

# 26Q1 流水如期稳健增长， 荣耀金标新品表现亮眼

## 核心观点

26Q1 李宁牌流水中单位数增长、继续好转，主要得益于春节客流改善，26Q1 线下流水中单位数增长，直营渠道优于批发得益于奥莱渠道表现优异；26Q1 电商业务流水高单位数增长。26Q1 全渠道库销比 5 个月、保持稳健；消费波动和竞争态势下预估公司 Q1 折扣同比低单位数加深。

展望 2026 年，公司将围绕科技+奥运加大营销投入：①渠道端新兴渠道（龙店、户外店）稳步推进，龙店首店将于 2026 年年中开业，目前公司正在推进荣耀金标专区、店中店布局，下半年开始将会逐步体现出来；②产品端，预估荣耀金标产品 26Q1 占比中单位数、全年预计低单位数占比。26 年体育大年下，公司预计营销费用支出或有所增加、所得税率将有所下行。

## 事件

公司发布 2026 年一季度运营状况：2026Q1 公司李宁牌（不含李宁 YOUNG）全渠道流水录得中单位数增长。分渠道看，线下渠道（包含零售和批发）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，批发渠道录得低单位数增长；电商渠道录得高单位数增长。

## 简评

26Q1 流水继续改善，线下逐步恢复、电商增速较快。26Q1 李宁牌（不含 YOUNG）流水中单位数增长，其中 2 月因春节表现较好。分渠道看，26Q1 线下渠道（包含零售和批发）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，批发渠道录得低单位数增长，直营渠道因奥莱渠道清货表现优于批发。电商渠道高单位数增长，逐步提速增长主要得益于公司产品货盘结构的调整。从品类来看，预估运动生活品类明显改善主要系服装拉动（如公司推出的日进斗金、故宫系列产品），篮球降幅收窄，跑步和综训有所增长，户外和荣耀金标保持高增但目前体量较小。李宁 YOUNG 预估 26Q1 表现优于成人。李宁成人包含童装在内合计的流水预估高单位数增长。

26Q1 末库销比保持稳健，折扣同比或有加深。截止 2026Q1 末李宁渠道库销比在 5 个月左右，同比保持稳定，库龄结构健康。折扣方面，因消费环境以及竞争态势下，预估 26Q1 终端折扣同比低单位数加深。

## 李宁 (2331.HK)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2026 年 04 月 25 日

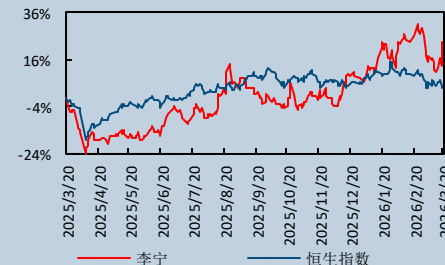
当前股价：21.44 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

|                                | 1 个月       | 3 个月        | 12 个月       |
|--------------------------------|------------|-------------|-------------|
|                                | -0.28/5.07 | 12.84/14.45 | 13.32/11.28 |
| 12 月最高/最低价 (港元)                |            |             | 22.82/13.96 |
| 总股本 (万股)                       |            |             | 258,481.38  |
| 流通 H 股 (万股)                    |            |             | 258,481.38  |
| 总市值 (亿港元)                      |            |             | 479.74      |
| 流通市值 (亿港元)                     |            |             | 544.90      |
| 近 3 月日均成交量 (万)                 |            |             | 2117.82     |
| 主要股东                           |            |             |             |
| Viva China Development Limited |            |             | 11.29%      |

股价表现



相关研究报告

- 26.03.22 【中信建投轻工纺服及教育】李宁 (2331):2025 年利润率亮眼，2026 年收入指引积极
- 26.01.16 【中信建投轻工纺服及教育】李宁 (2331):25 年利润率高于预期，26 年关注奥运加持下品牌力向上

**26Q1 门店端优化调整持续，龙店新店型将在下半年逐步呈现、荣耀金标新品表现亮眼。**26Q1 李宁主品牌门店 6075 家/较上年末净减 16 家；直营 1192 家/净减 46 家、批发 4853 家/净增 30 家；2026Q1 末李宁 YOUNG 门店为 1464 家/较上年末净减 54 家。公司在 26Q1 门店优化持续推进，开店将在下半年逐步体现。新兴渠道（龙店、户外店）正在稳步推进中，其中龙店首店将于 2026 年年中开业，目前公司正在推进荣耀金标专区、店中店布局，预计下半年开始将会逐步体现出来，预估荣耀金标产品 26Q1 占比中单位数、全年预计低单位数占比。

**26 年展望：公司指引 26 年全年营收高单位数增长、利润率高单位数，聚焦品牌建设+科技投入。**1) 整体规划：公司维持 2026 年营收高单位数增长，净利率为高单位数的指引。4 月以来公司流水整体与 26Q1 趋势保持一致，折扣端仍同比有压力。2) 2026 年公司聚焦品牌建设和科技投入，①品类聚焦：加大跑步、篮球、羽毛球、综训等专业品类投入，巩固专业心智；拓展户外、金标等新赛道与新渠道，提升市场份额。②渠道策略：聚焦现有 6000 余家大货店铺效率提升，优化单店流水、盈利与商品管理；并积极测试龙店、户外店等新店型，预计龙店新增 30 家；③产品与营销：2026 年体育大年下公司将继续加大营销，提升公司品牌专业形象与核心品类销售，预计 2026 年销售费用率将适度上升，但所得税率有下降空间。

**盈利预测：**预计 2026-2028 年公司营业收入为 319.0、343.2、368.1 亿元，同比+7.8%、+7.6%、+7.3%；实现归母净利润 30.8、34.3、37.8 亿元，同比+5.0%、+11.3%、+10.1%；对应最新估值 P/E 为 15.7x、14.1x、12.8x，维持“买入”评级。

#### 风险提示：

**1.零售折扣率加深，影响品牌利润率：**公司需要在流水、库存和折扣中做一定的平衡，后续如果公司通过增加零售折扣率处理库存，或将对品牌的利润率水平造成一定影响。

**2.流水复苏进展及幅度不及预期：**如果公司各品牌的流水复苏进展或幅度不及预期，将影响公司的营运表现以及业绩表现。

**3.门店开拓进展不及预期：**新店开拓是公司线下渠道收入增长的重要驱动因素之一，如果公司门店开拓进展不及预期，将直接影响公司收入表现。

图 1:李宁各季度流水运营情况

|     | 2023Q1          | 2023Q2          | 2023Q3          | 2023Q4          | 2024Q1          | 2024Q2     | 2024Q3     | 2024Q4          | 2025Q1          | 2025Q2     | 2025Q3     | 2025Q4     | 2026Q1          |
|-----|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------|------------|-----------------|-----------------|------------|------------|------------|-----------------|
|     | 单季度流水增长情况       |                 |                 |                 |                 |            |            |                 |                 |            |            |            |                 |
| 全渠道 | 中单位数<br>增长      | 10%-20%<br>中段增长 | 中单位数<br>增长      | 20%-30%<br>低段增长 | 低单位数<br>增长      | 低单位数<br>下降 | 中单位数<br>下降 | 同比<br>持平        | 低单位数<br>增长      | 低单位数<br>增长 | 中单位数<br>下降 | 低单位数<br>下降 | 中单位数<br>增长      |
| 线下  | 高单位数<br>增长      | 10%-20%<br>高段增长 | 高单位数<br>增长      | 20%-30%<br>高段增长 | 低单位数<br>下降      | 中单位数<br>下降 | 高单位数<br>下降 | 低单位数<br>下降      | 低单位数<br>增长      | 低单位数<br>下降 | 高单位数<br>下降 | 中单位数<br>下降 | 中单位数<br>增长      |
| 零售  | 10%-20%<br>中段增长 | 20%-30%<br>高段增长 | 20%-30%<br>低段增长 | 50%-60%<br>低段增长 | 中单位数<br>增长      | 持平         | 中单位数<br>下降 | 低单位数<br>下降      | 低单位数<br>下降      | 中单位数<br>下降 | 中单位数<br>下降 | 低单位数<br>下降 | 10%-20%<br>低段增长 |
| 批发  | 中单位数<br>增长      | 10%-20%<br>中段增长 | 低单位数<br>增长      | 10%-20%<br>高段增长 | 中单位数<br>下降      | 高单位数<br>下降 | 高单位数<br>下降 | 中单位数<br>下降      | 低单位数<br>增长      | 低单位数<br>增长 | 高单位数<br>下降 | 中单位数<br>下降 | 低单位数<br>增长      |
| 电商  | 10%-20%<br>低段下降 | 10%-20%<br>低段增长 | 低单位数<br>下降      | 中单位数<br>增长      | 20%-30%<br>低段增长 | 高单位数<br>增长 | 中单位数<br>增长 | 10%-20%<br>低段增长 | 10%-20%<br>低段增长 | 中单位数<br>增长 | 高单位数<br>增长 | 持平         | 高单位数<br>增长      |

数据来源：公司公告，中信建投证券

**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>26,022</b> | <b>29,300</b> | <b>32,816</b> |
| 现金             | 7,522         | 16,717        | 19,240        | 22,008        | 25,001        |
| 应收票据及应收账款合计    | 1,005         | 1,389         | 1,573         | 1,693         | 1,815         |
| 其他应收款          | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 预付账款           | 245           | 236           | 244           | 263           | 282           |
| 存货             | 2,598         | 2,694         | 2,902         | 3,116         | 3,336         |
| 其他流动资产         | 9,158         | 1,915         | 2,064         | 2,220         | 2,382         |
| <b>非流动资产</b>   | <b>15,180</b> | <b>14,764</b> | <b>13,903</b> | <b>12,995</b> | <b>12,040</b> |
| 长期投资           | 1,744         | 0             | 258           | 516           | 774           |
| 固定资产           | 4,610         | 4,754         | 4,135         | 3,620         | 3,058         |
| 无形资产           | 1,890         | 1,866         | 1,555         | 1,244         | 933           |
| 其他非流动资产        | 6,936         | 8,145         | 7,955         | 7,615         | 7,276         |
| <b>资产总计</b>    | <b>35,708</b> | <b>37,714</b> | <b>39,925</b> | <b>42,295</b> | <b>44,856</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>7,586</b>  | <b>8,061</b>  | <b>8,731</b>  | <b>9,386</b>  | <b>10,058</b> |
| 短期借款           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 应付票据及应付账款合计    | 1,625         | 1,902         | 2,051         | 2,202         | 2,358         |
| 其他流动负债         | 5,961         | 6,159         | 6,681         | 7,183         | 7,700         |
| <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>10,757</b> | <b>11,411</b> | <b>12,084</b> |
| 少数股东权益         | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 股本             | 236           | 236           | 236           | 236           | 236           |
| 资本公积           | 25,868        | 27,392        | 27,392        | 27,392        | 27,392        |
| 留存收益           | 0             | 0             | 1,541         | 3,256         | 5,145         |
| 归属母公司股东权益      | 26,104        | 27,627        | 29,168        | 30,884        | 32,772        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>35,708</b> | <b>37,714</b> | <b>39,925</b> | <b>42,295</b> | <b>44,856</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>4,021</b>  | <b>4,402</b>  | <b>4,759</b>  |
| 净利润            | 3,013         | 2,936         | 3,082         | 3,431         | 3,777         |
| 折旧摊销           | 1,858         | -             | 1,419         | 1,466         | 1,513         |
| 财务费用           | -175          | -33           | -144          | -165          | -188          |
| 其他经营现金流        | 573           | 1,949         | -336          | -330          | -343          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-840</b>   | <b>6,634</b>  | <b>-101</b>   | <b>-83</b>    | <b>-66</b>    |
| 资本支出           | 2,017         | -7            | 300           | 300           | 300           |
| 其他投资现金流        | -2,857        | 6,641         | -401          | -383          | -366          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-2,324</b> | <b>-2,155</b> | <b>-1,397</b> | <b>-1,550</b> | <b>-1,701</b> |
| 短期借款           | -             | -             | -             | -             | -             |
| 长期借款           | -             | -             | -             | -             | -             |
| 其他筹资现金流        | -2,324        | -2,155        | -1,397        | -1,550        | -1,701        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>2,104</b>  | <b>9,330</b>  | <b>2,523</b>  | <b>2,768</b>  | <b>2,993</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>31,899</b> | <b>34,321</b> | <b>36,813</b> |
| 营业成本            | 14,520        | 15,110        | 16,293        | 17,498        | 18,733        |
| 营业税金及附加         | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 销售费用            | 9,199         | 9,190         | 10,527        | 11,223        | 11,964        |
| 管理费用            | 1,428         | 1,630         | 1,627         | 1,716         | 1,804         |
| 其他收入            | 149           | 229           | 272           | 297           | 321           |
| <b>营业利润</b>     | <b>3,678</b>  | <b>3,898</b>  | <b>3,725</b>  | <b>4,181</b>  | <b>4,633</b>  |
| 财务费用            | -175          | -33           | -144          | -165          | -188          |
| 投资净收益           | 256           | 258           | 258           | 258           | 258           |
| <b>利润总额</b>     | <b>4,110</b>  | <b>4,189</b>  | <b>4,126</b>  | <b>4,604</b>  | <b>5,079</b>  |
| 所得税             | 1,097         | 1,253         | 1,044         | 1,173         | 1,302         |
| <b>净利润</b>      | <b>3,013</b>  | <b>2,936</b>  | <b>3,082</b>  | <b>3,431</b>  | <b>3,777</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>3,082</b>  | <b>3,431</b>  | <b>3,777</b>  |
| EBITDA          | 5,792         | 4,156         | 5,402         | 5,905         | 6,404         |
| EPS (元)         | 1.17          | 1.14          | 1.19          | 1.33          | 1.46          |

