

【广发纺服&海外】李宁 (02331.HK)

牵手中国奥委会，品牌价值持续提升

核心观点:

- 根据官网，李宁品牌成为 **2025-2028 年期间中国奥委会及中国体育代表团官方体育服装合作伙伴**。根据时代财经报道的公司内部信，李宁将作为官方合作伙伴，为中国体育代表团征战 2026 年米兰-科尔蒂纳丹佩佐冬奥会、2026 年爱知·名古屋亚运会以及 2028 年洛杉矶奥运会等顶级赛事提供领奖服等支持；同时，公司将持续加大对运动研究和专业产品研发的投入，不断提升科技应用能力。我们认为，对于运动品牌而言，产品科技及核心体育营销资源为其最深护城河，李宁成为中国奥委会合作伙伴，同时注重提升产品力，品牌价值有望持续提升。
- **展望 25 年，公司业绩有望稳健发展**。我们认为公司 25 年折扣及毛利率有优化空间，但公司会更注重品牌势能强化、或加大营销费用投入力度，但预计公司净利率仍能保持 10%+水平。在渠道策略方面，预计公司门店有净增加，结构以直营调整优化为主；在品类方面，篮球品类经历 24 年调整，有望于 25 年企稳，跑步品类有望稳健发展，细分赛道包括户外、羽毛球、网球、匹克球等有望贡献新增量，同时公司将会根据目前消费降级趋势推出更多性价比产品。中长期来看，公司已完成在高层级市场布局，超轻+赤兔+飞电专业矩阵获得认可，利好中长期发展，同时公司联手红杉中国成立合资公司，发力海外市场值得期待。
- **盈利预测与投资建议**。预计公司 24-26 年归母净利润 30.7/30.4/33.7 亿元，参考可比公司，给予 25 年 15 倍 PE，对应合理价值 19.11 港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示**。宏观经济持续承压的风险、价格战的风险、运营效率下降的风险、品牌调性下降的风险。

盈利预测: *本文如无特殊说明，货币单位均为人民币，CNY/HKD=0.92346

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	25,803	27,598	28,068	28,586	30,306
增长率（%）	14.3%	7.0%	1.7%	1.8%	6.0%
EBITDA（百万元）	5,162	4,367	5,559	6,050	6,906
归母净利润（百万元）	4,064	3,187	3,065	3,041	3,374
增长率（%）	1.3%	-21.6%	-3.8%	-0.8%	10.9%
EPS（元/股）	1.54	1.21	1.19	1.18	1.31
市盈率（P/E）	40.2	15.8	12.1	12.1	10.9
ROE（%）	16.7%	13.1%	11.2%	10.1%	10.1%
EV/EBITDA	30.2	10.3	5.2	5.2	4.1

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	15.48 港元
合理价值	19.11 港元
前次评级	买入
报告日期	2025-01-16

相对市场表现



分析师： 糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001

SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

分析师： 李咏红



SAC 执证号: S0260523100001

021-38003542



liyonghong@gf.com.cn

请注意，李咏红并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 【广发纺服&海外】李宁 2024-10-30
(02331.HK):Q3 销售承压，成立 JV 发力海外
- 【广发纺服&海外】李宁 2024-04-08
(02331.HK):库存回归健康，期待 24 年高质量发展
- 【广发纺服&海外】李宁 2024-02-20
(02331.HK):预计库存回归健康，期待 24 年轻装上阵

请务必阅读末页的免责声明

资产负债表		单位：百万元人民币				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	12,395	13,653	16,145	16,787	20,291	
货币资金	7,382	5,444	7,839	8,464	11,683	
短期投资	643	3,494	3,494	3,494	3,494	
应收及预付	1,688	2,001	1,993	1,973	2,091	
存货	2,428	2,493	2,568	2,601	2,752	
其他流动资产	254	221	251	255	270	
非流动资产	21,252	20,555	21,113	23,511	23,702	
长期股权投资	14,370	12,632	12,782	12,932	13,082	
固定资产	3,235	4,124	4,382	6,471	6,341	
无形资产	2,239	2,405	2,555	2,715	2,885	
租赁土地	159	155	155	155	155	
其他长期资产	1,249	1,239	1,239	1,239	1,239	
资产总计	33,647	34,208	37,257	40,298	43,993	
流动负债	7,241	7,268	7,378	7,505	7,953	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付及预收	1,584	1,790	1,807	1,830	1,936	
金融负债	0	0	0	0	0	
应交税金	1,400	1,042	1,060	1,080	1,145	
其他流动负债	4,256	4,436	4,512	4,595	4,872	
非流动负债	2,074	2,533	2,533	2,533	2,533	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	2,074	2,533	2,533	2,533	2,533	
负债合计	9,315	9,801	9,911	10,037	10,485	
普通股股东权益	24,329	24,407	27,346	30,261	33,508	
少数股东权益	2	0	0	0	0	
股东权益	24,332	24,407	27,346	30,261	33,508	
负债和股东权益	33,647	34,208	37,257	40,298	43,993	

利润表		单位：百万元人民币				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	25,803	27,598	28,068	28,586	30,306	
营业成本	13,319	14,246	14,380	14,567	15,414	
其他收入	210	97	196	200	242	
费用拆分:						
销售费用	7,314	9,080	9,262	9,576	10,001	
管理费用	1,113	1,256	1,291	1,372	1,455	
经营利润	4,267	3,113	3,331	3,271	3,679	
财务费用	-390	-395	-168	-172	-182	
投资净收益	201	378	297	323	348	
其他非经营性损益	618	447	297	297	297	
税前利润	5,476	4,332	4,094	4,062	4,506	
所得税	1,351	1,069	1,028	1,020	1,132	
净利润	4,064	3,187	3,065	3,041	3,374	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	4,064	3,187	3,065	3,041	3,374	
EBITDA	5,162	4,367	5,559	6,050	6,906	
EPS（元）	1.54	1.21	1.19	1.18	1.31	

现金流量表	单位：百万元人民币				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,914	4,688	5,454	6,065	6,918
净利润	4,064	3,187	3,065	3,041	3,374
折旧摊销	1,429	1,872	2,856	3,420	3,905
营运资金变动	-1,133	-31	14	109	163
其它	-446	-340	-482	-505	-523
投资活动现金流	-9,481	-2,449	-2,820	-5,199	-3,451
资本支出	-2,118	-2,015	-3,264	-5,668	-3,946
投资变动	-7,596	-391	-150	-150	-150
其它	233	-42	594	619	645
筹资活动现金流	-1,887	-4,217	-243	-246	-253
股权融资	97	7	1	0	0
银行借款	-627	-872	0	0	0
其他	-1,357	-3,352	-244	-246	-253
汇兑损益	93	40	5	5	5
现金净增加额	-7,455	-1,978	2,390	620	3,214
期末现金余额	7,382	5,444	7,839	8,464	11,683

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	14.3%	7.0%	1.7%	1.8%	6.0%
EBIT 增长	-15.2%	-33.2%	8.3%	-2.7%	14.1%
归母净利润增长	1.3%	-21.6%	-3.8%	-0.8%	10.9%
获利能力					
毛利率	53.0%	48.4%	48.4%	48.4%	48.8%
净利率	15.7%	11.5%	10.9%	10.6%	11.1%
ROE	16.7%	13.1%	11.2%	10.1%	10.1%
ROA	12.1%	9.3%	8.2%	7.5%	7.7%
偿债能力					
资产负债率	27.7%	28.7%	26.6%	24.9%	23.8%
净负债比率	38.3%	40.2%	36.2%	33.2%	31.3%
流动比率	1.71	1.88	2.19	2.24	2.55
速动比率	1.34	1.50	1.81	1.86	2.17
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.81	0.76	0.71	0.69
应收账款周转天数	14.32	15.89	15.83	15.10	15.09
存货周转天数	34.07	32.86	33.16	32.98	32.89
每股指标 (元)					
每股收益	1.54	1.21	1.19	1.18	1.31
每股经营现金流	1.49	1.79	2.11	2.35	2.68
每股净资产	9.24	9.30	10.58	11.71	12.96
估值比率					
P/E	40.2	15.8	12.1	12.1	10.9
P/B	6.7	2.1	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	30.2	10.3	5.2	5.2	4.1

广发纺织服装行业研究小组

廖韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

李咏红：资深分析师，上海交通大学会计硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

董建芳：高级研究员，对外经济贸易大学金融硕士，2023年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfyqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。