

# 【广发纺服 & 海外】李宁 (02331.HK)

## 科技筑基渠道出新，奥运营销助推李宁

### 核心观点:

- **坚持单品牌、多品类的头部国产运动品牌。** 李宁由体操王子李宁先生创立于1990年，2004年上市，是国内头部体育品牌。公司采取“单品牌、多品类、多渠道”的发展策略，聚焦跑步、篮球、综训、羽毛球、乒乓球和运动休闲六大核心品类，围绕产品体验、运动体验和购买体验创造“李宁式体验价值”。根据财报，2024年，公司实现营收/净利润分别286.76/30.13亿元，同比+3.90%/-5.46%，核心品牌门店/儿童门店分别6117/1468家。分渠道，经销/直营/加盟/其他地区收入占比分别为45.1%/24.0%/29.0%/1.9%；分品类，鞋类/服装/器材及配件收入占比分别为49.9%/42.0%/8.1%。
- **公司不断加强专业科技属性，借助奥运营销，在产品、渠道端不断出新，有望实现品牌势能和业绩持续向上。** 产品端，通过四大维度科技平台，不断加强专业科技属性，在核心品类打造IP爆品+完善产品矩阵。渠道端，积极探索新业态，推出户外店、龙店，看好品类店未来成长空间。营销端，坚持单品牌、多品类、多渠道策略，通过顶级赛事赞助+流量代言人+奥运营销，加大营销投入，有望持续提升品牌力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2025-2027年归母净利润分别为25.93/28.51/31.00亿元，YOY-13.9%/+10.0%/+8.7%；EPS分别为1.00/1.10/1.20元/股。参考可比公司估值，结合公司2025年以来在渠道、营销、产品端的积极变化，看好公司品牌势能和业绩的持续提升，给予公司2026年20倍PE，参考汇率CNY/HKD=0.8879，对应合理价值24.84港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。** 全球宏观经济下滑的风险、价格战的风险、库存积压的风险。

### 盈利预测: \*本文如无特殊说明，货币单位均为人民币

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入	27,598	28,676	28,929	30,954	33,331
增长率 (%)	7.0%	3.9%	0.9%	7.0%	7.7%
EBITDA	5,814	5,667	5,205	6,567	7,262
归母净利润	3,187	3,013	2,593	2,851	3,100
增长率 (%)	-21.6%	-5.5%	-13.9%	10.0%	8.7%
EPS (元/股)	1.21	1.17	1.00	1.10	1.20
市盈率 (P/E)	15.3	12.5	19.4	17.7	16.3
ROE (%)	13.1%	11.5%	9.5%	9.9%	10.2%
EV/EBITDA	7.4	5.3	8.2	6.5	5.8

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

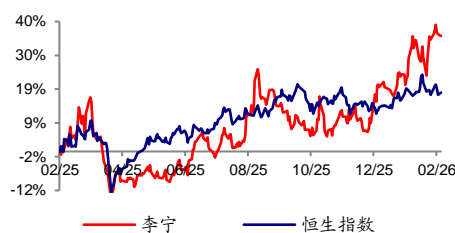
识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	21.96 港元
合理价值	24.84 港元
前次评级	买入
报告日期	2026-02-21

### 基本数据

总股本/流通股本 (亿股)	25.84/25.84
总市值/流通市值 (亿港元)	555.7/555.7
一年内最高/最低 (港元)	22.04/13.96
30 日日均成交额 (百万)	497.94
近 3 个月涨跌幅 (%)	24.57

### 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: 左琴琴



SAC 执证号: S0260521050001

SFC CE No. BSE791



021-38003540



zuoqinqin@gf.com.cn

### 相关研究:

- 【广发海外&纺服】李宁 (02331.HK): Q4 线下流水环比降幅收窄, 渠道库存健康 2026-01-21
- 【广发海外&纺服】李宁 (02331.HK): 17 家快闪龙店助力荣耀系列, 龙耀启程 2026-01-08

请务必阅读末页的免责声明

## 目录索引

一、头部国产运动品牌，有望重回品牌势能上升期 .....	5
(一) 公司发展历程 .....	5
(二) 非凡领越持续增持，彰显实控人对公司长期发展信心 .....	8
(三) 经营管理团队稳定 .....	9
(四) 公司财务分析 .....	10
二、国内运动品牌竞争力持续提升 .....	15
(一) 中国运动服饰市场的竞争格局日益多元化，国产运动品牌份额提升 .....	15
(二) 对比可比公司，公司收入增速、盈利能力提升方面仍有上升空间 .....	16
三、专业科技属性不断加强，奥运营销周期加持 .....	18
(一) 产品：专业科技属性不断加强，核心品类 IP 爆品+完善矩阵 .....	18
(二) 渠道：积极探索新业态，看好品类店成长空间 .....	20
(三) 营销：坚持单品牌、多品类、多渠道策略，通过顶级赛事+流量代言人+奥运营销，构筑独特营销体系 .....	23
(四) 研发：研发费用高，四大维度科技平台助力产品不断创新 .....	28
四、公司有望借助奥运营销周期，实现品牌势能向上，重现业绩辉煌 .....	29
五、盈利预测和投资建议 .....	33
(一) 盈利预测 .....	33
(二) 投资建议 .....	35
六、风险提示 .....	36
(一) 全球宏观经济下滑的风险 .....	36
(二) 价格战的风险 .....	36
(三) 库存积压的风险 .....	36

## 图表索引

图 1: 公司发展历程	8
图 2: 公司股权结构	8
图 3: 公司历年营业收入及同比增速	11
图 4: 公司历年归母净利润及同比增速	11
图 5: 公司历年分品类收入 (亿元)	12
图 6: 公司历年分品类收入占比	12
图 7: 公司历年分渠道收入 (亿元)	13
图 8: 公司历年分渠道收入占比	13
图 9: 公司历年毛利率与净利率	14
图 10: 公司历年费用率	14
图 11: 公司历年存货周转天数	15
图 12: 李宁核心品牌门店数量	21
图 13: 李宁核心品牌分区域门店	21
图 14: 李宁分区域收入	21
图 15: 李宁首家户外门店	22
图 16: 李宁首家龙店慢闪店	22
图 17: 李宁龙店-领奖时刻	22
图 18: 电商业务营收 (亿元) 及增长率	23
图 19: 电商业务营收占比	23
图 20: 李宁旗下品牌加入及退出的时间线	24
图 21: 李宁单品牌、多品类、多渠道策略	24
图 22: 2026 年冬奥中国代表团官方装备	26
图 23: 2026 年冬奥中国代表团出场服	26
图 24: 2026 年冬奥中国代表团出场保暖靴	26
图 25: 2026 年冬奥中国代表团出场保暖靴	26
图 26: 李宁销售费用率、广告及市场开支/营业收入比例 (%)	27
图 27: 李宁与可比公司的研发费用率	28
图 28: 李宁与可比公司的研发费用 (万元)	28
图 29: 分品类收入占比	30
图 30: 分品类收入占比	30
图 31: 搭载超䄁胶囊科技的飞电 6 ULTRA 在全国体育科学大会亮相	32
图 32: 李宁飞电 5 ELITE 助力 2025 年 4 月北京马拉松斩获男女双冠	33
图 33: 李宁飞电 6 ELITE 助力 2025 年 12 月深圳马拉松包揽男女前三	33
图 34: 公司 PE BAND (元, 倍)	36

表 1: 2025 年非凡领越收购李宁股份情况 .....	9
表 2: 公司高管介绍 .....	9
表 3: 李宁各季度零售流水增速 .....	11
表 4: 中国运动鞋服市场份额 Top10 品牌 .....	15
表 5: 主要国内运动服饰公司指标对比 .....	17
表 6: 李宁跑鞋产品 .....	19
表 7: 李宁篮球产品 .....	20
表 8: 李宁历年核心品类 .....	24
表 9: 国产运动鞋服品牌历史主要代言人及赞助赛事 .....	27
表 10: 李宁核心产品技术 .....	29
表 11: 公司收入拆分 .....	34
表 12: 可比公司估值 (2026 年 2 月 20 日) .....	35

## 一、头部国产运动品牌，有望重回品牌势能上升期

根据官网，李宁（股票代码：02331.HK）由体操王子李宁先生创立于1990年，2004年在港交所上市，是中国领先的体育品牌企业之一。公司采取“单品牌、多品类、多渠道”的发展策略，主营李宁品牌专业及休闲运动鞋、服装、器材及配件产品，聚焦跑步、篮球、综训、羽毛球、乒乓球和运动休闲六大核心品类，围绕产品体验、运动体验和购买体验创造“李宁式体验价值”。除核心品牌李宁牌之外，公司还生产销售多个自有、特许或合资/联营的其他品牌体育产品，包括红双喜乒乓球产品、AIGLE（艾高）户外运动用品、Danskin舞蹈和瑜伽时尚健身产品、Kason（凯胜）羽毛球产品。根据财报，2024年，公司实现营收286.76亿元，同比+3.90%，净利润30.13亿元，同比-5.46%，核心品牌门店6117家，儿童门店1468家，分别同比变动-123家、+40家。分渠道，经销/直营/加盟/其他地区收入占比分别为45.1%/24.0%/29.0%/1.9%；分品类，鞋类/服装/器材及配件收入占比分别为49.9%/42.0%/8.1%。2025H1，公司实现营收148.17亿元，同比+3.29%，净利润17.37亿元，同比-10.99%，核心品牌门店家6099家，儿童门店1435家，分别同比变动-140家、-3家。

### （一）公司发展历程

公司的发展历程可分为五个阶段：

**1990-2010年：快速扩张期。**根据官网，“体操王子”李宁在1988年汉城奥运会退役，正式注册“李宁牌”商标，1990年在广东三水成立李宁公司，1990年李宁牌运动服被选为第十一届亚运会圣火传递指定服装、中国国家代表团指定服装，依托体育赛事赞助与国家队合作，李宁品牌快速建立行业影响力。公司自1992年起，连续四届为奥运会中国体育代表团提供领奖装备，结束了中国运动员在奥运会上使用外国体育用品的历史；2004年6月在香港成功上市，成为首家港股上市的内地体育用品企业；2009年签约中国国家羽毛球队，助力国羽斩获多枚国际赛事金牌。产品端聚焦专业运动领域，覆盖跑步、篮球、健身、网球等核心品类。

根据财报，2001-2010年公司营业收入从7.35亿元增长至94.55亿元，CAGR达32.82%；归母净利润从0.50亿元增至11.08亿元，CAGR达41.10%；净利率由2001年6.87%提升至2010年的11.94%。截至2010年末，公司门店7915家，其中经销7333家，直营582家。

**2011-2014年：战略调整，持续变革。**2010年后，一方面奥运热潮消退，中国运动服饰市场由于快速扩张，行业整体供过于求，竞争加剧，库存问题严重，另一方面，国内经济增速下台阶，下游需求相应放缓，体育用品行业进入调整期，行业整体开始清库存。根据财报，2010年7月，公司启动**品牌重塑及渠道改革规划**，“全面启动重组李宁品牌基因，明确品牌定位与核心消费群，以全新的品牌个性和面貌演绎李宁品牌‘振奋人心的运动员精神’的品牌内涵，进一步强化忠诚度”。品牌重塑包括更换品牌标志和口号（由“一切皆有可能”改为“Make the change让改变发生”）、定位千禧一代、重新梳理产品线（提价），渠道改革注重零售效率为主的垂直增长模式，提高经销商的规模经济效益。一系列变革下，彼时李宁35-40

岁的主流消费群体对李宁本人的号召力有更明显的认同感，但是在提价失去性价比后，客群有所流失，同时，对年轻人群的倾斜步伐太快，但年轻客群对李宁品牌的认同度比较空白。总体的年轻化思路是正确的，但由于改革节奏太快，最终导致改革流产。

公司财报，2012年1月，公司引进具有零售成功转型经验的战略投资者，与私募股权投资公司TPG和新加坡政府投资有限公司(GIC)签订投资协议（通过投资公司发行的7.5亿元可转换债券投资公司），于2012年7月开启新一轮全面变革计划。继张志勇后，2012年金珍君（TPG合伙人，运营团队成员）上任CEO，整体改革措施激进，包括由批发向直营模式转型，直营门店由2012年631家（占比9.81%）提升至2014年的1202家（占比21.37%）；迫使渠道库存回归良性，2012年斥资18亿元回购经销商库存；金珍君带领TPG团队入驻，导致高层大换血；加大头部体育资源投放，赞助CBA、韦德等。但是，由于金珍君属于空降，且团队改革力道过猛，与公司其他核心管理层格格不入，导致改革再次失败。

根据财报，2011-2014年，公司营业收入从88.87亿元下降至67.28亿元，2011-2014年公司收入分别同比-5.80%/-24.52%/-13.57%/+15.51%；2011-2014年公司归母净利润分别为3.86/-19.79/-3.92/-7.81亿元；门店数量由2011年8255家减少至2014年的5626家，CAGR为-12.00%。

**2015至2017年：创始人回归，困境反转。**根据财报，2014年底李宁本人回归，召回了张志勇任期时离职的元老，重振士气。李宁本人大部分沿袭金珍君的改革，确定了“单品牌、多品类、多渠道”的战略，专注五大品类（篮球、跑步、训练、羽毛球及运动时尚），全面调价回归大众市场，使得250元以下及250-450元的SKU占比达到55%及35%，并建立“篮球、羽毛球、室内运动”、“跑步、训练”及“运动时尚”三个事业部；加强直营渠道建设，强化快反效率，细化门店精细化管理的章程，强调单店订货（订货品种、量、类型，具体到单一门店）；大力发力电商渠道。2017年起，强调大店策略，完善全品类大店的展示空间、运动体验与互动区域（于2019年在全国范围内加速推进高效大店策略）。

根据财报，自2011年公司利润同比下滑开始，2012-2014年持续亏损，2015年公司首次扭亏为盈，实现归母净利润0.14亿元，转型初见成效。2015-2017年，公司营业收入从70.89亿元增长至88.74亿元，归母净利润由0.14亿元增长至5.15亿元，CAGR分别为11.88%/500.02%，净利率由0.87%修复至5.81%；李宁大货门店数量由2015年6133家增加至2017年的6262家，CAGR为1.05%。

**2018-2021年：国潮崛起，打造时尚运动。**根据财报，2018年2月，“中国李宁”登陆纽约时装周，成为首个亮相的中国运动品牌，将传统文化与潮流设计结合，引爆国潮热潮，并在2021年新疆棉事件后达到高峰。根据公司历年年度业绩公司推介，2018-2021年运动生活品类流水分别同比+42%/+52%/+23%/+71%（2014-2017年CAGR为-3%）。在产品端，公司持续加大研发投入，聚焦科技与功能性，2019年推出自主研发的“李宁䨻”轻弹科技，推出飞电、天马竞速跑鞋，旨在打造专业跑鞋矩阵；2020年推出“李宁弜”减震回弹科技，结合“李宁䨻”，推出绝影跑鞋。2021年11月推出全新独立时尚品牌“LI-NING 1990”。从国潮品牌调性，到专业科技产品，再

到高端子品牌，公司进一步重塑时尚+专业的运动品牌形象，注重多元化营销资源投放。

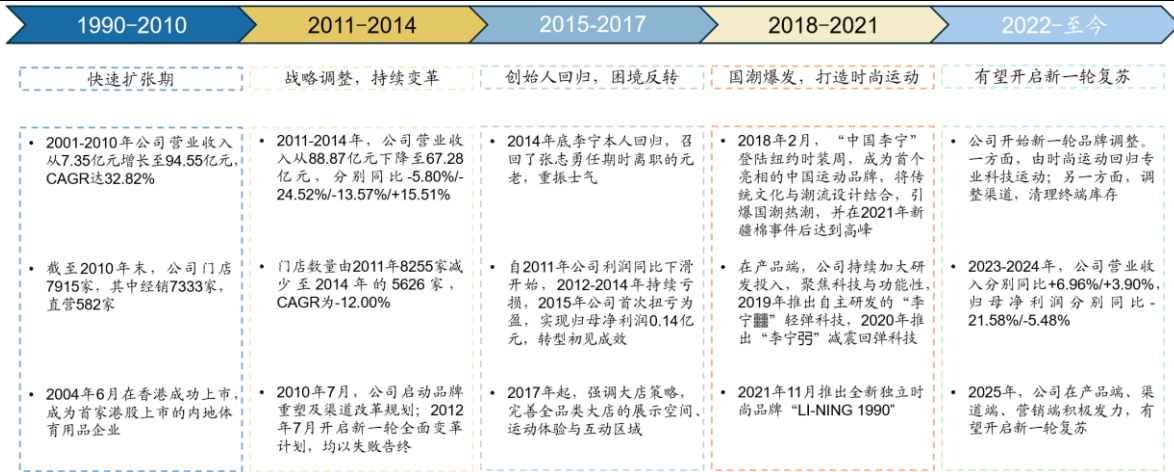
根据财报，2018-2021年，公司营业收入从105.11亿元增长至225.72亿元，归母净利润由7.15亿元增长至40.11亿元，CAGR分别为29.02%/77.66%；净利率由6.81%提升至17.77%；李宁大货门店数量由2018年6344家减少至2021年的5935家，CAGR为-2.20%。

**2022年至今：国潮降温，由时尚运动转为专业科技运动，有望开启新一轮复苏。**随着国潮热度消退，细分运动赛道不断崛起，叠加终端宏观经济及消费疲软，公司开始新一轮品牌调整。一方面，由时尚运动回归专业科技运动。根据财报，2023年公司提出“专业作为品牌的DNA的核心”，2024年进一步巩固专业运动科技定位，夯实品牌核心竞争力，以科技创新赋能产品力，经过多年积累构建包含“碳核芯”、“最速

曲线系统”、“超级弼”、“GCU”、“超靛”、“极限靛丝”的六大独有创新科技，涵盖中底、大底、鞋面、结构四大维度的科技平台。另一方面，调整渠道，清理终端库存。（1）直营渠道端，在费用刚性下，大店策略面临一定压力，2021-2024年公司大店（平均面积超410平方米）保有量分别为超1200家/超1600家/超1660家/1568家。公司积极处理低效门店，优化渠道结构，公司直营门店数量由2023年高点的1498家减少至2024年1297家，截至2025H1，进一步减少至1278家。（2）经销渠道端，由于前期持续高增，导致终端库存问题及窜货现象，2023年公司主动减少经销商发货，使经销收入占比由2022年的49%降至2023年的45%，2023-2024年经销渠道连续两年流水同比低位数下降。（3）折扣端，根据公司历年年度业绩公司推介，2021-2024年公司折扣情况分别为：终端改善超3.5pct/整体（及线上）零售折扣加深中单位数/整体零售折扣略改善，线上加深低单位数/线下加深0.5pct，线上改善低单位数。根据公司官方微信公众号，2025年，李宁成为2025-2028年中国奥委会体育服装合作伙伴，包括洛杉矶2028年奥运会、米兰-科尔蒂纳丹佩佐2026年冬奥会、爱知-名古屋2026年亚运会、达喀尔2026年青年奥运会、成都2025年世界运动会等十余项国际性赛事，公司在产品端、渠道端、营销端积极发力，有望开启新一轮复苏。

根据财报，2023-2024年，公司营业收入分别同比+6.96%/+3.90%，归母净利润分别同比-21.58%/-5.48%；净利率分别为11.55%/10.51%；李宁大货门店数量分别同比-55/-123家。

图 1: 公司发展历程

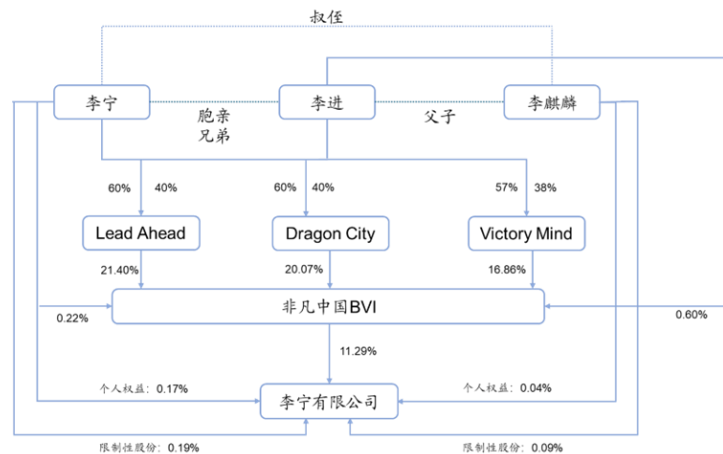


数据来源: 公司官网, 公司财报, 广发证券发展研究中心

## (二) 非凡领越持续增持, 彰显实控人对公司长期发展信心

截至2025H1, 李宁家族合计持股11.50%。根据财报, 李宁直接持有公司0.17%股权, 李麒麟(李宁胞兄李进之子)直接持有公司0.04%股权, 李宁家族(李宁、李麒麟、李进)通过非凡领越有限公司间接持有公司11.29%股权, 李宁家族合计持有公司11.50%股权。公司执行董事高坂武史直接持有公司0.43%股权, 独立非执行董事顾福身、王亚非、陈振彬分别直接持有公司0.01%、0.02%、0.02%股权。

图2: 公司股权结构



数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

实控人通过非凡领越持续收购李宁股份, 彰显发展信心。根据非凡领越2025/6/19、2025/7/16、2025/10/31、2025/12/9的收购李宁有限公司股份公告, 2025年非凡领越累计耗资15.61亿港元从市场收购9665.90万股李宁股份, 持股比例由收购前的10.53%提升至14.27%, 增加3.74pct, 收购平均价为16.15元/股。

**表 1: 2025 年非凡领越收购李宁股份情况**

公告时间	收购时间	收购数量 (万股)	收购金额 (万港元)	平均价格 (港元/股)	收购前持有李宁股份	收购后持有李宁股份
2025/6/19	2025/1/10-2025/6/19	1809.25	27498.90	15.20	10.53%	11.23%
2025/7/16	2025/6/20-2025/7/16	2875.70	45510.90	15.83	11.23%	12.34%
2025/10/31	2025/7/17-2025/10/31	3064.65	50891.90	16.61	12.34%	13.53%
2025/12/9	2025/12/4-2025/12/9	1916.30	32187.50	16.80	13.53%	14.27%
合计		9665.90	156089.20	16.15		+3.74%

数据来源: 非凡领越 2025/6/19、2025/7/16、2025/10/31、2025/12/9 的收购李宁有限公司股份公告, 广发证券发展研究中心

### (三) 经营管理团队稳定

根据财报, 公司董事会共有 7 人, 其中执行董事 3 人, 独立董事 4 人, 李宁为公司董事会主席。公司董事李宁、高坂武史兼任公司联席行政总裁, 冯晔、王楠担任公司副总裁, 公司首席运动官洪玉儒、首席运营官金翟宣、首席人力资源官宋春涛、首席营销官汪轶、首席财务官赵东升兼任公司副总裁, 戴嘉莉担任公司秘书。

**表 2: 公司高管介绍**

姓名	职务	出生年份	背景及主要工作经历
李宁	执行主席, 执行董事, 联席行政总裁	1963	李宁先生, 李宁品牌创立人、集团主席及执行董事, 主要负责领导董事会及制订集团整体企业策略及规划。李宁先生为二十世纪最杰出运动员之一, 于 1989 年退出体坛后, 推出李宁品牌, 过往 20 多年一直致力发展集团业务, 为中国体育用品行业的发展作出卓越贡献。李先生亦于 2010 年 6 月 2 日起担任于香港联交所创业板上市的非凡领越有限公司之主席及执行董事。自 2014 年 11 月 14 日起履行行政总裁职务。
高坂武史	执行董事, 联席行政总裁	1971	高坂武史先生, 日籍华人, 原中国姓名钱炜 (Qian Wei), 毕业于日本关西学院大学, 在加入公司前, 为南韩优衣库之行政总裁。高坂先生于 1996 年加入迅销有限公司, 曾于不同部门及多个亚洲地区工作, 在供应链, 产品和销售以及零售管理方面具丰富经验, 曾分别于 2001 年及 2005 年出任中国优衣库副总经理及首席运营官。高坂先生在中国市场的开拓及管理方面拥有超过 15 年经验。于 2019 年 9 月 2 日委任为李宁有限公司联席行政总裁兼执行董事。
李麒麟	执行董事	1987	李麒麟先生为已退任之非执行董事李进先生之儿子, 并为执行董事李宁先生之侄子, 于金融服务行业拥有丰富经验, 并自 2010 年 1 月起担任恒盛资产管理之分析师。李麒麟先生自 2013 年 6 月六日起, 获委任为非凡领越有限公司非执行董事, 2015 年 11 月 13 日调任为非凡领越有限公司执行董事, 并获委任为执行委员会成员; 于 2017 年 12 月 13 日获委任为李宁有限公司非执行董事; 于 2018 年 6 月 19 日获委任为李宁有限公司执行董事; 于 2025 年 06 月 16 日担任非凡领越有限公司执行委员会委员。
冯晔	副总裁	1980	冯晔先生, 李宁有限公司集团电商事业部总经理。于 2008 年 8 月加入集团, 负责集团电商业务。冯先生在互联网和电子商务领域有逾十年经验, 彼先前曾任职多家知名互联网公司。彼持有上海海运学院 (现上海海事大学) 电子信息工程学士学位。于 2021 年 12 月担任李宁有限公司副总裁。
洪玉儒	副总裁, 首席运动官	1966	洪玉儒先生, 李宁有限公司集团副总裁, 于 1990 年 3 月加入集团, 负责公司产品设计、规划、上市及市场营销工作, 羽毛球、足球及国际销售业务。洪先生入职集团前曾有 8 年羽毛球专业运动员经验。入职集团后曾负责公司上海地区零售业务; 成立公司第一个事业部-配件事业部; 负责北京奥运会战略合作项目及篮球、羽毛球、国际事业部等业务。
金翟宣	副总裁, 首席运营官	1978	金翟宣先生, 李宁有限公司副总裁及首席运营官, 于 2020 年 4 月加入集团, 负责集团直营零售管理工作。金先生在家居及服装行业拥有逾 18 年零售管理经验。金先生在其职业生涯中曾在数家知名跨国及本

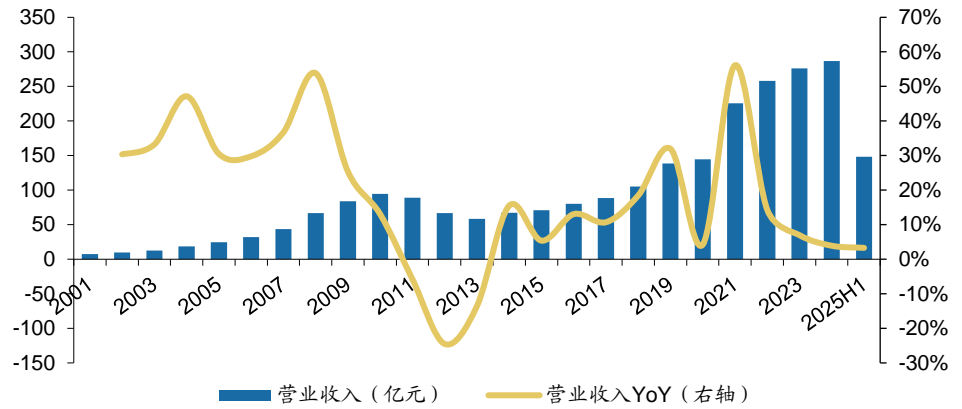
			土企业中担任零售高级管理职务。金先生持有中国科学技术大学硕士学位。
宋春涛	副总裁,首席人力资源官	1978	宋春涛先生, 李宁有限公司副总裁及首席人力资源官, 于 2023 年 4 月加入集团, 负责集团人力资源、行政、法务工作。宋先生在消费品和服装零售等行业拥有逾 25 年人力资源管理经验, 先后在知名跨国及本土企业中担任高级管理职务。宋先生持有南昌大学工学学士学位和中山大学的工商管理硕士学位。于 2023 年 12 月 31 日获委任为李宁有限公司副总裁, 副总裁。
王楠	副总裁	1983	王楠先生, 李宁有限公司副总裁, 于 2021 年 10 月加入集团, 负责集团批发业务工作。王先生在快消和体育用品销售领域拥有逾 16 年工作经验, 彼先前曾任职于国际知名体育用品品牌企业。王先生在其职业生涯中曾担任知名跨国企业高级管理职务。王先生持有北京工业大学学士学位和法国诺欧商学院硕士学位。
汪轶	副总裁,首席营销官	1980	汪轶先生, 李宁有限公司副总裁及首席营销官, 于 2023 年 6 月加入集团, 负责集团品牌战略规划与管理、运动资源管理、多品类产品行销、零售与消费者体验, 及企业公关等工作。汪先生曾服务于宝洁、玛氏、强生等多家全球知名消费品企业, 从事多品类多品牌行销管理工作。彼亦曾主责伊利集团品牌管理、媒介规划和数字化转型工作。汪先生在消费者洞察、品牌建设和市场行销等方面有着丰富经验。彼持有中山大学理学学士学位及现就读清华大学高级管理人员工商管理硕士。
赵东升	副总裁,首席财务官	1972	赵东升先生, 在快速消费品行业拥有逾 24 年经验。彼先前曾任职于太古可口可乐(中国)有限公司, 担任财务总经理。彼为中华人民共和国高级会计师, 澳洲资深注册会计师, 全球特许管理会计师, 英国皇家特许管理会计师公会资深会员。赵先生拥有江西财经大学会计学硕士学位, 及中欧国际工商学院工商管理硕士学位。于 2022 年 8 月 1 日委任为李宁有限公司副总裁及首席财务官。
戴嘉莉	公司秘书	--	戴嘉莉女士, 2013 年 5 月 13 日起获委任为李宁有限公司之公司秘书, 于公司秘书方面拥有超过 20 年的经验, 为英国特许秘书及行政人员公会以及香港特许秘书公会资深会员。

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

#### (四) 公司财务分析

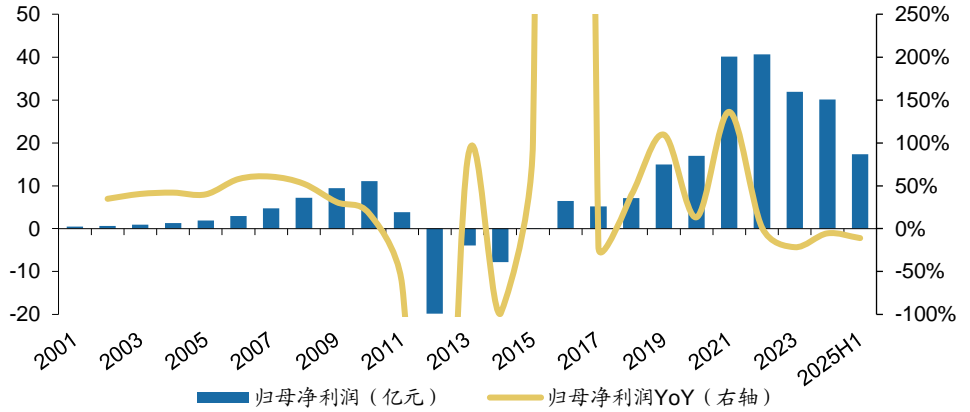
自 2022 年后公司收入维持增长, 但盈利持续下滑。根据财报, 2014-2024 年公司收入 CAGR 为 15.60%, 归母净利润由 2014 年的 -7.81 亿元增至 2024 年的 30.13 亿元。2022-2024 年及 2025H1 公司营收分别为 258.03/275.98/286.76/148.17 亿元, 同比变动分别为 +14.31%/+6.96%/+3.90%/+3.29%; 归母净利润分别为 40.64/31.87/30.13/17.37 亿元, 同比变动分别为 +1.32%/-21.58%/-5.46%/-11.01%。2022 年公司收入增长利润持平主要受消费场景受限、费用刚性影响; 2023 年公司收入增长 6.96%, 归母净利润下滑 21.58%, 主要由于线下消费场景恢复, 公司控制加盟渠道库存, 批发/直营/电商渠道分别增长 0.61%/29.59%/0.89%, 销售费用率提升 4.6pct (主要系一方面布局高线渠道和升级门店, 租金等相关费用和使用权资产折旧增加 4.8 亿元; 另一方面, 计提减值 3.2 亿元)。2024 年公司收入 3.90%, 归母净利润下滑 5.46%, 批发/直营/电商渠道收入分别同比 +2.6%/-0.3%/+10.3%, 收入增长利润下滑主要系公司计提投资性房地产减值 3.33 亿元。2025H1 公司收入增长 3.29%, 归母净利润下滑 11.01%, 收入增长利润下滑主要系一方面公司进行境内外资金结构调整, 导致所得税率从 25.3% 大幅提升至 33.3%, 另一方面, 计提投资性房地产减值 1.06 亿元、凯胜商誉减值 7239 万元。

图3: 公司历年营业收入及同比增速



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

图4: 公司历年归母净利润及同比增速



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

注: 2012年利润增速为-612.97%, 2016年利润增速为4395.45%

根据公司经营公告, 2025Q4公司全平台流水实现低单位数增长, 分渠道, 直营渠道实现低单位数下降, 批发渠道实现中单位下降, 电商渠道持平。

表 3: 李宁各季度零售流水增速

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
全平台 (不包括李宁 YOUNG)	中单位数增长	10%-20%中段增长	中单位数增长	20%-30%低段增长
线下 (零售+批发)	高单位数增长	10%-20%高段增长	高单位数增长	20%-30%高段增长
直营	10%-20%中段增长	20%-30%高段增长	20%-30%低段增长	50%-60%低段增长
加盟	中单位数增长	10%-20%中段增长	低单位数增长	10%-20%高段增长
电商	10%-20%低段下降	10%-20%低段增长	低单位数下降	中单位数增长
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
全平台 (不包括李宁 YOUNG)	低单位数增长	低单位数下降	中单位数下降	高单位数增长
线下 (零售+批发)	低单位数下降	中单位数下降	高单位数下降	中单位数增长

直营	中单位数增长	持平	中单位数下降	低单位数下降
加盟	中单位数下降	高单位数下降	高单位数下降	中单位数增长
电商	20%-30%低段增长	高单位数增长	中单位数增长	10%-20%中段增长
	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
全平台（不包括李宁 YOUNG）	低单位数增长	低单位数增长	中单位数下降	低单位数下降
线下（零售+批发）	低单位数增长	低单位数下降	高单位数下降	中单位数下降
直营	低单位数下降	中单位数下降	中单位数下降	低单位数下降
加盟	低单位数增长	低单位数增长	高单位数下降	中单位数下降
电商	10%-20%低段增长	中单位数增长	高单位数增长	持平

资料来源：公司季度经营公告，广发证券发展研究中心

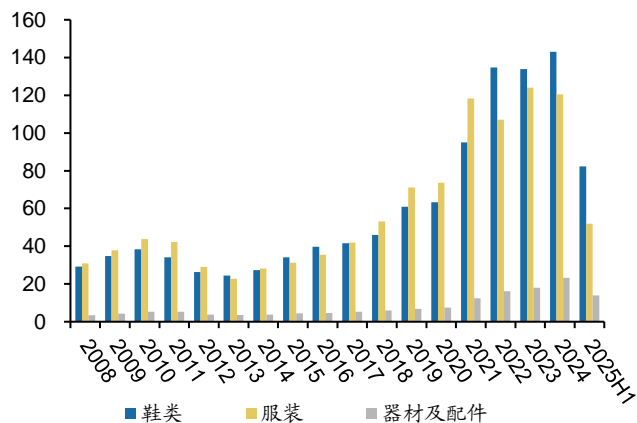
**2024年公司鞋类/服装/器材及配件收入占比分别49.87%/42.02%/8.11%，自2022年起鞋类成收入最大品类。**根据财报，2014-2024年，公司鞋类、服装、器材及配件产品的收入CAGR分别为17.97%/15.67%/19.73%。

（1）**鞋类**：2022-2024年及2025H1营收分别为134.79/133.89/143.00/ 82.31亿元，同比变动分别为+41.79%/-0.66%/+6.81%/+4.93%，营收占比分别为 52.24%/48.51%/49.87%/55.55%。

（2）**服装**：2022-2024年及2025H1营收分别为107.09/124.11/120.50/51.93亿元，同比变动分别为-9.43%/+15.90%/-2.91%/-3.39%，营收占比分别为41.50%/44.97%/42.02%/35.05%。

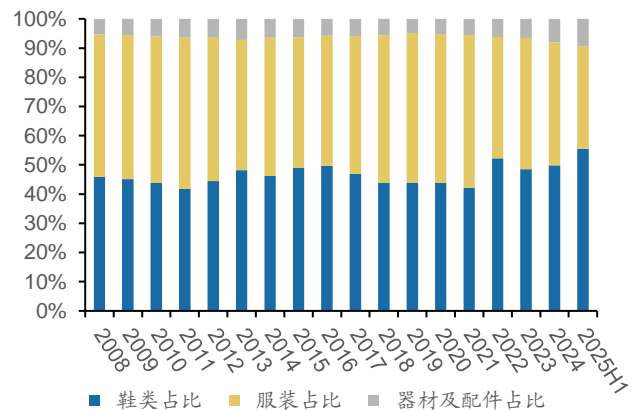
（3）**器材及配件**：2022-2024年及2025H1营业收入分别为16.16/17.99/23.25/13.93亿元，同比变动分别为+30.07%/+11.29%/+29.27%/+23.75%，营收占比分别为 6.26%/6.52%/8.11%/9.40%。

图5：公司历年分品类收入（亿元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图6：公司历年分品类收入占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

**2024年李宁核心品牌分渠道看，经销、直营、电商、国际的收入占比分别为45.1%/24.0%/29.0%/1.9%。**2014-2024年，经销、直营、电商、国际的收入CAGR

分别为13.09%/11.07%/38.08%/8.82%，电商渠道收入持续高增。根据财报，

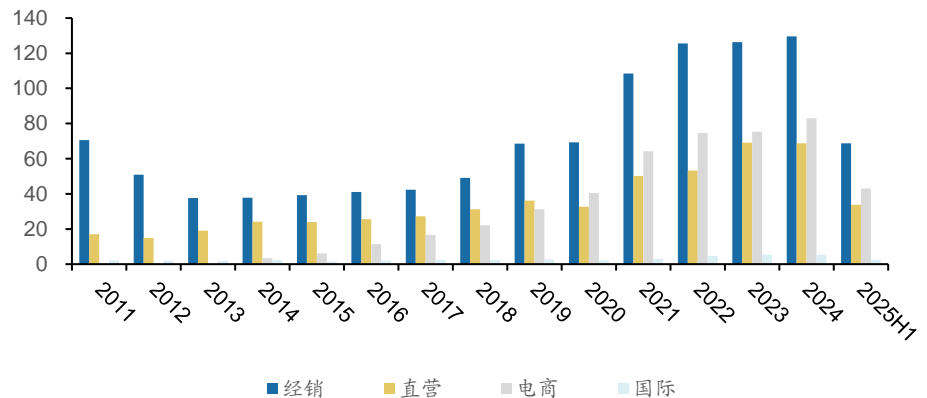
(1) 经销：2022-2024年及2025H1公司经销渠道营收分别为125.52/126.28/129.57/68.83亿元，同比变动分别为+15.66%/+0.61%/+2.60%/+4.45%，营收占比分别为48.5%/45.8%/45.1%/46.5%。

(2) 直营：2022-2024年及2025H1公司直营渠道营收分别为53.30/69.07/68.83/33.83亿元，同比变动分别为+6.39%/+29.59%/-0.35%/-3.41%，营收占比分别为20.7%/25.0%/24.0%/22.8%。

(3) 电商：2022-2024年及2025H1电商业务营收为74.65/75.31/83.05/43.00亿元，同比变动分别为+16.41%/+0.89%/+10.27%/+7.39%，营收占比分别为29.0%/27.3%/29.0%/29.0%。2019-2024年电商渠道营收年复合增长率高达21.64%。

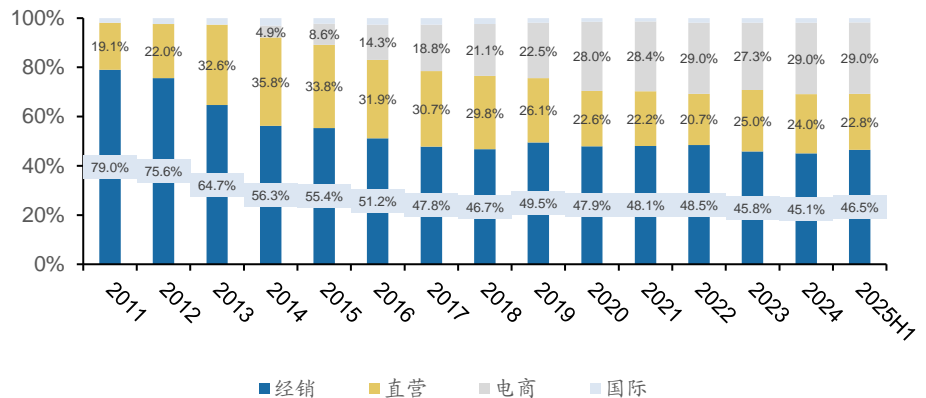
(4) 国际：2022-2024年及2025H1国际业务营收为4.56/5.32/5.31/2.50亿元，同比变动分别为+53.88%/+16.63%/-0.14%/+0.71%，营收占比分别为1.8%/1.9%/1.9%/1.7%。

图7：公司历年分渠道收入（亿元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

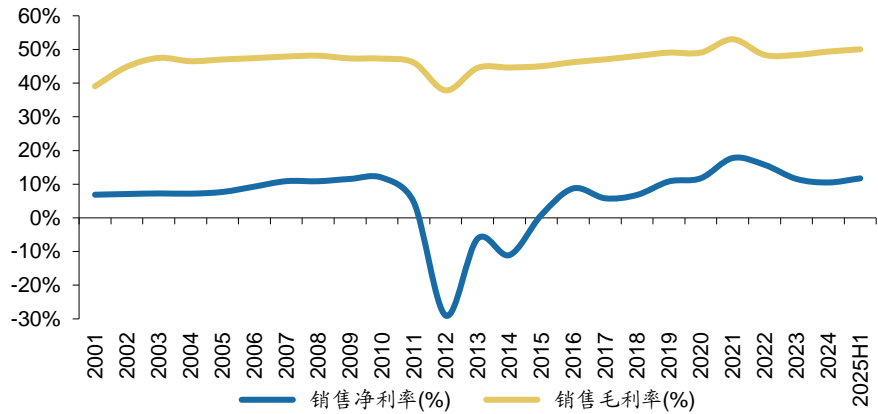
图8：公司历年分渠道收入占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

2021年盈利高点后，毛利率2022年回落后相对稳定，净利率持续下滑。根据财报，2022-2024年及2025H1公司毛利率分别为48.38%、48.38%、49.37%、50.04%；净利率分别为15.75%、11.55%、10.51%、11.73%。

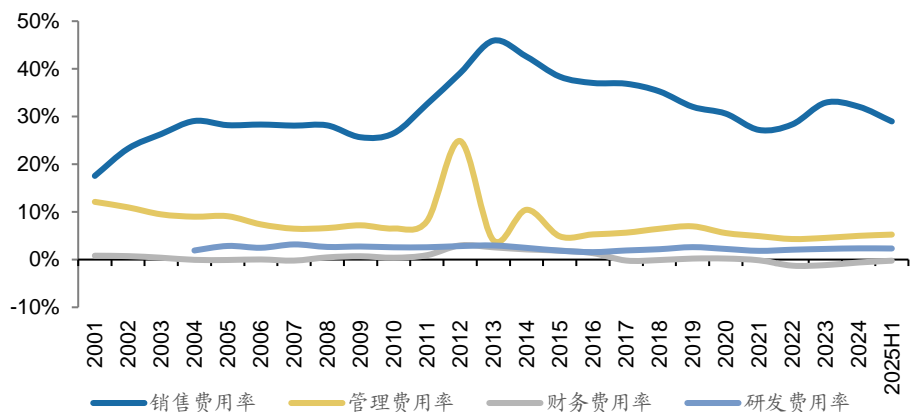
图9：公司历年毛利率与净利率



数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

2022-2024年，管理、研发费用率持续上升；销售费用率在2023年明显上升后2024年略有回落。根据财报，2022-2024年及2025H1公司销售费用率分别为 28.35%、32.90%、32.08%、28.97%；管理费用率分别为4.31%、4.55%、4.98%、5.24%；研发费用率分别为2.07%、2.24%、2.36%、2.33%；财务费用率分别为-1.27%、-1.16%、-0.61%、-0.23%。

图10：公司历年费用率



数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

2011-2021年公司存货周转天数持续下降，2022-2024年小幅增加。根据iFind，公司2022-2024年及2025H1存货周转天数分别为56.77天、62.18天、63.12天、61.12天。

图11: 公司历年存货周转天数



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

## 二、国内运动品牌竞争力持续提升

### (一) 中国运动服饰市场的竞争格局日益多元化, 国产运动品牌份额提升

中国运动服饰市场竞争格局愈发多元, 国产运动品牌份额持续提升。根据彭博数据, 我国运动鞋服市场CR5从2019年的58.6%上升至2021年的峰值59.2%, 随后略有下降至2024年的52.2%; CR10从2019年的74.3%增长至2021年的76.7%, 之后略有回落, 2024年为72.1%。整体来看, 市场集中度依然较高, 头部品牌具备显著主导力, 但自2021年起, 市场出现轻微分散趋势, 竞争有所加剧。中国运动服饰市场的竞争格局日益多元化, 过去五年李宁和安踏等本土品牌取得了长足进步, 从耐克和阿迪达斯等国际竞争对手手中抢占了市场份额。根据彭博数据, 在国内运动市场, 2019-2024年我国运动品牌公司占比由37.3%提升至50.9%, 展现出本土品牌强劲的市场竞争力。这一增长趋势主要得益于国潮文化兴起、国产品牌产品力提升以及渠道下沉策略的有效实施。随着消费者对本土品牌认可度的持续提高, 国产运动品牌市场份额有望持续扩大。

国际品牌市占率领先, 本土品牌蓄势待发。根据彭博数据, 在2024年国内运动市场中, Nike以15.10%的市占率位居第一; 国产品牌中安踏和李宁分别以10.7%和9.8%的市占率位列第二和第三。国内运动鞋服市场份额前十品牌中, 国产品牌份额由2019年的30.4%提升至2024年的39.2%。

表 4: 中国运动鞋服市场份额 Top10 品牌

排名	品牌	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
1	Nike	18.8%	20.1%	18.1%	17.5%	16.8%	15.1%	12.9%
2	Anta	9.1%	8.6%	9.8%	10.8%	10.5%	10.7%	10.6%
3	adidas	18.8%	16.6%	15.0%	9.8%	9.0%	9.3%	9.5%
4	Li-Ning	6.5%	6.9%	9.4%	10.7%	10.5%	9.8%	9.4%

5	Fila	5.4%	6.5%	6.9%	7.2%	7.3%	7.3%	7.3%
6	Xtep	4.8%	4.6%	5.0%	6.1%	6.2%	6.2%	6.1%
7	361 Degrees	2.9%	2.7%	2.7%	3.3%	3.5%	3.8%	4.0%
8	lululemon	0.5%	0.8%	1.1%	1.4%	1.9%	2.6%	3.0%
9	Skechers	3.6%	4.0%	4.4%	4.0%	4.0%	3.6%	2.9%
10	Jordan	3.9%	4.5%	4.3%	4.5%	4.5%	3.7%	2.7%
	CR5	58.6%	58.7%	59.2%	56.0%	54.1%	52.2%	49.7%
	CR10	74.3%	75.3%	76.7%	75.3%	74.2%	72.1%	68.4%
	国产品牌份额	30.4%	29.8%	34.6%	38.6%	39.0%	39.2%	39.4%

资料来源：彭博，广发证券发展研究中心

## （二）对比可比公司，公司收入增速、盈利能力提升方面仍有上升空间

对比国内主要运动品牌上市公司，公司在营运能力（存货周转、应收账款周转）方面表现较好，在收入、盈利能力提升方面具有较大提升空间。我们选取国内主要上市运动品牌公司安踏体育、特步国际、361度与李宁进行比较。根据WIND及各公司财报，

从营收金额看，李宁在可选的四家国产运动品牌中位于第二，相较第一安踏体育的规模仍有较大提升空间。从2019-2024年营收收入增速看，2019-2024年安踏体育/李宁/特步国际/361度的收入复合增速分别为15.86%/15.62%/10.58%/12.24%，位于第二，但2023-2024年公司收入增速行业最低。

从盈利能力看，毛利率方面，①安踏体育行业领先，李宁紧随其后，一方面与品牌定位相关，另一方面，与各公司渠道结构相关，361度与特步国际线下主要是经销模式。②2019-2024年，安踏体育/李宁/特步国际/361度毛利率分别提升7.17/0.30/-0.19/1.23pct，毛利提升幅度位于第三，绝对值上先提升后回落。净利率方面，①2024年，安踏体育/李宁/特步国际/361度净利率分别为23.99%/10.51%/11.84%/9.12%，位于第三。②2019-2024年，安踏体育/李宁/特步国际/361度净利率分别提升7.41/-0.29/0.21/3.53pct，仅李宁的净利率有所下降，主要由于公司自2023年起主动调整渠道及库存。

从运营能力方面看，存货周转天数方面，2024年安踏体育/李宁/特步国际/361度的存货周转天数分别为120.72/63.12/79.11/105.72天，安踏体育由于直营占比高，存货周转天数处于行业最高水平，李宁库存周转天数最低，但自2021年后呈小幅提升趋势。应收账款周转天数方面，2024年安踏体育/李宁/特步国际/361度的应收账款周转天数分别为20.83/13.87/132.40/146.88天，李宁应收账款周转天数最低，应收账款周转天数差异较大主要系各公司渠道结构不同，安踏DTC为主，且多品牌战略，规模体量较大；李宁单品牌策略，直营、批发相对均衡；特步与361度批发为主。

表 5: 主要国内运动服饰公司指标对比

		2019	2020	2021	2022	2023	2024	
成长能力	收入(亿元)	李宁	138.8	144.57	225.72	258.03	275.98	286.76
		安踏体育	339.28	355.12	493.28	536.51	623.56	708.26
		特步国际	82.11	81.72	100.13	129.3	143.46	135.77
		361 度	56.56	51.27	59.33	69.61	84.23	100.74
	收入增速	李宁	31.85%	4.26%	55.90%	13.84%	6.09%	3.29%
		安踏体育	40.78%	4.67%	38.91%	8.76%	16.23%	13.58%
		特步国际	28.31%	-0.48%	22.53%	29.13%	10.94%	6.55%
		361 度	8.21%	-8.97%	15.73%	17.31%	21.01%	19.59%
	归母净利润(亿元)	李宁	14.99	16.98	40.11	40.64	31.87	30.13
		安踏体育	53.44	51.62	77.2	75.9	102.36	155.96
		特步国际	7.28	5.13	9.08	9.22	10.3	12.38
		361 度	4.32	4.15	6.02	7.47	9.61	11.49
	归母净利润增速	李宁	109.59%	13.30%	136.14%	1.32%	-21.58%	-5.46%
		安踏体育	30.25%	-3.41%	49.55%	-1.68%	34.86%	52.36%
		特步国际	10.84%	-29.50%	77.05%	1.47%	11.75%	20.23%
		361 度	42.39%	-4.01%	44.97%	24.17%	28.68%	19.47%
盈利能力	毛利率(%)	李宁	49.07	49.07	53.03	48.38	48.38	49.37
		安踏体育	55	58.15	61.64	60.24	62.59	62.17
		特步国际	43.39	39.14	41.72	40.92	42.17	43.2
		361 度	40.3	37.87	41.67	40.52	41.1	41.53
	净利率(%)	李宁	10.8	11.75	17.77	15.75	11.55	10.51
		安踏体育	16.58	15.68	16.66	15.37	18.08	23.99
		特步国际	8.91	6.18	8.88	7.06	7.2	9.12
		361 度	8.31	9.66	12.52	11.73	12.35	11.84
运营能力	存货周转天数(天)	李宁	67.45	67.3	52.94	56.77	62.18	63.12
		安踏体育	86.03	119.8	124.89	136.13	121.14	120.72
		特步国际	73.13	73.15	76.26	89.18	88.55	79.11
		361 度	118.8	109.1	85.99	90.14	91.9	105.72
	应收账款周转天数(天)	李宁	20.97	16.75	12.45	13.42	14.52	13.87
		安踏体育	33.96	38.66	25.64	21.05	19.37	20.83
		特步国际	110.54	135.37	121.59	107.76	115.28	132.4
		361 度	146.97	156.47	147.35	145.42	146.49	146.88

数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

### 三、专业科技属性不断加强，奥运营销周期加持

#### （一）产品：专业科技属性不断加强，核心品类 IP 爆品+完善矩阵

##### 1. “中底、大底、鞋面、结构”为核心的四大科技平台，打造专业产品

自2024年以来，公司的产品优势逐渐由前期的国潮时尚转向科技驱动，公司通过构建科技平台，实现在专业运动领域的性能跃迁。公司已建立“中底、大底、鞋面、结构”为核心的四大科技平台，通过技术迁移将顶级竞速科技应用至大众产品。公司专业产品收入占比不断提升。根据财报，2025H1李宁专业产品收入占比已超过60%，鞋类收入占比达56%。

**中底科技平台：**核心动力之源，这是公司最引以为傲的领域，经历了从“物理减震”到“材料减震”，再到“超临界发泡”的跨越。根据财报，在2011年以前，以Bounce（高回弹）和Cushion（缓震）为主；2012年，推出“李宁云”（由高分子材料构成的材料减震），标志着从机械减震向化学材料减震转型，成为中端产品长青科技。根据公司官方微信公众号，2019年，公司创新推出䨻科技，采用PEBAX超临界发泡，实现80%以上的回弹率，彻底打破了国际品牌对高性能中底的垄断。2024年，公司发布全新超䨻中底技术，能量回归率高达89%；2025年11月，公司推出超泵胶囊科技，能量回归率提升至95%，回弹响应仅3毫秒，解决了“高回弹”与“高耐久”的兼容难题，并在全品类（篮球、跑步、健身）普及。

**结构科技平台：**结构科技通过物理外形设计实现减震与推进，是李宁“黑科技感”的视觉来源。根据财报，2011年推出“李宁弧”，通过中底结构的全掌中空单元实现受力压缩与回弹，是早期的标志性结构。2020年推出“李宁弭”，结合材料减震与结构减震，通过两个相对的拱形设计，形成类似“弹簧”的推进感，解决跑步中的足弓支撑与回弹难题。2024年推出“最速曲线系统”，不再单纯依靠弹力，而是通过人体工学弧度引导跑姿，将能量损失降至最低，成为顶级竞速鞋（如飞电系列）的标配。

**大底科技平台：**大底决定鞋子的使用寿命与安全性，李宁在此领域实现了“全天候”覆盖。在早期，公司采用普通橡胶（Tuff RB）和耐磨橡胶。根据财报，2023年推出GCU（Ground Control Unit）全天候止滑科技，率先应用于顶级跑鞋，其干湿地抓地力均优于传统橡胶。2024年，针对室内篮球场，公司研发了灰尘止滑技术；针对户外徒步，研发了具备自清洁功能的越野大底，耐磨性大幅提升。

**鞋面科技平台：**鞋面科技从传统的织物陆续革新到高性能纤维。早期产品多采用多层织物与皮革拼接，在2017年左右，公司开始推广一体织（One Piece）技术，提升舒适度。根据公司官方微信公众号，2022年，推出“䨻丝”科技，利用中底䨻材料直接抽丝编织成鞋面，产品极轻、极韧，相比传统MONO纱，透气性提升35%，抗撕裂能力显著增强。2025年，公司引入双透纳米科技，在保持高强度透气的同时，具

备专业级的防暴雨/拒水功能，应用于专业户外与冬季跑步产品。

**2. 在跑步、篮球等细分品类打造大单品IP+完善产品矩阵，树立品牌忠诚度**

**跑步品类：**李宁针对不同跑者等级建立了清晰的产品矩阵，根据财报，2024年跑步品类的核心跑鞋系列（超轻/赤兔/飞电）累计销量突破 1060 万双；2025H1 公司专业跑鞋销量突破1400万双，其中超轻/赤兔/飞电三大核心系列销量突破526万双。在马拉松赛事上，2024年李宁跑鞋助力签约选手累计实现路跑、越野跑赛事66次夺冠，助力无锡马拉松成为2024年度单场“破三”人数赛事全球TOP5，中国TOP1；2025H1 李宁跑鞋助力签约选手取得国际、国内赛事44个冠军，在北京半程马拉松中，李宁跑鞋61.35%占比成为90分钟完赛跑者中穿着率TOP1品牌。

**表 6：李宁跑鞋产品**

类别	系列	核心科技与产品特点	适用场景	图片
顶级竞速	飞电	极致推进，极致轻量；搭载超䨻胶囊中底、最速曲线系统、全掌异构碳板、䨻丝鞋面	顶级运动员、破3精英选手、追求 PB 的跑者	 2299 元
专业竞速	龙雀	极致轻量化；超薄䨻中底+高强度䨻丝，强调地面对抗感	场地赛、短距离冲刺、轻量化	 2799 元
竞速训练	飞电 challenger	较飞电更具性价比与耐用性；全掌碳板配合标准䨻科技，兼顾推进力与稳定性	进阶跑者日常训练	 559 元
进阶全能	赤兔	性能均衡；搭载超䨻科技，轻量化中足支撑片，缓震与回弹比科学	大众进阶跑者	 399 元
缓震保护	越影	顶级缓震，减少运动损伤；双层䨻科技或超䨻中底，加宽大底设计，侧向 TPU 支撑，强调稳定性	大体重跑者、日常慢跑恢复	 399 元
轻量弹跑	超轻	极致轻盈透气；䨻中底、透气纱网	慢跑、夏季运动、健身房	 599 元
越野户外	行川	强悍抓地，全地形适配；GCU 全天候止滑大底，加厚䨻缓震，防撞鞋头设计	越野跑、复杂地形徒步	 699 元

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

**篮球品类：**凭借与NBA球星及CBA的深度绑定，李宁构建了目前国产运动品牌中最成熟、层次最分明的篮球鞋体系，覆盖从顶级职业比赛到街头实战的全场景产品矩阵。公司在篮球鞋领域不断创新，根据公司官方微信公众号，2025年起李宁全面普及超䨻胶囊科技，能量回馈从传统䨻的80%提升至95%，解决能量损耗问题，让球员在比赛末段仍能获得充足回弹；针对篮球运动的高强度扭转，李宁通过中底嵌入式TPU或碳板实现了极强的抗扭转能力，有效降低了足弓疲劳和运动损伤风险。

表 7：李宁篮球产品

类别	系列	核心科技与产品特点	适用场景	图片
顶级旗舰	韦德之道	双层超䨻+均衡型碳板，提升缓震回弹功能，稳定助推；外底搭载 GCU，提升抓地力，更加轻量化	专业比赛鞋	 1199 元
专业实战	驭帅	创新疾䨻科技；全掌䨻材料与均衡型 3D 尼龙板一体成型	全方位实战性能鞋	 899 元
专业实战	巴特勒	IBR 立体框架包裹更轻更一体；碳核芯助力系统，缓震冲击双提升	强对抗、高抓地力需求的锋线球员	 1199 元
大众实战	全城	李宁䨻+李宁超䨻双重缓震回弹；EURO PLATE TPU 稳定片，灵活变向；TUFF RB 外底，强劲抓地	全能实战鞋	 899 元
大众实战	利刃	全掌䨻+前后填腹超䨻中底，回弹更迅速，缓震增强；PENTA-S 剪切应力支撑系统，支撑更强劲	灵活、节奏型球员	 899 元

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

## （二）渠道：积极探索新业态，看好品类店成长空间

李宁以消费者为中心，采用线上线下全渠道体系的战略布局，通过多维度精准化运营，深度挖掘电商平台潜力，同时打造多元化的线下渠道，推动线上线下深度融合。

### 1. 线下门店覆盖面广，关注店效提升

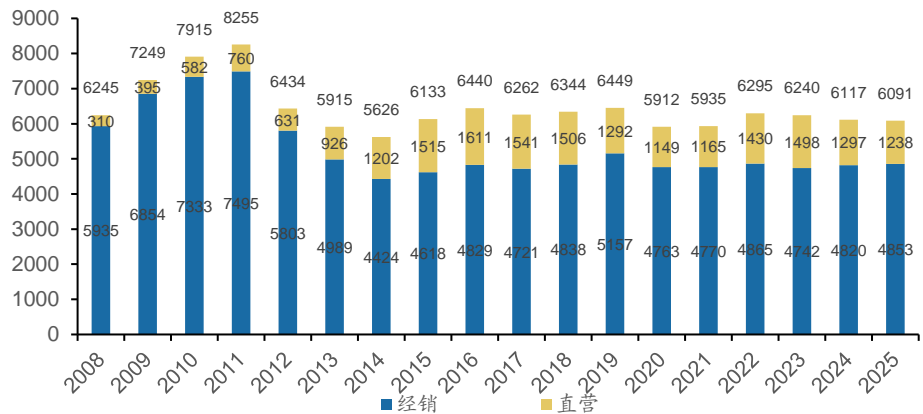
**李宁核心品牌门店：**根据财报及2025Q4季度经营公告，2011-2014年，公司战略调整时期，核心品牌门店亦经历调整，从2011年的8255家收缩至2014年的5626家；2015-2017年创始人回归时期，2015年核心品牌门店数量增加至6133家，2015-2019年期间门店数量波动较小；2020-2021年由于线下场景消费受限，门店有所下降，分别为5912/5935家；2022年门店恢复至6295家，2023-2025年门店数量逐年小

幅下降，分别为6240/6117/6091家，分别同比变动减少55家/123家/26家。

**分渠道门店：**根据财报及2025Q4季度经营公告，2024/2025年李宁核心品牌经销门店数量分别为4820/4853家，占比分别为78.80%/79.67%；直营门店数量分别为1297/1238家，占比分别为21.20%/20.33%。

2008-2016年，公司直营门店数量快速扩张，由310家增长至最高峰1611家，CAGR为22.88%，2017-2021年，直营门店处于调整时期，门店数量持续减少至2021年1165家，2022-2023年在国潮影响下，公司强调大店策略，直营门店数量上升至1430/1498家，2024年/2025年在国潮退却、公司持续关闭低效亏损门店的策略下，直营门店数量减少至1297/1238家。

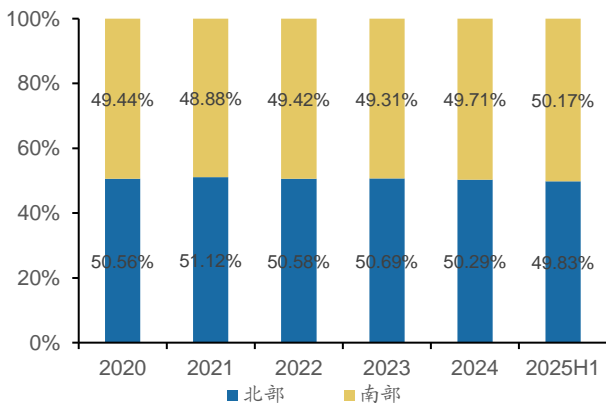
图12: 李宁核心品牌门店数量



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

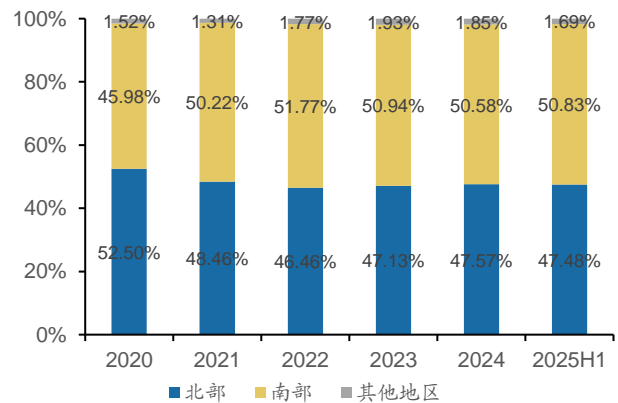
**分区域，李宁核心品牌南北区域分布相对均衡，南部门店店效略高于北部门店。**根据财报，2024年/2025H1，李宁核心品牌门店位于北部门店数量分别为3076/3039家，占比分别为50.29%/49.83%，南部门店数量分别为3041/3060家，占比分别为49.71%/50.17%；公司北部区域收入占比分别为47.57%/47.48%，南部区域收入占比分别为50.58%/50.83%，其他低于收入占比分别为1.85%/1.69%。

图13: 李宁核心品牌分区域门店



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图14: 李宁分区域收入



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## 2. 积极探索新业态，有望助力线下业绩增长

推出户外门店，顺应户外高景气度，有望加速户外品类快速发展。根据公司微信公众号，2025年11月28日，位于北京朝阳大悦城的李宁户外首店—COUNTERFLOW溯开业，以可靠户外防护性能，融合东方意境美学，打造从专业级单品到轻量化出行的多场景户外装备。

图15: 李宁首家户外门店



数据来源：公司微信公众号，广发证券发展研究中心

创新推出李宁龙店，融合体育文化自信+专业运动，与荣耀系列产品有望发挥较强协同作用。根据公司微信公众号，2025年12月14日，李宁品牌全球首家龙店慢闪店于北京三里屯太古里开业。龙店是李宁品牌倾力打造的全新店型，“龙”元素既是中华民族别具特色的精神图腾，也是李宁品牌的代表性设计符号之一。2000年悉尼奥运会，李宁品牌首次将“CHINA龙”元素融入中国体育代表团领奖服设计，此后连续七届奥运会为中国国家乒乓球队打造龙服战袍。李宁龙店产品分为“领奖时刻”、“竞技时刻”、“生活时刻”三大主题，旨在为消费者提供一个融合体育精神共鸣、文化深度交流与专业运动科技的体验空间。李宁龙店是公司零售渠道升级的关键实践，我们看好后续公司有望加大龙店布局，与公司荣耀系列产品形成良好协同，持续拓宽消费群体，树立良好的品牌形象，从而助力线下门店业绩增长。

图16: 李宁首家龙店慢闪店



数据来源：公司微信公众号，广发证券发展研究中心

图17: 李宁龙店-领奖时刻

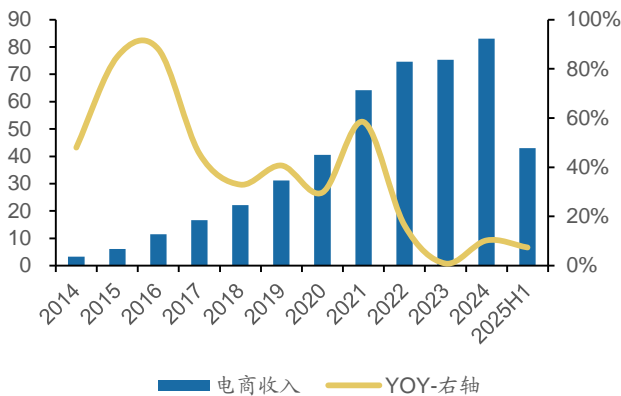


数据来源：公司微信公众号，广发证券发展研究中心

### 3. 电商渠道收入持续高增

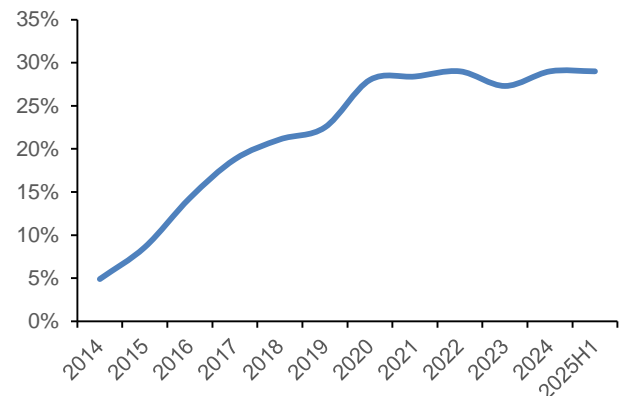
公司电商业务营收持续高增，营收占比不断提升。根据公司财报，公司2014年起大力发展电商，当年电商收入同比增长48.0%，2014-2024年，电商业务营收由约3.30亿元增长至83.05亿元，CAGR达38.08%，营收占比由4.9%提升至29.0%。2021-2024年电商业务营收同比变动分别为58.39%/16.41%/0.89%/10.27%，2025H1电商业务实现营收43.00亿元，同比+7.39%，营收占比为29.0%，同比+1.1pct。

图18: 电商业务营收(亿元)及增长率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图19: 电商业务营收占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

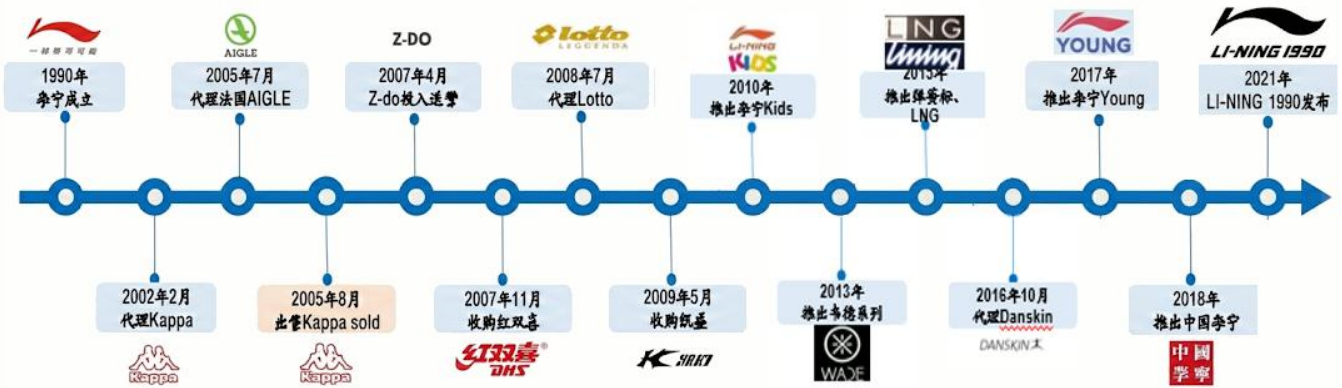
### (三) 营销: 坚持单品牌、多品类、多渠道策略, 通过顶级赛事+流量代言人+奥运营销, 构筑独特营销体系

#### 1. 专注单品牌、多品类、多渠道策略

公司2018年起提出“单品牌、多品类、多渠道”策略, 此后一直践行此战略。

**聚焦单品牌, 充分发挥李宁个人IP的核心资产效用。**根据公司财报, 李宁在2002年后致力发展多品牌, 2002年2月代理Kappa (2005年出售Kappa); 2005年7月代理法国户外运动品牌AIGLE; 2007年4月模仿沃尔玛模式推出李宁低端线Z-DO品牌, 定位平价路线, 进驻各大商超市场 (2013年关停, 2014年剥离); 2007年11月收购红双喜, 布局乒乓球领域; 2008年代理意大利Lotto, 试图打造时尚端增长极 (2012年决定续签至2018年, 原计划至2028年); 2009年5月收购Kanson, 布局羽毛球; 2016年代理Danskin, 布局舞蹈瑜伽品牌。2015年推出弹簧标与LNG新标识; 2017年整合李宁Kids (2010年推出后渠道无扩张), 推出李宁Young; 2018年推出中国李宁; 2021年推出LI-NING 1990。公司在2018年明确单品牌战略, Aigle、红双喜、Kason、Danskin等品牌主要以合营公司的形式运营, 计入投资收益。

图 20: 李宁旗下品牌加入及退出的时间线



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

注: 淡蓝色为新增品牌; 淡橙色为剥离品牌

图 21: 李宁单品牌、多品类、多渠道策略



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

专注核心品类, 打造品类影响力及壁垒。公司自2017年起明确聚焦核心品类发展, 提出篮球、跑步、训练、羽毛球和运动时尚五大核心品类。2024年, 公司延申至乒乓球, 聚焦跑步、篮球、健身、羽毛球、乒乓球和运动生活六大核心品类。在聚焦核心品类发展的同时, 公司积极关注新兴运动及细分品类, 如户外、高尔夫、网球和匹克球等。公司围绕核心品类打造专业科技产品、完善品类产品矩阵和产品创新, 针对细分市场投入营销资源, 在核心品类提高品牌影响力, 构筑品牌及产品壁垒。

表 8: 李宁历年核心品类

年份	核心品类
2016年	跑训、篮球和运动时尚等主要品类
2017年	篮球、跑步、训练、 <b>羽毛球</b> 和运动时尚五大核心品类
2018年	篮球、跑步、训练、羽毛球和运动时尚五大核心品类

2019年	篮球、跑步、训练、羽毛球和运动时尚五大核心品类
2020年	篮球、跑步、训练、羽毛球和运动时尚五大核心品类
2021年	篮球、跑步、训练、羽毛球和运动时尚五大核心品类
2022年	篮球、跑步、健身、羽毛球和 <b>运动生活</b> 五大核心品类
2023年	篮球、跑步、健身、羽毛球和运动生活五大核心品类
2024年	跑步、篮球、健身、羽毛球、 <b>乒乓球</b> 和运动生活六大核心品类
2025H1	跑步、篮球、综训、羽毛球、乒乓球和运动休闲六大核心品类

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## 2. 深化奥运营销战略，打造专业运动品牌定位

时隔20年，李宁再次开启与中国奥委会的官方合作。根据公司官方微信公众号，2025年，李宁成功签约成为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，包括洛杉矶2028年奥运会、米兰-科尔蒂纳丹佩佐2026年冬奥会、爱知-名古屋2026年亚运会、达喀尔2026年青年奥运会、成都2025年世界运动会等十余项国际性赛事。回顾中国奥委会历届签约的体育服装合作伙伴，历经更迭。根据中华网，1984年洛杉矶奥运会，梅花品牌是中国奥运代表团领奖服饰赞助商；1988年汉城奥运会，亚瑟士接力赞助商；1992年-2004年，李宁取得了除2002年盐湖城冬奥会外（波司登取得赞助权）的全部奥运会、冬奥会的赞助，根据李宁公司官网，2001年，李宁被授予“中国奥委会战略合作伙伴”称号。根据中国青年报，2006-2008年，阿迪达斯成为奥委会签约体育服装合作伙伴。根据国家体育总局官网，2009年，安踏正式与中国奥委会开启合作，并于2013年、2017年两次延长合作周期至2024年，开启长达16年的合作。

根据财报，2025年，公司以“中国荣耀，李宁同行”为营销主题，深化奥运营销战略。2025H1，公司积极将奥运身份推广至门店终端，门店视觉焕新、联合LOGO进店及专属核心视觉呈现，使消费者直观感知李宁品牌与中国体育的紧密相连；发起“荣耀由我，运动中国”小程序互动体验，联动全国5209家门店，线上线下超15.6万人次参与。

2026年米兰冬奥会，李宁品牌以专业运动装备、完备的服务保障体系，助力中国体育代表团出征，中国荣耀李宁同行。根据公司官方微信公众号，李宁设计的中国体育代表团出场服，以“冰穹蓝”、“雪山白”为主色调，以中国传统吉祥寓意纹样“双胜纹”为核心设计元素，科技感光泽轻薄面料，整体设计融汇现代冰雪意象，传递破冰前行的竞技精神。

图 22: 2026年冬奥中国代表团官方装备



数据来源: 公司官方微信公众号, 广发证券发展研究中心

图 23: 2026年冬奥中国代表团出场服



数据来源: 公司官方微信公众号, 广发证券发展研究中心

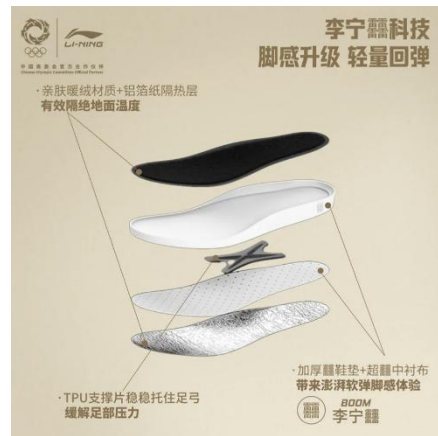
根据公司官方微信公众号, 中国体育代表团出场保暖靴——征荣BOOT, 承载1992年巴塞罗那李宁品牌为中国体育代表团打造的首款领奖鞋“征荣”经典IP荣耀基因, 寓意荣耀征程延续, 李宁将继续助力中国体育代表团续写荣耀篇章。征荣BOOT搭载李宁航天动态保暖科技——航天锁温棉, 实现保暖与透湿双效协同, 能够长效锁温。李宁品牌与国家航天局新闻宣传中心共同携手, 通过“航天技术创新应用实验室”, 共创推出动态保暖科技平台, 实现“航天锁温棉”的应用转化。鞋面选用强韧耐磨材料, 并经过防泼水处理; 鞋垫与内力采用亲肤暖绒材质, 一体化鞋垫中底搭载超靛科技, 在保障支撑稳定性的基础上, 大幅提升回弹表现与穿着舒适度, 并在中底布下层搭配铝箔纸隔热层, 有效隔绝地面低温; 鞋大底核心受力区应用领先的冰面止滑科技, 局部搭载感温变色橡胶材质。

图 24: 2026年冬奥中国代表团出场保暖靴



数据来源: 公司官方微信公众号, 广发证券发展研究中心

图 25: 2026年冬奥中国代表团出场保暖靴

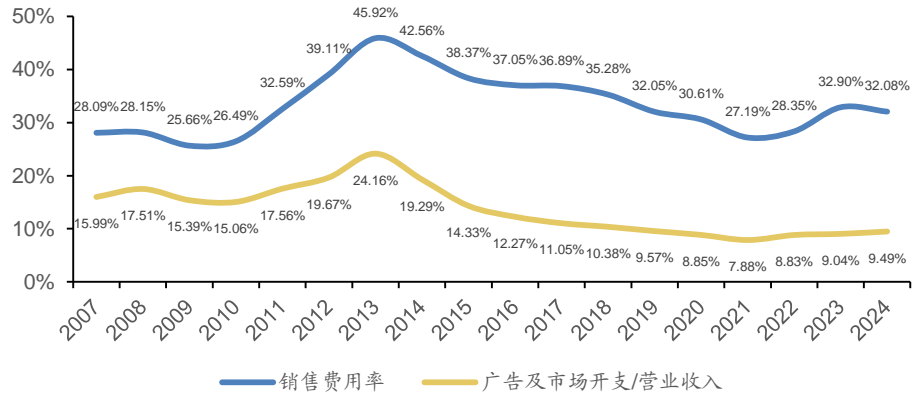


数据来源: 公司官方微信公众号, 广发证券发展研究中心

### 3. 加大广告及市场开支

根据公司财报, 2024年公司广告及市场开支费用为27.21亿元, 占公司收入比例为9.49%, 2021-2024年公司广告及市场开支费用率由7.88%提升1.61pct至9.49%。

图 26: 李宁销售费用率、广告及市场开支/营业收入比例 (%)



数据来源: iFind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

#### 4. 圈层化与全域营销: 顶级IP赞助+流量代言人+社群运营

公司通过顶级IP赞助、流量代言人、社群运营以及全球化探索等措施, 实行圈层化及全域营销。

**顶级IP赞助:** 公司深耕CBA、中国乒乓球队、中国跳水队等核心资源, 持续巩固在篮球和国球领域的地位。作为CBA的官方合作伙伴, 李宁实现了对国内最高水平竞技赛场的全覆盖, 极大增强了品牌的专业性背书。

**流量代言人:** 公司在篮球明星领域颇具影响力, 拥有韦德(终身合同)、吉米·巴特勒、CJ·麦科勒姆、弗雷德·范弗利特等NBA球星矩阵。

**青少年与草根文化:** 通过“华熙B-One”等草根联赛和李宁反伍(BADFIVE)系列, 成功切入街头篮球文化, 将潮流属性与实战性能合二为一。

**社群运营:** 公司通过李宁跑团等线上线下社群, 将流量转化为长期用户关系。2024年公司重点推进消费者运营闭环, 提升高质量的转化。

表9: 国产运动鞋服品牌历史主要代言人及赞助赛事

品牌	签约运动员	签约国家队	主要赞助赛事	品牌代言人
安踏	(1) 篮球: 凯里·欧文、克莱·汤普森、戈登·海沃德、丹尼尔·加福德、小德里克·琼斯、卡利斯·勒韦尔 (2) 滑雪: 谷爱凌 (3) 足球: 郑智 (4) 马拉松: 凯内尼萨·贝克勒 (5) 乒乓球: 樊振东、张继科 (6) 游泳: 张雨霏、覃海洋 (7) 跳水: 郭晶晶 (8) 体操: 张博恒 (9) 综合格斗: 张名扬 (10) 短道速滑: 林孝俊	(1) 夏季奥运项目国家队 21 支(中国游泳队、中国摔跤队、中国花样游泳队、中国柔道队等); (2) 自行车国家队 5 支(中国场地自行车队、中国泥地竞速小轮车队、中国公路自行车队等); (3) 水上中心国家队 4 支(中国赛艇队、中国帆船帆板队、中国冲浪队、中国海岸赛艇队); (4) 冬季奥运项目国家队 10 支(中国短道速滑队、中国花样滑冰队等)	2018 平昌冬奥会、 2018 雅加达亚运会、 2020 东京奥运会、 2022 北京冬奥会、 2022 杭州亚运会、 2024 巴黎奥运会	王一博(2021年, 全球首席代言人) 关晓彤(2019年, 女子品牌代言人) 陈飞宇(2020年) 白敬亭(2021年, 篮球推广全球代言人) 樊振东 林孝俊(2025年)
李宁	(1) 篮球: 德韦恩·韦德、吉米·巴特勒、弗雷德·范弗利特、CJ·迈克勒姆、德安吉洛·拉塞尔、曾凡博 (2) 乒乓球: 丁宁、马龙	中国国家跳水队、中国乒乓球队	CBA、CUBA、CUBS、 李宁 3+1 篮球联赛、世界羽联重大赛事、李宁 10 公里路跑联赛	肖战(2025年, 全球代言人) 往届: 华晨宇(2021年, 运动时尚产品全球代言人) 钟楚曦(2021年, 女子运动风尚大

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

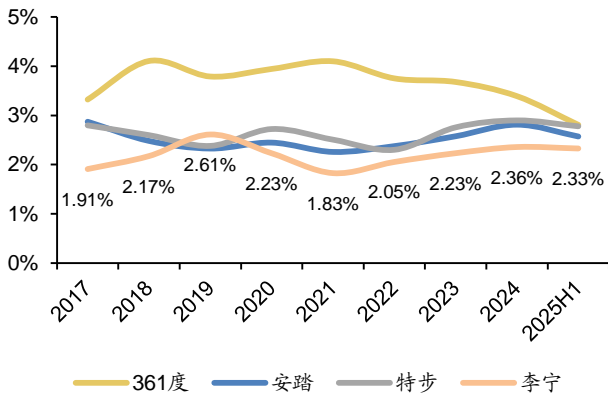
	(3)羽毛球: 傅海峰、赵芸蕾、吴柳莹、陈炳顺、辛杜、乔纳坦、斯里坎特等		使) 蔡程昱(2021年,青春系列推广大使)
特步	(1) 篮球: 林书豪、马利克·比斯利、张震麟 (2) 马拉松: 何杰、董国建、彭建华、杨家玉、杨绍辉、吴向东 (3) 铅球: 巩立姣	2024年24场马拉松及跑步赛事	王鹤棣、范丞丞、汪东城(2025年) 往届代言人: TWINS、潘玮柏、蔡依林、桂纶镁、韩庚、李易峰、汪东城、赵丽颖、林更新、乐华 NEXT、迪丽热巴、景甜、谢霆锋
匹克	篮球: 马利克·蒙克、安德鲁·维金斯、黄思静、张陈治锋、穆罕默德·迪亚瓦拉	德国男篮、塞尔维亚男篮、拉脱维亚男篮、南苏丹男篮	WCBA 中国女子篮球联赛、PEAK+U(匹克首个自办跑步赛事)、武汉网球公开赛、新浪3X3黄金联赛、大连国际马拉松、中国排球超级联赛 吴磊(2023年,全球品牌代言人)
361度	(1) 篮球: 尼古拉·约基奇、阿隆·戈登、斯宾塞·丁威迪、肯塔维奥斯·考德威尔-波普、可兰白克·马坎、李缘、黎伊扬 (2) 跑步: 巴合塔尔·吾拉孜艾力、冯丹、管油胜、李波、李子成、马亮武、王加威、姚玉舟、张水华 (3) 足球: 李梦雯 (4) 花样游泳: 蒋文文、蒋婷婷 (5) 滑板: 高群翔 (6) 水球: 熊敦瀚	中国国家铁人三项队、中国国家女子水球队、中国国家空手道队、中国国家手球队、中国空手道协会	2025年哈尔滨亚洲冬季运动会、爱知·名古屋2026年亚运会 龚俊(全球品牌代言人) 敖瑞鹏(2024年) 龚俊(2021年,全球品牌代言人) 王安宇(2021年,运动潮流代言人) 谭维维(2018年,品牌形象代言人) 任嘉伦(2018年,品牌形象代言人) 魏晨(2017年)

数据来源: 各公司官网, 广发证券发展研究中心

#### (四) 研发: 研发费用高, 四大维度科技平台助力产品不断创新

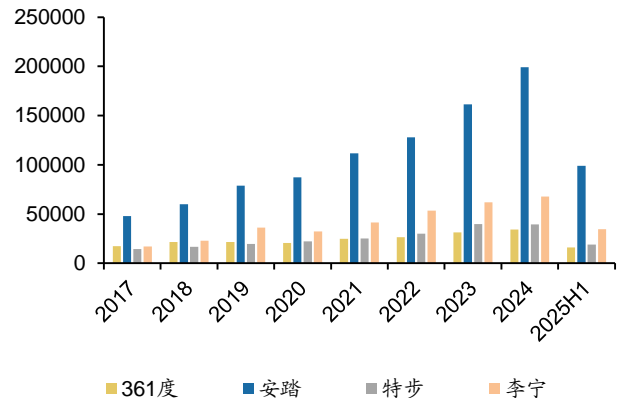
研发投入力度大, 费用率持续提升。公司研发费用在可比运动公司中仅次于安踏体育, 但研发费用率在可比公司中处于最低水平, 仍有较大提升空间, 根据各公司财报, 2024年李宁/安踏体育/特步国际/361度研发费用为分别为6.76/19.91/3.93/3.42亿元; 研发费用率分别为2.36%/2.81%/2.90%/3.39%。

图 27: 李宁与可比公司的研发费用率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 28: 李宁与可比公司的研发费用(万元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

李宁构建了以底层科技平台驱动的研发体系，持续加大在跑步及篮球等专业运动领域的投入，推进产品技术不断升级。公司已构建包含“碳核芯”、“最速曲线系统”、“超级弎”、“GCU”、“超䨻”、“极限䨻丝”六大独有创新科技的涵盖中底、大底、鞋面、结构等四大维度的科技平台，覆盖多种运动品类。根据财报，2024年，公司推出了包括“绝影3”跑鞋、顶级竞速跑鞋“龙雀”、防暴雨双透纳米科技在内的三大行业领先的创新成果。（1）绝影3跑鞋由超级碳板和超级弎结构加持，是结构减震领域的标杆产品。根据公司官方微信公众号，相较于绝影2，绝影3产品碳板韧性+48%，镂空结构+129%，中腰缓震+5%，能量回弹+38%，膝关节做功-5%，整鞋稳定性+19%。（2）龙雀，根据公司官方微信公众号，应用航空级T1000碳板、首次应用超科技，密度低质0.07g/cm<sup>3</sup>单鞋（US8.5码）重量89g，刷新轻量记录，突破跑鞋极限，相较于200g竞速跑鞋，跑步经济性拉升2%，成绩跃升约1.4%。（3）防暴雨双透纳米科技系公司与国家级科研机构合作研发的，应用于万龙甲BREATH冲锋衣等产品，凸显科技实力。

表 10: 李宁核心产品技术

技术名称	技术类别	技术特点
碳核芯	中底/结构	将碳板与中底材料进行创新集成，通过特殊的堆叠或嵌入结构，实现更高效的能力回馈与支撑性，提升稳定性
最速曲线系统	结构/生物力学	基于运动生物力学研究，优化鞋底的滚动半径与推进角度，减少能力损耗，助推跑步等运动中的速度转换
超级弎	结构/减震	弎的进阶版，利用结构压缩释放产生的回弹力，提供更强的缓震与抗扭转性能
GCU	大底/材料	全天候地面掌控系统，一种高性能聚氨酯大底材料，拥有卓越的耐磨性与湿地防滑性能，远超普通橡胶
超䨻	中底/材料	采用先进的超临界发泡工艺，使材料在保持极轻量量的同时，兼具极高的回弹百分比
极限䨻丝	鞋面/材料	运用特殊的抽丝工艺将䨻材料转化为高性能纤维，编织出的鞋面兼具轻盈、透气、强韧且不易变形的特性

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

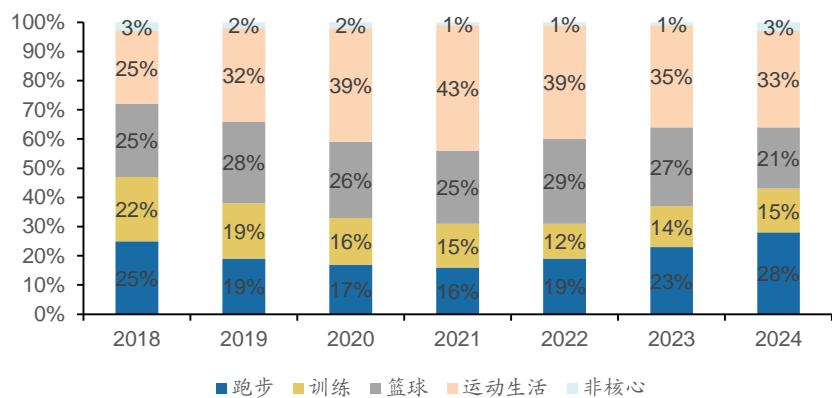
## 四、公司有望借助奥运营销周期，实现品牌势能向上，重现业绩辉煌

复盘2018-2021年公司业绩高增，李宁主要通过国潮文化崛起下的运动时尚+潮流营销实现业绩登顶，具体措施包括（1）公司顺应运动时尚潮流，打造国潮运动品牌，整体品牌力提升，（2）运动生活品类快速增长，（3）门店精细化运营+电商高增，（4）2021年新疆棉事件导致消费者国潮情绪达到顶点。

(1)公司顺应运动时尚潮流，打造国潮运动品牌，整体品牌力提升。根据公司官网，2018年2月，李宁参加纽约时装周，推出“中国李宁”悟道系列，成为首个登上国际时装周的中国运动品牌；2018年6月，李宁初战巴黎时装周。根据公司财报，2021年公司推出全新高端运动时尚子品牌李宁1990，紧抓国潮吸引年轻消费者，持续提升市场份额。

(2)运动生活品类快速增长。根据公司历年年度业绩公司推介，2018-2021年运动生活品类流水分别同比+42%/+52%/+23%/+71%（2014-2017年CAGR为-3%），运动生活品类顺应时下运动时尚潮流，持续高增。2018-2021年，公司运动生活品类收入占比由25%增加18pct至43%。

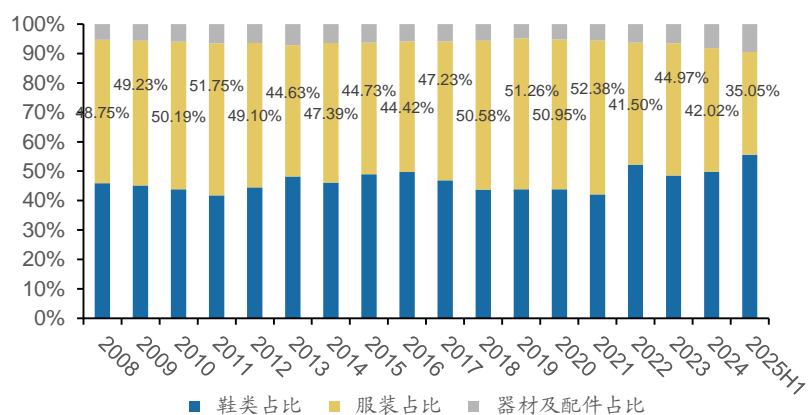
图 29: 分品类收入占比



数据来源：公司历年年度业绩公司推介，广发证券发展研究中心

根据公司财报，2018-2021年公司服装收入占比显著提升，分别为50.58%/51.26%/50.95%/52.38%，是2013-2024年间仅有的4年服装收入占比超过50%的年份。相较于鞋类产品的科技含量更高、功能性更强，服装产品更加时尚。

图 30: 分品类收入占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

**(3) 门店精细化运营+电商高增：**根据财报，2018-2021年，公司营业收入从105.11亿元增长至225.72亿元，归母净利润由7.15亿元增长至40.11亿元，CAGR分别为29.02%/77.66%；净利率由6.81%提升至17.77%；李宁大货门店数量由2018年6344家减少至2021年的5935家，CAGR为-2.20%；电商收入由22.18亿元增长至64.13亿元，CAGR为42.47%。公司业绩持续高增，但大货门店数量呈下降趋势，说明业绩主要来自线下门店店效提升以及电商快速增长。

**(4) 2021年新疆棉事件触发消费者国潮情绪达到顶点。**2021年新疆棉事件，导致海外品牌口碑下滑，李宁承接部分中高端运动品牌市场份额。公司在2021年签约肖战，带动潮流线销量暴增。

**展望未来，我们认为公司有望通过专业运动+奥运周期，借助2028年洛杉矶奥运会，重回业绩顶峰。**

**(1) 李宁顺应专业运动趋势，强调专业科技。**近年来全球运动品牌逐渐呈现聚焦专业运动、回归专业性能的趋势，从战略、产品、渠道到营销全面强调专业运动属性。我们认为其原因主要有：一是消费者**从泛运动**、潮流穿搭消费习惯逐渐转向专业运动、细分产品性能需求，理性化、专业化逐渐成为消费主流。二是专业细分品牌，如On昂跑、Hoka、萨洛蒙等的快速崛起，迫使头部运动品牌加固专业护城河。三是各细分运动场景的快速增长，如越野跑、骑行等，专业产品成为品牌的技术核心壁垒。

**全球头部运动品牌耐克，亦在强调回归专业运动。**2024年10月耐克新CEO Elliott Hill上任以来，推动“Win Now”行动改革，其中一项核心措施即回归专业运动本质，重塑产品创新。

第一，公司拟缩减Air Force 1、Air Jordan 1、Dunk等经典款的发售频率，释放资源用于新品研发；重构跑鞋产品线，推出三大路跑鞋系列，包括回弹缓震(Pegasus)、支撑缓震(Structure)、超强缓震(Vomero)，并发布专业跑鞋Vomero 18、Vaporfly 4等新品。根据公司官网，在跑步方面，公司新品Vomero 18表现强劲，推出仅90多天就成为销售额超1亿美元的系列，FY2025Q4跑步品类整体实现高个位数增长，FY2026将继续通过9-Box鞋类产品线推出新创新；在篮球方面，FY2025女子篮球业务营业收入增长超50%，A'ja Wilson的签名系列及首款球鞋 A-ONE的首发在北美耐克电商平台实现3分钟售罄，未来几个赛季将翻倍供应该鞋款数量，FY2026将从多个维度布局篮球品类；在运动休闲方面，P6000、Vomero 5、Shox等受跑步鞋款风格影响的产品持续保持强势，公司将通过更具针对性的推广方式向新一代消费者重新推出Air Max 95。

第二，推动本土化创新，并发力篮球和女子运动，重启ACG户外品牌，并开设全球首家独立店（北京三里屯），并入Nike Trail，聚焦越野跑/徒步/探险，强调真实场景性能。根据公司官网，公司于2025年3月宣布“Sport Offense（以运动引领）”战略，旗下Nike、Jordan品牌与Converse将融合创新、设计与产品团队，组建一个以运动员为核心的一体化创作引擎，旨在加速科技创新并推动业务增长。

第三，在营销方面从绩效转向品牌建设，减少效果广告，聚焦大型文化事件（如超级

碗广告《So Win》、格莱美Jordan品牌40周年片)。

**(2) 签约中国奥运会，依靠国家队背书，重塑专业品牌形象。**根据公司官方微信公众号,2025年李宁成为2025-2028年中国奥委会体育服装合作伙伴,包括洛杉矶2028年奥运会、米兰-科尔蒂纳丹佩佐2026年冬奥会、爱知-名古屋2026年亚运会、达喀尔2026年青年奥运会、成都2025年世界运动会等十余项国际性赛事。通过签约奥委会,有助于为李宁品牌树立专业背书,提高品牌曝光与品牌影响力。

**(3) 持续打造核心科技,注重专业运动产品。**李宁已构建以底层科技平台驱动的研发体系,包含“碳核芯”、“最速曲线系统”、“超级弭”、“GCU”、“超䨻”、

“极限䨻丝”六大独有创新科技的涵盖中底、大底、鞋面、结构等四大维度的科技平台,覆盖多种运动品类。2025年公司推出超䨻胶囊科技,在超䨻材料基础上,通过结合外层特殊的超分子聚合物研发而成的胶囊形态系统。得益于独特的双重气囊效应,该系统在受压时能够逐步形变储能,回弹时快速释放能量,在超轻量化和瞬时反馈的运动体验上表现卓越。根据公司官方微信公众号引用的测试数据,搭载超䨻胶囊技术的中底材料,在密度只有 $0.1g/cm^3$ 的同时,能量回归率高达95%,回弹响应时间仅3毫秒,且在超过10万次疲劳测试后(相当于经历5场马拉松)形变率仅千分之六,真正实现了行业内“高回弹、快回弹、高耐久”的突破性动态体验。超䨻胶囊科技率先应用在李宁飞电6 ULTRA、飞电6 ELITE和赤兔家族全新鞋款赤兔9 ULTRA上。

图 31: 搭载超䨻胶囊科技的飞电6 ULTRA在全国体育科学大会亮相



数据来源: 公司官方微信公众号, 广发证券发展研究中心

根据公司历年年度业绩公司推介,2021-2024年公司跑步品类持续高增,分别同比+53%/+13%/+40%/+25%,跑步品类收入占比已由2021年的16%提升至2024年的

28%。公司飞电、超轻、赤兔等系列跑鞋覆盖全价位段，专业跑鞋获马拉松选手高度认可，根据公司官方微信公众号，2025年北京马拉松，李宁飞电5 ELITE助力斩获男女双冠，并打破女子赛道记录；90分钟内完赛的半马精英，超61%选择李宁，飞电跑鞋以绝对优势位居穿着率第1名，其中前100名，李宁跑鞋穿着率占比69%。2025年深圳马拉松，飞电6 ELITE助力精英跑者包揽男女前三。

图 32: 李宁飞电5 ELITE助力2025年4月北京马拉松  
斩获男女双冠



数据来源：公司官方微信公众号，广发证券发展研究中心

图 33: 李宁飞电6 ELITE助力2025年12月深圳马拉松  
包揽男女前三



数据来源：公司官方微信公众号，广发证券发展研究中心

(4) 渠道端，推出李宁户外店，有望加强户外系列的破圈和快速增长；推出龙店，与荣耀系列产品相得益彰，有望发挥协同效应，拓展消费者圈层。在签约中国奥委会后，公司持续加大奥运营销宣传和费用投放，首次将中国奥委会商用标记与李宁品牌标志联合应用于荣耀金标鞋服产品。

我们看好公司有望借助2025-2028年奥运营销周期，打造专业运动，提高专业产品科技含量，通过荣耀系列产品及户外实现消费者破圈，拓宽目标消费客群，再次实现品牌和业绩势能持续向上。

## 五、盈利预测和投资建议

### (一) 盈利预测

我们对公司的盈利做出如下假设：

**主营收入：**我们预计2025-2027年公司收入分别达289.29/309.54/333.31亿元，YOY+0.9%/+7.0%/+7.7%。

**(1) 经销：**预计经销渠道侧重经销商运营能力的升级，因此以店效提升为主。我们预计经销收入分别为121.53/128.92/137.02亿元，YOY+0.7%/+6.1%/+6.3%。店均方面，预计25-27年店均分别同比变动+0.0%/5.0%/5.0%。门店方面，预计25-27

年门店分别同比+33/+50/+60家。其中，经销渠道25H1实现收入68.83亿元，YOY+4.4%。

(2) **直营**：预计在2024-2025年连续调整直营门店，关闭低效门店情况下，2026-2027年在公司加大营销投入，强化品牌竞争力下，直营门店店效提升有望成为未来主要增长点。预计直营收入分别为63.31/68.09/73.19亿元，YOY-4.5%/+7.5%/+7.5%。店均方面，预计25-27年分别同比变动+0.0%/+5.0%/+5.0%。门店方面，预计25-27年门店分别同比-59/+30/+30家。其中，直营渠道25H1实现收入33.83亿元，YOY-3.4%。

(3) **电商**：预计2025-2027年公司电商收入分别为87.31/94.29/103.72亿元，YOY+5.0%/+8.0%/+10.0%，公司将持续优化电商平台运营，深化线上营销布局，完善会员服务体系，增加客户粘性。其中，电商2025H1实现收入43.00亿元，YOY+7.4%。

(4) **童装及其他**：预计童装及其他收入分别17.15/18.24/19.39亿元，YOY+3.4%/+6.4%/+6.3%。店均方面，预计25-27年分别同比变动+0.0%/+3.0%/+3.0%。门店方面，预计25-27年童装门店分别同比+50/+50/+50家。

表 11：公司收入拆分

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经销</b>					
收入(百万元)	11,818	12,070	12,153	12,892	13,702
YOY	0.9%	2.1%	0.7%	6.1%	6.3%
店均收入(百万元/年)	2.49	2.50	2.50	2.63	2.76
YOY	3.5%	0.5%	0.0%	5.0%	5.0%
门店数量(家)	4,742	4,820	4,853	4,903	4,963
YOY	-2.5%	1.6%	0.7%	1.0%	1.2%
<b>直营</b>					
收入(百万元)	6,693	6,633	6,331	6,809	7,319
YOY	28.9%	-0.9%	-4.5%	7.5%	7.5%
店均收入(百万元/年)	4.47	5.11	5.11	5.37	5.64
YOY	23.1%	14.5%	0.0%	5.0%	5.0%
门店数量(家)	1,498	1,297	1,238	1,268	1,298
YOY	4.8%	-13.4%	-4.5%	2.4%	2.4%
<b>线上</b>					
收入(百万元)	7,616	8,315	8,731	9,429	10,372
YOY	0.7%	9.2%	5.0%	8.0%	10.0%
<b>童装及其他</b>					
收入(百万元)	1,471	1,658	1,715	1,824	1,939
YOY	10.0%	12.7%	3.4%	6.4%	6.3%
店均收入(百万元/年)	1.03	1.13	1.13	1.16	1.20
YOY	0.7%	9.6%	0.0%	3.0%	3.0%
门店数量(家)	1,428	1,468	1,518	1,568	1,618

YOY	9.2%	2.8%	3.4%	3.3%	3.2%
<b>合计</b>					
收入 (百万元)	<b>27,598</b>	<b>28,676</b>	<b>28,929</b>	<b>30,954</b>	<b>33,331</b>
YOY	<b>7.0%</b>	<b>3.9%</b>	<b>0.9%</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.7%</b>

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

**毛利率：**预计2025-2027年毛利率分别达49.03%/49.22%/49.41%，小幅提升，预计主要系（1）公司注重门店精细化运营，致力提升店效，（2）鞋类收入增速高于服装类，由于鞋类产品科技产量较高、毛利率高，有望提升整体毛利率，（3）公司严控折扣。

**费用率：**我们预计公司费率整体相对稳定，其中预计2025-2027年公司营销费用率分别为33.08%/33.58%/33.58%，分别同比+1.0/+0.5/+0.0pct，主要系公司取得COC赞助权后，预计营销费用投入有所增加；行政管理费用率分别为5.48%/4.88%/4.88%，分别同比+0.5/-0.6/+0.0pct，2025年行政管理费用率增加主要系公司于2025H1确认了凯盛商誉减值7238.7万元；研发费用率分别为2.36%/2.36%/2.36%，保持稳定。

## （二）投资建议

综上，预计公司2025-2027年归母净利润分别为25.93/28.51/31.00亿元，YOY -13.9%/+10.0%/+8.7%；EPS分别为1.00/1.10/1.20元/股。参考可比公司估值，结合公司2025年以来在渠道、营销、产品端的积极变化，看好公司品牌势能和业绩的持续提升，给予公司2026年20倍PE，参考汇率CNY/HKD=0.8879，对应合理价值24.84港元/股，维持“买入”评级。

表 12：可比公司估值（2026年2月20日）

股票简称	股票代码	货币单位	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
安踏体育	02020.HK	HKD	84.00	4.72	5.16	5.75	15.79	14.45	12.95
特步国际	01368.HK	HKD	5.39	0.50	0.55	0.60	9.69	8.80	8.00
361度	01361.HK	HKD	5.55	0.62	0.69	0.77	7.94	7.11	6.39
耐克	NKE.N	USD	65.37	2.18	1.42	2.00	27.78	46.05	32.80

数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

备注：盈利预测为 Wind 一致预期

图 34: 公司PE BAND (元, 倍)



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

## 六、风险提示

### (一) 全球宏观经济下滑的风险

运动鞋服属于可选消费, 若宏观经济持续下滑会直接影响终端消费, 若终端消费持续低迷, 会对整个服装行业产生较大负面影响, 进而影响公司业绩。

### (二) 价格战的风险

近年来由于公共卫生事件、终端消费低迷等因素, 导致海外运动品牌陆续产生清库动作, 对国产运动品牌形成冲击。若终端消费低迷, 各运动品牌为保持品牌规模、收入体量, 不排除会加大终端折扣, 进而产生价格战的风险。

### (三) 库存积压的风险

运动鞋服消费具有一定的季节性, 受天气、终端消费等因素影响, 不排除会产生库存积压的风险。

**资产负债表**

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产合计</b>	<b>13,653</b>	<b>20,528</b>	<b>18,282</b>	<b>20,010</b>	<b>19,964</b>
现金及现金等价物	5,444	7,499	7,588	7,850	8,118
应收账款及票据	1,206	1,005	1,141	1,207	1,307
存货	2,493	2,598	2,585	2,756	2,957
其他	4,510	9,427	6,969	8,198	7,583
<b>非流动资产合计</b>	<b>20,555</b>	<b>15,180</b>	<b>19,077</b>	<b>18,757</b>	<b>20,490</b>
固定资产净值	4,124	4,610	5,705	6,419	7,221
长期投资	12,632	7,486	10,059	8,773	9,416
商誉及无形资产	2,405	1,811	2,038	2,293	2,579
其他	1,394	1,272	1,274	1,273	1,274
<b>资产总额</b>	<b>34,208</b>	<b>35,708</b>	<b>37,359</b>	<b>38,767</b>	<b>40,454</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>7,268</b>	<b>7,586</b>	<b>7,702</b>	<b>7,813</b>	<b>7,950</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款及票据	1,790	1,625	1,740	1,852	1,988
其他	5,479	5,961	5,962	5,961	5,961
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,533</b>	<b>2,019</b>	<b>2,276</b>	<b>2,147</b>	<b>2,147</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,533	2,019	2,276	2,147	2,147
<b>总负债</b>	<b>9,801</b>	<b>9,605</b>	<b>9,977</b>	<b>9,960</b>	<b>10,097</b>
普通股股本	240	236	236	236	236
储备	24,201	25,849	27,146	28,571	30,121
其他	-34	19	0	0	0
归母权益总额	24,407	26,104	27,382	28,807	30,357
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>24,407</b>	<b>26,104</b>	<b>27,382</b>	<b>28,807</b>	<b>30,357</b>
<b>负债及股东权益合计</b>	<b>34,208</b>	<b>35,708</b>	<b>37,359</b>	<b>38,767</b>	<b>40,454</b>

**利润表**

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>主营业务收入</b>	<b>27,598</b>	<b>28,676</b>	<b>28,929</b>	<b>30,954</b>	<b>33,331</b>
营业成本	14,246	14,520	14,744	15,718	16,863
毛利	13,352	14,156	14,185	15,236	16,468
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	9,080	9,199	9,570	10,394	11,192
行政管理费用	1,256	1,428	1,585	1,510	1,626
研发费用	0	676	682	730	786
其他营业费用合计	0	-676	-682	-730	-786
<b>营业利润</b>	<b>3,016</b>	<b>3,529</b>	<b>3,030</b>	<b>3,331</b>	<b>3,649</b>
利息收入	477	430	317	324	335
利息支出	162	157	133	140	147
权益性投资损益	378	256	267	281	295
其他非经营性损益	548	51	18	51	51
除税前利润	4,256	4,110	3,499	3,847	4,184
所得税	1,069	1,097	906	997	1,084
<b>合并净利润</b>	<b>3,187</b>	<b>3,013</b>	<b>2,593</b>	<b>2,851</b>	<b>3,100</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>3,187</b>	<b>3,013</b>	<b>2,593</b>	<b>2,851</b>	<b>3,100</b>

**现金流量表**

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>4,688</b>	<b>5,268</b>	<b>4,396</b>	<b>5,401</b>	<b>6,022</b>
合并净利润	3,187	3,013	2,593	2,851	3,100
折旧与摊销	1,872	1,831	1,890	2,904	3,267
营运资本变动	-31	422	66	-162	-146
其他非经营性调整	-340	3	-152	-192	-199
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2,449</b>	<b>-840</b>	<b>-2,858</b>	<b>-3,573</b>	<b>-4,057</b>
处置固定资产收益	3	10	18	51	51
资本性支出	-1,815	-1,503	-3,211	-3,872	-4,356
投资资产支出	-391	1,882	-190	95	-47
其他	-245	-1,228	524	152	295
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>-4,217</b>	<b>-2,324</b>	<b>-1,448</b>	<b>-1,565</b>	<b>-1,697</b>
长期债权融资	-872	-856	0	0	0
股权融资	7	4	0	0	0
支付股利	-2,175	-1,444	-1,296	-1,425	-1,550
其他	-1,177	-28	-152	-140	-147
<b>现金净增加额</b>	<b>-1,938</b>	<b>2,055</b>	<b>89</b>	<b>262</b>	<b>268</b>
期初现金余额	7,382	5,444	7,499	7,588	7,850
期末现金余额	5,444	7,499	7,588	7,850	8,118

**主要财务比率**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
主营收入增长率	7.0%	3.9%	0.9%	7.0%	7.7%
营业利润增长率	-28.3%	17.0%	-14.1%	9.9%	9.5%
归母净利润增长率	-21.6%	-5.5%	-13.9%	10.0%	8.7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	48.4%	49.4%	49.0%	49.2%	49.4%
净利率	11.5%	10.5%	9.0%	9.2%	9.3%
ROE	13.1%	11.5%	9.5%	9.9%	10.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	28.7%	26.9%	26.7%	25.7%	25.0%
有息负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.9	2.7	2.4	2.6	2.5
利息保障倍数	24.3	24.5	24.9	26.2	27.2
<b>营运能力</b>					
应收账款周转天数	14.5	13.9	14.2	14.0	14.1
存货周转天数	62.2	63.1	63.1	63.1	63.1
应付账款周转天数	42.6	42.3	42.5	42.4	42.4
<b>每股指标</b>					
每股收益	1.21	1.17	1.00	1.10	1.20
每股净资产	9.30	10.10	10.59	11.14	11.74
每股经营现金流	1.79	2.04	1.70	2.09	2.33
<b>估值比率</b>					
PE	15.3	12.5	19.4	17.7	16.3
PB	2.0	1.4	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	7.4	5.3	8.2	6.5	5.8

## 广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：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。

董建芳：高级分析师，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	gfzqyf@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

营业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。