

## 李宁 (02331.HK)

### 26Q1 流水稳健增长，库存水平健康

26Q1 公司流水中单位数增长，童装表现好于成人，直营表现好于批发；目前公司渠道库存健康，有望在技术加持，多品类持续发力，营销力度加大等因素影响下，经营情况有望持续好转，我们提升公司收入及利润增长预期。预计公司 2026 年-2028 年净利润规模分别为 32.03 亿元、36.12 亿元、40.68 亿元，同比增速为 9%、13%、13%。当前股价对应 26PE14X，维持强烈推荐评级。

- **26Q1 流水稳健。**26Q1 李宁（不含李宁 YOUNG，下同）全平台流水同比增长中单位数，包含童装预计增长高单位数。26Q1 线下中单位数增长，其中零售录得 10~20% 低段增长；批发渠道录得低单位数增长；电商渠道录得高单位数增长。
- **26Q1 门店持续减少：**26Q1 末李宁主品牌店铺数量 6075 个（较上年末净减 16 个），其中直营 1192 家（净减 46 家）、批发 4853 家（净增 30 家）。李宁 YOUNG 店铺数量 1464 个（较上年末净减 54 个），Q1 为关店调整集中期，全年开店指引不变。
- **折扣同比加深，库存良性：**26Q1 公司线上及线下折扣均同比录得低单位数加深，26Q1 末公司库销比 5 个月左右，6 个月以下新品库存占比 80%。
- **产品拓新和迭代持续推进。**跑步：拓展超靛胶囊技术平台的应用，拓展更多的缓震跑鞋；运动生活：进一步丰富女子产品矩阵，荣耀金标系列在春夏季产品中拓展更多产品系列，以满足通勤、差旅等多种需求。
- **投资建议：**李宁作为国内运动鞋服龙头品牌，持续提升品牌影响力并丰富产品品类。公司控费提效效果显著，2025 年业绩超预期。管理层保持 2026 年收入高单增长，利润率高单位数指引；目前公司渠道库存健康，有望在技术加持，多品类持续发力，营销力度加大等因素影响下，经营情况有望持续好转，预计公司 2026 年-2028 年收入规模分别为 321.6 亿元、354.5 亿元、391.0 亿元，同比增速为 9%、10%、10%。净利润规模分别为 32.03 亿元、36.12 亿元、40.68 亿元，同比增速为 9%、13%、13%。当前股价对应 26PE14X，维持强烈推荐评级。
- **风险提示：**消费低迷，新品推广效果不及预期的风险。营销积极，但短期收入若不及预期的话，销售费用率提升导致净利润率下行的风险。库存压力增加的风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	28676	29598	32163	35452	39101
同比增长	4%	3%	9%	10%	10%
营业利润(百万元)	3529	3669	4107	4680	5326
同比增长	17%	4%	12%	14%	14%
归母净利润(百万元)	3013	2936	3203	3612	4068
同比增长	-5%	-3%	9%	13%	13%
每股收益(元)	1.17	1.14	1.24	1.40	1.57
PE	14.9	15.2	14.0	12.4	11.0
PB	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2

资料来源：公司数据、招商证券

## 强烈推荐 (维持)

消费品/轻工纺服

目标估值：NA

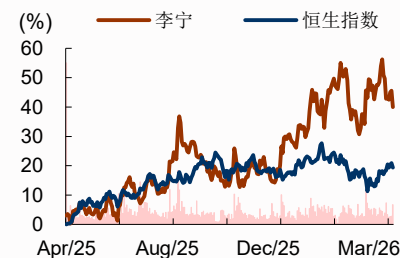
当前股价：20.6 港元

### 基础数据

总股本 (百万股)	2585
香港股 (百万股)	2585
总市值 (十亿港元)	53.2
香港股市值 (十亿港元)	53.2
每股净资产 (港元)	10.7
ROE (TTM)	10.6
资产负债率	26.7%
主要股东	李宁
主要股东持股比例	11.6545%

### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	22	47
相对表现	1	20	26



资料来源：公司数据、招商证券

### 相关报告

- 1、《李宁 (02331) —25 年业绩超预期，26 年指引积极&经营情况有望持续好转》2026-03-21
- 2、《李宁 (02331) —2025Q4 以来新品&新店集中亮相，期待明年经营反转》2025-12-21
- 3、《李宁 (02331) —25Q3 流水承压，产品推新和奥运营销持续推进》2025-10-29

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

王梓旭 S1090524070009

wangzixu@cmschina.com.cn

表 1: 2019Q1-2025Q4 李宁 (不包括李宁 YOUNG) 分渠道流水增速

时间	全渠道	线上	线下零售	线下批发
2019Q1	20-30%低段增长	40-50%低段增长	10-20%低段增长	20-30%低段增长
2019Q2	20-30%低段增长	20-30%高段增长	高单位数增长	20-30%中段增长
2019Q3	30-40%低段增长	50-60%低段增长	10-20%中段增长	30-40%中段增长
2019Q4	30-40%中段增长	40-50%低段增长	10-20%高段增长	40-50%低段增长
2020Q1	10%-20%高段下滑	10%-20%低段增长	30%-40%中段下滑	10%-20%高段下滑
2020Q2	中单位数下滑	20%-30%高段增长	10%-20%低段下滑	高单位数下滑
2020Q3	中单位数增长	40%-50%低段增长	持平	低单位数下滑
2020Q4	10%-20%中段增长	30%-40%中段增长	中单位数增长	10%-20%低段增长
2021Q1	80%-90%高段增长	约 100%增长	90%-100%低段增长	80%-90%低段增长
2021Q2	90%-100%低段增长	90%-100%高段增长	80%-90%高段增长	90%-100%低段增长
2021Q3	40%-50%低段增长	50%-60%中段增长	30%-40%中段增长	30%-40%高段增长
2021Q4	30%-40%低段增长	40%-50%低段增长	20%-30%高段增长	20%-30%高段增长
2022Q1	20%-30%高段增长	30%-40%中段增长	30%-40%中段增长	20%-30%低段增长
2022Q2	高单位数下滑	中单位数增长	高单位数下滑	高单位数下滑
2022Q3	10%-20%中段增长	20%-30%中段增长	20%-30%低段增长	10%-20%低段增长
2022Q4	10%-20%低段下滑	中单位数增长	10%-20%中段下滑	20%-30%低段下滑
2023Q1	中单位数增长	10%-20%低段下滑	10%-20%中段增长	中单位数增长
2023Q2	10%-20%中段增长	10%-20%低段增长	20%-30%高段增长	10%-20%中段增长
2023Q3	中单位数增长	低单位数下滑	20%-30%低段增长	低单位数增长
2023Q4	20-30%低段增长	中单位数增长	50%-60%低段增长	10%-20%高段增长
2024Q1	低单位数增长	20%-30%低段增长	中单位数增长	中单位数下滑
2024Q2	低单位数下滑	高单位数增长	持平	高单位数下滑
2024Q3	中单位数下滑	中单位数增长	中单位数下滑	高单位数下滑
2024Q4	高单位数增长	10-20%中段增长	低单位数下滑	中单位数增长
2025Q1	低单位数增长	10-20%低段增长	低单位数下滑	低单位数增长
2025Q2	低单位数增长	中单位数增长	中单位数下滑	低单位数增长
2025Q3	中单位数下滑	高单位数增长	中单位数下滑	高单位数下滑
2025Q4	低单位数下滑	持平	低单位数下滑	中单位数下滑
2026Q1	中单位数增长	10-20%低段增长	低单位数增长	高单位数增长

