

# 25 年利润率高于预期，26 年关注奥运加持下品牌力向上

## 核心观点

25Q4 李宁品牌流水低单位数下滑、降幅环比收窄；25Q4 线下流水中单位数下滑、25Q4 电商业务流水持平。25Q4 全渠道库销比已回落至 4-5 个月；公司因暖冬推动冬装清货促销，预估 Q4 折扣同比、环比均低单位数加深。25 年下半年亏损店关闭、店铺终端精细化管理及开关店节奏优化下，公司渠道费用整体控制良好，预计 2025 年净利率偏向高单位数上沿。

展望 2026 年，公司将围绕科技+奥运加大营销投入：①公司开店以稳健为核心，大货渠道提质量，新兴渠道（龙店、户外店）稳步推进；②产品端，2025 年 12 月中旬正式推出奥运相关重磅新品一荣耀金标系列有望带来增量；③2026 年奥运大年下预计营销费用率将适度上升，聚焦 COC 相关赛事营销。26 年伴随着奥运年的到来，公司有望迎来触底反弹。

## 事件

公司发布 2025 年四季度经营情况：25Q4 流水情况，李宁牌（不含李宁 YOUNG）整体流水低单位数下降，线下渠道（包括零售及批发）录得中单位数下降，其中直营零售渠道低单位数下降、批发渠道中单位数下降、电商业务持平。

## 简评

25Q4 流水降幅环比收窄，线下直营好于批发、电商增速放缓。25Q4 李宁牌流水低单位数下滑，其中 10 月因双节表现较好，11-12 月继续承压。分渠道看，线下中单位数下滑（批发中单位数/直营低单位数），直营渠道因奥莱渠道清货表现优于批发；电商持平、增速放缓，预估抖音渠道双位数增长、京东个位数增长、天猫及官网等渠道有所下滑。从品类来看，预估跑步、健身保持正增长但增速放缓，表现优于篮球和运动生活品类。

库销比保持健康，暖冬影响下折扣有所加深。25Q4 全渠道库销比已回落至健康水位，达成 4-5 个月，其中直营库销比优于批发，因直营下半年加大清货促销力度，但直营、批发、电商的库销比及库龄结构均处于健康可控范围。折扣方面，公司因暖冬推动冬装清货促销，预估 Q4 折扣同比、环比均低单位数加深，线下折扣绝对水平略深于 6 折中段（含奥莱等特卖渠道）。

## 李宁 (2331.HK)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2026 年 01 月 16 日

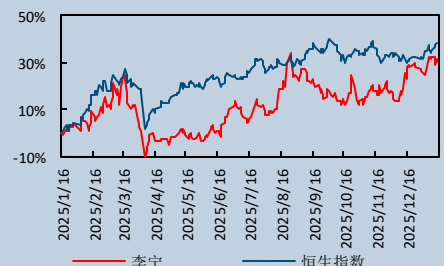
当前股价：19.55 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
10.58/6.93	17.70/11.87	30.33/-9.75
12 月最高/最低价 (港元)		20.28/13.96
总股本 (万股)		258,481.10
流通 H 股 (万股)		258,481.10
总市值 (亿港元)		452.08
流通市值 (亿港元)		497.33
近 3 月日均成交量 (万)		1833.70
主要股东		
Viva China Development Limited		11.29%

股价表现



相关研究报告

- 25.11.05 【中信建投轻工纺服及教育】李宁 (2331):Q3 流水承压，继续加大“奥运+科技”投入
- 25.08.25 【中信建投轻工纺服及教育】李宁 (2331):25H1 经营稳健，25H2 将加大品牌投入助力长期增长

**直营渠道持续调整中，新店型稳步推进中，2025年费用端管控良好下利润率高于预期。**25Q4 李宁大货数量共计 6091 个（不包括李宁 YOUNG）、较年初净关 26 个，其中直营零售业务净减少 59 个，批发业务净增加 33 个。25Q4 末李宁 YOUNG 店数为 1518 家、较 Q3 净增加 38 个，本年净增加 50 个。25 年下半年亏损店关闭、店铺终端精细化管理及开关店节奏优化，公司渠道费用整体可控，预计 2025 年净利率偏向高单位数上沿。未来公司开店以稳健为核心，大货渠道提质量，新兴渠道（龙店、户外店）正在稳步推进中，其中龙店首店将于 2026 年年中开业，当前以快闪/慢闪店推广，未来 1-2 个月将新增十几个快闪店（结合冬奥会开展消费者互动），故宫花园门店春节后开业新店型进展：户外店已在北京大学城落地。

**26 年展望：公司将围绕科技+奥运加大营销投入，9-10 月以来公司流水整体趋势与 12 月无本质变化、预估折扣仍同比加深，折扣仍面临竞争与消费环境压力，公司将继续平衡流水、折扣与库存。**2026 年公司聚焦产品研发以及品牌影响力提升，①品类聚焦：核心发力跑步、健身（巩固优势），户外（预计低基数下有望高速增长），优化篮球、运动生活品类（持续调整改善）。②渠道策略：开店以稳健为核心，大货渠道提质量，新兴渠道（龙店、户外店）稳步推进；③产品与营销：加大跑步品类研发，拓展大众跑步市场（覆盖学生、女性群体），2025 年 12 月中旬正式推出奥运相关重磅新品一荣耀金标系列，荣耀金标系列的推出也有望带来销售增量；2026 年奥运大年下预计营销费用率将适度上升，聚焦 COC 相关赛事营销。

**盈利预测：**受益于降本增效、渠道费用管控以及政府补贴超预期，上调业绩，预计 2025-2027 年公司营业收入为 289.3、305.1、320.8 亿元，同比+0.9%、+5.4%、+5.2%；实现归母净利润 26.7、28.4、32.6 亿元（前值为 24.3、26.2、27.8 亿元），同比-11.3%、+6.1%、+15.1%；对应最新估值 P/E 为 17.2x、16.2x、14.1x，维持“买入”评级。

### 风险提示：

**1.零售折扣率加深，影响品牌利润率：**公司需要在流水、库存和折扣中做一定的平衡，后续如果公司通过增加零售折扣率处理库存，或将对品牌的利润率水平造成一定影响。

**2.流水复苏进展及幅度不及预期：**如果公司各品牌的流水复苏进展或幅度不及预期，将影响公司的营运表现以及业绩表现。

**3.门店开拓进展不及预期：**新店开拓是公司线下渠道收入增长的重要驱动因素之一，如果公司门店开拓进展不及预期，将直接影响公司收入表现。

图 1:李宁各季度流水运营情况

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
	<b>单季度流水增长情况</b>											
<b>全渠道</b>	中单位数 增长	10%-20% 中段增长	中单位数 增长	20%-30% 低段增长	低单位数 增长	低单位数 下降	中单位数 下降	同比 持平	低单位数 增长	低单位数 增长	中单位数 下降	低单位数 下降
<b>线下</b>	高单位数 增长	10%-20% 高段增长	高单位数 增长	20%-30% 高段增长	低单位数 下降	中单位数 下降	高单位数 下降	低单位数 下降	低单位数 增长	低单位数 下降	高单位数 下降	中单位数 下降
<b>零售</b>	10%-20% 中段增长	20%-30% 高段增长	20%-30% 低段增长	50%-60% 低段增长	中单位数 增长	持平	中单位数 下降	低单位数 下降	低单位数 下降	中单位数 下降	中单位数 下降	低单位数 下降
<b>批发</b>	中单位数 增长	10%-20% 中段增长	低单位数 增长	10%-20% 高段增长	中单位数 下降	高单位数 下降	高单位数 下降	中单位数 下降	低单位数 增长	低单位数 增长	高单位数 下降	中单位数 下降
<b>电商</b>	10%-20% 低段下降	10%-20% 低段增长	低单位数 下降	中单位数 增长	20%-30% 低段增长	高单位数 增长	中单位数 增长	10%-20% 低段增长	10%-20% 低段增长	中单位数 增长	高单位数 增长	持平