**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   | 7.8   | 7.6   | 7.3   |
| 归属于母公司净利润(%)    | -5.5  | -2.6  | 5.0   | 11.3  | 10.1  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 49.4  | 49.0  | 48.9  | 49.0  | 49.1  |
| 净利率(%)          | 10.5  | 9.9   | 9.7   | 10.0  | 10.3  |
| OP Margin(%)    | 12.8  | 13.2  | 11.7  | 12.2  | 12.6  |
| 销售费用率(%)        | 32.1  | 31.0  | 33.0  | 32.7  | 32.5  |
| 管理费用率(%)        | 5.0   | 5.5   | 5.1   | 5.0   | 4.9   |
| 所得税率(%)         | 26.7  | 29.9  | 27.0  | 27.0  | 27.0  |
| ROE(%)          | 11.5  | 10.6  | 10.6  | 11.1  | 11.5  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 26.9  | 26.7  | 26.9  | 27.0  | 26.9  |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.8   |
| 应收账款周转率         | 28.5  | 21.3  | 20.3  | 20.3  | 20.3  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 1.17  | 1.14  | 1.19  | 1.33  | 1.46  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 10.10 | 10.69 | 11.28 | 11.95 | 12.68 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 16.1  | 16.5  | 15.7  | 14.1  | 12.8  |
| P/B             | 1.9   | 1.8   | 1.7   | 1.6   | 1.5   |

数据来源: wind, 中信建投

## 分析师介绍

### 叶乐

纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2025 年、2024 年“金牛奖”纺织服饰行业最佳分析师，2025 年“金麒麟”轻工和纺织服装行业最佳分析师，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护、IP 潮玩等消费产业研究。

### 黄杨璐

纺织服装&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，2021 年加入中信建投证券研究发展部，专注于黄金珠宝、医美个护、教育人力、运动服饰、家居等消费服务产业研究。

## 评级说明

| 投资评级标准   |      | 评级   | 说明            |
|--|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对涨幅 15%以上    |
|  |      | 增持   | 相对涨幅 5%—15%   |
|  |      | 中性   | 相对涨幅-5%—5%之间  |
|  |      | 减持   | 相对跌幅 5%—15%   |
|  |      | 卖出   | 相对跌幅 15%以上    |
|  | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上    |
|  |      | 中性   | 相对涨幅-10-10%之间 |
|  |      | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上    |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话:(8610) 56135088  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk