



# 李宁

2331 HK

中国消费品行业

本文内容由 Alex Wu (吴俊豪) 提供

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

电话: (852) 2237 9250 / 电邮: wminvestmentsolutions@citics.com.hk

## 静待催化因素

### 摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在 2026 年 1 月 16 日发布的题为《Awaiting catalysts》的报告，李宁 2025 年四季度零售销售符合预期但表现平淡，年初至今销售未见起色。2025 财年净利润率处于高个位数百分比 (HSD%) 区间上限，好于市场担忧预期，主要得益于关店相关成本削减及政府补助，而非新举措推动。公司股价自 2025 年 12 月以来上涨，源于市场对近期举措的情绪改善，分析对这些举措表示认可，包括 11 月推出的新中底技术、奥运主题快闪店（龙店）、户外门店及新品发布等。然而当前阶段 2026 财年盈利复苏路径仍不明朗，特别是考虑到 2026 年与奥委会合作及奥运赛事相关的投资增加。分析指出保守的门店扩张策略及折扣压力将持续。

### 2025 年四季度符合预期：零售销售同比降低个位数百分比

李宁在 2025 年四季度线上售罄同比持平，但持续优于线下渠道的中个位数百分比 (MSD%) 同比下滑。线下渠道中，零售同比降低个位数百分比 (LSD%)，优于批发渠道的中个位数百分比下滑，因奥特莱斯渠道促销力度更大。跑步品类保持强劲增长（同比+MSD%），健身品类受库存单位 (SKU) 重新分类影响。篮球与运动休闲品类持续同比下滑。库存降至 4-5 个月，但以同比低个位数百分比的更深折扣为代价。

### 2026 年：多项奥委会相关举措落地，仍待销售拐点

分析指出，年初至今销售趋势未达公司的内部预算，但与 2025 年四季度一致。2026 年 1-2 月将开设 17 家龙店快闪店并推出荣耀金标系列产品，6-7 月将开设首家官方门店。因奥委会相关支出，广告宣传费用率可能同比上升。

### 催化因素

李宁的催化因素包括：1) 在宏观不确定性及批发渠道压力下，李宁零售售罄开始显现环比改善；2) 李宁赞助的国家队在奥运会取得优异成绩；3) 运营改善措施见效推动市占率提升，包括拓展价格细分、丰富产品品类、力争零售运营卓越。

### 投资风险

下行风险包括行业正常化过程中国际巨头（耐克、阿迪达斯）、新兴运动品牌（Hoka、昂跑等）及本土同业的竞争加剧；高端及服装品类的时尚风险；供应链与经销商管理执行风险；治理风险；中国消费者情绪疲弱可能影响高加价率品牌；及其他不可控风险如不利天气与疫情反复。上行风险包括品牌力强化——李宁通过赞助中国奥委会、北京半

马等持续加大品牌建设投入；产品多元化与品类扩展（如户外、匹克球、网球等）覆盖更广客群；电商增长提振销售。

## 公司概况

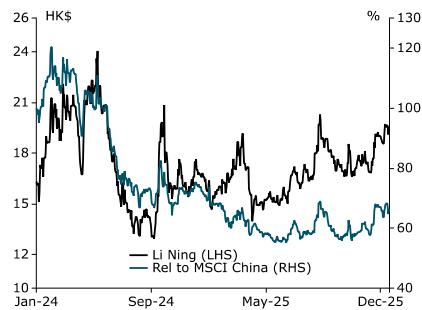
李宁品牌以创始人李宁（中国体操冠军，被誉为“体操王子”）命名，是中国最大运动用品公司之一，三大业务板块为批发（2023年销售额占比46%）、零售（25%）及电商（27%）。公司采用轻资产模式，生产外包并特许经营零售门店。

收入按产品分类	
鞋类	48.5%
服装	45.0%
器材与配件	6.5%

收入按地区分类	
中东及非洲	0.2%
美洲	0.8%
欧洲	0.6%
亚洲	98.5%

资料来源: 中信里昂

## 股票信息



股价(@ 2026年1月15日): 19.55 港元

12个月最高/最低价: 20.28 港元/13.96 港元

市值: 65.10 亿美元

3个月日均成交额: 42.42 百万美元

市场共识目标价 (路孚特) : 21.76 港元

主要股东:

非凡中国控股有限公司 14.27%

先锋集团 5.31%

资料来源: 彭博, 路孚特

## 市盈率区间



资料来源: 彭博

## 市净率区间



资料来源: 彭博

## 企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源: 彭博

# 免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资／产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资／产品专员个人观点，或投资／产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

## 适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

## 责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

## 法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

## 附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“**CSI**”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“**CSI 集团**”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

## 针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和／或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和／或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和／或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。