

【广发海外 & 纺服】李宁 (02331.HK)

Q4 线下流水环比降幅收窄，渠道库存健康

公司评级	买入
当前价格	20.90 港元
合理价值	22.30 港元
前次评级	买入
报告日期	2026-01-21

核心观点:

- **公司发布 25Q4 运营公告。**25Q4 李宁大货流水同减低单位数，环比 Q3 大货流水同减中单位数，降幅有所收窄；分渠道，线下渠道流水同减中单位数，其中零售渠道流水同减低单位数、批发渠道流水同减中单位数，电商渠道流水同比持平。
- **Q4 李宁大货线下流水及同店持续承压，批发渠道持续拓店。**根据公告，截至 25Q4 李宁大货门店 6091 家，同比减少 26 家，其中零售渠道净减少 59 家，批发渠道净增加 33 家。在终端零售环境疲软下且冬季气温整体偏暖情况下，公司 Q4 流水呈现一定压力，但环比 Q3 降幅有所收窄。考虑大货门店同比减少幅度，预计同店也呈下降趋势。我们预计公司将坚持开大店、关小店及低效店的渠道优化策略，持续提升门店店效，期待消费趋势好转，公司新产品发力，同店有所改善。
- **中长期看好公司品牌和业绩势能持续向上。**(1) 我们看好公司有望借助洛杉矶奥运周期，实现品牌和业绩势能持续向上。(2) 公司在产品端创新推出荣耀金标系列，切入具有通勤、商旅、轻运动需求的消费客群，超靛胶囊科技产品反馈良好；渠道端推出龙店、户外店等品类店，创新零售业态，持续拓宽目标消费客群。(3) 公司将持续提质增效，在加大研发、营销投入的同时，严控其他费用，提升盈利水平。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 25-27 年归母净利润 26.06/28.78/31.31 亿元，参考可比公司，给予 26 年 18 倍 PE，对应合理价值 22.30 港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济持续承压的风险、行业竞争加剧的风险、运营效率下降的风险、品牌调性下降的风险。

盈利预测: *本文如无特殊说明，货币单位均为人民币，1HKD=0.90CNY

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入	27,598	28,676	28,929	30,954	33,331
增长率 (%)	7.0%	3.9%	0.9%	7.0%	7.7%
EBITDA	5,814	5,667	5,205	6,567	7,262
归母净利润	3,187	3,013	2,606	2,878	3,131
增长率 (%)	-21.6%	-5.5%	-13.5%	10.5%	8.8%
EPS (元/股)	1.21	1.17	1.01	1.11	1.21
市盈率 (P/E)	15.5	12.7	18.6	16.8	15.5
ROE (%)	13.1%	11.5%	9.5%	10.0%	10.3%
EV/EBITDA	7.5	5.4	7.9	6.2	5.6

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师:

糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

分析师:

左琴琴



SAC 执证号: S0260521050001



SFC CE No. BSE791



021-38003540



zuoqinqin@gf.com.cn

相关研究:

【广发海外&纺服】李宁 2026-01-08

(02331.HK):17 家快闪龙店助力荣耀系列, 龙耀启程

【广发海外&纺服】李宁 2025-12-19

(02331.HK):荣耀金标系列+李宁龙店, 助力品牌业绩增长

【广发纺服&海外】李宁 2025-10-26

(02331.HK):Q3 线下流水及同店承压, 电商环比提速

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	13,653	20,528	23,289	25,530	26,000
现金及现金等价物	5,444	7,499	12,594	13,370	14,153
应收账款及票据	1,206	1,005	1,141	1,207	1,307
存货	2,493	2,598	2,585	2,756	2,957
其他	4,510	9,427	6,969	8,198	7,583
非流动资产合计	20,555	15,180	19,077	18,757	20,490
固定资产净值	4,124	4,610	5,705	6,419	7,221
长期投资	12,632	7,486	10,059	8,773	9,416
商誉及无形资产	2,405	1,811	2,038	2,293	2,579
其他	1,394	1,272	1,274	1,273	1,274
资产总额	34,208	35,708	42,365	44,287	46,490
流动负债合计	7,268	7,586	12,702	13,313	13,950
短期借款	0	0	5,000	5,500	6,000
应付账款及票据	1,790	1,625	1,740	1,852	1,988
其他	5,479	5,961	5,962	5,961	5,961
非流动负债合计	2,533	2,019	2,276	2,147	2,147
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,533	2,019	2,276	2,147	2,147
总负债	9,801	9,605	14,977	15,460	16,097
普通股股本	240	236	236	236	236
储备	24,201	25,849	27,152	28,591	30,157
其他	-34	19	0	0	0
归母权益总额	24,407	26,104	27,388	28,827	30,393
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	24,407	26,104	27,388	28,827	30,393
负债及股东权益合计	34,208	35,708	42,365	44,287	46,490

