

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 19.55 港元 19.50个 -0.3%

2026年1月16日

李宁 (2331 HK)

4 季度流水降幅收窄，复苏动能尚待稳固；维持中性评级

⊕ **4 季度流水降幅环比收窄，上调目标价但维持中性评级：**根据公告，2025 年 4 季度李宁品牌（不包括李宁 YOUNG）全平台零售流水录得低单位数下降。相较于 3 季度中单位数降幅，4 季度下滑幅度有所收窄，其中 10 月受假期带动实现小幅增长，11-12 月则转为低至中单位数下滑。销售端显示年底促销及季节性因素带来的边际改善，但品牌复苏动能尚待稳固，整体运营仍处磨底阶段。管理层表示，此前给出的 2025 年收入小幅增长及高单位数净利率的指引有望达成，且净利率有望接近指引上端。这与我们之前的预测基本一致，主要得益于有效的费用控制和政府补贴等贡献。因此，我们维持对 2025-27 年的盈利预测大致不变。考虑到 2026 年为体育赛事大年，公司作为中国奥委会的官方合作伙伴，其品牌营销和市场关注度有望受益于赛事周期，从而增厚长期品牌价值，因此，我们适度调高了估值倍数，将目标价上调至 19.50 港元。我们维持**中性**评级，主要考虑到细分行业消费力恢复尚存不确定性，终端流水与折扣压力仍在，我们等待品牌势能向销售的进一步转化。

⊕ **线下渠道持续承压，折扣压力加大：**分渠道来看，4 季度线下渠道流水录得中单位数下降。其中，零售/批发渠道分别录得低单位数/中单位数的下降，零售渠道部分受到奥莱门店的带动；电商渠道流水录得持平，增速环比 3 季度走弱（3 季度：同比高单位数增长）。折扣方面，4 季度线下折扣进一步下探，同环比均加深低单位数百分点达到约 6 折中段，反映出行业的竞争格局。

⊕ **库存恢复健康，门店网络结构持续优化：**截至 2025 年 4 季度末，公司库销比已回落到 4-5 个月的健康水平，达成此前目标。公司继续推动渠道优化，4 季度末李宁门店数量（不包括李宁 YOUNG）较上季度末净减少 41 家至 6,091 家。公司亦积极尝试新店型，全国首家“龙店”已于 12 月落地。

⊕ **调整盈利预测和目标价：**我们维持 2025 年的盈利预测大致不变。但考虑到市场回暖，我们上调目标市盈率至 15 倍。

财务数据一览

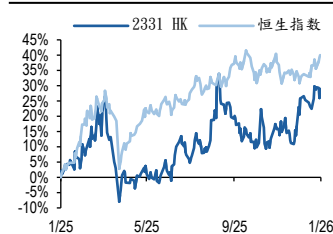
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	27,598	28,676	28,929	30,286	31,206
同比增长(%)	7.0	3.9	0.9	4.7	3.0
净利润(百万人民币)	3,187	3,013	2,664	3,007	3,370
每股盈利(人民币)	1.23	1.17	1.03	1.17	1.31
同比增长(%)	-20.7	-5.1	-11.6	12.9	12.1
前EPS预测值(人民币)			1.04	1.16	1.32
调整幅度(%)			-0.5	0.6	-0.9
市盈率(倍)	14.2	14.9	16.9	15.0	13.4
每股账面净值(人民币)	9.44	10.14	10.65	11.24	11.89
市账率(倍)	1.85	1.73	1.64	1.56	1.47
股息率(%)	3.2	3.3	3.0	3.3	3.7

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

中性

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	20.28
52周低位(港元)	13.96
市值(百万港元)	50,350.24
日均成交量(百万)	10.88
年初至今变化(%)	4.71
200天平均价(港元)	17.68

资料来源: FactSet

肖凯希

cathy.xiao@bocomgroup.com
(852) 3766 1856

钱昊, CFA

Alan.Qian@bocomgroup.com
(852) 3766 1853

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：核心假设

关键假设 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	27,598	28,676	28,929	30,286	31,206
同比	7.0%	3.9%	0.9%	4.7%	3.0%
门店数量 (家)：					
直营	1,498	1,297	1,238	1,248	1,258
批发	4,742	4,820	4,853	4,858	4,863
李宁 YOUNG	1,428	1,468	1,518	1,538	1,558
总计	7,668	7,585	7,609	7,644	7,679
毛利率	48.4%	49.4%	49.0%	49.3%	49.9%
经营利润率	12.9%	12.8%	10.4%	11.3%	12.3%
净利润率	11.5%	10.5%	9.2%	9.9%	10.8%

