

## 纺织服饰

2026年04月26日

## 李宁

(02331)

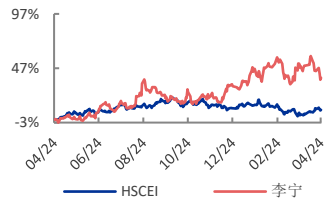
## ——流水表现符合预期，运动生活拐点显现

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：	2026年04月24日
收盘价（港币）	20.08
恒生中国企业指数	8775.62
52周最高/最低（港币）	23.42/14.42
H股市值（亿港元）	519.03
流通H股（百万股）	2,584.81
汇率（港币/人民币）	0.8767

一年内股价与基准指数对比走势：



料来源：Bloomberg

## 证券分析师

王立平 A0230511040052  
wanglp@swsresearch.com  
刘佩 A0230523070002  
liupeil@swsresearch.com

## 联系人

刘佩 A0230523070002  
liupeil@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- **李宁发布 26Q1 经营数据，一季度成人业务全渠道流水增长中单位数。**一季度李宁成人（不含李宁 YOUNG）流水同比增长中单位数，李宁 YOUNG 增长超 20%，童装表现强劲，成人及童装整体一季度增长高单位数，表现符合预期。分渠道看，李宁大货线上一季度增长高单位数，线下增长中单位数，其中，线下直营增长 10%-20%低段，线下批发增长低单位数，直营表现相对更优主要因直营渠道中奥莱增长更快，其销售占比约 5 成。
- **运营层面，库存水位健康，折扣力度略有加深。**至 26Q1 末，公司全渠道库销比约 5 个月，同比保持稳健，环比略有上升，主要受季节性因素影响。库龄结构良好，80%以上的存货为 6 个月以内新品。一季度因行业竞争和消费环境未明显转好，叠加 25 年同期流水和折扣基数相对较高，折扣率小幅加深，幅度为低单位数。
- **分品类看，运动生活拐点显现，篮球品类跌幅收窄。**运动生活一季度个位数增长，扭转此前下滑趋势，开始显现拐点，其中服装类拉动明显，日进斗金和故宫系列产品一季度表现超预期。3 月李宁品牌宣布签约新生代实力演员白鹿成为李宁品牌代言人，携手鼓励更多女性参与运动，打破定式，突破自我，开启女子运动生活新风潮。篮球品类虽有下滑，但跌幅逐步收窄，其中线上表现好于线下，主要由于线上渠道 IP 孵化能力强且产品丰富，既保留尖货维持价格和心智，又提供入门价格带产品吸引新客户。跑步品类在高基数下增速放缓，但在专业跑者心智建设方面取得突破，有望持续转化为实际销量。金标系列受益于冬奥拉动及快闪店开设，一季度增长强劲，全年预计流水占比低单位数。
- **渠道层面，线下门店优化调整，龙店布局值得期待。**截至 26Q1 末，李宁（不含 YOUNG）门店共 6075 家，较上年末减少 16 家（直营减 46 家、批发增 30 家）；李宁 YOUNG 门店 1464 家，较上年末减少 54 家。一季度通常为店铺关闭调整较为集中的时期，预计下半年新开店将加快推进，全年开店维持年初指引。26 年公司重点打造龙店新车型，规划新开 30 家独立店，预计下半年在上海开设首家旗舰店，并推进核心门店的店中店改造以销售荣耀金标产品，以优质高质量店铺和全新荣耀金标系列，提升品牌势能，拓展增量客群。
- **展望后续，公司维持全年指引，26 年收入目标高单位数增长，净利润率高单位数。**2026 年公司预期收入同比增长高单位数，费用率在奥委会合作费用全年计入、赛事大年以及新渠道开拓等影响下有所提升，最终净利润率预计在高单位数。2026 年一季度达成指引，期待后续在龙店等新渠道开业、更多新品推出以及赛事营销落地下，业务趋势延续优异表现。
- **李宁持续深耕运动赛道，专业聚焦下核心跑鞋、综训等引领生意增长，运动生活、篮球业务逐步改善，羽毛球、户外新品类拓展有望贡献增量。品牌端通过奥运赞助强化品牌心智，积累中长期竞争力，并将逐步转化为销售，持续看好未来发展。**维持盈利预测，预计 26-28 年归母净利润为 28.5/31.6/34.0 亿元，对应 PE 16/14/13 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：终端消费恢复不及预期；行业价格竞争加剧；新品类市场接受度不及预期。**

## 财务数据及盈利预测

货币单位：人民币	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	287	296.0	317	337	353
同比增长率（%）	4%	3%	7%	6%	5%
归母净利润（亿元）	30.1	29.4	28.5	31.6	34.0
同比增长率（%）	-5%	-3%	-3%	11%	8%
每股收益（元/股）	1.17	1.14	1.10	1.22	1.32
毛利率（%）	49.4%	49.0%	49.3%	49.4%	49.6%
市盈率	15	15	16	14	13

注：“每股收益”为归属普通股股东净利润除以总股本

**图 1：2025 年收入同比增长 3%至 296 亿元**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 2：2025 年归母净利润同比下降 3%至 29.4 亿元**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 3：2025 年销售费用率同比下降 1.1pct 至 31%，管理费用率上升 0.5pct 至 5.5%**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 4：2025 年毛利率同比下降 0.4pct 至 49%，归母净利率下降 0.6pct 至 9.9%**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**表 1：公司分季度零售额表现**

季度流水增速	Q1	Q2	Q3	Q4
整体表现	低单位数增长	低单位数下降	中单位数下降	高单位数增长
线下	低单位数下降	中单位数下降	高单位数下降	中单位数增长
2024 直营	中单位数增长	持平	中单位数下降	低单位数下降
批发	中单位数下降	高单位数下降	高单位数下降	中单位数增长
线上	20%-30%低段增长	高单位数增长	中单位数增长	10%-20%中段增长
整体表现	低单位数增长	低单位数增长	中单位数下降	低单位数下降
线下	低单位数增长	低单位数下降	高单位数下降	中单位数下降
2025 直营	低单位数下降	中单位数下降	中单位数下降	低单位数下降
批发	低单位数增长	低单位数增长	高单位数下降	中单位数下降
线上	10%-20%低段增长	中单位数增长	高单位数增长	持平
整体表现	中单位数			
线下	中单位数			
2026 直营	10%-20%低段增长			
批发	低单位数			
线上	高单位数增长			

注：流水为李宁牌，不包含李宁 YOUNG；全年的增速为同店增速，资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 合并损益表

百万元 (人民币)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	28676	29598	31667	33691	35287
营业成本	-14520	-15110	-16055	-17052	-17788
毛利	14156	14489	15612	16639	17499
销售费用	-9199	-9190	-10539	-11118	-11574
管理费用	-1428	-1630	-1710	-1786	-1905
金融资产减值损失转回-净额	-13	0	0	0	0
其他收入及收益-净额	154	228	200	250	300
营业利润	3666	3898	3564	3986	4320
财务收入/(费用)净额	175	33	35	38	39
以权益法核算的投资收益/(损益)	256	258	300	300	300
除税前溢利	4097	4189	3899	4324	4660
所得税	-1097	-1254	-1053	-1168	-1258
持续经营净利润	3013	2936	2847	3157	3402
已终止经营净利润	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>3013</b>	<b>2936</b>	<b>2847</b>	<b>3157</b>	<b>3402</b>

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。