

# 李宁 (02331.HK)

## 第一季度大货流水增长中单位数，童装业务快速增长

优于大市

### ◆ 公司研究 · 海外公司快评

### ◆ 纺织服饰 · 服装家纺

### ◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师:	丁诗洁	0755-81981391	dingshijie@guosen.com.cn	执证编码: S0980520040004
证券分析师:	刘佳琪	010-88005446	liujiaqi@guosen.com.cn	执证编码: S0980523070003

### 事项:

**公司公告:** 1、**零售表现:** 截至2026年3月31日止第一季度, 李宁销售点(不包括李宁 YOUNG)于整个平台之零售流水按年录得中单位数增长。就渠道而言, 线下渠道(包括零售及批发)录得中单位数增长, 其中零售(直接经营)渠道录得10%-20%低段增长, 批发(特许经营商)渠道录得低单位数增长; 电子商务虚拟店铺业务录得高单位数增长。2、**销售点数量:** 截至2026年3月31日, 于中国, 李宁销售点数量(不包括李宁 YOUNG)共计6,075个, 本年迄今净减少16个。在净减少的16个销售点中, 零售业务净减少46个, 批发业务净增加30个。李宁 YOUNG 销售点数量共计1,464个, 本年迄今净减少54个。

**国信纺服观点:** 1) **2026年第一季度:** 第一季度李宁大货流水恢复中单位数增长, 包含童装后全渠道增长高单位数; 零售渠道主受奥莱带动表现强劲, 批发渠道门店数逆势净增; 终端折扣压力仍存, 库存保持健康水平;

2) **风险提示:** 消费需求不及预期; 品牌形象受损; 市场的系统性风险;

3) **投资建议:** 一季度流水增速符合预期, 看好新店态与新产品贡献增量。公司大货与童装全渠道一季度流水增长高单位数、符合预期, 运动生活品类恢复增长与篮球下滑幅度收窄释放积极信号; 龙店新店开业预计集中在下半年, 荣耀金标系列全年收入占比预计在低单位数, 但中长期增量可期。我们维持盈利预测, 预计公司2026-2028年归母净利润28.6/33.8/37.6亿元, 同比-2.7%/+18.3%/+11.2%。我们看好公司当前高度健康的渠道库存和公司现金运营情况, 以及新品、新店态增长潜力, 维持22.5~23.7港元目标价, 对应2026年19-20x PE, 维持“优于大市”评级。

### 评论:

◆ **2026年第一季度:** 第一季度李宁大货流水恢复中单位数增长, 包含童装后全渠道增长高单位数; 零售渠道主受奥莱带动表现强劲, 批发渠道门店数逆势净增; 终端折扣压力仍存, 库存保持健康水平

1、**流水表现:** 李宁大货流水在2026年第一季度录得中单位数增长, 增长主要由电商(高单位数增长)及直营渠道(低双位数增长)驱动; 直营渠道内奥莱流水贡献显著(双位数增长), 而正价店流水为个位数增长。童装流水增速亮眼同比+20%以上, 包含童装后, 全渠道流水增速提升至高单位数。

2、**零售折扣与库销比:** 一季度公司面临较大终端压力, 线上线下零售折扣同比2025年第一季度均有低单位数加深, 主要受行业竞争激烈及消费环境未明显转好影响。库存管理保持健康, 一季度末库销比约为5个月, 同比保持稳定, 环比上升主要受季节性因素影响。库存结构中, 80%以上为6个月内的新品, 为后续运营提供了良好基础。

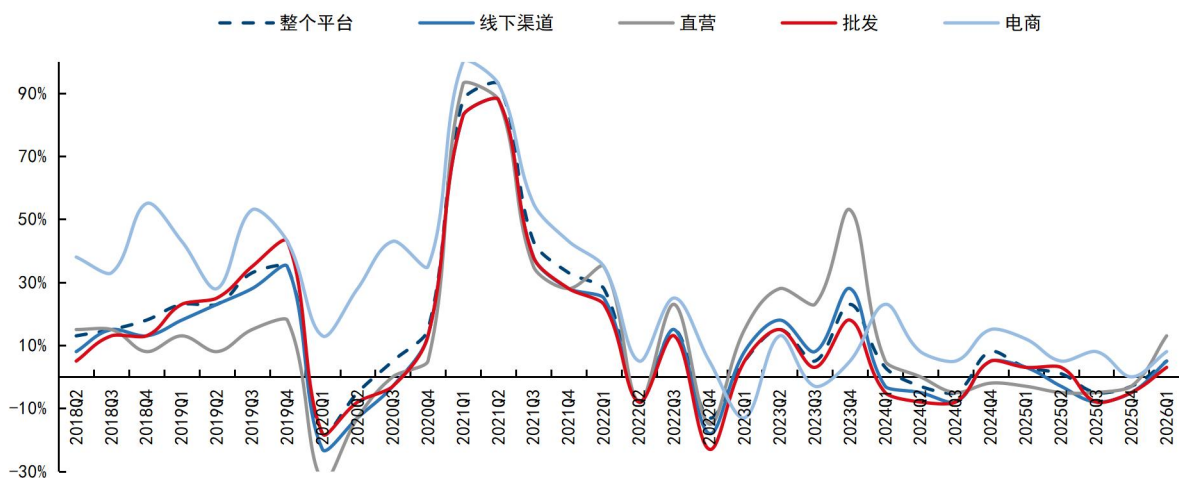
### 3、重点品类:

- **运动生活:** 一季度恢复个位数增长, 主要由服装品类拉动, 鞋类符合预期。
- **篮球:** 流水仍同比下滑, 但跌幅较过去两年收窄。线上渠道表现好于线下, 韦德系列、利刃新品等尖货产品维持了价格心智。

- **跑步：**因去年同期高基数（增速超 20%），本季度增速放缓。公司在专业跑者心智上持续突破，如搭载“超羸胶囊”技术的产品市场反馈亮眼，且“龙雀计划”签约跑者取得佳绩。
- **新兴业务：**“荣耀金标”系列因冬奥会及快闪店拉动，一季度流水占比接近中单位数。其产品线正从鞋类向服装拓展，主打轻商务多场景。

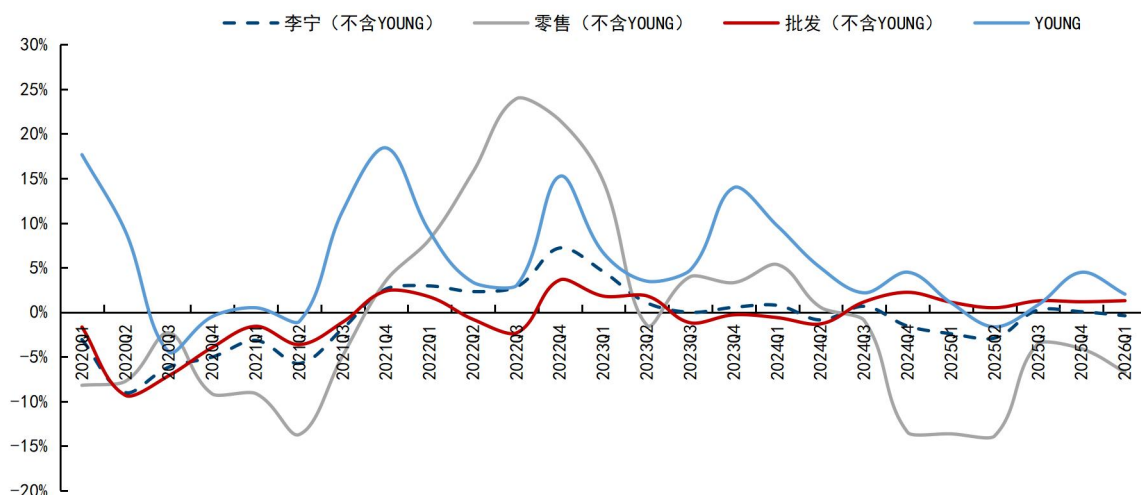
**4、门店与新渠道：**公司继续执行渠道优化战略。一季度主品牌门店净减少 16 家，但结构变化显著：直营店净减少 46 家，旨在关闭低效门店提升盈利质量；批发店净增加 30 家，显示对经销渠道的优化与拓展。李宁 YOUNG 门店也同步净减少。关于新门店，“龙店”（荣耀金标独立店）旗舰店计划于下半年在上海开业，首批店中店/专区将于 5 月底前完成改造。

图1: 李宁分渠道季度零售增长表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2: 李宁门店数按季度同比变化趋势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 投资建议：一季度流水增速符合预期，看好新店态与新产品贡献增量

公司大货与童装全渠道一季度流水增长高单位数、符合预期，运动生活品类恢复增长与篮球下滑幅度收窄释放积极信号；龙店新店开业预计集中在下半年，荣耀金标系列全年收入占比预计在低单位数，但中长期增量可期。我们维持盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润 28.6/33.8/37.6 亿元，同比-2.7%/+18.3%/+11.2%。我们看好公司当前高度健康的渠道库存和公司现金运营情况，以及新品、新店态增长潜力，维持 22.5~23.7 港元目标价，对应 2026 年 19-20x PE，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测及市场重要数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	28,676	29,598	31,861	34,306	36,948
(+/-%)	3.9%	3.2%	7.6%	7.7%	7.7%
净利润(百万元)	3013	2936	2857	3378	3756
(+/-%)	-5.5%	-2.6%	-2.7%	18.3%	11.2%
每股收益(元)	1.17	1.14	1.11	1.31	1.45
EBIT Margin	13.3%	13.0%	11.2%	12.4%	12.5%
净资产收益率(ROE)	11.5%	10.6%	9.8%	11.0%	11.5%
市盈率(PE)	15.9	16.3	16.7	14.1	12.7
EV/EBITDA	10.8	11.7	14.6	12.6	11.8
市净率(PB)	1.83	1.73	1.64	1.55	1.47

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS			PE			g	PEG
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E		
2331.HK	李宁	优于大市	18.49	1.17	1.14	1.11	15.9	16.3	16.7	7.3%	2.30
可比公司											
2020.HK	安踏体育	优于大市	78.43	5.58	4.86	5.00	14.1	16.1	15.7	7.6%	2.07
1368.HK	特步国际	优于大市	4.07	0.37	0.49	0.46	11.1	8.3	8.8	5.6%	1.58
1361.HK	361度	优于大市	6.62	0.56	0.63	0.71	11.9	10.5	9.3	11.3%	0.82

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### ◆ 风险提示

消费需求不及预期；品牌形象受损；市场的系统性风险。

### 相关研究报告：

- 《李宁（02331.HK）-全年收入增长 3%，经营利润率小幅上升》——2026-03-21
- 《李宁（02331.HK）-第四季度流水下滑低单位数，龙店与户外店首店齐开》——2026-01-16
- 《李宁（02331.HK）-产品筑基，营销蓄势，重估在即》——2025-12-27
- 《李宁（02331.HK）-第三季度流水下滑中单位数，四季度新品有望密集发布》——2025-10-26
- 《李宁（02331.HK）-上半年收入增长 3.3%，经营利润微增而净利润下滑》——2025-08-24

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	7499	16717	18549	20120	22033	营业收入	28676	29598	31861	34306	36948
应收款项	1588	1882	1868	2011	2166	营业成本	14520	15110	16232	17403	18705
存货净额	2598	2694	3019	3236	3476	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	579	564	502	541	582	销售费用	9080	9199	10514	10978	11823
<b>流动资产合计</b>	<b>20528</b>	<b>22950</b>	<b>25031</b>	<b>27000</b>	<b>29350</b>	管理费用	1256	1428	1733	1853	1982
固定资产	4610	4754	5206	5611	5965	财务费用	(319)	(175)	(33)	(36)	(38)
无形资产及其他	1811	1719	1647	1575	1503	投资收益	256	0	0	0	0
投资性房地产	7014	6464	6464	6464	6464	资产减值及公允价值变动	(5)	1	1	1	1
长期股权投资	1744	1828	1912	1996	2080	其他收入	(280)	151	449	463	606
<b>资产总计</b>	<b>35708</b>	<b>37714</b>	<b>40259</b>	<b>42647</b>	<b>45362</b>	营业利润	4110	4189	3865	4572	5082
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	2666	3046	3222	3454	3710	利润总额	4110	4189	3865	4572	5082
其他流动负债	4920	5015	5854	6215	6684	所得税费用	1097	1253	1009	1193	1326
<b>流动负债合计</b>	<b>7586</b>	<b>8061</b>	<b>9077</b>	<b>9668</b>	<b>10394</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	3013	2936	2857	3378	3756
其他长期负债	2019	2025	2127	2233	2345						
<b>长期负债合计</b>	<b>2019</b>	<b>2025</b>	<b>2127</b>	<b>2233</b>	<b>2345</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>负债合计</b>	<b>9605</b>	<b>10087</b>	<b>11204</b>	<b>11902</b>	<b>12739</b>	净利润	3013	2936	2857	3378	3756
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	26104	27627	29056	30745	32623	折旧摊销	1831	1365	721	767	820
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>35708</b>	<b>37714</b>	<b>40259</b>	<b>42647</b>	<b>45362</b>	公允价值变动损失	5	(1)	(1)	(1)	(1)
						财务费用	(319)	(175)	(33)	(36)	(38)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	营运资本变动	268	100	767	193	289
每股收益	1.17	1.14	1.11	1.31	1.45	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.59	0.23	0.55	0.65	0.73	经营活动现金流	5116	4400	4344	4338	4863
每股净资产	10.10	10.69	11.24	11.89	12.62	资本开支	(2312)	(1510)	(1100)	(1100)	(1100)
ROIC	12%	11%	13%	21%	22%	其它投资现金流	120	7729	101	106	112
ROE	12%	11%	10%	11%	12%	投资活动现金流	(2329)	6135	(1083)	(1078)	(1072)
毛利率	49%	49%	49%	49%	49%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	13%	13%	11%	12%	12%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	18%	13%	15%	15%	支付股利、利息	(1651)	(1640)	(1428)	(1689)	(1878)
收入增长	4%	3%	8%	8%	8%	其它融资现金流	2568	1963	0	0	0
净利润增长率	-5%	-3%	-3%	18%	11%	融资活动现金流	(733)	(1317)	(1428)	(1689)	(1878)
资产负债率	27%	27%	28%	28%	28%	现金净变动	2055	9218	1833	1571	1913
息率	3.2%	3.2%	2.8%	3.3%	3.7%	货币资金的期初余额	5444	7499	16717	18549	20120
P/E	15.9	16.3	16.7	14.1	12.7	货币资金的期末余额	7499	16717	18549	20120	22033
P/B	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5	企业自由现金流	2587	2662	3015	2996	3415
EV/EBITDA	10.8	11.7	14.6	12.6	11.8	权益自由现金流	5389	4748	3039	3023	3443

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032