%	8.6%	应收账款	1,688	2,001	1,588	1,608	1,752	1,902
主营业务成本	13,319	14,246	14,520	14,806	15,946	17,242	存货	2,428	2,493	2,598	2,468	2,658	2,874
%销售收入	51.6%	51.6%	50.6%	51.0%	50.4%	50.2%	其他流动资产	897	3,715	8,843	10,650	12,503	14,357
毛利	12,485	13,352	14,156	14,225	15,693	17,105	流动资产	12,395	13,653	20,528	21,505	23,524	26,080
%销售收入	48.4%	48.4%	49.4%	49.0%	49.6%	49.8%	%总资产	36.8%	39.9%	57.5%	56.8%	57.4%	58.4%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	1,369	1,607	1,744	1,881	2,019	2,156
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	3,235	4,124	4,610	5,518	6,421	7,323
销售费用	7,314	9,080	9,199	9,107	10,156	10,922	%总资产	9.6%	12.1%	12.9%	14.6%	15.7%	16.4%
%销售收入	28.3%	32.9%	32.1%	31.4%	32.1%	31.8%	无形资产	2,239	2,405	1,811	1,911	2,011	2,111
管理费用	1,113	1,256	1,428	1,335	1,360	1,305	非流动资产	21,252	20,555	15,180	16,328	17,468	18,607
%销售收入	4.3%	4.6%	5.0%	4.6%	4.3%	3.8%	%总资产	63.2%	60.1%	42.5%	43.2%	42.6%	41.6%
研发费用	534	618	676	684	633	687	资产总计	33,647	34,208	35,708	37,833	40,992	44,687
%销售收入	2.1%	2.2%	2.4%	2.4%	2.0%	2.0%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	5,166	3,942	3,837	3,403	3,854	4,507	应付款项	1,584	1,790	1,625	1,657	1,785	1,930
%销售收入	20.0%	14.3%	13.4%	11.7%	12.2%	13.1%	其他流动负债	5,656	5,479	5,961	6,035	6,577	7,140
财务费用	-249	-314	-273	-234	-230	-242	流动负债	7,241	7,268	7,586	7,692	8,361	9,069
%销售收入	-1.0%	-1.1%	-1.0%	-0.8%	-0.7%	-0.7%	长期贷款	0	0	0	-500	-1,000	-1,500
投资收益	201	378	256	246	248	248	其他长期负债	2,074	2,533	2,019	1,921	1,921	1,921
%税前利润	3.7%	8.9%	6.2%	6.8%	6.1%	5.2%	负债	9,315	9,801	9,605	9,112	9,282	9,490
营业利润	4,057	3,016	3,529	3,098	3,543	4,190	普通股股东权益	24,329	24,407	26,104	28,721	31,710	35,197
营业利润率	15.7%	10.9%	12.3%	10.7%	11.2%	12.2%	其中：股本	240	240	236	236	236	236
营业外收支							未分配利润	24,121	24,201	25,849	28,466	31,455	34,943
税前利润	5,415	4,256	4,110	3,636	4,084	4,749	少数股东权益	2	0	0	0	0	0
利润率	21.0%	15.4%	14.3%	12.5%	12.9%	13.8%	负债股东权益合计	33,647	34,208	35,708	37,833	40,992	44,687
所得税	1,351	1,069	1,097	945	1,021	1,187	比率分析						
所得税率	25.0%	25.1%	26.7%	26.0%	25.0%	25.0%	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
净利润	4,064	3,187	3,013	2,691	3,063	3,562	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	1.55	1.23	1.17	1.04	1.19	1.38
归属于母公司的净利润	4,064	3,187	3,013	2,691	3,063	3,562	每股净资产	9.24	9.30	10.10	11.11	12.27	13.62
净利率	15.7%	11.5%	10.5%	9.3%	9.7%	10.4%	每股经营现金净流	1.49	1.79	2.04	1.04	1.20	1.39
							每股股利	0.46	0.55	0.58	0.00	0.00	0.00
							回报率						
							净资产收益率	16.70%	13.06%	11.54%	9.37%	9.66%	10.12%
							总资产收益率	12.08%	9.32%	8.44%	7.11%	7.47%	7.97%
							投入资本收益率	15.93%	12.09%	10.78%	8.92%	9.41%	10.03%
							增长率						
							主营业务收入增长率	14.31%	6.96%	3.90%	1.24%	8.98%	8.56%
							EBIT增长率	-1.61%	-23.69%	-2.67%	-11.31%	13.28%	16.92%
							净利润增长率	1.32%	-21.58%	-5.46%	-10.69%	13.83%	16.27%
							总资产增长率	11.14%	1.67%	4.39%	5.95%	8.35%	9.02%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	13.4	14.5	13.9	12.5	12.1	12.1
							存货周转天数	56.8	62.2	63.1	61.6	57.9	57.7
							应付账款周转天数	43.0	42.6	42.3	39.9	38.9	38.8
							固定资产周转天数	33.9	48.0	54.8	62.8	67.9	72.0
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-21.82%	-11.93%	-20.99%	-18.66%	-17.94%	-18.54%
							EBIT利息保障倍数	49.3	24.3	24.5	-388.9	-146.8	-103.0
							资产负债率	27.68%	28.65%	26.90%	24.09%	22.64%	21.24%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	6	6	21	65
增持	0	0	0	2	6
中性	0	0	0	2	6
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.24	1.23

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究