

2025 年 1 月 15 日

## 李宁 (2331.HK)：Q4 流水降幅环比收窄，期待奥运新周期品牌重拾增长

民银国际研究团队

分析师：何丽敏

电话：37288036

Email：liminhe@cmbcint.com

### 评级

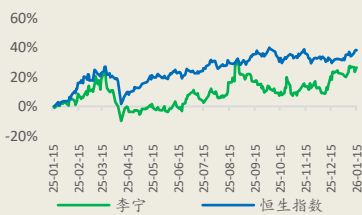
### 买入

#### 李宁 (2331.HK)

|                   |               |
|-------------------|---------------|
| 目标价 (港元)          | 23.80         |
| 潜在升幅/降幅           | +21.7%        |
| 目前股价 (港元)         | 19.55         |
| 52 周内股价区间 (港元)    | 20.90 / 13.50 |
| 总市值 (亿港元)         | 505.3         |
| 近 3 月日均成交额 (百万港元) | 331.4         |

注：截至 2026 年 1 月 15 日收盘价

#### 股价表现



资料来源：iFind、民银国际

#### Q4 流水降幅环比收窄，折扣加深但库存健康，25 全年利润指引上调：

- (1) 25Q4 李宁大货流水同比-低单，跌幅环比收窄(Q3 同比-中单)，其中线下同比-中单（零售同比-低单，批发同比-中单），电商持平。
- (2) 25Q4 折扣同比加深低单位数，期末全渠道库销比为 4-5 个月。
- (3) 25 全年指引收入维持为同比微增，利润率上调至高单位数上沿，利润层面受益于政府补贴，以及关闭亏损店等提效控费措施。

#### 展望 26 年，公司处于品牌建设 with 产品研发新一轮投入期，有序推进奥运营销、新品类及创新运动科技、新店态：

- (1) 奥运营销：26 年 2 月米兰冬奥会启幕，现已发布冬奥领奖装备。
- (2) 新品类及创新运动科技：企业组织上，公司以品类制管理新架构，聚焦垂直细分品类的人群需求和市场；公司打造的荣耀金标独立品类动销超预期，其中荣耀金标部分货品使用了奥委会 COC 奥运五环标识，是国内唯一采用该标识的品牌。运动科技方面，11 月底公司发布超靛胶囊科技，具备高能和稳定性能，95% 能量回弹效率。

- (3) 新店态：龙店快闪店效、选址质量优秀。公司宣布 1-2 月陆续开出 18 家龙店快闪，选址主要城市顶级商圈（如成都万象城、北京三里屯）。目前公司已开设 2 家李宁户外店，融合东风美学+户外机能。

#### 观点：基本面底部特征已现，26E 营销费率或同比上升，业绩有弹性

- (1) 我们认为当前公司基本面筑底中，管理层表示 1 月中上旬流水表现仍偏弱，且折扣同比加深。据管理层，方向上 26 年营销费率或同比上升，各品类亦有不同程度新品及营销投入。
- (2) 我们认为公司业绩具备弹性，期待 26 年公司通过新产品及奥运营销撬动流水增长，折扣及毛利率亦有一定改善空间，正向经营杠杆弹性可期。

#### 维持买入评级，给予目标价 23.80 港元：

我们上调了 25 年的利润预测，并维持买入评级；预计 2025E-2027E 营业收入分别为 289.5/ 300.8/ 319.4 亿元，归母净利润分别为 26.9/ 27.6/ 30.9 亿元。现价对应 26E PE 为 16.2 倍。

#### 表 1：盈利预测和财务指标

| 百万元人民币        | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入          | 27,598 | 28,676 | 28,946 | 30,085 | 31,940 |
| 收入同比增速        | 7.0%   | 3.9%   | 0.9%   | 3.9%   | 6.2%   |
| 归母净利润         | 3,187  | 3,013  | 2,687  | 2,760  | 3,091  |
| 归母净利润同比增速     | -21.6% | -5.5%  | -10.8% | 2.7%   | 12.0%  |
| 归母净利润率        | 11.5%  | 10.5%  | 9.3%   | 9.2%   | 9.7%   |
| EPS (人民币元)    | 1.23   | 1.17   | 1.04   | 1.07   | 1.20   |
| PE @19.55 HKD | 14.1   | 14.9   | 16.7   | 16.2   | 14.5   |

资料来源：公司公告，E=民银国际预测

## 财务报表分析与预测 – 李宁 (2331.HK)

| 资产负债表          |               | 单位: 百万元人民币    |               |               |               |  |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|
| 会计年度           | 2023A         | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |  |
| <b>流动资产</b>    | <b>13,653</b> | <b>20,528</b> | <b>22,273</b> | <b>24,102</b> | <b>26,148</b> |  |
| 现金             | 5,444         | 7,499         | 8,509         | 9,479         | 10,518        |  |
| 应收账款           | 1,206         | 1,005         | 1,105         | 1,216         | 1,337         |  |
| 其他资产即期部分       | 838           | 894           | 983           | 1,081         | 1,190         |  |
| 存货             | 2,493         | 2,598         | 3,118         | 3,741         | 4,490         |  |
| 其他             | 3,672         | 8,533         | 8,558         | 8,585         | 8,614         |  |
| <b>非流动资产</b>   | <b>20,555</b> | <b>15,180</b> | <b>15,581</b> | <b>16,007</b> | <b>16,460</b> |  |
| 物业、厂房及设备       | 4,124         | 4,610         | 4,841         | 5,083         | 5,337         |  |
| 有使用权资产         | 2,184         | 1,577         | 1,608         | 1,640         | 1,673         |  |
| 递延税项资产         | 801           | 949           | 1,044         | 1,149         | 1,264         |  |
| 无形资产和土地使       | 376           | 386           | 412           | 441           | 473           |  |
| 其他             | 13,070        | 7,658         | 7,675         | 7,693         | 7,713         |  |
| <b>资产总计</b>    | <b>34,208</b> | <b>35,708</b> | <b>37,853</b> | <b>40,108</b> | <b>42,608</b> |  |
| <b>流动负债</b>    | <b>7,268</b>  | <b>7,586</b>  | <b>8,187</b>  | <b>8,842</b>  | <b>9,554</b>  |  |
| 应付账款           | 1,790         | 1,625         | 1,706         | 1,792         | 1,881         |  |
| 合同负债           | 553           | 369           | 387           | 406           | 427           |  |
| 应计负债及其他应付      | 3,256         | 4,049         | 4,373         | 4,723         | 5,101         |  |
| 应交税费           | 915           | 950           | 1,045         | 1,150         | 1,265         |  |
| 其他             | 755           | 593           | 675           | 770           | 880           |  |
| <b>非流动负债</b>   | <b>2,533</b>  | <b>2,019</b>  | <b>2,219</b>  | <b>2,439</b>  | <b>2,682</b>  |  |
| 递延所得税负债        | 627           | 569           | 626           | 688           | 757           |  |
| 租赁负债           | 1,825         | 1,385         | 1,523         | 1,675         | 1,843         |  |
| 其他             | 80            | 65            | 70            | 76            | 82            |  |
| <b>负债合计</b>    | <b>9,801</b>  | <b>9,605</b>  | <b>10,406</b> | <b>11,281</b> | <b>12,235</b> |  |
| 股本             | 240           | 236           | 236           | 236           | 236           |  |
| 储备             | 25,205        | 26,159        | 27,502        | 28,882        | 30,428        |  |
| 少数股东权益         | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |  |
| 股份奖励计划所持股      | -1,038        | -291          | -291          | -291          | -291          |  |
| <b>股东权益合计</b>  | <b>24,407</b> | <b>26,104</b> | <b>27,447</b> | <b>28,827</b> | <b>30,373</b> |  |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>34,208</b> | <b>35,708</b> | <b>37,853</b> | <b>40,108</b> | <b>42,608</b> |  |

| 现金流量表          |               | 单位: 百万元人民币    |               |               |               |  |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|
| 会计年度           | 2023A         | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |  |
| <b>除税前溢利</b>   | <b>4,256</b>  | <b>4,110</b>  | <b>3,894</b>  | <b>3,681</b>  | <b>4,121</b>  |  |
| 折旧摊销           | 1,833         | 1,771         | 1,783         | 1,855         | 1,930         |  |
| 营运资金变动         | -31           | 422           | -176          | -257          | -357          |  |
| 所得税            | -1,155        | -1,274        | -1,207        | -920          | -1,030        |  |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>4,688</b>  | <b>5,268</b>  | <b>3,665</b>  | <b>3,832</b>  | <b>4,143</b>  |  |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-2,449</b> | <b>-840</b>   | <b>-1,410</b> | <b>-1,482</b> | <b>-1,559</b> |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-4,217</b> | <b>-2,324</b> | <b>-1,343</b> | <b>-1,380</b> | <b>-1,546</b> |  |
| 现金净增加额         | -1,978        | 2,104         | 912           | 969           | 1,039         |  |
| 现金期初金额         | 7,382         | 5,444         | 7,597         | 8,509         | 9,479         |  |
| 现金期末金额         | 5,444         | 7,597         | 8,509         | 9,479         | 10,518        |  |

| 利润表              |               | 单位: 百万元人民币    |               |               |               |  |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|
| 会计年度             | 2023A         | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |  |
| <b>营业收入</b>      | <b>27,598</b> | <b>28,676</b> | <b>28,946</b> | <b>30,085</b> | <b>31,940</b> |  |
| 营业成本             | -14,246       | -14,520       | -14,936       | -15,464       | -16,289       |  |
| 毛利               | 13,352        | 14,156        | 14,010        | 14,621        | 15,651        |  |
| 销售费用             | -9,080        | -9,199        | -9,263        | -9,928        | -10,476       |  |
| 管理费用             | -1,256        | -1,428        | -1,505        | -1,549        | -1,597        |  |
| 其他收益             | 524           | 154           | 280           | 160           | 160           |  |
| <b>营业利润</b>      | <b>3,559</b>  | <b>3,678</b>  | <b>3,522</b>  | <b>3,304</b>  | <b>3,737</b>  |  |
| 财务收入/(费用)净额      | 319           | 175           | 116           | 120           | 128           |  |
| 权益法核算的投资收益       | 378           | 256           | 256           | 256           | 256           |  |
| <b>除税前溢利</b>     | <b>4,256</b>  | <b>4,110</b>  | <b>3,894</b>  | <b>3,681</b>  | <b>4,121</b>  |  |
| 所得税              | -1,069        | -1,097        | -1,207        | -920          | -1,030        |  |
| 净利润              | 3,187         | 3,013         | 2,687         | 2,760         | 3,091         |  |
| 少数股东损益           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |  |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>3,187</b>  | <b>3,013</b>  | <b>2,687</b>  | <b>2,760</b>  | <b>3,091</b>  |  |
| <b>EPS (元)</b>   | <b>1.23</b>   | <b>1.17</b>   | <b>1.04</b>   | <b>1.07</b>   | <b>1.20</b>   |  |

| 主要财务比率          |        | 单位: 百分比 |        |       |       |  |
|-----------------|--------|---------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度            | 2023A  | 2024A   | 2025E  | 2026E | 2027E |  |
| <b>成长性</b>      |        |         |        |       |       |  |
| 营业收入yoy         | 7.0%   | 3.9%    | 0.9%   | 3.9%  | 6.2%  |  |
| 营业利润yoy         | -27.2% | 3.3%    | -4.2%  | -6.2% | 13.1% |  |
| 归母净利润yoy        | -21.6% | -5.5%   | -10.8% | 2.7%  | 12.0% |  |
| <b>盈利能力</b>     |        |         |        |       |       |  |
| 毛利率             | 48.4%  | 49.4%   | 48.4%  | 48.6% | 49.0% |  |
| 营业利润率           | 12.9%  | 12.8%   | 12.2%  | 11.0% | 11.7% |  |
| 净利率             | 11.5%  | 10.5%   | 9.3%   | 9.2%  | 9.7%  |  |
| ROA             | 9.4%   | 8.6%    | 7.3%   | 7.1%  | 0.0%  |  |
| ROE             | 13.1%  | 11.9%   | 10.0%  | 9.8%  | 0.0%  |  |
| <b>偿债能力</b>     |        |         |        |       |       |  |
| 资产负债率           | 28.7%  | 26.9%   | 27.5%  | 28.1% | 28.7% |  |
| 负债权益比           | 40.2%  | 36.8%   | 37.9%  | 39.1% | 40.3% |  |
| 流动比率            | 1.4    | 2.1     | 2.1    | 2.1   | 2.1   |  |
| <b>营运能力</b>     |        |         |        |       |       |  |
| 存货周转天数          | 63     | 63      | 69     | 80    | 0     |  |
| 应收账款天数          | 15     | 14      | 13     | 14    | 0     |  |
| <b>每股资料 (元)</b> |        |         |        |       |       |  |
| 每股收益            | 1.23   | 1.17    | 1.04   | 1.07  | 1.20  |  |
| 每股净资产           | 9.4    | 10.1    | 10.7   | 11.2  | 11.8  |  |
| <b>估值比率</b>     |        |         |        |       |       |  |
| PE@19.55HKD     | 14.1   | 14.9    | 16.7   | 16.2  | 14.5  |  |
| PB              | 1.8    | 1.7     | 1.6    | 1.6   | 1.5   |  |

资料来源: 公司公告、E=民银国际预测

附录表 1: 李宁品牌季度流水、折扣、库销比

| 流水同比     | 2024Q1          | 2024Q2       | 2024Q3              | 2024Q4 | 2025Q1     | 2025Q2           | 2025Q3          | 2025Q4          |
|----------|-----------------|--------------|---------------------|--------|------------|------------------|-----------------|-----------------|
| 李宁成人     | +低单             | -低单          | -中单                 | +高单    | +低单        | +低单              | -中单             | -低单             |
| 线下       | -低单             | -中单          | -高单                 | +中单    | +低单        | -低单              | -高单             | -中单             |
| 零售       | +中单             | 持平           | -中单                 | -低单    | -低单        | -中单              | -中单             | -低单             |
| 批发       | -中单             | -高单          | -高单                 | +中单    | +低单        | +低单              | -高单             | -中单             |
| 电商       | +20~30%<br>低段   | +高单          | +中单                 | +中双    | +低双        | +中单              | +高单             | 同比<br>持平        |
| 折扣<br>同比 | 全渠道<br>改善<br>低单 | 线下持平<br>电商改善 | 线下加深<br>低单;<br>线上改善 |        | 线下<br>改善低单 | 线上线<br>下加深<br>低单 | 全渠道<br>加深<br>低单 | 全渠道<br>加深<br>低单 |
| 库销比      | 4-4.5 个月        | 3.9 个月       | 5 个月                | 4 个月   | 5 个月       | 4 个月             | 5-6 个月          | 4-5 个月          |

资料来源: 公司公告、季度业绩交流、民银国际整理

附录表 2: 运动品牌及国际品牌渠道商的季度零售额变动

| 流水同比   | 2024Q1  | 2024Q2  | 2024Q3  | 2024Q4  | 2025Q1  | 2025Q2  | 2025Q3  | 2025Q4 |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 安踏牌    | +中单     | +高单     | +中单     | +高单     | +高单     | +低单     | +低单     | /      |
| 大货     | /       | +高单     | +中单     | +高单     | +高单     | +低单     | +低单     |        |
| KIDS   | /       | +中单     | +中单     | +低双     | +高单     | +低单     | +中单     |        |
| 电商     | +20-25% | +20-25% | +20%以上  | +高双     | +低双     |         | +高单     |        |
| FILA   | +高单     | +中单     | -低单     | +高单     | +高单     | +中单     | +低单     | /      |
| 大货     | /       | +高单     | 持平      | +高单     | +中单     | +高单     | +低单     |        |
| KIDS   | /       | 低于大货    | 负增      | +中单     | +低双     | +中单     |         |        |
| FUSION | /       | 低于大货    |         | +高双     | +中双     | +中单     |         |        |
| 电商     | +25-30% | +20%    |         | +双位数    | +20%以上  |         | +高单     |        |
| 其他     | +25~30% | +40~45% | +45~50% | +50~55% | +65~70% | +50-55% | +45-50% | /      |
| 迪桑特    | +20-25% | +35-40% | +35-40% | +60~65% | +60%    | +40%    | +30%    |        |
| Kolon  | 50%+    | +60%    | +近 70%  | +近 50%  | +近 100% | +70%    | +70%    |        |
| MAIA   |         |         |         |         | +30%    | +30%    | +45%    |        |
| 特步     | +高单     | +10%    | +中单     | +高单     | +中单     | +低单     | +低单     | /      |
| 索康尼    | +超 50%  |         | +50%以上  | +约 50%  | +超 40%  | +超 20%  | +超 20%  |        |
| 361°   |         |         |         |         |         |         |         |        |
| 大货     | +高双     | +10%    | 10%     | 10%     | +10~15% | +10%    | +10%    | +10%   |
| 儿童     | +20-25% | +中双     | 10%     | +10~15% | +10~15% | +10%    | +10%    | +10%   |
| 电商     | +20-25% | +30-35% | 超 20%   | +30~35% | +35~40% | +20%    | +20%    | +高双    |
| 滔搏*    | +低单     | -中单     | -低双     | -中单     | -中单     | -中单     | -高单     | -高单    |
| 宝胜     | -7%     | -11%    | -11%    | -3%     | -5%     | -12%    | -6%     | -5%    |

注: 滔搏的财季并非完全对应自然季度, 财年结束日期为每年 2 月最后一日, 滔搏 FY26Q3 对应 2025/9/1-11.30);

资料来源: 公司公告、民银国际整理

## 风险提示：

奥运营销与新品类、新店态对于终端动销的提升不及预期；

终端消费环境波动；

体育鞋服行业竞争加剧；

线下客流承压；

品牌舆论风险；

**行业评级体系（基准为 MSCI 中国指数）**

增持：未来 12 个月行业股票指数强于基准

中性：未来 12 个月行业股票指数基本与基准持平

减持：未来 12 个月行业股票指数弱于基准

**公司评级体系（基准为公司所在行业的 MSCI 中国行业指数）**

买入：未来 12 个月个股股价表现强于基准

持有：未来 12 个月个股股价表现基本与基准持平

卖出：未来 12 个月个股股价表现弱于基准

**分析师声明**

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的有联系者（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的有联系者并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的有联系者没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

**民银证券有限公司**

CIBC Securities Company Limited

网站：<https://www.cmbccap.com/>

地址：香港中环交易广场 1 期 45 楼

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1, 4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。(5)民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。(6)此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。

### 规范性披露

民银集团拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1% 或完全不拥有该上市公司的财务权益。

民银集团的雇员包括分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。

民银集团在过去 12 个月未与此报告提到的上市公司有任何投资银行或庄家活动相关的业务关系。