

2026年1月16日

李宁(2331.HK)

SDICSI

公司动态分析

证券研究报告

运动鞋服

 投资评级: **买入**
维持评级

 6个月目标价 **24 港元**

 股价 2026-1-13 **19.55 港元**
持续探索新店型，期待体育大年到来

事件:近日,李宁公布 2025 年 Q4 经营情况,全平台流水(不包括李宁 YOUNG)录得低单位数下滑,其中线下渠道录得中单位数下滑,电商渠道增速持平。综合考虑,我们预测 2025-2027 年 EPS 为 1.04/1.08/1.17 元,给予 2026 年 20 倍 PE,目标价 24 港元,维持“买入”评级。

报告摘要

流水表现仍有所承压,零售表现好于批发。由于整体消费较为疲软和竞争环境激烈,25Q4 公司全平台流水(不包括李宁 YOUNG)同比录得低单位数下滑,其中线下渠道(包括零售及批发)录得中单位数下滑,零售渠道录得低单位数下滑,批发渠道录得中单位数下滑,零售好于年初预期,下半年加大了清货和促销力度,使得零售表现好于批发;电商渠道持平,其中表现较好的渠道有抖音(双位数增长)、京东(单位数增长)、唯品会(库存出清的重点渠道)。从不同的品类来看,跑步录得中单位数增长,运动生活和篮球品类均录得负增长,户外品类表现较好。库存和折扣方面,Q4 库销比为 4-5,保持健康水平,但折扣同比和环比均有低单位数加深,目前略深于 6 折中段(口径包含奥莱等所有特卖渠道),主要是由于暖冬需要加大折扣来清库存。未来公司也会通过产品的调整优化来改善流水表现。

门店数量下降,新店型或将带来惊喜。截止 12 月 31 日,李宁大货(不包括李宁 YOUNG)门店数量为 6091 个,较 Q3 末净减少 41 个,年初至今净减少 26 个,其中直营零售门店净减少 59 个,批发门店净增加 33 个;童装门店数量 1518 个,较 Q3 末净增加 38 个,年初至今净增加 50 个,门店数量变化符合公司规划。新推出的龙店获消费者欢迎,主要产品 and 原有大店的产品及价格带都做了一定的区隔,主要针对的目标人群是有消费能力、认可国家荣耀、为品质买单、追求社会地位的人群,也是中坚消费群体,接下来门店也会持续拓展,并进一步丰富产品线。未来公司仍将持续对渠道结构进行优化,新店型的推出有望带来更多惊喜。

投资建议:公司持续贯彻“单品牌、多品类、多渠道”的策略,未来龙店的持续落地有望带来增量。考虑到公司 25 年整体表现或将好于市场预期,且 26 年是体育大年,我们调整 2025-2027 年 EPS 至 1.04/1.08/1.17 元(前值为 0.88/1.00/1.11 元),给予 2026 年 20 倍 PE,目标价 24 港元,维持“买入”评级。

风险提示:宏观下行,零售环境恶化;行业竞争加剧;渠道改革不及预期。

财务及估值摘要

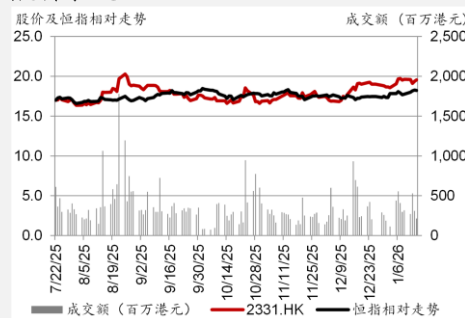
(年结 31/12; RMB 百万)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27,598	28,676	28,941	30,559	31,889
增长率 (%)	7.0%	3.9%	0.9%	5.6%	4.4%
归母净利润	3,187	3,013	2,675	2,787	3,006
增长率 (%)	-21.6%	-5.5%	-11.2%	4.2%	7.9%
毛利率 (%)	48.4%	49.4%	49.3%	49.4%	49.4%
归母净利率 (%)	11.5%	10.5%	9.2%	9.1%	9.4%
每股盈利 (元)	1.23	1.17	1.04	1.08	1.17
每股净资产 (元)	9.44	10.13	10.67	11.22	11.81
市盈率	14.28	15.04	16.94	16.26	15.07
市净率	1.86	1.74	1.65	1.57	1.49
股息收益率 (%)	3.11	3.32	3.22	3.36	3.62

