

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

李宁 (2331.HK)

投资评级

上次评级

姜文镔 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

刘田田 纺织服装行业联席首席分析师

执业编号: S1500525120001

邮箱: liutiantian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

李宁: Q1 流水整体良好, 科技赋能与渠道优化并行

2026年4月23日

事件: 李宁公布 2026 年一季度运营情况。李宁销售点(不包括李宁 YOUNG)整体零售流水按年录得中单位数增长, 分渠道看, 直营 10%-20%低段增长, 批发低单位数增长, 电商高单位数增长。直营渠道受奥莱拉动表现亮眼(奥莱双位数增长, 正价店个位数增长), 电商延续高增。童装表现强劲, 1Q26 李宁 YOUNG 或实现快速增长, 表现优于大货。包含童装的同口径全渠道流水为高单位数增长。

折扣同比略有承压, 库存保持健康。行业需求偏弱复苏背景下, 我们推测 1Q26 线上线下折扣同比去年 Q1 略有加深, 预计库销比指标维持良好, 库龄结构健康。

全渠道仍处调整周期, 下半年开店有望加速。截至一季度末, 李宁大货销售点数量共计 6,075 个(不包括李宁 YOUNG), 年初至今减少 16 个, 其中直营零售业务净减少 46 个, 批发业务净增加 30 个; 童装(李宁 YOUNG)销售点数量共计 1,464 个, 年初至今减少 54 个。1Q26 公司仍处于渠道调整周期, 一季度为关店相对集中季度, 我们推测下半年新开店有望更多。

分品类看, 运动生活改善、跑步高基数放缓。我们预计, 1Q26 运动生活品类有较好增长, 篮球仍处下滑但跌幅收窄, 跑步因去年 Q1 高基数增速有所放缓, 但超靛胶囊科技产品市场反馈亮眼。

科技平台迭代与荣耀金标布局, 品牌向上可期。公司持续以科技创新为驱动, 超靛胶囊 25 年底推出以后产品应用逐步推广开来。开店方面, 我们预计根据进展上海南京东路龙店旗舰店计划下半年开出。荣耀金标系列 Q1 受益于冬奥会曝光提升占比阶段性略高, 但全年仍维持谨慎, 预计贡献度有限。龙店与荣耀金标系列聚焦中产人群通勤多场景品质穿搭, 与大货形成差异化。

维持 2026 年指引: 全年收入高单位数增长, 全年净利率在高单位数水平。奥运周期背景下, 我们维持对公司利润的乐观判断。

盈利预测: 预计公司 2026-2028 年归母净利润为 32.24/36.10/40.53 亿元, 对应 PE 分别为 14.41X/12.87X/11.46X。

风险提示: 消费需求复苏不及预期风险, 行业竞争加剧风险, 奥运营销投入产出不确定性。

重要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	29598	32566	35116	37585
增长率 YoY %	3%	10%	8%	7%
归属母公司净利润(百万元)	2936	3224	3610	4053
增长率 YoY%	-3%	10%	12%	12%
EPS(摊薄)(元)	1.14	1.25	1.40	1.57
市盈率 P/E(倍)	14.30	14.41	12.87	11.46

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 4 月 22 日收盘价

资产负债表				
				百万元
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	22,950	25,226	28,111	31,329
现金	16,717	16,738	19,334	22,297
应收账款及票据	1,389	1,282	1,268	1,235
存货	2,694	2,936	3,125	3,300
其他	2,151	4,270	4,383	4,496
非流动资产	14,764	14,627	14,492	14,262
固定资产	4,754	4,715	4,678	4,449
无形资产	1,719	1,620	1,522	1,522
其他	8,292	8,292	8,292	8,292
资产总计	37,714	39,853	42,603	45,591
流动负债	8,061	8,588	9,533	10,495
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,902	1,971	2,121	2,267
其他	6,159	6,617	7,411	8,228
非流动负债	2,025	2,025	2,025	2,025
长期债务	0	0	0	0
其他	2,025	2,025	2,025	2,025
负债合计	10,087	10,613	11,558	12,520
普通股股本	236	236	236	236
储备	27,640	29,252	31,057	33,084
归属母公司股东权益	27,627	29,239	31,044	33,071
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	27,627	29,240	31,044	33,071
负债和股东权益	37,714	39,853	42,603	45,591

现金流量表				
				百万元
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4,852	3,570	4,465	4,962
净利润	2,936	3,224	3,610	4,053
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	-	239	237	230
营运资金变动及其他	1,916	107	619	680
投资活动现金流	6,634	258	230	337
资本支出	-	-101	-102	0
其他投资	6,634	359	332	337
筹资活动现金流	-2,155	-1,889	-2,099	-2,336
借款增加	-	0	0	0
普通股增加	-	0	0	0
已付股利	-	-1,612	-1,805	-2,026
其他	-2,155	-277	-294	-310
现金净增加额	9,218	1,939	2,596	2,963

利润表				
				百万元
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	29,598	32,566	35,116	37,585
其他收入	0	0	0	0
营业成本	15,110	16,592	17,856	19,074
销售费用	9,190	10,454	11,062	11,726
管理费用	1,630	1,710	1,808	1,898
研发费用	0	768	828	886
财务费用	-168	-308	-292	-367
除税前溢利	4,189	4,478	5,014	5,590
所得税	1,253	1,254	1,404	1,537
净利润	2,936	3,224	3,610	4,053
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	2,936	3,224	3,610	4,053
EBIT	4,021	4,170	4,722	5,223
EBITDA	4,021	4,409	4,959	5,453
EPS (元)	1.14	1.25	1.40	1.57

主要财务比率				
				百万元
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	3.22%	10.03%	7.83%	7.03%
归属母公司净利润	-2.56%	9.82%	11.97%	12.27%
获利能力				
毛利率	48.95%	49.05%	49.15%	49.25%
销售净利率	9.92%	9.90%	10.28%	10.78%
ROE	10.63%	11.03%	11.63%	12.25%
ROIC	10.20%	10.27%	10.95%	11.45%
偿债能力				
资产负债率	26.74%	26.63%	27.13%	27.46%
净负债比率	-60.51%	-57.24%	-62.28%	-67.42%
流动比率	2.85	2.94	2.95	2.99
速动比率	2.41	2.54	2.56	2.60
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.84	0.85	0.85
应收账款周转率	24.73	24.39	27.54	30.03
应付账款周转率	8.57	8.57	8.73	8.69
每股指标 (元)				
每股收益	1.14	1.25	1.40	1.57
每股经营现金流	0.00	1.38	1.73	1.92
每股净资产	10.69	11.31	12.01	12.79

研究团队简介

姜文锶，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成成分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。