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	27,598	28,676	28,929	30,954	33,331
营业成本	14,246	14,520	14,744	15,718	16,863
毛利	13,352	14,156	14,185	15,236	16,468
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	9,080	9,199	9,570	10,394	11,192
行政管理费用	1,256	1,428	1,585	1,510	1,626
研发费用	0	676	682	730	786
其他营业费用合计	0	-676	-682	-730	-786
营业利润	3,016	3,529	3,030	3,331	3,649
利息收入	477	430	422	545	578
利息支出	162	157	221	324	348
权益性投资损益	378	256	267	281	295
其他非经营性损益	548	51	18	51	51
除税前利润	4,256	4,110	3,517	3,885	4,225
所得税	1,069	1,097	911	1,006	1,094
合并净利润	3,187	3,013	2,606	2,878	3,131
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	3,187	3,013	2,606	2,878	3,131

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	4,688	5,268	4,496	5,612	6,254
合并净利润	3,187	3,013	2,606	2,878	3,131
折旧与摊销	1,872	1,831	1,890	2,904	3,267
营运资本变动	-31	422	66	-162	-146
其他非经营性调整	-340	3	-64	-8	2
投资活动现金流净额	-2,449	-840	-2,858	-3,573	-4,057
处置固定资产收益	3	10	18	51	51
资本性支出	-1,815	-1,503	-3,211	-3,872	-4,356
投资资产支出	-391	1,882	-190	95	-47
其他	-245	-1,228	524	152	295
融资活动现金流净额	-4,217	-2,324	3,458	-1,263	-1,414
长期债权融资	-872	-856	0	0	0
股权融资	7	4	0	0	0
支付股利	-2,175	-1,444	-1,303	-1,439	-1,565
其他	-1,177	-28	4,761	176	152
现金净增加额	-1,938	2,055	5,096	776	783
期初现金余额	7,382	5,444	7,499	12,594	13,370
期末现金余额	5,444	7,499	12,594	13,370	14,153

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
主营收入增长率	7.0%	3.9%	0.9%	7.0%	7.7%
营业利润增长率	-28.3%	17.0%	-14.1%	9.9%	9.5%
归母净利润增长率	-21.6%	-5.5%	-13.5%	10.5%	8.8%
获利能力					
毛利率	48.4%	49.4%	49.0%	49.2%	49.4%
净利率	11.5%	10.5%	9.0%	9.3%	9.4%
ROE	13.1%	11.5%	9.5%	10.0%	10.3%
偿债能力					
资产负债率	28.7%	26.9%	35.4%	34.9%	34.6%
有息负债率	0.0%	0.0%	11.8%	12.4%	12.9%
流动比率	1.9	2.7	1.8	1.9	1.9
利息保障倍数	24.3	24.5	15.0	11.3	11.5
营运能力					
应收账款周转天数	14.5	13.9	14.2	14.0	14.1
存货周转天数	62.2	63.1	63.1	63.1	63.1
应付账款周转天数	42.6	42.3	42.5	42.4	42.4
每股指标					
每股收益	1.21	1.17	1.01	1.11	1.21
每股净资产	9.30	10.10	10.60	11.15	11.76
每股经营现金流	1.79	2.04	1.74	2.17	2.42
估值比率					
PE	15.5	12.7	18.6	16.8	15.5
PB	2.0	1.5	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	7.5	5.4	7.9	6.2	5.6

广发纺织服装行业研究小组

糜 韩 杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。

左 琴 琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。

董 建 芳：高级分析师，对外经济贸易大学金融硕士，2023 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。