

## 李宁 (2331 HK, 买入, 目标价: HK\$25.00)

买入

持有

卖出

### 2025 年全年表现符合预期，区间交易逻辑不变

目标价: HK\$25.00 当前股价: HK\$20.40

股价上行/下行空间 +23%

52 周最高/最低价 (HK\$) 20.90/13.50

市值 (US\$mn) 6,761

当前发行数量(百万股) 2,585

三个月平均日交易额 (US\$mn) 43

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

Viva China 11

按 2026 年 1 月 16 日收市数据

资料来源: FactSet

#### 主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	25.00	23.30	7%
2025E EPS (RMB)	1.04	0.93	11%
2026E EPS (RMB)	1.02	0.96	6%
2027E EPS (RMB)	1.05	1.00	5%

#### 股价表现



资料来源: FactSet

- 2025 年全年表现符合预期;
- 我们对 26 年的业绩持保守态度;
- 维持买入评级, 上调目标价 7%至 25.00 港元, 对应 22 倍 2026 年 P/E。

2025 年全年表现符合预期: 公司发布 4Q25 流水公告, 1) 4Q25 全渠道流水同比下滑低单位数。线下渠道同比下滑中单位数, 其中直营同比下滑低单位数, 批发同比下滑中单位数; 线上渠道流水持平。10 月因国庆和中秋假期, 取得了较好的表现, 随后 11~12 月明显转弱。4Q 直营跌幅好于批发, 因为直营有一半来自奥莱特价渠道, 有更大空间加大力度优化秋冬装。2) 截至 25 年底, 李宁大货门店数量 6,091 家, 环比 3Q 末减少 41 家, 年内减少 26 家 (其中直营-59 家, 批发+33 家)。3) 截至 25 年底, 渠道库销比健康, 直营库销比略好与批发, 主要因为直营渠道 2H25 加大了清库存力度, 全渠道库龄结构皆健康可控。4) 全年大货流水基本持平, 符合预期。羽毛球等业务取得了不错的增长, 公司预期 2025 年收入同比微增。5) 25 年全年净利率略好于年初预期, 约为高单位数, 主要因为政府补贴超预期、营销开支降本增效以及亏损店关闭, 渠道费用比较可控, 下半年费用率因此好于预期。

展望 2026 年, 我们预计公司整体门店数量保持稳定。2026 年是运动大年, 所以营销费用可能会因为宣传投放而导致进一步的上升, 但不会大幅上升。公司在业绩会中表示, 2026 年 1 月终端表现暂时没有明显好转的迹象, 1 月 1 日~14 日, 特别是 4 日~14 日, 流水表现不及预期, 折扣同比加深。

我们预计公司 25 收入增长~1%, 约为 289 亿元, 利润规模约为 27 亿元, 利润率将为 9.3%。预计 26 年的收入相较于 25 年同比可能仅为低个位数增长, 不排除同比持平的可能, 这也是整个市场的大趋势, 且明年奥运相关的销售费用的投入也可能带来利润端的进一步承压, 我们预计 26 年利润相较于 25 年将实现低单位数下滑。但无论如何, 我们认为公司的**区间交易逻辑不变**。过去两年李宁 TTM P/E 基本于 10-15x 区间波动, 在基本面没有根本性转变之前 (明年营收依旧存在压力, 且营销费用可能进一步提升, 降本增效空间有限), 未来大概率延续区间交易逻辑。

#### 盈利预测与估值: 维持买入评级, 上调目标价 7%至 25.00 港元, 对应 22 倍 2026 年 P/E:

我们调整李宁 2025-27 年营收+0.9%/ +0.2%/ -0.3%至 289.5/ 293.1/ 297.1 亿元, 并上调归母净利润 11.5%/ 6.1%/ 5.4%至 26.8/ 26.5/ 27.2 亿元。我们继续给予李宁 22 倍 2026 年 P/E, 由此上调目标价 7%至 25.00 港元, 较目前股价仍有 23%上升空间。**风险提示:** 宏观经济下行; 业绩不及预期; 行业竞争加剧。

#### 财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	27,598	28,676	28,949	29,307	29,710
息税前利润 (RMBmn)	3,937	3,935	3,410	3,362	3,465
归母净利润 (RMBmn)	3,187	3,013	2,679	2,645	2,720
每股收益 (RMB)	1.23	1.17	1.04	1.02	1.05
市盈率 (x)	33.9	13.7	14.7	18.1	17.6

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: Wind, 华兴证券预测

#### 研究团队

姜雪峰, 分析师

证书编号: S1680519070001

电话: +86 21 6015 6632

电邮地址: xfjiang@huaxingsec.com

图表 1: 盈利预测调整表

百万元	调整前			调整后			变动百分比		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	28,686	29,249	29,787	28,949	29,307	29,710	0.9%	0.2%	-0.3%
毛利率 (%)	48.8%	48.9%	49.0%	48.8%	48.5%	48.5%	0.0ppt	-0.4ppt	-0.5ppt
销售费用	9,747	9,909	10,062	9,779	9,900	9,976	0.3%	-0.1%	-0.9%
销售费用率 (%)	34.0%	33.9%	33.8%	33.8%	33.8%	33.6%	-0.2ppt	-0.1ppt	-0.2ppt
管理费用	1,572	1,588	1,611	1,499	1,518	1,539	-4.6%	-4.4%	-4.5%
管理费用率 (%)	5.5%	5.4%	5.4%	5.2%	5.2%	5.2%	-0.3ppt	-0.3ppt	-0.2ppt
归母净利润	2,403	2,494	2,581	2,679	2,645	2,720	11.5%	6.1%	5.4%
归母净利率 (%)	8.4%	8.5%	8.7%	9.3%	9.0%	9.2%	0.9ppt	0.5ppt	0.5ppt
EPS (元)	0.93	0.96	1.00	1.04	1.02	1.05	11.5%	6.1%	5.4%

资料来源：公司公告，华兴证券

**附：财务报表**

年结: 12月

**利润表**

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
李宁	28,676	28,949	29,307	29,710
<b>营业收入</b>	<b>28,676</b>	<b>28,949</b>	<b>29,307</b>	<b>29,710</b>
营业成本	(14,520)	(14,828)	(15,099)	(15,307)
<b>毛利润</b>	<b>14,156</b>	<b>14,121</b>	<b>14,208</b>	<b>14,403</b>
管理及销售费用	(10,627)	(11,278)	(11,418)	(11,515)
<b>息税前利润</b>	<b>3,935</b>	<b>3,410</b>	<b>3,362</b>	<b>3,465</b>
<b>息税折旧及摊销前利润</b>	<b>5,702</b>	<b>4,935</b>	<b>5,066</b>	<b>5,354</b>
利息收入	430	463	488	511
利息支出	(254)	(220)	(242)	(266)
<b>税前利润</b>	<b>4,110</b>	<b>3,654</b>	<b>3,608</b>	<b>3,710</b>
所得税	(1,097)	(975)	(963)	(990)
<b>净利润</b>	<b>3,013</b>	<b>2,679</b>	<b>2,645</b>	<b>2,720</b>
<b>基本每股收益 (RMB)</b>	<b>1.17</b>	<b>1.04</b>	<b>1.02</b>	<b>1.05</b>

**资产负债表**

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>20,528</b>	<b>21,620</b>	<b>23,059</b>	<b>24,609</b>
货币资金	7,499	8,672	9,989	11,640
应收账款	1,250	1,408	1,283	1,445
存货	2,598	2,358	2,606	2,342
其他流动资产	9,181	9,181	9,181	9,181
<b>非流动资产</b>	<b>15,180</b>	<b>15,430</b>	<b>15,538</b>	<b>15,500</b>
固定资产	4,610	4,739	4,714	4,534
无形资产	235	175	131	98
商誉	0	0	0	0
其他	10,335	10,516	10,693	10,868
<b>资产</b>	<b>35,708</b>	<b>37,050</b>	<b>38,597</b>	<b>40,109</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,586</b>	<b>7,693</b>	<b>7,878</b>	<b>7,938</b>
短期借款	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0
应付账款	1,625	1,787	1,605	1,750
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	2,019	2,019	2,019	2,019
<b>负债</b>	<b>9,605</b>	<b>9,712</b>	<b>9,897</b>	<b>9,957</b>
股份	236	236	236	236
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	25,868	27,103	28,464	29,916
<b>归属于母公司所有者权益</b>	<b>26,104</b>	<b>27,339</b>	<b>28,700</b>	<b>30,152</b>
少数股东权益	0	0	0	0
<b>负债及所有者权益</b>	<b>35,708</b>	<b>37,050</b>	<b>38,597</b>	<b>40,109</b>

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

**现金流量表**

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>净利润</b>	<b>3,013</b>	<b>2,679</b>	<b>2,645</b>	<b>2,720</b>
折旧摊销	1,767	1,525	1,704	1,889
利息（收入）/支出	175	244	246	246
其他非现金科目	(170)	0	0	0
其他	(175)	(244)	(246)	(246)
营运资本变动	657	189	63	161
<b>经营活动产生的现金流量</b>	<b>5,268</b>	<b>4,392</b>	<b>4,412</b>	<b>4,771</b>
资本支出	(1,846)	(1,805)	(1,842)	(1,881)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	391	30	30	30
其他	616	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流量</b>	<b>(840)</b>	<b>(1,775)</b>	<b>(1,812)</b>	<b>(1,851)</b>
股利支出	(1,434)	(1,444)	(1,284)	(1,268)
债务筹集（偿还）	0	0	0	0
发行（回购）股份	(4)	0	0	0
其他	(886)	0	0	0
<b>筹资活动产生的现金流量</b>	<b>(2,324)</b>	<b>(1,444)</b>	<b>(1,284)</b>	<b>(1,268)</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>2,055</b>	<b>1,173</b>	<b>1,317</b>	<b>1,651</b>
<b>自由现金流</b>	<b>2,148</b>	<b>2,031</b>	<b>2,265</b>	<b>2,387</b>

**财务比率**

	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>YoY (%)</b>				
营业收入	3.9	1.0	1.2	1.4
毛利润	6.0	(0.2)	0.6	1.4
息税折旧及摊销前利润	(1.1)	(13.5)	2.7	5.7
净利润	(5.5)	(11.1)	(1.2)	2.8
稀释每股调整收益	(5.5)	(11.1)	(1.2)	2.8
<b>盈利率 (%)</b>				
毛利率	49.4	48.8	48.5	48.5
息税折旧摊销前利润率	19.9	17.0	17.3	18.0
息税前利润率	13.7	11.8	11.5	11.7
净利率	10.5	9.3	9.0	9.2
净资产收益率	11.5	9.8	9.2	9.0
总资产收益率	8.4	7.2	6.9	6.8
<b>流动资产比率 (x)</b>				
流动比率	2.7	2.8	2.9	3.1
速动比率	2.4	2.5	2.6	2.8
<b>估值比率 (x)</b>				
市盈率	13.7	14.7	18.1	17.6
市净率	1.6	1.4	1.7	1.6
市销率	1.7	1.7	1.6	1.6

## 附录

### 【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

### 【法律声明】

#### 一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

### 【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。