

李宁 (02331.HK)

25Q4 流水点评: Q4 流水降幅收窄, 预计 25 年利润率超预期

买入 (维持)

2026 年 01 月 16 日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

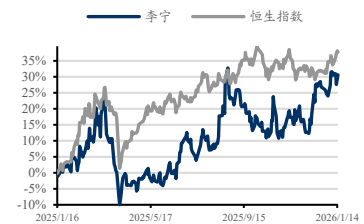
执业证书: S0600522090003
zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	27,598	28,676	29,080	30,786	32,338
同比(%)	6.96	3.90	1.41	5.86	5.04
归母净利润 (百万元)	3,187	3,013	2,676	2,857	3,049
同比(%)	(21.58)	(5.46)	(11.17)	6.75	6.71
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.23	1.17	1.04	1.11	1.18
P/E (现价&最新摊薄)	14.43	15.26	17.18	16.10	15.08

投资要点

- **公司公布 2025Q4 经营数据:** 25Q4 李宁 (不含 young) 全渠道零售流水同比下滑低单位数 (10 月同比微增, 11、12 月同比下滑低至中单位数), 其中线下/电商渠道流水分别同比下滑中单位数/持平, 线下渠道中直营/批发分别同比下滑低单位数/下滑中单位数。截止 25Q4 末, 李宁主品牌店铺数量 6091 个, 较上季末净减少 41 个, 较上年末净减少 26 个; 李宁 young 店铺数量 1518 个, 较上季末净增 38 个, 较上年末净增 50 个。
- **折扣同环比均有所加深, 库存改善。** 1) **折扣方面**, 由于暖冬不利销售, 以及公司加大秋冬装促销, 25Q4 折扣同比和环比均加深低单位数。2) **库存方面**, 截至 Q4 全渠道库销比已经回落到更健康的水位, 预计可以达成 4~5 个月的目标。
- **分品类看, 跑步同比增长中单位数, 综训、篮球及运动生活延续下滑。** 分品类看, 25Q4 跑步品类同比增长中单位数, 羽毛球增速环比放缓, 户外品类基数较小增长亮眼, 篮球、运动生活品类持续负增长。展望未来, 我们预计跑步品类由于竞争加剧增速可能放缓, 羽毛球品类经历过去两年持续高增后也可能存在调整放缓, 篮球和运动生活品类则有望通过产品调整优化呈现逐步改善。
- **全球首家李宁户外及首家龙店开业, 正式发布荣耀金标产品系列。** 2025 年 11 月, 李宁在北京朝阳大悦城开设首家“李宁户外”店, 并于 12 月在北京三里屯开设首家“龙店”。其中, “李宁户外”定位轻户外大众化市场, 聚焦轻户外徒步旅游、近郊露营、城市通勤三大场景, 积极拥抱国内户外消费趋势。龙店围绕“领奖时刻”、“竞技时刻”及“生活时刻”三大主题, 为消费者打造专属产品与体验, 提供融合体育精神共鸣、文化深度交流与沉浸式产品体验空间, 同步发布的荣耀金标产品系列则融合了专业运动科技和极简精炼的设计风格, 定位追求品质生活的都市人群, 满足其通勤、商务、轻运动需求。户外和龙店的开设有助品牌拓展新的客群, 公司计划短期主要以快闪店形式开设龙店, 开店计划相对稳健和谨慎, 以更好平衡投入产出。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑公司 2025 年底收到政府补贴和下半年加强降本增效及关闭亏损店, 利润率有望改善, 我们将 25-27 年归母净利润从 23.1/26.0/29.3 亿元上调至 26.8/28.6/30.5 亿元, 对应 PE17/16/15X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 消费环境偏弱, 费用投放效果不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	19.55
一年最低/最高价	13.50/20.90
市净率(倍)	1.67
港股流通市值(百万港元)	45,419.11

基础数据

每股净资产(元)	10.51
资产负债率(%)	26.13
总股本(百万股)	2,584.81
流通股本(百万股)	2,584.81

相关研究

- 《李宁(02331.HK): 25Q3 流水点评: Q3 销售走弱, 推进奥运+科技营销》
2025-11-03
- 《李宁(02331.HK): 25H1 业绩点评: 经营稳健, 加大运动资源投入蓄力长期发展》
2025-08-24

李宁三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	20,528.24	22,889.81	25,318.33	27,693.56	营业总收入	28,675.64	29,080.43	30,785.84	32,338.23
现金及现金等价物	7,498.60	9,642.15	11,784.82	13,895.87	营业成本	14,519.54	14,910.20	15,751.72	16,538.17
应收账款及票据	1,004.59	1,211.68	1,282.74	1,347.43	销售费用	9,198.91	9,741.95	10,313.26	10,833.31
存货	2,598.23	2,899.20	3,062.84	3,215.76	管理费用	1,427.91	1,512.18	1,600.86	1,681.59
其他流动资产	9,426.83	9,136.77	9,187.94	9,234.51	经营利润	3,529.29	2,916.11	3,120.00	3,285.16
非流动资产	15,180.16	15,043.16	14,791.28	14,689.78	利息收入	429.53	224.96	289.26	353.54
固定资产	4,610.45	4,062.92	3,464.90	2,986.48	利息支出	156.53	150.00	150.00	150.00
商誉及无形资产	1,811.40	1,819.09	1,765.24	1,742.16	其他收益	307.33	625.56	601.45	630.97
长期投资	1,743.94	1,843.94	1,943.94	2,043.94	利润总额	4,109.61	3,616.62	3,860.71	4,119.68
其他长期投资	5,742.11	6,042.11	6,342.11	6,642.11	所得税	1,096.69	940.32	1,003.79	1,071.12
其他非流动资产	1,272.26	1,275.10	1,275.10	1,275.10	净利润	3,012.92	2,676.30	2,856.93	3,048.56
资产总计	35,708.41	37,932.97	40,109.61	42,383.35	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	7,585.95	8,261.47	8,741.85	9,181.68	归属母公司净利润	3,012.92	2,676.30	2,856.93	3,048.56
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT	3,836.62	3,541.67	3,721.45	3,916.14
应付账款及票据	1,625.13	1,863.77	1,968.97	2,067.27	EBITDA	5,667.17	5,081.51	5,273.32	5,317.64
其他	5,960.81	6,397.70	6,772.89	7,114.41					
非流动负债	2,018.77	1,920.56	1,920.56	1,920.56					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	2,018.77	1,920.56	1,920.56	1,920.56					
负债合计	9,604.72	10,182.03	10,662.41	11,102.24					
股本	235.85	235.85	235.85	235.85	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	1.17	1.04	1.11	1.18
归属母公司股东权益	26,103.69	27,750.94	29,447.20	31,281.10	每股净资产(元)	10.10	10.74	11.39	12.10
负债和股东权益	35,708.41	37,932.97	40,109.61	42,383.35	发行在外股份(百万股)	2,584.81	2,584.81	2,584.81	2,584.81
					ROIC(%)	11.14	9.73	9.63	9.54
					ROE(%)	11.54	9.64	9.70	9.75
					毛利率(%)	49.37	48.73	48.83	48.86
					销售净利率(%)	10.51	9.20	9.28	9.43
					资产负债率(%)	26.90	26.84	26.58	26.19
					收入增长率(%)	3.90	1.41	5.86	5.04
					净利润增长率(%)	(5.46)	(11.17)	6.75	6.71
					P/E	15.26	17.18	16.10	15.08
					P/B	1.76	1.66	1.56	1.47
					EV/EBITDA	5.51	7.15	6.49	6.03

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2026年1月16日的0.91,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>