

# 李宁 (02331.HK)

## 2026Q1 流水稳健增长，库存健康

**事件：李宁发布 2026Q1 经营情况公告，期内李宁（不含李宁 YOUNG，下同）全平台流水同比增长中单位数；针对李宁 YOUNG 童装业务，我们预计其表现显著优于李宁成人业务。**

**李宁成人：节庆需求带动居民需求改善，线下客流复苏，电商业务销售快速增长。**

- **2026Q1 奥莱渠道或有优异销售表现，从而带动直营业务增长。** 2026Q1 李宁成人门店线下流水同比增长中单位数，拆分直营和批发业务来看：1) 直营业务：2026Q1 直营流水同比增长 10%~20%低段，截止 2026Q1 末李宁直营门店数量为 1192 家（对比年初净关 46 家），期内直营业务表现优异，我们认为一方面受益于节庆需求带动，终端门店客流改善，另一方面此前公司持续对直营业务进行优化调整，平均门店经营质量得到显著提升，另外我们判断直营门店中存在较多奥莱店铺，带动直营渠道销售增长。2) 批发业务：2026Q1 批发业务流水同比增长低单位数，截止 2026Q1 末批发门店数量为 4883 家（对比年初净开 30 家），我们判断当前经销商门店或多位于低线城市街边店铺，考虑到客流偏好购物中心业态，因此传统街边店铺销售受到一定影响。
- **2026Q1 电商流水同比增长高单位数，产品优化带动业务增长。** 公司持续推进电商业务效率优化，通过合理的货品结构推动电商业务健康运营，在销售旺季下 2026Q1 李宁电商业务增长高单位数，呈现出优异的增长表现。

**李宁 YOUNG：2026Q1 童装业务或有快速增长表现。**截至 2026Q1 末李宁 YOUNG 门店为 1464 家（对比年初净关闭 54 家），从流水层面来看我们预计 2026Q1 李宁 YOUNG 业务或也有快速的增长表现，当前公司持续优化童装产品结构，同时强化品牌推广，适逢寒假销售旺季，童装业务或有快速增长表现。

**2026Q1 末库存比预计在 5 左右，折扣同比或有加深。**我们预计截止 2026Q1 末李宁渠道库存比或在 5 左右，同比基本保持稳定，库龄结构健康。折扣方面，考虑到当前消费环境仍较为波动，同时 Q1 包括元旦、春节销售旺季，我们判断 2026Q1 李宁终端折扣同比或有加深。

**我们预计公司 2026 年营收同比增长高单位数，归母净利润略有下降。**2026 年来看随着公司奥运营销声量的提升，同时产品结构（荣耀金标系列、户外系列）以及渠道结构（龙店、户外店等）的优化，我们预计公司 2026 年收入增长高单位数。利润方面，随着奥运营销的深入，费用投入或将增加，我们预计公司 2026 年归母净利润或略有下降。

**盈利预测和投资建议：**综合考虑短期消费环境的不确定性以及公司长期经营效率的不断提升，我们预计公司 2026~2028 年归母净利润为 28.57/32.50/37.06 亿元，对应 2026 年 PE 为 16 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**消费环境波动，盈利能力提升速度不达预期，门店优化不及预期等。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	28,676	29,598	31,959	35,026	38,332
增长率 yoy (%)	3.9	3.2	8.0	9.6	9.4
归母净利润（百万元）	3,013	2,936	2,857	3,250	3,706
增长率 yoy (%)	-5.5	-2.6	-2.7	13.7	14.0
EPS 最新摊薄（元/股）	1.17	1.14	1.11	1.26	1.43
净资产收益率 (%)	11.5	10.6	9.9	10.7	11.5
P/E (倍)	15.6	16.0	16.4	14.4	12.6
P/B (倍)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.5

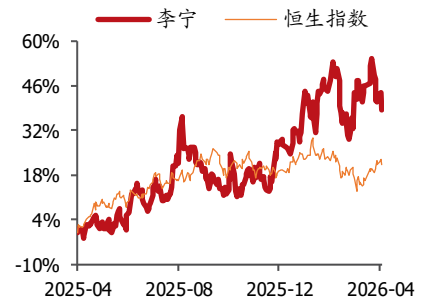
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 4 月 22 日收盘价

### 买入（维持）

#### 股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
04 月 22 日收盘价（港元）	20.60
总市值（百万港元）	53,247.16
总股本（百万股）	2,584.81
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量（百万股）	21.72

#### 股价走势



#### 作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜

执业证书编号：S0680523080004

邮箱：houziye@gszq.com

分析师 王佳伟

执业证书编号：S0680524060004

邮箱：wangjiawei@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《李宁 (02331.HK)：2025 年业绩超预期，专业科技+奥运赋能，2026 年扬帆起航》 2026-03-20
- 2、《李宁 (02331.HK)：聚焦奥运周期，品牌势能回归，关注业绩拐点》 2026-01-21
- 3、《李宁 (02331.HK)：2025Q4 流水符合预期，营运稳健》 2026-01-16

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>20,528</b>	<b>22,950</b>	<b>24,585</b>	<b>26,835</b>	<b>29,393</b>
现金	7,499	16,717	18,057	19,813	21,804
应收票据及应收账款	1,005	1,389	1,338	1,446	1,662
其他应收款	584	236	609	553	547
预付账款	0	0	0	0	0
存货	2,598	2,694	2,892	3,152	3,411
其他流动资产	8,843	1,915	1,689	1,870	1,970
<b>非流动资产</b>	<b>15,180</b>	<b>14,764</b>	<b>14,905</b>	<b>15,011</b>	<b>15,091</b>
长期投资	5,742	5,159	5,159	5,159	5,159
固定资产	4,610	4,754	4,878	4,971	5,041
无形资产	1,811	1,719	1,735	1,748	1,758
其他非流动资产	3,016	3,133	3,133	3,133	3,133
<b>资产总计</b>	<b>35,708</b>	<b>37,714</b>	<b>39,489</b>	<b>41,846</b>	<b>44,484</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,586</b>	<b>8,061</b>	<b>8,520</b>	<b>9,364</b>	<b>9,364</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1,625	1,902	1,974	2,116	2,342
其他流动负债	5,961	6,159	6,546	7,248	7,920
<b>非流动负债</b>	<b>2,019</b>	<b>2,025</b>	<b>2,025</b>	<b>2,025</b>	<b>2,025</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,019	2,025	2,025	2,025	2,025
<b>负债合计</b>	<b>9,605</b>	<b>10,087</b>	<b>10,546</b>	<b>11,390</b>	<b>12,288</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	236	236	236	236	236
资本公积	25,849	27,640	28,956	30,469	32,209
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	26,104	27,627	28,944	30,456	32,196
<b>负债和股东权益</b>	<b>35,708</b>	<b>37,714</b>	<b>39,489</b>	<b>41,846</b>	<b>44,484</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,268</b>	<b>4,852</b>	<b>4,577</b>	<b>5,180</b>	<b>5,632</b>
净利润	3,013	2,936	2,857	3,250	3,706
折旧摊销	1,831	2,077	1,760	1,794	1,820
财务费用	157	129	149	149	149
投资损失	256	258	258	258	258
营运资金变动	422	-159	165	350	330
其他经营现金流	-410	-390	-612	-621	-631
<b>投资活动现金流</b>	<b>-840</b>	<b>6,634</b>	<b>-1,546</b>	<b>-1,537</b>	<b>-1,527</b>
资本支出	-1,503	-925	-1,900	-1,900	-1,900
长期投资	5,284	583	0	0	0
其他投资现金流	-4,620	6,976	354	363	373
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2,324</b>	<b>-2,155</b>	<b>-1,578</b>	<b>-1,774</b>	<b>-2,002</b>
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	4	35	0	0	0
资本公积增加	1,649	1,791	1,316	1,512	1,740
其他筹资现金流	-3,977	-3,981	-2,894	-3,287	-3,742
<b>现金净增加额</b>	<b>2,055</b>	<b>9,218</b>	<b>1,341</b>	<b>1,756</b>	<b>1,990</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>28,676</b>	<b>29,598</b>	<b>31,959</b>	<b>35,026</b>	<b>38,332</b>
营业成本	14,520	15,110	16,299	17,688	19,166
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	9,199	9,190	10,514	11,523	12,592
管理费用	1,428	1,630	1,790	1,961	2,147
财务费用	-273	-168	-152	-176	-207
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	51	95	96	105	115
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	256	258	258	258	258
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>3,529</b>	<b>3,669</b>	<b>3,356</b>	<b>3,853</b>	<b>4,427</b>
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>4,110</b>	<b>4,189</b>	<b>3,861</b>	<b>4,392</b>	<b>5,008</b>
所得税	1,097	1,253	1,004	1,142	1,302
<b>净利润</b>	<b>3,013</b>	<b>2,936</b>	<b>2,857</b>	<b>3,250</b>	<b>3,706</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,013</b>	<b>2,936</b>	<b>2,857</b>	<b>3,250</b>	<b>3,706</b>
EBITDA	5,667	6,099	5,469	6,010	6,620
EPS (元/股)	1.17	1.14	1.11	1.26	1.43

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	3.9	3.2	8.0	9.6	9.4
营业利润(%)	17.0	4.0	-8.5	14.8	14.9
归属母公司净利润(%)	-5.5	-2.6	-2.7	13.7	14.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	49.4	49.0	49.0	49.5	50.0
净利率(%)	10.5	9.9	8.9	9.3	9.7
ROE(%)	11.5	10.6	9.9	10.7	11.5
ROIC(%)	10.8	10.2	9.5	10.2	11.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	26.9	26.7	26.7	27.2	27.6
净负债比率(%)	-28.7	-60.5	-62.4	-65.1	-67.7
流动比率	2.7	2.8	2.9	2.9	2.9
速动比率	2.3	2.4	2.5	2.4	2.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	25.9	24.7	23.4	25.2	24.7
应付账款周转率	8.5	8.6	8.4	8.6	8.6
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.17	1.14	1.11	1.26	1.43
每股经营现金流(最新摊薄)	2.04	1.88	1.77	2.00	2.18
每股净资产(最新摊薄)	10.10	10.69	11.20	11.78	12.46
<b>估值比率</b>					
P/E	15.6	16.0	16.4	14.4	12.6
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	5.3	4.2	5.3	4.5	3.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 4 月 22 日收盘价

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com