

李宁 (2331 HK, 买入, 目标价: HK\$26.00)

买入

持有

卖出

近期流水或存在挑战，二季度表现有待进一步观察

目标价: HK\$26.00 当前股价: HK\$19.41

股价上行/下行空间 +34%

52 周最高/最低价 (HK\$) 23.42/14.42

市值 (US\$mn) 6,409

当前发行数量(百万股) 2,585

三个月平均日交易额 (US\$mn) 55

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

Viva China 11

按 2026 年 5 月 12 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

评级 现值 原值 变动

买入 买入 N/A

目标价 (HK\$) 26.00 26.00 N/A

2026E EPS (RMB) 1.21 1.21 N/A

2027E EPS (RMB) 1.30 1.30 N/A

2028E EPS (RMB) 1.38 1.38 N/A

股价表现

资料来源: FactSet

24.0
21.5
19.0
16.5
14.0

May-25 Aug-25 Nov-25 Feb-26 May-26

— 李宁 — 恒生指数

资料来源: FactSet

资料来源: FactSet

- 在近期行业压力之下，李宁大货 4/5 月流水表现可能与 1/3 月类似；
- 如果持续至 6 月依然如此，可能导致 2Q26 经营表现低于预期，但我们暂时维持盈利预测不变；
- 维持买入评级，维持 26.00 港元的目标价，对应 18 倍 2027 年 P/E。

李宁持续寻求增长动力，顺应当前体育“从竞技向生活方式转变”的趋势，赞助了苏超、村 BA 等民间地方赛事，并在跑步/羽毛球赛道放缓、篮球依旧下滑但幅度收窄之下，加速户外产品线（荣耀金标系列等）的研发和推出；同时发力运动生活板块（于前期业绩会中提及 1Q26 个位数增长），推出故宫、迪士尼联名和迭代日进斗金等城市休闲系列，以及完善 SOFT 鞋类矩阵、女士薄底鞋/板鞋驱动增长。虽然李宁前期公布的 1Q26 流水表现符合公司经营规划，大货全渠道流水中单位数增长，受春节偏晚影响，2 月表现良好，但 1/3 月流水弱于预期；童装业务流水增长超 20%，由此整体流水高单位数增长。大货全渠道折扣同比加深低单位数。但在近期压力之下，我们预计李宁大货 4/5 月流水表现可能与 1/3 月类似，若未来持续至 6 月，可能导致 2Q26 经营表现略低于预期。流水承压下，我们预计当前李宁的零售折扣大概率维持同比加深趋势，但批发毛利率较为稳定，且 26 年订单对应原材料前期已经下单锁定，我们预计 2026 年毛利率暂且可控。

公司前期对 2026 年的指引远超我们此前预期，我们此前预计公司 26 年收入同比增长 ~1%，利润率将维持在 8.5% 左右；预计 26 年的流水相较于 25 年同比可能仅为低个位数增长，且不排除同比持平的可能，因为我们对 26 年整体的运动服饰市场的发展持保守态度，且今年奥运相关的销售费用的投入也可能带来利润端的进一步承压。公司前期指引亮眼，但结合历史经验和近期情况，我们暂时无法排除公司中期调整指引的可能。但在此之前，我们暂时仍然以公司指引为准。

盈利预测与估值：维持盈利预测与买入评级，维持 26.00 港元的目标价，对应 18 倍 2027 年 P/E：我们预计李宁 2026-28 年营收分别同比增长 7.3%/ 5.7%/ 4.7% 至 317.7/ 335.7/ 351.5 亿元；预计归母净利润分别同比增长 6.9%/ 7.3%/ 6.1% 至 31.4/ 33.7/ 35.7 亿元。我们继续给予李宁 18 倍 2027 年 P/E，维持目标价 26.00 港元不变，较目前股价仍有 34% 的上升空间。**风险提示：**宏观经济下行；原材料价格波动；行业竞争加剧。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (RMBmn)	28,676	29,598	31,766	33,573	35,150
息税前利润 (RMBmn)	3,935	4,156	4,124	4,428	4,687
归母净利润 (RMBmn)	3,013	2,936	3,138	3,367	3,574
每股收益 (RMB)	1.17	1.14	1.21	1.30	1.38
市盈率 (x)	13.7	13.4	14.5	13.6	12.8

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源：Wind，华兴证券预测

研究团队

姜雪峰, 分析师

证书编号: S1680519070001

电话: +86 21 6015 6632

电邮地址: xfjiang@huaxingsec.com

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
李宁	29,598	31,766	33,573	35,150
营业收入	29,598	31,766	33,573	35,150
营业成本	(15,110)	(16,280)	(17,206)	(18,014)
毛利润	14,489	15,486	16,367	17,136
管理及销售费用	(10,820)	(11,867)	(12,458)	(12,979)
息税前利润	4,156	4,124	4,428	4,687
息税折旧及摊销前利润	5,685	5,846	6,358	6,836
利息收入	297	426	439	468
利息支出	(264)	(269)	(274)	(280)
税前利润	4,189	4,281	4,592	4,875
所得税	(1,253)	(1,142)	(1,226)	(1,301)
净利润	2,936	3,138	3,367	3,574
基本每股收益 (RMB)	1.14	1.21	1.30	1.38

资产负债表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	22,950	24,923	26,816	29,382
货币资金	16,717	11,889	13,197	16,033
应收账款	1,624	1,461	1,800	1,614
存货	2,694	2,658	2,904	2,821
其他流动资产	1,915	8,915	8,915	8,915
非流动资产	14,764	15,203	15,314	15,304
固定资产	4,754	4,844	4,814	4,656
无形资产	157	131	98	73
商誉	0	0	0	0
其他	9,854	10,227	10,402	10,575
资产	37,714	40,125	42,130	44,686
流动负债	8,061	8,738	8,876	9,469
短期借款	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0
应付账款	1,902	1,756	2,016	1,933
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	2,025	2,025	2,025	2,025
负债	10,087	10,763	10,902	11,495
股份	236	236	236	236
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	27,392	29,126	30,992	32,955
归属于母公司所有者权益	27,627	29,362	31,228	33,191
少数股东权益	0	0	0	0
负债及所有者权益	37,714	40,125	42,129	44,686

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	2,936	3,138	3,367	3,574
折旧摊销	1,528	1,722	1,930	2,149
利息（收入）/支出	33	157	165	188
其他非现金科目	537	(7,000)	0	0
其他	(33)	(157)	(165)	(188)
营运资本变动	(149)	876	(447)	863
经营活动产生的现金流量	4,852	(1,264)	4,850	6,586
资本支出	(1,837)	(1,962)	(2,071)	(2,170)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	30	30	30	30
其他	7,389	0	0	0
投资活动产生的现金流量	5,582	(1,932)	(2,041)	(2,140)
股利支出	(1,444)	(1,404)	(1,501)	(1,610)
债务筹集（偿还）	0	0	0	0
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	(1,444)	(1,404)	(1,501)	(1,610)
现金及现金等价物净增加额	8,990	(4,600)	1,308	2,836
自由现金流	2,753	1,907	3,551	2,553

财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
YoY (%)				
营业收入	3.2	7.3	5.7	4.7
毛利润	2.4	6.9	5.7	4.7
息税折旧及摊销前利润	(0.3)	2.8	8.8	7.5
净利润	(2.6)	6.9	7.3	6.1
稀释每股调整收益	(2.6)	6.9	7.3	6.1
盈利率 (%)				
毛利率	49.0	48.8	48.8	48.8
息税折旧摊销前利润率	19.2	18.4	18.9	19.4
息税前利润率	14.0	13.0	13.2	13.3
净利率	9.9	9.9	10.0	10.2
净资产收益率	10.6	10.7	10.8	10.8
总资产收益率	7.8	7.8	8.0	8.0
流动资产比率 (x)				
流动比率	2.8	2.9	3.0	3.1
速动比率	2.5	2.5	2.7	2.8
估值比率 (x)				
市盈率	13.4	14.5	13.6	12.8
市净率	1.4	1.6	1.5	1.4
市销率	1.5	1.4	1.4	1.3

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

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。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10%以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于-10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10%以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于-10%。