数据来源：公司公告，中信建投证券

图 2: 李宁全球首家龙店在北京三里屯开业



数据来源：李宁 club 公众号，中信建投证券

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

图 3:李宁荣耀金标系列



数据来源：李宁 club 公众号，中信建投证券

图 4:李宁荣耀金标鞋产品



数据来源：李宁 club 公众号，中信建投证券

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>13,653</b>	<b>20,528</b>	<b>22,935</b>	<b>25,485</b>	<b>28,296</b>
现金	5,445	7,522	9,697	11,541	13,643
应收票据及应收账款合计	1,206	1,005	1,140	1,202	1,265
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	178	245	178	187	197
存货	2,493	2,598	2,680	2,812	2,944
其他流动资产	4,332	9,158	9,240	9,742	10,247
<b>非流动资产</b>	<b>20,555</b>	<b>15,180</b>	<b>14,496</b>	<b>13,781</b>	<b>13,019</b>
长期投资	1,607	1,744	2,000	2,257	2,513
固定资产	4,124	4,610	3,972	3,403	2,887
无形资产	2,464	1,890	1,575	1,260	945
其他非流动资产	12,361	6,936	6,949	6,862	6,675
<b>资产总计</b>	<b>34,208</b>	<b>35,708</b>	<b>37,431</b>	<b>39,267</b>	<b>41,315</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,268</b>	<b>7,586</b>	<b>7,972</b>	<b>8,389</b>	<b>8,806</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	1,790	1,625	1,762	1,848	1,935
其他流动负债	5,479	5,961	6,210	6,542	6,871
<b>非流动负债</b>	<b>2,533</b>	<b>2,019</b>	<b>2,019</b>	<b>2,019</b>	<b>2,019</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,533	2,019	2,019	2,019	2,019
<b>负债合计</b>	<b>9,801</b>	<b>9,605</b>	<b>9,990</b>	<b>10,408</b>	<b>10,824</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	240	236	236	236	236
资本公积	24,167	25,868	25,868	25,868	25,868
留存收益	0	0	1,337	2,755	4,387
归属母公司股东权益	24,407	26,104	27,441	28,858	30,491
<b>负债和股东权益</b>	<b>34,208</b>	<b>35,708</b>	<b>37,431</b>	<b>39,267</b>	<b>41,315</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,688</b>	<b>5,268</b>	<b>3,610</b>	<b>3,294</b>	<b>3,611</b>
净利润	3,187	3,013	2,674	2,836	3,264
折旧摊销	1,872	1,858	1,440	1,471	1,518
财务费用	-319	-175	-129	-159	-189
其他经营现金流	-52	573	-375	-854	-983
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,449</b>	<b>-840</b>	<b>-227</b>	<b>-191</b>	<b>-66</b>
资本支出	1,568	2,017	500	500	500
其他投资现金流	-4,018	-2,857	-727	-691	-566
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-4,217</b>	<b>-2,324</b>	<b>-1,208</b>	<b>-1,259</b>	<b>-1,443</b>
短期借款	-	-	-	-	-
长期借款	-	-	-	-	-
其他筹资现金流	-4,217	-2,324	-1,208	-1,259	-1,443
<b>现金净增加额</b>	<b>-1,978</b>	<b>2,104</b>	<b>2,175</b>	<b>1,845</b>	<b>2,102</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>27,598</b>	<b>28,676</b>	<b>28,931</b>	<b>30,505</b>	<b>32,084</b>
营业成本	14,246	14,520	14,823	15,549	16,281
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	9,080	9,199	9,865	10,524	11,037
管理费用	1,256	1,428	1,447	1,495	1,444
其他收入	543	149	372	422	592
<b>营业利润</b>	<b>3,559</b>	<b>3,678</b>	<b>3,168</b>	<b>3,359</b>	<b>3,914</b>
财务费用	-319	-175	-129	-159	-189
投资净收益	378	256	256	256	256
<b>利润总额</b>	<b>4,256</b>	<b>4,110</b>	<b>3,554</b>	<b>3,775</b>	<b>4,359</b>
所得税	1,069	1,097	880	939	1,095
<b>净利润</b>	<b>3,187</b>	<b>3,013</b>	<b>2,674</b>	<b>2,836</b>	<b>3,264</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,187</b>	<b>3,013</b>	<b>2,674</b>	<b>2,836</b>	<b>3,264</b>
EBITDA	5,809	5,792	4,865	5,087	5,689
EPS (元)	1.23	1.17	1.03	1.10	1.26

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	7.0	3.9	0.9	5.4	5.2
归属于母公司净利润(%)	-21.6	-5.5	-11.3	6.1	15.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	48.4	49.4	48.8	49.0	49.3
净利率(%)	11.5	10.5	9.2	9.3	10.2
OP Margin(%)	12.9	12.8	11.0	11.0	12.2
ROE(%)	13.1	11.5	9.7	9.8	10.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	28.7	26.9	26.7	26.5	26.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	22.9	28.5	25.4	25.4	25.4
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.23	1.17	1.03	1.10	1.26
每股净资产(最新摊薄)	9.44	10.10	10.62	11.16	11.80
<b>估值比率</b>					
P/E	14.4	15.3	17.2	16.2	14.1
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5

数据来源: wind, 中信建投

## 分析师介绍

### 叶乐

纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2025年、2024年“金牛奖”纺织服饰行业最佳分析师，2025年“金麒麟”轻工和纺织服装行业最佳分析师，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺织、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护、IP潮玩等消费产业研究。

### 黄杨璐

纺织服装&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，2021年加入中信建投证券研究发展部，专注于黄金珠宝、医美个护、教育人力、运动服饰、家居等消费服务产业研究。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话:(8610) 56135088  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk