

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

李宁 (2331. HK)

投资评级 无评级

上次评级 无评级

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

刘田田 纺织服饰行业分析师

执业编号: S1500525120001

邮箱: liutiantian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

## Q4 流水微降库存健康，长期看奥运赞助夯实信心

2026年1月16日

**事件:** 李宁发布二零二五年第四季度最新运营情况公告。2025年第四季度李宁牌全渠道流水录得低单位数下降。分渠道看: 线下整体中单位数下滑(批发中单位数降, 直营低单位数降); 电商渠道流水大致持平。直营表现略优于批发, 主要得益于奥莱等特价渠道清货力度大。店铺方面: 截至季度末, 主品牌总店铺数净减少至 6,091 家, 其中直营门店减少, 批发门店微增; 童装店铺净增 50 家至 1,518 家。库存方面: 全渠道库销比回落至 4-5 个月的健康水平, 各渠道库龄结构健康可控。

**2025 年全年达成情况乐观, 下半年费用管控好于预期。** 公司预计 2025 年全年集团总收入实现小幅增长。大货流水与上年基本持平, 符合指引; 羽毛球等专业渠道保持强劲增长(前三季度增超 30%), 成为重要贡献。净利润率预计可达年初指引的“高单位数”区间, 且有机会处于该区间偏上沿。超出预期主因: 1) 收到部分超预期的政府补贴(持续性不确定); 2) 下半年费用管控(降本增效、优化店铺)好于预期, 抵消了部分营销开支增加的影响。

**2026 年展望, 行业谨慎, 但公司产品 and 渠道仍具亮点。** 2026 年公司将聚焦核心专业运动, 巩固与扩大市场份额; 户外品类作为增长补充; 优化生活品类产品。渠道拓展方面, 总体发展策略稳健, 侧重提升单店效益, 新车型(如龙店、户外店)谨慎试点。亮点产品方面, 荣耀金标系列(与 COC 合作)市场反馈积极, 定位中高端人群, 与现有产品线形成区隔; 新科技跑鞋(如超䨻胶囊)大批量销售效应将在 2026 年第一季度开始体现。

**奥运会赞助助力品牌建设。** 赞助中国奥委会(COC)对品牌信心、热度有正面推动, 但转化为整体销售需要时间, 公司着眼于 2026-2028 奥运周期的长期品牌建设。

**盈利预测:** 我们预计公司 2025-2027 财年归母净利润为 24.61/26.83/28.44 亿元, 对应 PE 分别为 18.46X、16.93X、15.97X。

**风险提示:** 消费恢复不及预期、线下零售持续承压、新业务拓展不及预期。

重要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	28676	29046	30970	32906
增长率 YoY %	4%	1%	7%	6%
归属母公司净利润(百万元)	3013	2461	2683	2844
增长率 YoY%	-5%	-18%	9%	6%
EPS(摊薄)(元)	1.17	0.95	1.04	1.10
市盈率 P/E(倍)	12.65	18.46	16.93	15.97

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 1 月 15 日收盘价

资产负债表				
百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	20,528	19,195	21,061	23,394
现金	7,499	6,062	7,605	9,738
应收账款及票据	1,005	1,145	1,219	1,188
存货	2,598	2,629	2,775	2,916
其他	9,427	9,359	9,463	9,551
非流动资产	15,180	18,155	18,017	17,883
固定资产	4,610	4,672	4,634	4,597
无形资产	1,811	1,711	1,612	1,514
其他	8,758	11,771	11,771	11,771
资产总计	35,708	37,350	39,079	41,276
流动负债	7,586	7,805	8,155	8,924
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,625	1,748	1,863	1,980
其他	5,961	6,057	6,293	6,945
非流动负债	2,019	1,921	1,921	1,921
长期债务	0	0	0	0
其他	2,019	1,921	1,921	1,921
负债合计	9,605	9,725	10,076	10,845
普通股股本	236	236	236	236
储备	25,849	27,370	28,748	30,177
归属母公司股东权益	26,104	27,624	29,003	30,431
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	26,104	27,624	29,003	30,431
负债和股东权益	35,708	37,350	39,079	41,276

现金流量表				
百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,268	2,495	2,625	3,324
净利润	3,013	2,461	2,683	2,844
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	1,831	238	239	237
营运资金变动及其他	424	-204	-297	243
投资活动现金流	-840	-2,991	223	225
资本支出	-1,503	-200	-101	-102
其他投资	663	-2,791	324	327
筹资活动现金流	-2,324	-866	-1,230	-1,342
借款增加	-856	0	0	0
普通股增加	4	0	0	0
已付股利	-1,444	-866	-1,230	-1,342
其他	-28	0	0	0
现金净增加额	2,055	-1,437	1,543	2,133

利润表				
百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	28,676	29,046	30,970	32,906
其他收入	0	0	0	0
营业成本	14,520	14,707	15,681	16,661
销售费用	9,199	9,326	9,961	10,568
管理费用	1,428	1,340	1,306	1,383
研发费用	676	685	730	776
财务费用	-273	0	0	0
除税前溢利	4,110	3,307	3,616	3,845
所得税	1,097	846	933	1,001
净利润	3,013	2,461	2,683	2,844
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	3,013	2,461	2,683	2,844
EBIT	3,837	3,307	3,616	3,845
EBITDA	5,667	3,545	3,855	4,081
EPS (元)	1.17	0.95	1.04	1.10

主要财务比率				
百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	3.90%	1.29%	6.62%	6.25%
归属母公司净利润	-5.46%	-18.32%	9.03%	6.00%
获利能力				
毛利率	49.37%	49.37%	49.37%	49.37%
销售净利率	10.51%	8.47%	8.66%	8.64%
ROE	11.54%	8.91%	9.25%	9.35%
ROIC	10.78%	8.91%	9.25%	9.35%
偿债能力				
资产负债率	26.90%	26.04%	25.78%	26.27%
净负债比率	-28.73%	-21.94%	-26.22%	-32.00%
流动比率	2.71	2.46	2.58	2.62
速动比率	2.29	2.08	2.19	2.23
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.80	0.81	0.82
应收账款周转率	25.95	27.03	26.20	27.34
应付账款周转率	8.50	8.72	8.69	8.67
每股指标 (元)				
每股收益	1.17	0.95	1.04	1.10
每股经营现金流	2.04	0.97	1.02	1.29
每股净资产	10.10	10.69	11.22	11.77

## 研究团队简介

**姜文锶**，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

**刘田田**，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

**李晨**，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

**骆峥**，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。