

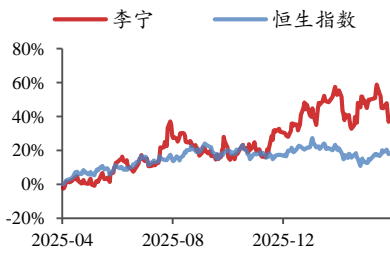
李宁 (02331.HK)

2026年04月27日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2026/4/24
当前股价(港元)	20.080
一年最高最低(港元)	23.420/14.420
总市值(亿港元)	519.03
流通市值(亿港元)	519.03
总股本(亿股)	25.85
流通港股(亿股)	25.85
近3个月换手率(%)	49.61

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

- 《专业赛道表现亮眼, 冬奥周期蓄力赋能, 未来可期—公司信息更新报告》-2026.3.27
- 《Q1 折扣低单改善, 跑步及电商增长靓丽—港股公司信息更新报告》-2025.4.29

2026Q1 整体运营稳健向好, 流水符合预期

—公司信息更新报告

郭彬 (分析师)

吕明 (分析师)

guobin@kysec.cn

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790525090002

证书编号: S0790520030002

● 2026Q1 经营符合预期, 流水改善向好, 库存稳健, 维持“买入”评级

2026 年一季度, 李宁整体经营符合前期规划, 流水改善向好、经营结构持续优化。流水端, 不含李宁 YOUNG 的主品牌全渠道零售流水同比中单位数增长, 含童装、专业渠道、羽毛球等业务的全口径流水同比高单位数增长, 与全年收入指引匹配。**分渠道来看**, 线下渠道 (不含童装) 流水同比中单位数增长, 其中直营渠道录得 10%-20% 低段增长, 奥莱门店双位数增长显著优于正价大店个位数表现, 批发渠道同比低单位数增长; 电商渠道 (不含童装) 同比高单位数增长, 表现优于线下整体。**分业务及品类来看**, 李宁 YOUNG 童装流水同比增长超 20%, 增长动能强劲; 核心品类中, 运动生活品类实现个位数增长、较 2025Q1 明显修复, 篮球品类跌幅收窄、复苏态势初显, 跑步品类专业心智持续突破, 综训品类稳健增长, 户外、荣耀金标品类增速亮眼, 羽毛球业务利润率高于主品牌, 增长与集团同频。**盈利与库存方面**, 受行业竞争、消费偏弱及高基数影响, 一季度线上线下折扣同比低三位数加深, 终端价盘短期承压; 但库存端保持稳健, 季末库销比维持 5 个月左右、同比持平, 环比上升为季节性因素, 库龄结构健康, 超 80% 库存为 6 个月以内新品, 为后续终端运营调整、价盘修复预留了充足安全垫。**整体来看**, 公司核心品牌心智稳固, 童装增长动能强劲, 品类与渠道提质增效持续落地, 叠加全年兼顾增长与盈利修复的清晰规划, 有望持续巩固市场份额。我们维持 2026-2028 年归母净利润 31.23/35.08/39.09 亿元的盈利预测, 当前股价对应 PE 分别为 19.1/17.0/15.2 倍, 维持“买入”评级。

● 2026Q1 低效门店集中关停调整, 门店调整符合全年规划

门店布局方面, 公司一季度以优化渠道结构、关停低效门店为核心, 门店总量小幅净减少, 整体调整节奏符合年初规划。截至 2026 年 3 月 31 日, 李宁主品牌 (不含李宁 YOUNG) 门店数量共计 6075 家, 较 2025 年末净减少 16 家; 其中直营门店 1192 家, 较上年末净减少 46 家, 批发门店 4853 家, 较上年末净增加 30 家。李宁 YOUNG 童装门店数量 1464 家, 较上年末净减少 54 家。一季度为公司门店集中调整期, 门店净减少主要源于低效小店的关停优化, 符合行业季节性规律, 公司全年开店规划维持年初指引不变, 预计下半年新开店节奏将显著加快; 其中直营大店将保持审慎的开店节奏, 持续推进低效门店的关停并转, 重点打造可复制、可盈利的标杆店型。

● 2026 全年经营指引维持不变, 增长与盈利修复双向发力

公司维持 2026 年全年收入高单位数增长、净利润稳定的经营指引不变, 将兼顾价盘修复与规模增长两大核心目标, 多维度对冲终端市场不确定性。**品类端**, 公司将持续优化品类矩阵, 深挖运动生活、跑步等核心品类增长潜力, 推进核心技术落地与 IP 商业化, 同时稳步拓展羽毛球、荣耀金标等特色业务, 挖掘结构性机会。**渠道端**, 公司将维持全年渠道结构整体稳定, 线下聚焦门店运营效率提升, 按规划推进下半年新店落地; 线上在保持良性增长的同时, 严控对整体毛利率的影响。**盈利端**, 2026 年原材料价格波动对公司成本影响有限, 公司将通过精细化折扣管控、供应链降本增效等方式, 对冲终端经营压力, 在维护盈利水平稳定的同时, 积极拓展市场份额, 巩固专业运动品牌核心竞争力。

● **风险提示:** 市场竞争加剧、终端消费疲软、核心品类修复不及预期等风险。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	28676	29598	31522	33729	36427
YOY(%)	3.9	3.2	6.5	7.0	8.0
净利润(百万元)	3013	2936	3123	3508	3909
YOY(%)	-5.5	-2.6	6.4	12.4	11.4
毛利率(%)	49.4	49.0	50.0	50.7	51.2
净利率(%)	10.5	9.9	9.9	10.4	10.7
ROE(%)	11.5	9.2	9.8	9.6	9.9
EPS(摊薄/元)	1.2	1.1	1.2	1.4	1.5
P/E(倍)	19.8	20.3	19.1	17.0	15.2
P/B(倍)	2.3	2.1	1.8	1.6	1.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所 (注: 2026/4/27 港币兑人民币汇率为 1:0.87)

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	20529	23208	26358	31728	36035
现金	7499	16717	21690	26864	30933
应收账款	1250	1882	1920	1958	1997
存货	2598	2694	2748	2906	3104
其他流动资产	9181	1915	0	0	0
非流动资产	15180	14764	17073	18825	20832
固定资产及在建工程	4610	4754	6037	6943	7984
无形资产及其他长期资产	10570	10011	11036	11882	12848
资产总计	35709	37972	43432	50553	56866
流动负债	7586	8061	8132	9692	11779
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1625	1902	1854	1846	1973
其他流动负债	5961	6159	6278	7846	9806
非流动负债	2074	2533	2019	2025	2734
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2019	2025	2734	3691	4983
负债合计	9605	10087	10866	13383	16762
股本	2625	2585	2585	2585	2585
储备	14194	16900	20024	23533	27442
归母所有者权益	16819	19485	22608	26117	30027
少数股东权益	9284	8142	9418	10486	9476
负债和股东权益总计	35708	37714	42893	49986	56266

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4961	4199	4680	5194	5684
税前利润	2706	2706	3123	3508	3909
折旧和摊销	1831	1831	1831	1831	1831
营运资本变动	422	-347	-164	-113	-12
其他	3	10	-109	-32	-44
投资活动现金流	-840	-1833	-535	-568	-979
资本开支	1503	0	0	0	0
其他	-2343	-1833	-535	-568	-979
融资活动现金流	-2324	-3287	831	565	-630
股权融资	4	0	0	0	0
银行借款	-856	-3387	-1705	-1983	-2358
其他	-1472	101	2536	2548	1728
汇率变动对现金的影响	-49	1	-3	-17	-6
现金净增加额	1748	-920	4974	5174	4069
期末现金总额	7192	6579	21690	26864	30933

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	28676	29598	31522	33729	36427
营业成本	14520	15110	15761	16611	17758
营业费用	9199	9190	9457	10119	10928
管理费用	1428	1630	1576	1686	1821
其他收入/费用	273	287	0	0	0
营业利润	3803	3956	4728	5312	5919
净财务收入/费用	0	3	3	3	3
其他利润	0	0	0	0	0
除税前利润	3803	3959	4731	5316	5923
所得税	1097	1253	1609	1807	2014
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	3013	2936	3123	3508	3909
EBITDA	4843	4766	4953	5339	5740
扣非后净利润	3013	2936	3123	3508	3909
EPS(美元)	1.17	1.14	1.21	1.36	1.51

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	3.9	3.2	6.5	7.0	8.0
营业利润(%)	0.8	4.0	19.5	12.3	11.4
归属于母公司净利润(%)	-5.5	-2.6	6.4	12.4	11.4
获利能力					
毛利率(%)	49.4	49.0	50.0	50.7	51.2
净利率(%)	10.5	9.9	9.9	10.4	10.7
ROE(%)	11.5	9.2	9.8	9.6	9.9
ROIC(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
偿债能力					
资产负债率(%)	26.9	26.6	25.0	26.5	29.5
净负债比率(%)	56.6	96.2	108.0	117.0	119.6
流动比率	2.7	2.9	3.2	3.3	3.1
速动比率	1.2	2.3	2.9	3.0	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.0	0.0
应收账款周转率	21.8	73.0	39.0	44.6	52.2
应付账款周转率	8.5	8.0	8.5	9.0	9.0
存货周转率	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.2	1.1	1.2	1.4	1.5
每股经营现金流(最新摊薄)	1.9	1.6	1.8	2.0	2.2
每股净资产(最新摊薄)	10.1	10.8	12.6	14.4	15.5
估值比率					
P/E	19.8	20.3	19.1	17.0	15.2
P/B	2.3	2.1	1.8	1.6	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn