

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 20.60 港元 23.80 +15.5%

2026年4月23日

李宁 (2331 HK)

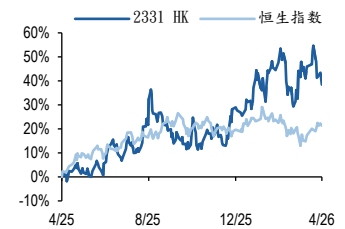
1 季度流水回暖，但折扣压力延续；维持目标价和买入评级

- 1 季度流水回暖，维持评级和目标价：根据公告，2026 年 1 季度李宁品牌（不包括李宁 YOUNG）全平台零售流水录得同比中单位数增长，较 2025 年 4 季度环比回暖；节奏上，2 月受春节错位拉动明显，3 月边际回落，另外管理层表示 4 月基本延续了 1 季度以来的销售趋势。管理层维持 2026 年收入同比高单位数增长、净利率高单位数的指引。我们对公司全年经营节奏和折扣管控保持信心，维持目标价和**买入**评级。
- 线下直营表现优于批发，折扣压力延续：分渠道看，1 季度线下流水同比中单位数增长，其中直营/批发分别同比增长 10-20%低段/低单位数，直营渠道受奥莱拉动（期内同比双位数增长）；电商流水同比高单位数增长。折扣方面，线上线下同比均加深低单位数百分点，反映当前行业竞争情况。产品端，荣耀金标系列在冬奥会带动下趋势良好，1 季度流水占比达到中单位数，我们认为后续在相关营销的带动下，该系列有望成为公司高端产品的重要抓手。
- 库存稳健健康，门店继续优化：截至 1 季度末，公司库销比约 5 个月，同比稳健；考虑到季节性因素，我们认为当前库存水平仍处于健康区间，为后续的折扣管控和新品上市腾出了空间。公司继续推动渠道结构优化，1 季度末李宁门店数量（不包括李宁 YOUNG）较上年末净减少 16 家至 6,075 家，其中直营净减少 46 家、批发净增加 30 家，李宁 YOUNG 店铺期内净减少 54 家；1 季度是公司店铺调整的集中期，相信下半年会有更多新店开出，管理层仍维持全年开店指引不变。
- 维持盈利预测和目标价：考虑到相关订单已敲定，管理层认为当前原材料价格的波动对公司 2026 年毛利率的影响有限。我们认为折扣水平仍是影响毛利率的主要因素，需要持续观察下半年的零售环境和行业趋势。目前，我们维持 2026-28 年盈利预测和目标价不变，当前股价对应 2026 年约 15 倍市盈率。维持**买入**评级。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	23.00
52周低位 (港元)	14.62
市值 (百万港元)	53,054.48
日均成交量 (百万)	33.60
年初至今变化 (%)	10.34
200天平均价 (港元)	19.43

资料来源: FactSet

肖凯希

cathy.xiao@bocomgroup.com
(852) 3766 1856

财务数据一览

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (百万人民币)	28,676	29,598	31,653	33,218	34,503
同比增长 (%)	3.9	3.2	6.9	4.9	3.9
净利润 (百万人民币)	3,013	2,936	3,060	3,548	4,122
每股盈利 (人民币)	1.17	1.14	1.19	1.38	1.60
同比增长 (%)	-5.1	-2.6	4.2	16.0	16.2
市盈率 (倍)	15.3	15.7	15.1	13.0	11.2
每股账面净值 (人民币)	10.14	10.72	11.31	12.00	12.80
市账率 (倍)	1.77	1.67	1.59	1.49	1.40
股息率 (%)	3.3	3.2	3.3	3.8	4.5

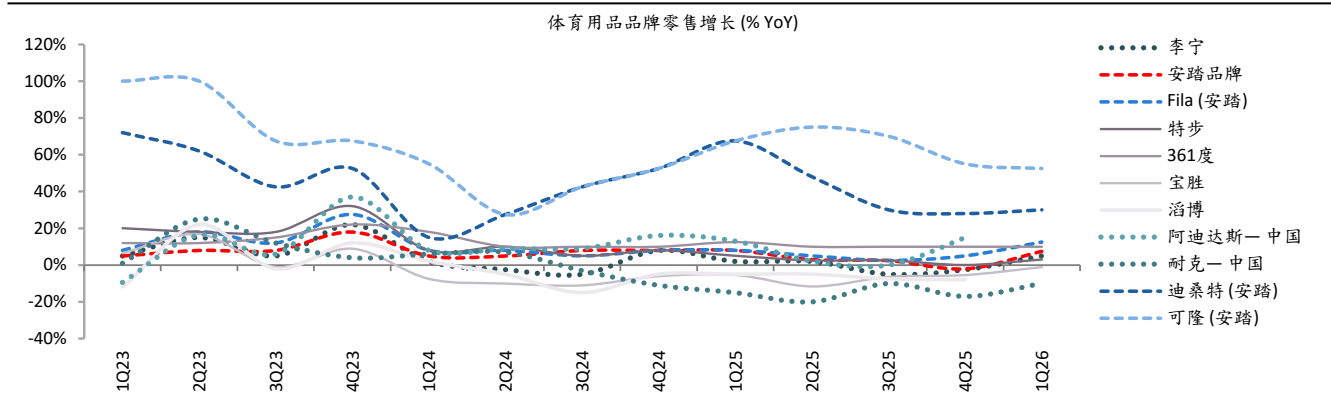
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

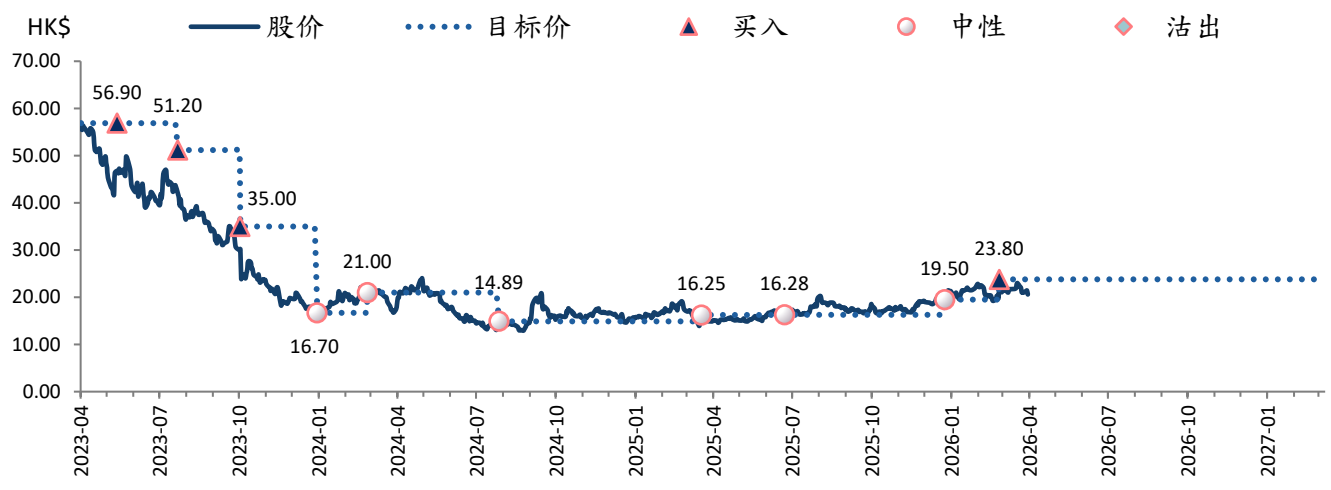
行业数据-体育用品同行比较

图表 1：体育用品品牌季度零售增长



资料来源：各公司资料，交银国际

图表 2：李宁 (2331 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 3：交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
9992 HK	泡泡玛特	买入	160.20	232.80	45.3%	2026 年 03 月 26 日	潮流玩具
1876 HK	百威亚太	买入	7.57	8.90	17.6%	2026 年 02 月 13 日	啤酒
291 HK	华润啤酒	买入	25.86	35.90	38.8%	2025 年 08 月 20 日	啤酒
3288 HK	海天味业	买入	36.36	41.30	13.6%	2026 年 03 月 30 日	调味品
600887 CH	伊利股份	买入	25.29	34.50	36.4%	2025 年 09 月 01 日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	16.44	21.51	30.9%	2025 年 08 月 29 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	7.39	12.30	66.4%	2023 年 09 月 05 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	3.40	4.00	17.6%	2024 年 09 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	20.60	13.40	-35.0%	2024 年 08 月 27 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	13.84	10.40	-24.9%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	48.46	74.10	52.9%	2026 年 03 月 31 日	纺织服装
6690 HK	海尔智家	买入	21.12	30.10	42.5%	2026 年 03 月 30 日	家电
000333 CH	美的集团	买入	79.30	96.20	21.3%	2025 年 09 月 01 日	家电
000651 CH	格力电器	买入	36.94	52.96	43.4%	2024 年 04 月 30 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	26.48	22.64	-14.5%	2025 年 03 月 26 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	1.91	1.90	-0.5%	2026 年 03 月 31 日	餐厅
9896 HK	名创优品	买入	29.76	45.50	52.9%	2026 年 04 月 01 日	零售
2331 HK	李宁	买入	20.60	23.80	15.5%	2026 年 03 月 20 日	运动品牌
2020 HK	安踏	买入	84.80	108.70	28.2%	2026 年 01 月 21 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	中性	0.41	0.49	19.5%	2026 年 03 月 13 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	3.01	2.98	-1.1%	2025 年 06 月 26 日	体育用品经销商

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2026 年 4 月 22 日

2026年4月23日

李宁 (2331 HK)

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	28,676	29,598	31,653	33,218	34,503
主营业务成本	(14,520)	(15,110)	(16,145)	(16,759)	(17,138)
毛利	14,156	14,489	15,508	16,459	17,364
销售及管理费用	(10,478)	(10,591)	(11,766)	(12,121)	(12,296)
经营利润	3,678	3,898	3,741	4,338	5,068
财务成本净额	175	33	146	168	201
其他非经营净收入/费用	256	258	276	289	301
税前利润	4,110	4,189	4,163	4,795	5,570
税费	(1,097)	(1,253)	(1,103)	(1,247)	(1,448)
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	3,013	2,936	3,060	3,548	4,122

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	7,499	16,717	17,807	19,348	21,264
有价证券	23	0	0	0	0
应收账款及票据	1,005	1,389	1,485	1,558	1,619
存货	2,598	2,694	2,967	3,172	3,337
其他流动资产	9,404	2,150	2,224	2,280	2,326
总流动资产	20,528	22,950	24,483	26,358	28,546
投资物业	2,914	2,558	2,558	2,558	2,558
物业、厂房及设备	4,610	4,754	5,073	5,283	5,403
无形资产	235	157	287	300	303
其他长期资产	7,421	7,296	7,401	7,480	7,544
总长期资产	15,180	14,764	15,318	15,620	15,807
总资产	35,708	37,714	39,801	41,977	44,353
短期贷款	0	0	0	0	0
应付账款	5,675	5,995	6,410	6,703	6,929
其他短期负债	1,911	2,066	2,107	2,138	2,164
总流动负债	7,586	8,061	8,517	8,841	9,092
长期贷款	0	0	0	0	0
长期应付账款	17	0	0	0	0
其他长期负债	2,002	2,025	2,127	2,205	2,268
总长期负债	2,019	2,025	2,127	2,205	2,268
总负债	9,605	10,087	10,644	11,046	11,361
股本	8,956	8,991	8,991	8,991	8,991
储备及其他资本项目	17,147	18,637	20,167	21,941	24,002
股东权益	26,104	27,627	29,157	30,931	32,992
非控股权益	0	0	0	0	0
总权益	26,104	27,627	29,157	30,931	32,992

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	4,287	4,189	4,163	4,795	5,570
折旧及摊销	1,131	855	966	1,077	1,188
营运资本变动	444	(37)	(28)	(40)	(46)
税费	(1,274)	(1,253)	(1,103)	(1,247)	(1,448)
其他经营活动现金流	514	76	0	0	0
经营活动现金流	5,102	3,830	3,998	4,585	5,264
资本开支	(3,244)	(1,025)	(1,303)	(1,296)	(1,308)
其他投资活动现金流	1,838	6,816	0	0	0
投资活动现金流	(1,293)	6,272	(1,303)	(1,296)	(1,308)
负债净变动	0	0	0	0	0
权益净变动	4	0	0	0	0
股息	(1,765)	(1,468)	(1,530)	(1,774)	(2,061)
其他融资活动现金流	0	(779)	0	0	0
融资活动现金流	(2,296)	(2,128)	(1,387)	(1,665)	(1,972)
汇率收益/损失	(49)	(113)	0	0	0
年初现金	5,444	7,499	16,717	17,807	19,348
年末现金	7,499	16,717	17,807	19,348	21,264

财务比率					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	1.170	1.139	1.187	1.377	1.599
全面摊薄每股收益	1.165	1.135	1.183	1.372	1.594
每股股息	0.585	0.570	0.594	0.688	0.800
每股账面值	10.135	10.720	11.314	12.002	12.802
利润率分析(%)					
毛利率	49.4	49.0	49.0	49.5	50.3
EBITDA利润率	19.9	18.6	17.3	18.8	20.6
EBIT利润率	12.8	13.2	11.8	13.1	14.7
净利率	10.5	9.9	9.7	10.7	11.9
盈利能力(%)					
ROA	8.6	8.0	7.9	8.7	9.5
ROE	11.9	10.9	10.8	11.8	12.9
ROIC	11.7	10.7	10.6	11.6	12.7
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	2.7	2.8	2.9	3.0	3.1
存货周转天数	64.0	63.9	64.0	66.8	69.3
应收账款周转天数	27.8	28.3	29.2	29.5	29.6
应付账款周转天数	42.9	42.6	44.5	45.1	45.4

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拔康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司、南京埃斯顿自动化股份有限公司及上海易景信息科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司及光大证券股份有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。