

李宁 (02331. HK)

优于大市

李宁品牌成为中国奥委会新周期合作伙伴，四季度电商销售增长提速

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 纺织服饰 · 服装家纺

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn
证券分析师： 刘佳琪 010-88005446 liujiaqi@guosen.com.cn

执证编码：S0980520040004
执证编码：S0980523070003

事项：

2025年1月15日，上海联合产权交易所正式发布公告，宣布李宁（中国）体育用品有限公司获得2025-2028年中国体育代表团体育服装合作企业征集项目；李宁品牌成为2025-2028年中国奥委会及中国体育代表团官方体育服装合作伙伴。近期安踏、特步、361度陆续披露2024年第四季度及全年流水，四季度流水增长较三季度基本均环比提速。

国信纺织观点：1) 李宁品牌成为2025-2028年中国奥委会及中国体育代表团官方体育服装合作伙伴，看好公司营销端发力激发品牌增长动力；2) 四季度运动品牌流水和电商销售额环比三季度提速，李宁品牌四季度电商增速达26%；3) 11月李宁发布全新中底“超䨻”，并推出6款搭载超䨻科技的新品篮球鞋和跑鞋；4) **风险提示：**消费需求不及预期；品牌形象受损；市场的系统性风险；5) **投资建议：**四季度环比改善，中长期继续看好专业品类成长空间。四季度李宁品牌三平台电商销售额增长提速，流水虽未披露，我们预计较三季度也有所改善；11月发布全新中底超䨻并推出6款新品跑鞋篮球鞋，引领行业创新。2025年公司仍保持谨慎乐观的指引，短期内虽未恢复快速增长，同时由于国际奥委会的合作费用会对公司利润端造成一定压力，中期而言我们仍看好李宁的产品竞争力，跑步品类引领增长，矩阵口碑持续强化，在篮球与时尚品类泡沫出清后，公司整体增速将更加明显；营销端的积极表现也会激发品牌增长加速的潜力。基于宏观消费环境不明朗以及公司管理层指引仍偏谨慎，我们小幅下调盈利预测，预计2024-2026年净利润分别为30.6/30.6/34.2亿元（前值为31.5/35.5/38.6亿元），同比-4.1%/0.0%/+11.9%。维持17.9-19.2港元的目标价，对应2025年14-15x PE，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 李宁品牌成为2025-2028年中国奥委会及中国体育代表团官方体育服装合作伙伴，看好公司营销端发力激发品牌增长动力

2025年1月15日，上海联合产权交易所正式发布公告，宣布李宁（中国）体育用品有限公司获得2025-2028年中国体育代表团体育服装合作企业征集项目；李宁品牌成为2025-2028年中国奥委会及中国体育代表团官方体育服装合作伙伴。新的周期，李宁将以官方体育服装合作伙伴的身份，支持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。

对公司而言，虽然短期营销费用开支加大；长远来看，有利于公司专业运动品牌形象的强化，同时基于公司强劲的专业类产品竞争力，营销端的积极表现也有望激发品牌增长加速的潜力。

图1：李宁品牌成为 2025-2028 年中国奥委会及中国体育代表团官方体育服装合作伙伴



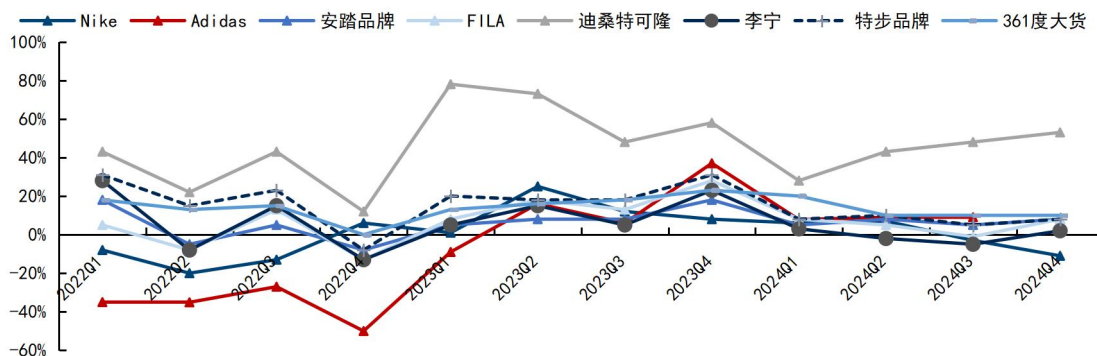
资料来源：李宁官方公众号，国信证券经济研究所整理

◆ 四季度运动品牌流水和电商销售额环比三季度提速，李宁品牌四季度电商增速达 26%

近期港股运动品牌陆续披露 2024 年第四季度及全年流水，四季度流水增长较三季度基本均环比提速，安踏主品牌、FILA、特步、361 度四季度流水分别同比增长高单位数/高单位数/高单位数/10%，李宁未披露四季度流水增速，我们预计也有同比正向增长。

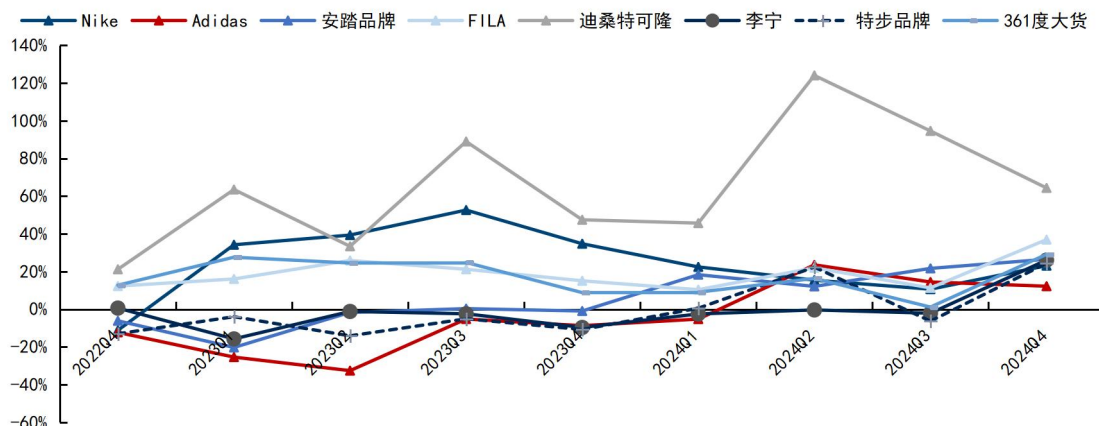
根据天猫+京东+抖音第三方数据统计，各品牌四季度三平台销售额增速相较前三季度也基本均有提速，其中国际品牌 Nike、Adidas 四季度销售额分别同比+23%/12%；安踏主品牌、FILA、李宁、特步、361 度四季度销售额分别+27%/37%/26%/24%/29%。李宁品牌 2024 年 Q1-Q4 三平台合计电商销售额分别同比-2.5%/-0.4%/-2.1%/+26.1%，四季度相较前三季度增速显著提升。

图2：运动品牌季度流水增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3: 运动品牌天猫+京东+抖音销售额增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 11月李宁发布全新中底“超䨻”，并推出6款搭载超䨻科技的新品篮球鞋和跑鞋

李宁11月发布全新“超䨻(bèng)科技”，是李宁基于䨻研发出的全新中底科技，重量更轻、回弹更好、抗衰减表现更好，拥有业内最强轻弹比。

同时公司发布6款搭载超䨻科技的新品鞋款，篮球鞋方面重磅发布ULTRALIGHT 2025，是现有业界极致轻量的专业篮球鞋；以及反伍游击1 SUPER和追猎1 SUPER篮球鞋，在保持外底橡胶充足耐磨的基础上，注入“超䨻”科技中底，为外场跑动型球员和突破型球员提供敏捷脚感。

跑鞋方面重磅发布的飞电5竞速家族，均搭载超䨻科技，包括飞电5 ULTRA、飞电5 ELITE、飞电5 CHALLENGER。均搭载全新“超䨻”科技，中底材料密度低至 $0.07\text{g}/\text{cm}^3$ 、能量回馈率高达89%，弹轻比卓越。飞电5 ULTRA集合创新性前掌+中掌两组李宁䨻科技、最速曲线提速系统动态双杠杆助力、T1000全掌弹射型异构碳板、1.2mm超薄GCU地面控制系统、䨻丝鞋面等多项独家黑科技；飞电5 ELITE前掌跖枕科技再次优化，升级T1000全掌滚动型铲形碳板；飞电5 CHALLENGER升级T700级全掌滚动型铲形碳板，提速更平稳。

图4: 李宁“超䨻科技”



资料来源: FLIGHTCLUB 中文站, 国信证券经济研究所整理

图5：李宁搭载超䨻科技的新品鞋款



资料来源：李宁官方公众号，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：四季度环比改善，中长期继续看好专业品类成长空间

四季度李宁品牌三平台电商销售额增长提速，流水虽未披露，我们预计较三季度也有所改善；11月发布全新中底科技超䨻并推出6款新品跑鞋篮球鞋，引领行业创新。2025年公司仍保持谨慎乐观的指引，短期内虽未恢复快速增长，同时由于国际奥委会的合作费用会对公司利润端造成一定压力，中期而言我们仍看好李宁的产品竞争力，跑步品类引领增长，矩阵口碑持续强化，在篮球与时尚品类泡沫出清后，公司整体增速将更加明显；营销端的积极表现也会激发品牌增长加速的潜力。基于宏观消费环境不明朗以及公司管理层指引仍偏谨慎，我们小幅下调盈利预测，预计2024-2026年净利润分别为30.6/30.6/34.2亿元（前值为31.5/35.5/38.6亿元），同比-4.1%/0.0%/+11.9%。维持17.9-19.2港元的目标价，对应2025年14-15x PE，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,803	27,598	28,566	29,684	31,128
(+/-%)	14.3%	7.0%	3.5%	3.9%	4.9%
净利润(百万元)	4064	3187	3056	3057	3421
(+/-%)	1.3%	-21.6%	-4.1%	0.0%	11.9%
每股收益(元)	1.57	1.23	1.18	1.18	1.32
EBIT Margin	15.7%	10.9%	11.2%	10.7%	11.6%
净资产收益率(ROE)	16.7%	13.1%	11.8%	11.1%	11.7%
市盈率(PE)	9.2	11.7	12.2	12.2	10.9
EV/EBITDA	8.9	11.1	11.9	11.9	10.8
市净率(PB)	1.53	1.53	1.44	1.36	1.28

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	2023A	EPS 2024E	2025E	2023A	PE 2024E	2025E	g 2023-2025	PEG 2025
2331.HK	李宁	优于大市	14.44	1.23	1.18	1.18	11.7	12.2	12.2	-2.1%	-5.96
可比公司											
2020.HK	安踏体育	优于大市	73.51	3.63	4.79	4.73	20.3	15.3	15.5	14.2%	1.10
1368.HK	特步国际	优于大市	5.36	0.38	0.46	0.52	14.1	11.7	10.3	17.0%	0.61
1361.HK	361度	优于大市	3.78	0.46	0.55	0.63	8.2	6.9	6.0	17.0%	0.35

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

消费需求不及预期; 品牌形象受损; 市场的系统性风险。

相关研究报告：

- 《李宁（02331.HK）-第三季度流水下滑中单位数，四季度增长有望改善》——2024-10-23
- 《李宁（02331.HK）-上半年收入增长 2%，折扣改善带动毛利率提升》——2024-08-17
- 《李宁（02331.HK）-第一季度流水小幅增长，零售折扣同比收窄》——2024-04-23
- 《李宁（02331.HK）-2023 年收入增长 7%，年底库销比 3.6 个月》——2024-03-21
- 《李宁（02331.HK）-短期去库影响业绩，看好库存拐点驱动盈利修复》——2024-01-22

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	7382	5444	8108	9935	11952	营业收入	25803	27598	28566	29684	31128
应收款项	1688	2001	1909	1984	2080	营业成本	13319	14246	14554	15046	15722
存货净额	2428	2493	2701	2786	2904	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	254	221	70	73	76	销售费用	7314	9080	9552	10163	10440
流动资产合计	12395	13653	16282	18271	20506	管理费用	1113	1256	1875	1912	1962
固定资产	3235	4124	5161	5647	6076	财务费用	(327)	(319)	(205)	(233)	(266)
无形资产及其他	2239	2405	1804	1202	601	投资收益	201	378	220	228	216
投资性房地产	14408	12419	12419	12419	12419	资产减值及公允价值变动	24	20	20	21	22
长期股权投资	1369	1607	1607	1607	1607	其他收入	805	524	1032	1017	1037
资产总计	33647	34208	37273	39146	41209	营业利润	5415	4256	4061	4062	4545
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	2984	2832	3193	3292	3433	利润总额	5415	4256	4061	4062	4545
其他流动负债	4256	4436	5613	5858	6070	所得税费用	1351	1069	1005	1005	1125
流动负债合计	7241	7268	8805	9150	9503	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	4064	3187	3056	3057	3421
其他长期负债	2074	2533	2533	2533	2533						
长期负债合计	2074	2533	2533	2533	2533	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	9315	9801	11338	11683	12036	净利润	4064	3187	3056	3057	3421
少数股东权益	2	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	24329	24407	25935	27463	29174	折旧摊销	1429	1429	1084	1137	1195
负债和股东权益总计	33647	34208	37273	39146	41209	公允价值变动损失	(24)	(20)	(20)	(21)	(22)
						财务费用	(327)	(319)	(205)	(233)	(266)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(1318)	(318)	1572	183	134
每股收益	1.57	1.23	1.18	1.18	1.32	其它	(0)	0	0	0	0
每股红利	0.90	0.62	0.59	0.59	0.66	经营活动现金流	4150	4278	5692	4355	4727
每股净资产	9.41	9.44	10.03	10.62	11.29	资本开支	(3062)	(2338)	(1500)	(1000)	(1000)
ROIC	14%	10%	11%	11%	13%	其它投资现金流	(6843)	(403)	0	0	0
ROE	17%	13%	12%	11%	12%	投资活动现金流	(10007)	(2978)	(1500)	(1000)	(1000)
毛利率	48%	48%	49%	49%	49%	权益性融资	0	8572	0	0	0
EBIT Margin	16%	11%	11%	11%	12%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	21%	16%	15%	14%	15%	支付股利、利息	(1335)	(1569)	(1528)	(1528)	(1710)
收入增长	14%	7%	4%	4%	5%	其它融资现金流	1163	(8673)	0	0	0
净利润增长率	1%	-22%	-4%	0%	12%	融资活动现金流	(1506)	(3238)	(1528)	(1528)	(1710)
资产负债率	28%	29%	30%	30%	29%	现金净变动	(7363)	(1938)	2664	1827	2017
息率	3.4%	4.0%	3.9%	3.9%	4.3%	货币资金的期初余额	14745	7382	5444	8108	9935
P/E	9.2	11.7	12.2	12.2	10.9	货币资金的期末余额	7382	5444	8108	9935	11952
P/B	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3	企业自由现金流	94	1031	3553	2700	3042
EV/EBITDA	8.9	11.1	11.9	11.9	10.8	权益自由现金流	1503	(7403)	3708	2876	3243

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032