

2026年4月24日

李宁(2331.HK)

公司动态分析

证券研究报告

运动鞋服

新店型持续探索，有望进一步催化业绩改善

事件：李宁公布 2026Q1 流水表现，大货全渠道零售流水录得中单位数增长，童装全渠道流水录得 20% 以上增长，整体表现符合预期。综合考虑，我们预测 2026-2028 年 EPS 为 1.10/1.20/1.29 元，给予 2026 年 20 倍 PE，目标价 25 港元，维持“买入”评级。

报告摘要

Q1 流水表现符合预期，童装表现强劲。2026Q1 李宁（不含李宁 YOUNG）全渠道零售流水录得中单位数同比增长，其中线下渠道录得中单位数增长（直营业务录得 10-20% 低段增长，批发业务录得低单位数增长）；电商渠道录得高单位数增长。直营业务受益于奥莱门店的强势表现，录得较好增长。Q1 童装表现强劲，全渠道流水实现 20% 以上增长。折扣和库存方面，受到竞争加剧及消费疲软影响，折扣同比有低单位数加深，库销比约为 5，同比保持稳定，6 个月以下新品占比 80%。品类表现上，运动生活品类显著改善，增速由负转正，录得个位数增长，服装的拉动更显著，“日进斗金”和故宫系列录得超预期表现；篮球品类仍录得下滑，但跌幅有所收窄，线上表现好于线下；跑步品类在高基数的背景下，增速有所放缓；综训表现稳健，录得小幅增长；户外品类保持增长但占比规模较小；荣耀金标受到冬奥的拉动，增速较为亮眼，但体量较小，对整体贡献有限。

渠道结构持续优化，新店型或将带来惊喜。2026Q1 李宁主品牌门店数量 6,075 家，年初至今净减少 16 家，其中零售店净减 46 家，批发店净增 30 家；李宁 YOUNG 门店数量 1,464 家，年初至今净减少 54 家。公司在新店型探索上持续推进，龙店和荣耀金标系列聚焦有消费实力和品质要求的中产人群，与原有大货形成一定区隔。公司积极推进店中店布局以宣传荣耀系列，首批门店改造预计 5 月底前完成，此外上海南京东路龙店预计在下半年正式落地。公司未来将持续强化科技营销与多场景产品线布局。

投资建议：公司 26Q1 表现基本符合预期，未来龙店的持续落地有望带来增量。综合考虑，我们预测 2026/2027/2028 年 EPS 为 1.10/1.20/1.29 元，参考行业平均估值并考虑龙头溢价，给予 2026 年 20 倍 PE，目标价 25 港元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观下行，零售环境恶化；行业竞争加剧；渠道改革不及预期。

财务及估值摘要

(年结 31/12; RMB 百万)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	28,676	29,598	31,867	33,751	35,364
增长率 (%)	3.9%	3.2%	7.7%	5.9%	4.8%
归母净利润	3,013	2,936	2,838	3,086	3,316
增长率 (%)	-5.5%	-2.6%	-3.3%	8.7%	7.5%
毛利率 (%)	49.4%	49.0%	49.2%	49.3%	49.3%
归母净利率 (%)	10.5%	9.9%	8.9%	9.1%	9.4%
每股盈利 (元)	1.17	1.14	1.10	1.20	1.29
每股净资产 (元)	10.13	10.72	11.28	11.89	13.70
市盈率	15.11	15.51	16.05	14.76	13.73
市净率	1.74	1.65	1.57	1.49	1.29
股息收益率 (%)	3.31	3.22	3.40	3.70	3.98

数据来源：公司资料，国投证券国际预测

投资评级：

买入

维持评级

6 个月目标价

25 港元

股价 2026-4-24

20.08 港元

总市值(百万港元)	51,903.06
流通市值(百万港元)	51,903.06
总股本(百万股)	2,584.81
流通股本(百万股)	2,584.81
12 个月低/高(港元)	18.5/23.4
平均成交(百万港元)	470.92

股东结构

非凡中国	14.32%
贝莱德	6.13%
ARGA Investment	5.06%
资本集团	5.03%
富达国际	4.97%
其他	64.50%
总共	100.0%

股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-12.38	-2.76	20.19
绝对收益	-8.73	-5.64	37.88

数据来源：Wind、港交所、公司

杨怡然 CFA

消费行业分析师

laurayang@sdicsi.com.hk

附表：财务报表预测

利润表 (RMB 百万)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	28,676	29,598	31,867	33,751	35,364
销售成本	-14,520	-15,110	-16,188	-17,129	-17,929
毛利	14,156	14,489	15,679	16,622	17,434
销售费用	-9,199	-9,190	-10,580	-11,138	-11,599
管理费用	-1,428	-1,630	-1,753	-1,856	-1,945
经营溢利	3,683	3,897	3,586	3,880	4,154
财务开支	175	33	12	41	68
税前利润	4,110	4,189	3,887	4,227	4,543
所得税	-1,097	-1,253	-1,050	-1,141	-1,227
期内净利润	3,013	2,936	2,838	3,086	3,316
扣非归母净利润	3,013	2,936	2,838	3,086	3,316
EPS(元)	1.17	1.14	1.10	1.20	1.29
同比增长率					
收入(%)	3.90%	3.22%	7.66%	5.91%	4.78%
归母净利润(%)	-5.46%	-2.56%	-3.34%	8.74%	7.46%

资产负债表 (RMB 百万)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	7,499	16,717	17,137	17,027	17,820
应收账款	1,005	1,389	1,056	1,533	1,180
存货	2,598	2,694	2,806	3,013	3,078
其他流动资产	9,427	2,151	2,236	2,326	2,419
流动资产总额	20,528	22,950	23,235	23,899	24,496
固定资产	4,761	4,901	3,749	2,711	1,778
无形资产	235	157	149	142	134
其他非流动资产	10,184	9,707	9,959	10,255	10,591
非流动资产总额	15,180	14,764	13,856	13,108	12,503
总资产	35,708	37,714	37,091	37,007	37,000
应付账款	1,625	1,902	1,913	2,123	2,101
应付即期税项	950	1,073	1,094	1,116	1,138
其他流动负债	5,010	5,087	4,932	4,789	4,659
流动负债总额	7,586	8,061	7,938	8,029	7,899
应付特许使用权	17	0	0	0	0
递延税项负债	569	515	489	465	442
其他非流动负债	1,434	1,511	1,582	1,656	1,735
非流动负债总额	2,019	2,025	2,071	2,121	2,177
总负债	9,605	10,087	10,009	10,150	10,076
股东权益	26,104	27,627	29,071	30,637	32,315

(转下页)

现金流量表 (RMB 百万)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	5,268	4,852	166	-5,066	671
投资活动现金流	-840	4,852	445	5,298	436
融资活动现金流	-2,324	-2,155	-78	-230	-201
净现金流	2,104	7,548	533	3	906
期初持有现金	5,444	7,499	16,717	17,137	17,027
期末持有现金	-49	-113	-113	-113	-113

重点财务数据					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
毛利率	49.4%	49.0%	49.2%	49.3%	49.3%
扣非归母净利润率	10.5%	9.9%	8.9%	9.1%	9.4%
ROE	11.9%	10.9%	10.4%	11.4%	12.3%
营运表现					
行销费用/收入(%)	37.1%	36.6%	38.7%	38.5%	38.3%
实际税率(%)	26.7%	29.9%	27.0%	27.0%	27.0%
股息支付率(%)	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
库存周转天数	64	64	62	62	62
应付账款天数	14	15	14	14	14
应收账款天数	43	43	43	43	43
杠杆比率					
资本负债率	26.9%	26.7%	27.0%	27.4%	27.2%
总资产/股本	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
利息覆盖倍数	14.5	14.8	16.1	18.4	20.8

资料来源：公司公告，国投证券国际预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券(香港)有限公司(国投证券国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国投证券国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士之直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级：**

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国投证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010