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2：盈利预测调整

人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	28,929	29,007	-0.3%	30,286	30,103	0.6%	31,206	30,945	0.8%
直营	6,745	7,020	-3.9%	7,082	7,230	-2.1%	7,294	7,375	-1.1%
批发	13,062	12,933	1.0%	13,454	13,450	0.0%	13,858	13,854	0.0%
电商	8,565	8,482	1.0%	9,165	8,822	3.9%	9,440	9,086	3.9%
毛利润	14,172	14,242	-0.5%	14,919	14,837	0.6%	15,567	15,435	0.9%
毛利率	49.0%	49.1%	-0.1ppt	49.3%	49.3%	0.0ppt	49.9%	49.9%	0.0ppt
经营利润	3,013	3,031	-0.6%	3,425	3,401	0.7%	3,843	3,885	-1.1%
经营利润率	10.4%	10.4%	0.0ppt	11.3%	11.3%	0.0ppt	12.3%	12.6%	-0.2ppt
归母净利润	2,664	2,678	-0.5%	3,007	2,990	0.6%	3,370	3,402	-0.9%
净利润率	9.2%	9.2%	0.0ppt	9.9%	9.9%	0.0ppt	10.8%	11.0%	-0.2ppt

资料来源：交银国际预测

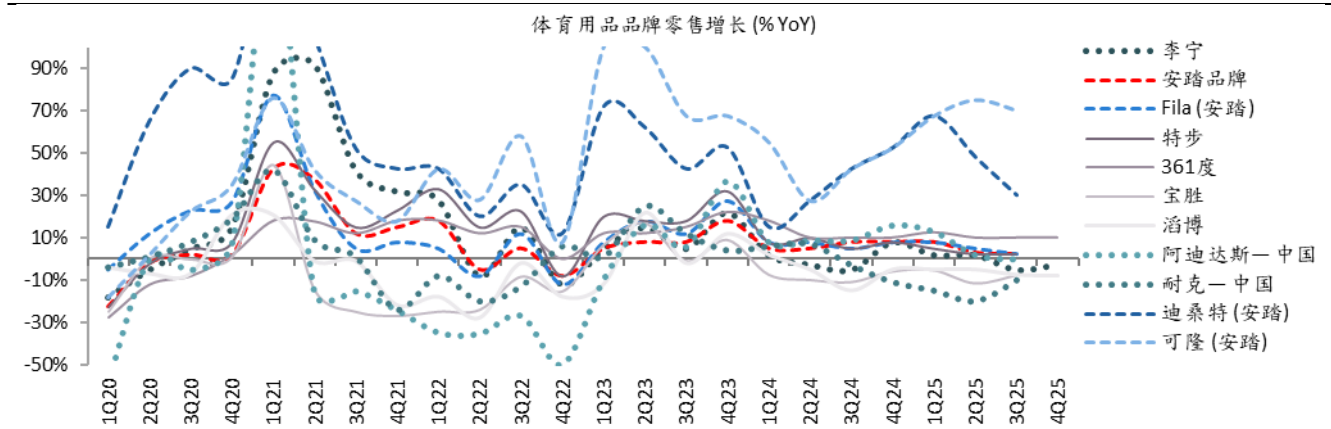
图表 3：交银国际预测 vs. Visible Alpha 一致预期

人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	交银国际预测	VA 预期	差异	交银国际预测	VA 预期	差异	交银国际预测	VA 预期	差异
营业收入	28,929	28,927	0.0%	30,286	30,274	0.0%	31,206	31,798	-1.9%
直营	6,745	6,532	3.3%	7,082	6,732	5.2%	7,294	6,988	4.4%
批发	13,062	12,786	2.2%	13,454	13,342	0.8%	13,858	13,794	0.5%
电商	8,565	8,894	-3.7%	9,165	9,594	-4.5%	9,440	10,085	-6.4%
毛利润	14,172	14,148	0.2%	14,919	14,907	0.1%	15,567	15,737	-1.1%
毛利率	49.0%	48.9%	0.1ppt	49.3%	49.2%	0.0ppt	49.9%	49.5%	0.4ppt
经营利润	3,013	3,172	-5.0%	3,425	3,526	-2.9%	3,843	3,938	-2.4%
经营利润率	10.4%	11.0%	-0.6ppt	11.3%	11.6%	-0.3ppt	12.3%	12.4%	-0.1ppt
归母净利润	2,664	2,523	5.6%	3,007	2,908	3.4%	3,370	3,291	2.4%
净利率	9.2%	8.7%	0.5ppt	9.9%	9.6%	0.3ppt	10.8%	10.3%	0.5ppt

资料来源：Visible Alpha，交银国际预测

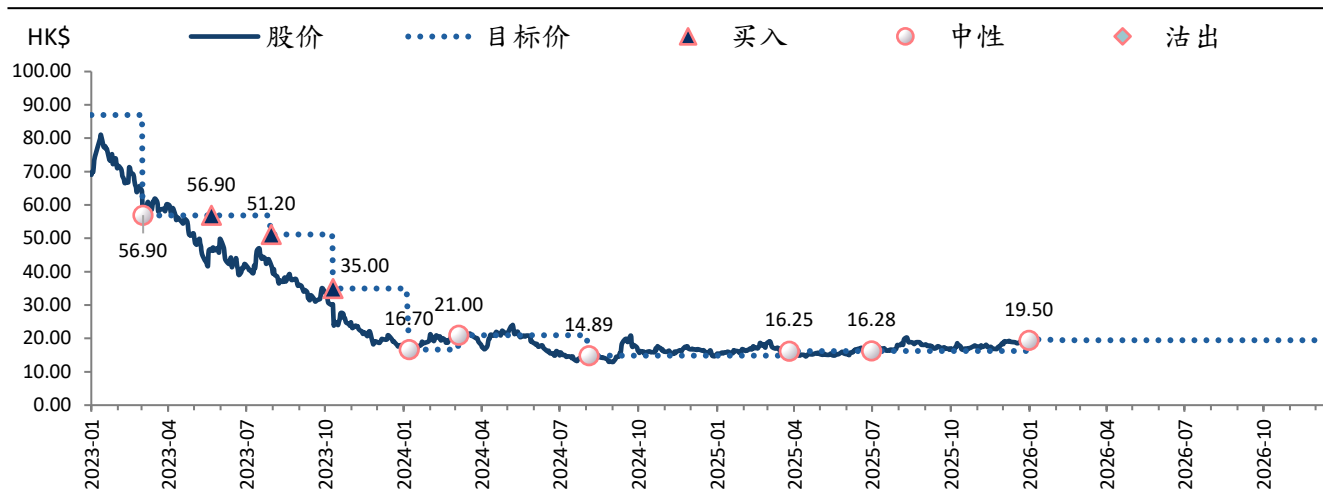
行业数据-体育用品同行比较

图表 4：体育用品品牌季度零售增长



资料来源：各公司资料，交银国际

图表 5：李宁 (2331 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 6：交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
9992 HK	泡泡玛特	买入	189.20	401.60	112.3%	2025年10月22日	潮流玩具
1876 HK	百威亚太	买入	7.72	9.00	16.6%	2026年01月12日	啤酒
291 HK	华润啤酒	买入	26.26	35.90	36.7%	2025年08月20日	啤酒
3288 HK	海天味业	买入	33.50	39.00	16.4%	2025年11月19日	调味品
600887 CH	伊利股份	买入	27.22	34.50	26.7%	2025年09月01日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	15.36	21.51	40.1%	2025年08月29日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	8.17	12.30	50.6%	2023年09月05日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	4.00	4.00	0.0%	2024年09月02日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	24.64	13.40	-45.6%	2024年08月27日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	13.58	10.40	-23.4%	2023年08月24日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	63.90	84.00	31.5%	2025年08月28日	纺织服装
6690 HK	海尔智家	买入	26.36	36.60	38.8%	2025年09月01日	家电
000333 CH	美的集团	买入	77.22	96.20	24.6%	2025年09月01日	家电
000651 CH	格力电器	买入	40.12	52.96	32.0%	2024年04月30日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	27.56	22.64	-17.9%	2025年03月26日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	2.02	2.32	14.9%	2025年10月16日	餐厅
9896 HK	名创优品	买入	38.60	48.70	26.2%	2025年08月22日	零售
2020 HK	安踏	买入	81.75	110.90	35.7%	2025年10月28日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	19.55	19.50	-0.3%	2026年01月15日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.49	0.74	52.6%	2025年08月12日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	2.79	2.98	6.7%	2025年06月26日	体育用品经销商

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至2026年1月15日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	27,598	28,676	28,929	30,286	31,206
主营业务成本	(14,246)	(14,520)	(14,757)	(15,367)	(15,639)
毛利	13,352	14,156	14,172	14,919	15,567
销售及管理费用	(9,793)	(10,478)	(11,159)	(11,494)	(11,724)
经营利润	3,559	3,678	3,013	3,425	3,843
财务成本净额	319	175	281	326	391
其他非经营净收入/费用	378	256	256	256	256
税前利润	4,256	4,110	3,550	4,007	4,491
税费	(1,069)	(1,097)	(886)	(1,000)	(1,121)
非控股权益	(0)	0	0	0	0
净利润	3,187	3,013	2,664	3,007	3,370

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5,444	7,499	8,184	9,162	10,544
有价证券	1	23	23	23	23
应收账款及票据	1,206	1,005	1,013	1,061	1,093
存货	2,493	2,598	2,600	2,792	2,927
其他流动资产	4,510	9,404	9,414	9,468	9,504
总流动资产	13,653	20,528	21,235	22,506	24,092
投资物业	1,560	2,914	2,914	2,914	2,914
物业、厂房及设备	4,124	4,610	5,273	5,750	6,004
无形资产	221	235	262	279	287
其他长期资产	14,650	7,421	7,419	7,417	7,415
总长期资产	20,555	15,180	15,868	16,361	16,620
总资产	34,208	35,708	37,103	38,866	40,712
短期贷款	0	0	0	0	0
应付账款	5,046	5,675	5,737	5,997	6,157
其他短期负债	2,223	1,911	1,911	1,911	1,911
总流动负债	7,268	7,586	7,648	7,908	8,069
长期贷款	0	0	0	0	0
长期应付账款	9	17	17	17	17
其他长期负债	2,524	2,002	2,002	2,002	2,002
总长期负债	2,533	2,019	2,019	2,019	2,019
总负债	9,801	9,605	9,667	9,927	10,087
股本	9,374	8,956	8,956	8,956	8,956
储备及其他资本项目	15,032	17,147	18,479	19,983	21,668
股东权益	24,407	26,104	27,436	28,939	30,625
非控股权益	0	0	0	0	0
总权益	24,407	26,104	27,436	28,939	30,625

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	4,342	4,287	3,550	4,007	4,491
折旧及摊销	1,046	1,131	1,437	1,727	2,025
营运资本变动	(31)	444	41	(33)	(44)
税费	(1,155)	(1,274)	(886)	(1,000)	(1,121)
其他经营活动现金流	(139)	514	0	0	0
经营活动现金流	4,063	5,102	4,143	4,701	5,352
资本开支	(1,927)	(3,244)	(2,125)	(2,220)	(2,284)
其他投资活动现金流	(545)	1,838	0	0	0
投资活动现金流	(2,602)	(1,293)	(2,125)	(2,220)	(2,284)
负债净变动	0	0	0	0	0
权益净变动	7	4	0	0	0
股息	(2,174)	(1,765)	(1,332)	(1,504)	(1,685)
其他融资活动现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	(4,201)	(2,296)	(1,332)	(1,504)	(1,685)
汇率收益/损失	40	(49)	0	0	0
年初现金	7,382	5,444	7,499	8,184	9,162
年末现金	5,444	7,499	8,184	9,162	10,544

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	1.232	1.170	1.034	1.168	1.308
全面摊薄每股收益	1.227	1.165	1.030	1.163	1.303
每股股息	0.554	0.585	0.517	0.584	0.654
每股账面值	9.436	10.135	10.652	11.236	11.890
利润率分析 (%)					
毛利率	48.4	49.4	49.0	49.3	49.9
EBITDA利润率	20.9	19.9	18.3	19.8	21.6
EBIT利润率	12.9	12.8	10.4	11.3	12.3
净利率	11.5	10.5	9.2	9.9	10.8
盈利能力 (%)					
ROA	9.4	8.6	7.3	7.9	8.5
ROE	13.1	11.9	10.0	10.7	11.3
ROIC	12.8	11.7	9.7	10.5	11.1
其他					
净负债权益比 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.9	2.7	2.8	2.8	3.0
存货周转天数	63.0	64.0	64.3	64.0	66.7
应收账款周转天数	27.5	27.8	27.2	26.7	26.9
应付账款周转天数	43.2	42.9	40.5	40.0	40.5

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦9楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2026年1月16日
李宁 (2331 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司以及红星冷链（湖南）股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。