数据来源:公司资料,国投证券国际预测

总市值(百万港元)	50,533.06
流通市值(百万港元)	50,533.06
总股本(百万股)	2,584.81
流通股本(百万股)	2,584.81
12个月低/高(港元)	18.5/20.1
平均成交(百万港元)	332.53

股东结构

非凡中国	14.31%
GIC Private Limited	5.06%
富达国际	4.97%
贝莱德	4.94%
先锋领航	3.98%
其他	66.74%
总共	100.0%

股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-0.17	10.87	-5.13
绝对收益	4.88	14.86	34.96

数据来源:Wind、港交所、公司

杨怡然 CFA
消费行业分析师

laurayang@sdicsi.com.hk

附表：财务报表预测

利润表 (RMB 百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27,598	28,676	28,941	30,559	31,889
销售成本	-14,246	-14,520	-14,673	-15,478	-16,136
毛利	13,352	14,156	14,268	15,081	15,753
销售费用	-9,080	-9,199	-9,608	-10,176	-10,587
管理费用	-1,256	-1,428	-1,534	-1,681	-1,690
经营溢利	3,539	3,683	3,287	3,394	3,654
财务开支	319	175	121	152	180
税前利润	4,256	4,110	3,665	3,817	4,118
所得税	-1,069	-1,097	-990	-1,031	-1,112
期内净利润	3,187	3,013	2,675	2,787	3,006
扣非归母净利润	3,187	3,013	2,675	2,787	3,006
EPS(元)	1.23	1.17	1.04	1.08	1.17
同比增长率					
收入(%)	6.96%	3.90%	0.92%	5.59%	4.35%
归母净利润(%)	-21.58%	-5.46%	-11.20%	4.15%	7.89%

资产负债表 (RMB 百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5,444	7,499	7,945	7,835	8,508
应收账款	1,206	1,005	1,216	1,129	1,318
存货	2,493	2,598	2,387	2,872	2,610
其他流动资产	4,510	9,427	9,731	10,045	10,369
流动资产总额	13,653	20,528	21,277	21,880	22,805
固定资产	4,279	4,761	5,286	5,757	6,182
无形资产	221	235	223	212	201
其他非流动资产	16,055	10,184	10,399	10,658	10,957
非流动资产总额	20,555	15,180	15,907	16,627	17,340
总资产	34,208	35,708	37,185	38,508	40,145
应付账款	1,790	1,625	1,832	1,815	1,987
应付即期税项	915	950	969	989	1,009
其他流动负债	4,563	5,010	4,856	4,714	4,584
流动负债总额	7,268	7,586	7,657	7,518	7,580
应付特许使用权	9	17	16	16	16
递延税项负债	627	569	540	513	488
其他非流动负债	1,897	1,434	1,500	1,571	1,645
非流动负债总额	2,533	2,019	2,057	2,100	2,148
总负债	9,801	9,605	9,714	9,618	9,728
股东权益	24,407	26,104	27,471	28,890	30,417

(转下页)

现金流量表 (RMB 百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,688	5,268	4,130	3,557	4,385
投资活动现金流	-2,449	-840	-3,670	-3,453	-3,466
融资活动现金流	-4,217	-2,324	16	-184	-217
净现金流	-1,978	2,104	476	-80	702
期初持有现金	7,382	5,444	7,499	7,945	7,835
期末持有现金	40	-49	-30	-30	-30

重点财务数据					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
毛利率	48.4%	49.4%	49.3%	49.4%	49.4%
扣非归母净利润率	11.5%	10.5%	9.2%	9.1%	9.4%
ROE	13.1%	11.9%	10.0%	9.9%	10.1%
营运表现					
行销费用/收入(%)	37.5%	37.1%	38.5%	38.8%	38.5%
实际税率(%)	25.1%	26.7%	27.0%	27.0%	27.0%
股息支付率(%)	45.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
库存周转天数	63	64	62	62	62
应付账款天数	15	14	14	14	14
应收账款天数	43	43	43	43	43
杠杆比率					
资本负债率	28.7%	26.9%	26.1%	25.0%	24.2%
总资产/股本	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3
利息覆盖倍数	19.5	14.5	13.8	15.2	17.4

资料来源：公司公告，国投证券国际预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券(香港)有限公司（国投证券国际）编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国投证券国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及 / 或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1% 或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级：**

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15% 以上；
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5% 至 15%；
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5% 至 5%；
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5% 至 -15%；
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15% 以下。

国投证券（香港）有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010