资料来源: 公司公告、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	20528	22950	26471	29737	33454
现金及现金等价物	7499	16717	19831	22554	25664
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	8264	1093	1093	1093	1093
应收账款及票据	1005	1389	1509	1663	1835
其它应收款	584	236	256	282	311
存货	2598	2694	2889	3160	3465
其他流动资产	579	822	894	985	1086
<b>非流动资产</b>	15180	14764	14901	14989	15047
长期投资	7486	6987	6987	6987	6987
固定资产	4610	4754	4890	4978	5036
无形资产	1962	1866	1866	1866	1866
其他	1121	1158	1158	1158	1158
<b>资产总计</b>	<b>35708</b>	<b>37714</b>	<b>41371</b>	<b>44726</b>	<b>48500</b>
<b>流动负债</b>	7586	8061	8567	9271	10061
应付账款	1625	1902	2039	2231	2446
应交税金	1041	1073	1073	1073	1073
短期借款	0	0	0	0	0
其他	4920	5087	5455	5967	6542
<b>长期负债</b>	2019	2025	2025	2025	2025
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2019	2025	2025	2025	2025
<b>负债合计</b>	<b>9605</b>	<b>10087</b>	<b>10593</b>	<b>11297</b>	<b>12086</b>
股本	236	236	236	236	236
储备	25868	27889	31040	33691	36676
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	26104	27627	30779	33430	36414
<b>负债及权益合计</b>	<b>35708</b>	<b>37714</b>	<b>41371</b>	<b>44726</b>	<b>48500</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	5268	0	4492	4982	5468
净利润	3013	2936	3203	3612	4068
折旧与摊销	1831	1208	1664	1711	1742
营运资本变动	422	0	99	161	184
其他非现金调整	3	0	(474)	(502)	(526)
<b>投资活动现金流</b>	(840)	0	(1326)	(1298)	(1274)
资本性支出	(1503)	0	(1800)	(1800)	(1800)
出售资产获得的现金	10	0	0	0	0
投资增减	14879	0	0	0	0
其它	(1228)	0	474	502	526
<b>筹资活动现金流</b>	(2324)	0	(52)	(961)	(1084)
债务增减	(856)	0	0	0	0
股本增减	4	0	0	0	0
股利支付	1444	0	52	961	1084
其它筹资	(28)	0	0	0	0
其它调整	(2888)	0	(103)	(1922)	(2167)
<b>现金净增加额</b>	<b>2055</b>	<b>0</b>	<b>3114</b>	<b>2723</b>	<b>3110</b>

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>总营业收入</b>	28676	29598	32163	35452	39101
主营业务收入	28676	29598	32163	35452	39101
营业成本	14520	15110	16204	17726	19433
<b>毛利</b>	14156	14489	15959	17726	19668
营业支出	10627	10820	11852	13046	14342
<b>营业利润</b>	3529	3669	4107	4680	5326
利息支出	157	129	0	0	0
利息收入	430	297	146	170	193
权益性投资损益	256	258	258	258	258
其他非经营性损益	51	95	70	75	75
非经常项目损益	0	0	0	0	0
<b>除税前利润</b>	4110	4189	4581	5182	5851
所得税	1097	1253	1379	1570	1783
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属普通股股东净利润</b>	3013	2936	3203	3612	4068
<b>EPS(元)</b>	1.17	1.14	1.24	1.40	1.57

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业收入	4%	3%	9%	10%	10%
营业利润	17%	4%	12%	14%	14%
净利润	-5%	-3%	9%	13%	13%
<b>获利能力</b>					
毛利率	49.4%	49.0%	49.6%	50.0%	50.3%
净利率	10.5%	9.9%	10.0%	10.2%	10.4%
ROE	11.5%	10.6%	10.4%	10.8%	11.2%
ROIC	11.7%	10.6%	10.1%	10.6%	10.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	26.9%	26.7%	25.6%	25.3%	24.9%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.7	2.8	3.1	3.2	3.3
速动比率	2.4	2.5	2.8	2.9	3.0
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
存货周转率	5.7	5.7	5.8	5.9	5.9
应收账款周转率	16.0	18.4	19.0	19.1	19.1
应付账款周转率	8.5	8.6	8.2	8.3	8.3
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	1.17	1.14	1.24	1.40	1.57
每股经营现金	2.04	0.00	1.74	1.93	2.12
每股净资产	10.10	10.69	11.91	12.93	14.09
每股股利	0.02	0.02	0.37	0.42	0.47
<b>估值比率</b>					
PE	14.9	15.2	14.0	12.4	11.0
PB	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	6.3	6.9	6.1	5.5	5.0

资料来源：公司数据、招商证券；李宁的业绩公告不列示现金流量表，2025年以NA列示

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。