



Research and
Development Center

李宁：奥运东风再起，专业驱动新生

—李宁(2331.HK)公司首次覆盖报告

2026年5月11日

姜文镠

S1500524120004

jiangwenqiang@cindasc.com

刘田田

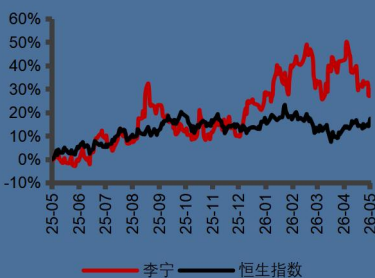
S1500525120001

Liutiantian@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司首次覆盖报告
李宁 (2331. HK)

 投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (港元)	19.44
52 周内股价波动区间 (港元)	23.42-14.42
最近一月涨跌幅 (%)	-10.50%
总股本 (亿股)	25.85
流通 H 股比例 (%)	100%
总市值 (亿人民币)	439.49

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDASECURITIES CO., LTD
 北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
 邮编：100031

李宁：奥运东风再起，专业驱动新生

2026 年 5 月 11 日

报告内容摘要：

核心观点：李宁作为国产运动品牌的领军者，正站在新一轮成长周期的起点。公司凭借“专业运动驱动、品牌势能回升、渠道与供应链共振”的三重动力，有望在行业分化中持续扩大优势。2025 年时隔 20 年重返中国奥委会官方合作伙伴，伴随奥运周期到来与核心品类技术突破，未来收入与盈利能力有望稳步提升，估值具备提升空间。

李宁公司是中国运动品牌持续成长与转型升级的典型代表，坚持“单品牌、多品类、多渠道”战略。李宁公司是中国运动品牌持续成长与转型升级的典型代表。自 1990 年创立以来，李宁始终站在国产运动品牌发展的前沿。站在 2026 年时点，我们认为公司已度过调整期，正迎来新一轮增长窗口：回顾 2022-2025 年，公司净利润经历了下滑，但是下滑幅度逐渐收窄，这一阶段为品牌从爆发式增长进入平稳调整期；展望未来几年，李宁将依托奥运资源，在科技创新、渠道店型突破和效率提升持续发力，力争在新周期中实现新一轮突破。公司股权结构集中，创始人李宁及家族成员合计持股比例高，控制权稳固；联席 CEO 钱炜凭借优衣库供应链及零售管理经验，推动运营效率持续提升。

行业景气：运动服饰是服装行业中表现最好的类别。2024 年中国户外运动服饰行业规模 4123.7 亿元，2025-2029 年 CAGR 接近 5%，远高于其他品类。其中户外服装/鞋履 2024-2029 年五年 CAGR 预计分别达 9.6%和 9.2%。2024 年行业 CR5 为 64.3%，国产品牌份额持续提升，龙头企业通过持续加大研发投入构建护城河，马太效应强化。

李宁公司核心竞争力，公司有望实现超越行业的成长：

产品力硬核：公司重研发投入，近十年累计研发投入超 41.5 亿元，“黑科技平台”六年内完成四次重大突破。公司聚焦跑步、篮球等六大核心品类，跑鞋品类表现突出，2025 年零售流水同比增长 10%，占比 31%成为第一大品类，专业跑鞋销量突破 2600 万双。

品牌势能再提升：2025 年公司重返中国奥委会官方合作伙伴（2025-2028 年），深度绑定跳水、乒乓、射击三支“金牌梦之队”。构建覆盖国家队、CBA、顶级运动员的全方位营销矩阵，通过签约肖战为全球代言人、跨界联名等多元化手段触达年轻客群，品牌溢价能力强。

渠道精细化管理：战略重心从规模扩张转向质量优先，截至 2025 年底门店总数 7609 家。大店 1455 家，九代店超 1834 家，平均月店效约 30 万元。奥莱渠道持续推进，创新店型“龙店”与“户外店”成为新增长极。

供应链升级：完成全国五大智慧物流中心布局和升级，总仓储面积 45 万平方米，年订单处理能力 2 亿单。柔性供应实现快速上新，保证销售新品占比以及库存周转天数维持领先水平。

盈利预测与评级：预计公司 2026-2028 年归母净利润为 32.24/36.07/40.47 亿元，对应 PE 分别为 13.53X、12.09X、10.78X。综合 PE 与 PEG 双重估值维度，李宁目前 PE 估值高于行业源于奥运红利独占、科技壁垒深厚及增长

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>2

确定性, PEG 估值低于行业平均及主要可比公司, 估值与成长性匹配度较优。我们认为李宁处奥运投入期和红利期, 中长期业绩增速具备优势。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 下游需求疲软风险; 渠道优化不及预期风险; 行业竞争加剧风险; 库存管理风险。

重要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	29598	32566	35116	37585
增长率 YoY %	3%	10%	8%	7%
归属母公司净利润(百万元)	2936	3224	3607	4047
增长率 YoY%	-3%	10%	12%	12%
EPS(摊薄)(元)	1.14	1.25	1.40	1.57
市盈率 P/E(倍)	14.22	13.53	12.09	10.78

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 5 月 8 日收盘价

目录

投资聚焦	6
1. 曲折发展，迎来新生	6
1.1 公司概况：国产运动品牌的持续成长	6
1.2 财务分析：盈利曲折向上稳健，产品与渠道共振	8
1.3 公司治理：股权结构稳健，员工激励充分	10
2. 运动行业方兴未艾	11
2.1 户外运动：产品驱动景气成长	11
2.2 运动行业集中度高，国产品牌持续提升份额	12
3. 产品力和品牌力强势，构成核心竞争力	13
3.1 产品：立足专业运动，聚焦核心品类	14
3.2 品牌：重回中国奥委会，品牌提升正当时	18
4. 渠道升级与供应链建设共振	20
4.1 渠道创新与精细化管理并行	20
4.2 以业务需求为导向的供应链管理	24
5. 盈利预测与投资评级	25
5.1 盈利预测	25
5.2 投资评级	27
6. 风险提示	28

图目录

图 1: 李宁发展与行业发展	6
图 2: 李宁近 20 年收入及增速	8
图 3: 李宁近 20 年利润及增速	8
图 4: 李宁近 20 年毛利率和净利率变动	9
图 5: 李宁按品类增长情况 (单位: 百万元; yoy 右轴)	9
图 6: 李宁按渠道增长情况 (单位: 百万元; yoy 右轴)	9
图 7: 李宁公司净利润和经营净现金流状况 (单位: 亿元)	10
图 8: 李宁近年来分红有所提升	10
图 9: 李宁主要股东持股情况	10
图 10: 部分董事及高管信息	10
图 11: 中国运动服饰行业规模及增速	11
图 12: 中国运动服饰各细分品类预计增速, 户外服装扩容最快 (单位: 亿元)	11
图 13: 中国运动鞋各品类增速, 户外鞋扩容最快 (单位: 亿元)	12
图 14: 中国运动服饰前十品牌市场份额变化	13
图 15: 安踏体育广宣费用和研发费用情况 (亿元)	13
图 16: 李宁广宣费用和研发费用情况 (亿元)	13
图 17: 李宁聚焦核心品类	14
图 18: 核心品类流水增速	14
图 19: 李宁产品的科技名称及功能	15
图 20: 主要品牌的产品矩阵	16
图 21: 李宁跑鞋近几年发展情况	17
图 22: 国产运动品牌营销资源对比	18
图 23: 李宁毛利率优于同行 (单位: %)	20
图 24: 李宁鞋品占比提升	20
图 25: 李宁与其他品牌天猫旗舰店畅销款产品价格对比	20
图 26: 李宁核心品牌门店数和李宁 YOUNG 门店数	21
图 27: 李宁核心品牌批发门店数和直营门店数	21
图 28: 李宁单店收入贡献提升明显 (单位: 万元/店)	21
图 29: 李宁大店形象	22
图 30: 李宁奥莱店形象	22
图 31: 李宁“龙店”形象	22
图 32: 李宁金标产品	22
图 33: 李宁“户外店”形象	23
图 34: 李宁户外产品	23
图 35: 李宁库存周转周期	23
图 36: 李宁渠道库存结构	23
图 37: 李宁电商收入及占比 (单位: 亿元)	24
图 38: 李宁华东智慧物流中心	25
图 39: 李宁流水口径产品中新品占比	25

图 40: 李宁公司库存结构	25
图 41: 李宁收入预测	26
图 42: 可比公司估值对比	27

投资聚焦

在全球经济增速放缓、地区面临贸易争端的背景下，运动服饰行业仍然以较强的增速蓬勃发展，尤其是国内运动服饰市场。李宁处于服饰行业的景气赛道，凭借产品、品牌方面的优势，加上有效的零售导向措施，李宁有能力于同业中脱颖而出，在快速变化的行业中增加市场份额。

运动品牌沿着渠道→产品→品牌的路径三维升级，领先品牌的优势持续扩大，行业分化将越发明显。目前李宁在产品、品牌方面已积累了优势，渠道、供应链近年持续突破，成为持续增长动力的关键。

1.曲折发展，迎来新生

1.1 公司概况：国产运动品牌的持续成长

李宁公司是中国运动品牌持续成长与转型升级的典型代表。自1990年创立以来，李宁始终站在国产运动品牌发展的前沿，见证并参与了行业从起步到繁荣、从调整再到高质量发展的完整历程。经过三十余年的深耕，李宁已从单一的体育用品制造商，成长为集专业运动、运动时尚、高端户外于一体的综合性体育用品集团。公司坚持“单品牌、多品类、多渠道”战略，通过持续的产品创新、科技研发和国潮文化融合，不断突破国产运动品牌的价格天花板与品牌认知边界。2025年，李宁营收约296亿元，居国产运动品牌前列，展现出强劲的增长韧性与品牌生命力，持续引领着中国运动品牌的向上跃迁。

图 1: 李宁发展与行业发展

阶段	李宁	耐克	阿迪达斯	其他品牌
1983-2000 崛起	1990年创立，凭借创始人李宁的奥运冠军光环和先发优势，快速确立了领先地位。	通过签约迈克尔·乔丹等顶级体育明星和创新的广告营销，在1980年代超越阿迪达斯成为全球销售第一的运动品牌。	20世纪80-90年代，因错判慢跑风潮、管理僵化而陷入品牌危机，1993年经历管理层重组与战略调整后成功上市，品牌形象向年轻时尚化转变。	
2001-2010 繁荣	迎来十年黄金发展期，2004年在香港联交所主板上市。2006年，李宁品牌成为第一个出现在NBA赛场上的中国体育品牌。	2003年收购竞争对手匡威（CONVERSE），巩固其在篮球及休闲领域的领导地位。持续在全球市场扩张，维护行业第一位置。	2006年以38亿美元收购竞争对手锐步（Reebok），旨在提升在美国市场份额并与耐克抗衡。加速在亚太区（尤其是中国）的发展。	PUMA: 未能有效应对耐克和阿迪达斯的专业运动+时尚化双重攻势，2007年，被开云集团收购。 Lululemon: 2007年上市，以瑜伽裤切入市场，开始其高速增长之路。
2011-2014 危机	2010年品牌重塑（换标、提价）失败，疏远了核心消费群。全行业库存危机爆发，公司陷入财务困境，2012年引入战略投资者TPG，开启以“渠道复兴”为核心的零售模式改革。	持续通过数字化渠道建设和品牌营销保持领先地位，份额持续提升。	错判2008年北京奥运会形势（尽管是官方合作伙伴），因对中国市场预期过高导致库存压力巨大，在华业务一度受挫。	PUMA: 业绩持续低迷，2013-2014年深陷出售传闻。 Lululemon: 在此期间保持高速增长。
2015-2020 年复苏	2014年底，创始人李宁回归担任代理CEO，全面升级零售模式，公司扭亏为盈，业绩逐步	持续通过数字化渠道建设和品牌营销保持领先地位，份额持续提升。	2015年提出“立新”（Creating the New）战略，聚焦足球、跑步等核心品类，并凭借与Kanye	PUMA: 2014年底与蕾哈娜（Rihanna）合作，凭借跨界营销业绩表现亮眼。

	复苏。2018 年李宁参加纽约时装周、巴黎时装周，7 月份签约韦德，公司品牌势能极大复苏。		West 合作等时尚化策略，实现连续数年高增长。	Lululemon: 经历了增速下挫，和产品创新后的复苏。
2020-至今 成长新周期	2020-2024 年经历波动：前期受益"国潮"热度，实现跨越式增长，盈利能力提升；此后增速放缓，进入平稳调整阶段。2025 年开启新征程，时隔多年再次成为中国奥委会合作伙伴，借助顶级赛事推动品牌势能再发力。	耐克 (Nike)：2020-2024 (波动与战略摇摆) 耐克经历先扬后抑。疫情后虽一度反弹，但此后过度聚焦 DTC 而疏远批发伙伴，加之复古系列审美疲劳，增长陷入停滞。面对营收疲软，耐克反思战略失误，近期着手修复渠道关系并重拾产品创新，试图走出迷途。	阿迪达斯 (Adidas)：2020-2024 (低谷与艰难修复) 阿迪达斯在波折中前行。因终止 Yeezy 合作导致核心产品断崖，叠加全球市场竞争压力，业绩一度深陷低谷。2024 年成为转折点：通过推出 Samba 等复古爆款并修复核心市场关系，成功走出 Yeezy 阴影，迎来业绩回暖信号。	其他国际品牌：挑战者崛起在巨头调整之际，昂跑、Hoka 等细分赛道品牌借势爆发。凭借技术性能与时尚营销，它们抢占专业跑步与户外风口，持续蚕食传统巨头份额。

资料来源：李宁官网，《财务与会计》，中国皮革网，新京报，新浪新闻，新浪财经，Statista，懒熊体育，澎湃新闻，中国服装协会，新浪体育，每日经济新闻，Sneakerpedia，界面新闻，亿欧产业，同花顺，腾讯网，信达证券研发中心

1. 崛起 (1990-2000)：行业先行者，奠定领跑地位

李宁公司成立于 1990 年，凭借创始人李宁的奥运冠军光环和先发优势，率先在国产运动品牌中建立品牌认知。与此同时，晋江鞋企开始从代工转向自主品牌，如匹克在 1991 年通过赞助八一男篮打响名号，国产运动品牌逐渐涌现。至 2001 年，李宁营收达 7.35 亿元，在国内市场仅次于耐克、阿迪达斯等国际品牌，稳居本土品牌领跑者。

2. 繁荣 (2001-2010)：黄金十年，登顶国内第一

受益于北京申奥成功，中国运动服饰行业高速发展。李宁于 2004 年率先在香港上市，并持续扩张渠道，2009 年在中国市场超越阿迪达斯，2010 年营收达到巅峰 94.78 亿元，成为国内运动品牌第二（仅次于耐克）。然而繁荣背后隐忧初现：渠道和供应链管理效率低于竞争对手，净利润从 2007 年起被安踏反超，2010 年安踏以 74 亿元营收实现 15.5 亿元归母净利润，而李宁 94.8 亿元营收仅获 11.08 亿元归母净利润，成本控制问题凸显。

3. 危机 (2011-2014)：库存危机爆发，深度改革转型

全行业库存危机袭来，李宁陷入连续亏损。2012 年引入战略投资者 TPG，推动批发向零售模式转型：斥资十几亿元回购库存、关闭低效门店、增加直营比例、缩短产品周期。改革虽短期造成财务亏损，但运营效率中应收、流动资产周转率等指标逐步回升，为后续复苏奠定基础。

4. 复苏与稳健增长 (2015-2019)：李宁回归，补短板见成效

2014 年底李宁本人回归担任代理 CEO，带领公司聚焦产品与零售管理。2015 年扭亏为盈，营收增速维持稳健。2018 年李宁参加纽约时装周、巴黎时装周，7 月份签约韦德，公司品牌势能极大复苏。此后几年，通过补齐渠道和供应链短板，李宁在行业洗牌中精进自身规模和利润，持续提升市场份额，为下一轮爆发积蓄势能。

5. 国潮红利与调整 (2020-2024)：爆发式增长后步入平稳期

2020-2021 年，受益于国潮热度和新疆棉事件，李宁迎来高光时刻：2021 年营收 225.72 亿元，同比大增 56%，净利润 40.11 亿元，暴增 136%。但随着国潮热度消退及消费环境变化，2022 年起增速明显放缓，2022-2024 年营收增速降速，扣非净利润连续下滑。这一阶段标志着品牌从爆发式增长进入平稳调整期。

6. 新周期（2025-）：重返中国奥委会合作伙伴，品牌势能再发力

2025年，李宁时隔多年重新成为中国奥委会官方合作伙伴，借助顶级体育赛事再度提升品牌势能与国际影响力。此次合作不仅强化了李宁的专业运动形象，更在平稳期后注入新的增长动力，开启品牌发展新篇章。未来，李宁将依托奥运资源，在科技创新、渠道店型突破和效率提升持续发力，力争在新周期中实现新一轮突破。

1.2 财务分析：盈利曲折向上稳健，产品与渠道共振

李宁公司过去二十年的财务表现完整呈现了本土运动品牌“崛起—危机—复苏—调整”的发展周期。品牌升级与渠道扩张是业绩的核心驱动力。

收入层面上，李宁的收入规模除2011年-2013年收入为负增长，其余阶段均实现了增长。增速最快的两个阶段为2004年至2008年，平均增速达到28.8%，以及2018年-2021年，平均增速达到27.7%。

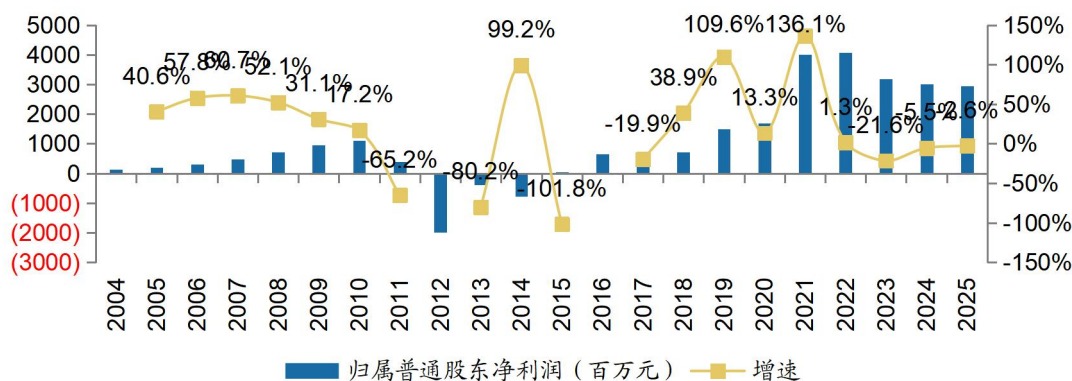
净利润层面上，公司在2012-2014年经历了连续三年亏损，2018-2021年为快速增长阶段，归母净利润从7.15亿元增长到40.11亿元，复合增速达到78%。

图 2：李宁近 20 年收入及增速



资料来源：同花顺、信达证券研发中心

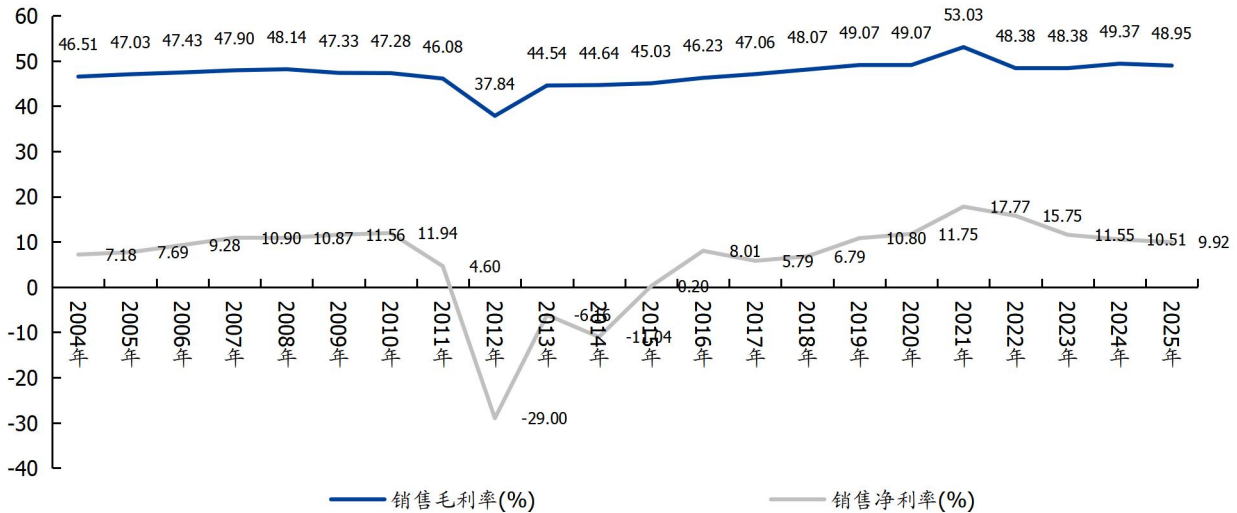
图 3：李宁近 20 年利润及增速



资料来源：同花顺、信达证券研发中心

盈利结构：毛利率稳态+净利率近两年承压。公司成功实现从“制造驱动”向“品牌驱动”转型，毛利率提升至近年50%左右，甚至在2021年突破49%达到53.03%。但2021-2025年净利润率由18%降至10%，主要系市场竞争加剧及渠道扩张带来的成本压力。当前公司正处于高速增长向高质量发展过渡的关键节点，品牌溢价维持与运营效率优化将成为未来财务表现的核心变量。

图 4: 李宁近 20 年毛利率和净利率变动



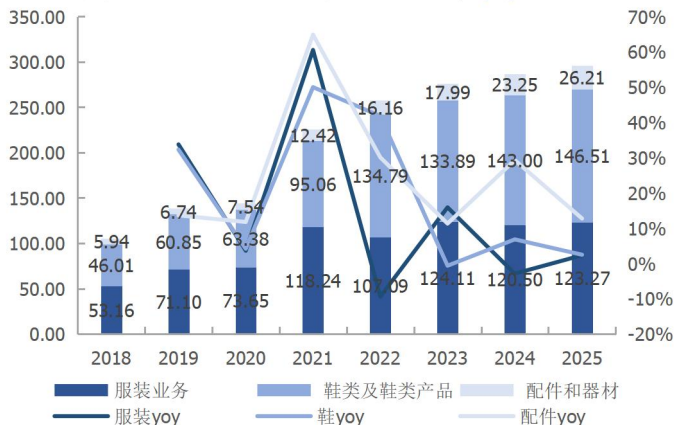
资料来源: Wind、信达证券研发中心

业务拆析, 分品类鞋是核心, 分渠道全渠道增长。

产品业务: 2018 至 2025 年, 李宁鞋类业务已取代服装成为核心增长引擎, 收入从 46.01 亿元增至 146.51 亿元, 2025 年规模超出服装约 23.2 亿元, 占总收入近 49%。服装业务在 2021 年冲高后进入调整期, 2025 年微增 2% 至 123.27 亿元; 配件业务则快速增长, 2025 年同比大增 13% 至 26.21 亿元。整体收入结构由服装驱动转向鞋类主导、配件跟进的均衡格局。

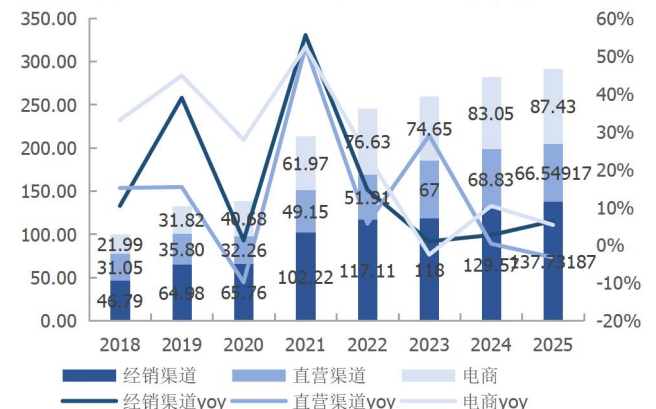
渠道结构: 2018 至 2025 年, 李宁渠道结构更趋均衡: 经销渠道仍为收入主力 (2025 年占比 46.5%), 但增速自 2021 年后放缓; 电商表现最稳健, 收入占比从 22% 提升至 29.5%, 成为核心增长引擎; 直营渠道占比约 22.5%, 主要承担品牌形象塑造功能, 收入波动较大。整体呈现经销稳盘、电商驱动、直营调结构的良性格局。

图 5: 李宁按品类增长情况 (单位: 百万元; yoy 右轴)



资料来源: 同花顺, 信达证券研发中心

图 6: 李宁按渠道增长情况 (单位: 百万元; yoy 右轴)



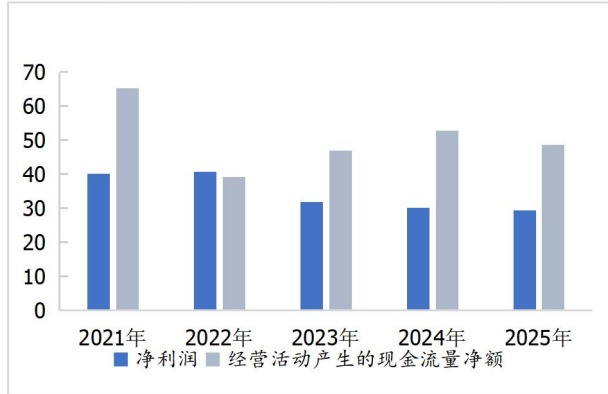
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

现金流与分红方面, 公司现金流历来稳健, 近年来提升分红重视股东回报。

公司经营现金流稳健, 与利润匹配度高。 近五年李宁净现金流表现出优于净利润的水平, 2025 年全年实现经营性现金流 48.52 亿元人民币, 同比-7.9%, 仍保持健康, 反映运营效率提升。

李宁近 5 年分红比例呈现提升状态，重视股东回报。公司 25 年期股息+中期派息，对应的全年分红率约 50%，近两年维持在约 50%左右稳定派息水平。

图 7: 李宁公司净利润和经营净现金流状况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8: 李宁近年来分红有所提升

年份	股息率 (%)	股利支付率 (%)	每股股利 (元)
2020年	0.47	30.40%	0.25
2021年	0.63	28.70%	0.53
2022年	0.75	29.10%	0.51
2023年	2.87	44.50%	0.6
2024年	3.88	50.90%	0.64
2025年	3.39	47.84%	0.63

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.3 公司治理: 股权结构稳健, 员工激励充分

股权结构集中, 创始人控制权稳固。公司的最终控制权归属于创始人李宁及其家族成员, 主要通过非凡领越有限公司 (Viva China Development Limited) 等控股平台实现对上市公司的控制。截至 2025 年 12 月 31 日, 李宁、李麒麟、李进三人构成一致行动人关系, 三人合计直接或间接控制股份占总股本高, 公司股权结构较为集中, 保证战略决策的稳定性与长期性。

图 9: 李宁主要股东持股情况

股东姓名/名称	身份	所持股份数目	相关股份数目	合计	占已发行股份总数的百分比
李宁	个人权益及受控制公司之权益	373, 205, 696	9, 708, 820	382, 914, 516	14.81%
李麒麟	个人权益及酌情信托受益人	369, 913, 473	2, 572, 840	372, 486, 313	14.41%
李进	受控制公司之权益	368, 779, 543	-	368, 779, 543	14.27%
非凡领越有限公司	受控制公司之权益	368, 779, 543	-	368, 779, 543	14.27%
	投资经理	132, 377, 338	-	132, 377, 338	5.12%
JPMorgan Chase & Co.	投资经理	37, 637, 439	-	37, 637, 439	1.45%
ARGA Investment Management, LP	投资经理	130, 243, 500	-	130, 243, 500	5.04%

资料来源: 公司公告 (2025 年报)、信达证券研发中心

管理层优势互补, 运营效率持续提升。公司主要管理层均深耕体育用品行业多年, 对行业上下游把控能力强。创始人李宁作为品牌灵魂人物, 负责总体战略与品牌方向; 联席 CEO 钱炜凭借在优衣库积累的供应链、零售管理经验, 与现有团队形成优势互补, 推动集团运营效率提升。

图 10: 部分董事及高管信息

姓名	职务	主要工作经历
李宁	执行主席、联邦行政总裁、执行董事	著名体操运动员, 1982 年世锦赛 6 金, 1984 年奥运会 3 金 2 银 1 铜, 获“体操王子”。曾任国际奥委会委员、国际体联技术委员, 现任国际体联理事长。世界体育记者协会会员。
高坂武史	执行董事、联席行政总裁	日籍华人, 原名钱炜。1996 年加入迅销, 曾任韩国优衣库 CEO、中国优衣库副总经理及 COO, 在供应链及零售管理方面经验丰富, 拥有超 21 年中国市场管理经验。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>10

赵东升	副总裁、首席财务官	快消品行业 26 年经验，曾任可口可乐（中国）执行董事、总经理。正高级会计师，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。
洪玉儒	副总裁、首席运营官	1990 年加入，拥有超 20 年多国市场营销经验，曾任多个知名品牌营销总监，业内公认营销专家，获多项营销奖项。
金翟宣	副总裁、首席运营官	家居服装行业 22 年零售综合管理经验，曾在知名跨国及本土企业任零售高级管理职务，负责终端运营、商品计划及供应链。中国科学技术大学硕士。
王楠	副总裁	快消和体育用品销售领域 19 年经验，曾任国际知名体育用品品牌高级管理职务。北京工业大学学士，法国诺欧商学院硕士。
冯晔	副总裁	互联网和电子商务领域 21 年经验，曾任多家知名互联网公司，负责电商、新零售及户外产品设计管理。上海海运学院电子信息工程学士。

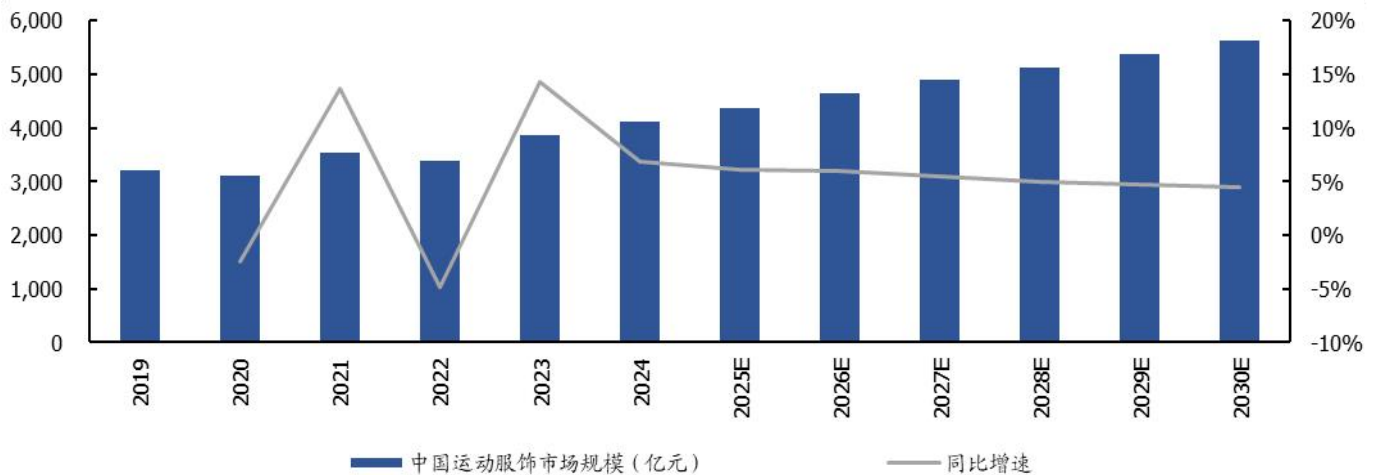
资料来源：公司公告（2025 年年报）、信达证券研发中心

2. 运动行业方兴未艾

2.1 户外运动：产品驱动景气成长

运动服装仍是表现最好的服装类别。欧睿数据显示，2024 年中国户外运动服饰行业规模为 4123.7 亿元人民币，2025-2029 年 CAGR 接近 5%，高于男装、女装和家纺用品的复合增速。运动服饰行业的主要发展驱动为疫情催化以及情绪消费的崛起，需求端扩容与品类替代逻辑共振，打开中长期增长空间。未来运动鞋服行业的三重驱动：1) 用户圈层破圈：需求端户外运动参与度持续提升，滑雪、户外越野等原小众运动持续破圈；2) 供给端产品性能升级：技术迭代与品质提升强化复购粘性；3) 场景边界外延：从专业登山至城市通勤、露营社交等多元场景渗透，释放增量潜力。随着“户外”概念泛化，功能性优势使其对运动休闲服饰的替代效应显现，持续分流市场份额，赛道成长性凸显。

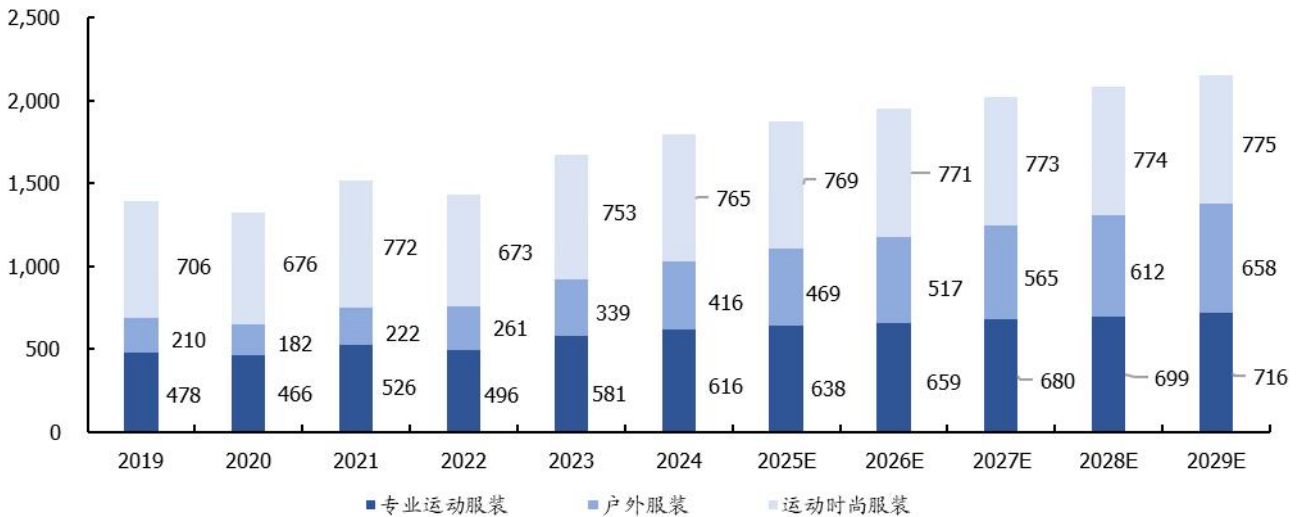
图 11：中国运动服饰行业规模及增速



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

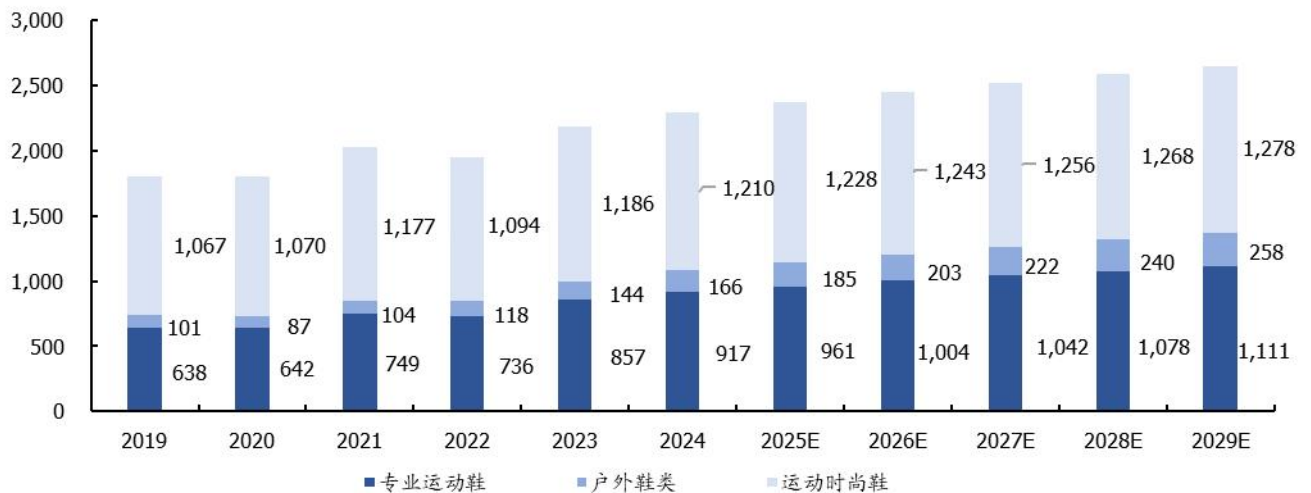
运动户外：产品创新驱动增长，功能性细分趋势强化。1) 需求端：消费场景从日常向户外和专业运动延伸，功能性诉求细分多元，户外品类、专业运动增速领跑。欧睿数据预计，2025-2029 年运动服 CAGR 3.2%，运动鞋 CAGR 2.9%，但其中户外服装 CAGR 9.6%，户外鞋的 CAGR 9.2%，维持景气增速；2) 供给端：龙头公司持续升级鞋类功能、服装面料创新，展望 2026 年，产品创新仍是争夺市场份额的关键。

图 12：中国运动服饰各细分品类预计增速，户外服装扩容最快（单位：亿元）



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 13：中国运动鞋各品类增速，户外鞋扩容最快（单位：亿元）



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

2.2 运动行业集中度高，国产品牌持续提升份额

欧睿数据显示，2025 年中国运动服饰行业 top5 分别为 Nike、安踏集团、李宁、Adidas、特步国际，CR5 为 49.70%，行业集中度高。从格局变化看，国际品牌市场份额有所下降，国产品牌份额提升，但国际品牌和国产品牌的竞争持续存在。

国际巨头：守势中的渠道调整

根据欧睿数据，Nike、Adidas 仍稳居 2025 年品牌份额前三，但面临本土品牌激烈挑战。两大巨头均处于战略调整期，传统经销模式承压，正加速向 DTC（直接面向消费者）转型，并通过奥特莱斯渠道清理库存、触达价格敏感客群。值得注意的是，国际品牌开始效仿本土竞争对手的打法。Lululemon 于 2025 年在苏州开设奥莱门店，以现代设计+全品类陈列重塑折扣渠道形象，标志着奥莱从清货渠道升级为品牌体验前沿阵地。

本土龙头：多品牌战略与专业化深耕

李宁采取差异化路径：一方面以概念店试水单品类专业零售，另一方面通过国潮设

计与文化营销巩固年轻客群。其渠道策略更侧重体验式零售与直播电商，在下沉市场通过高性价比产品渗透。

安踏集团通过“单聚焦、多品牌、全球化”战略构建护城河：主品牌安踏定位大众专业运动，FILA 深耕高端时尚运动，亚玛芬体育（Amer Sports）旗下始祖鸟、萨洛蒙抢占高端户外市场。2025 年安踏完成收购德国户外品牌狼爪（Jack Wolfskin），补充中端户外技术矩阵，形成始祖鸟（高端）+狼爪（中端）+安踏（大众）的户外全价格带覆盖，强化在徒步、骑行等细分场景的竞争力。

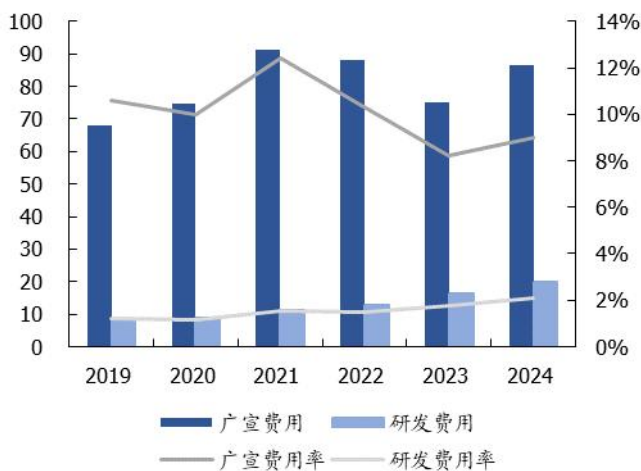
图 14：中国运动服饰前十品牌市场份额变化

品牌	2020	2021	2022	2023	2024	2025
耐克	20.1	18.1	17.5	16.8	15.1	12.9
安踏	8.6	9.8	10.8	10.5	10.7	10.6
阿迪达斯	16.6	15	9.8	9	9.3	9.5
李宁	6.9	9.4	10.7	10.5	9.8	9.4
FILA	6.5	6.9	7.2	7.3	7.3	7.3
特步	4.6	5	6.1	6.2	6.2	6.1
361 度	2.7	2.7	3.3	3.5	3.8	4
lululemon	0.8	1.1	1.4	1.9	2.6	3
Skechers	4	4.4	4	4	3.6	2.9
Jordan	4.5	4.3	4.5	4.5	3.7	2.7

资料来源：欧睿、信达证券研发中心

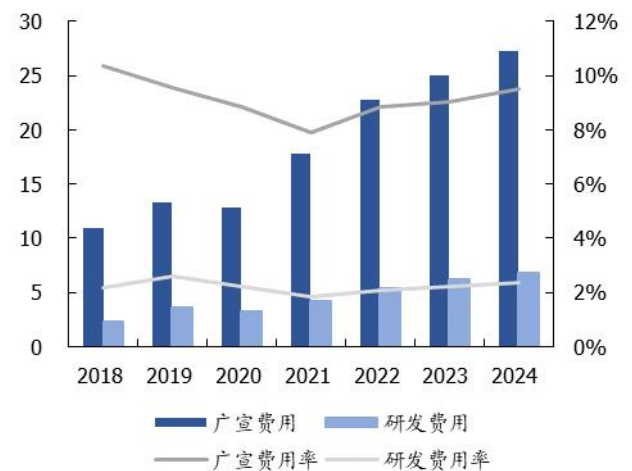
科技研发投入，助力龙头护城河持续深化，强者恒强。运动参与度的提升和消费者对专业性的要求提升，使得具备技术壁垒的头部品牌市场份额将持续提升，行业马太效应强化。规模效应下，渠道资源、研发能力及品牌烙印三大护城河持续加固，后进者突围难度加大。除了产品，营销端龙头卡位稀缺资源：龙头凭借资金实力抢占顶级赛事与头部明星资源，品牌势能正向循环放大。以安踏体育、李宁为例，安踏体育 2024 年广宣费用和研发费用分别为 63.74 亿元、19.91 亿元，李宁 2024 年广宣费用和研发费用分别为 27.21 亿元、6.76 亿元，投入规模远超行业其他公司以及非运动服饰公司。

图 15：安踏体育广宣费用和研发费用情况（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 16：李宁广宣费用和研发费用情况（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

3. 产品力和品牌力强势，构成核心竞争力

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>13

李宁自成立之初，便确立了以自主研发驱动品牌的道路，生产环节虽实行外包，但高度重视原创技术与设计。品牌力方面，虽经历波折，但是公司凭借深耕专业产品，以及借势国潮和各种赛事营销，实现了品牌力的积累和提升。

2025 年开始，李宁的“产品力”与“品牌力”将进入一轮收获期。

产品力方面，在研发投入上，公司近十年累计研发投入超过 **41.5 亿元**。这一持续积累推动了专业品类的快速增长，在跑鞋品类上表现最为明显：2024 年公司推出的“超䨻”科技已广泛应用于新品，并获得市场积极反馈。

品牌势能在顶级资源加持下持续跃升。虽经历品牌定位曲折，2023 年李宁多次强调对专业运动的重视。赛事赞助方面，李宁于 2025 年重获 2025-2028 年中国奥委会官方合作伙伴权益，再次强化其与中国体育荣耀的深度绑定。借助中国奥委会赞助之势头，2025 年底，李宁在北京三里屯推出全球首家“龙店”，并发布融合专业科技与极简设计的“荣耀金标”系列，进一步拓展通勤、商务等多元化场景，契合城市中产需求。我们认为重回中国奥委会官方合作伙伴是公司新一轮品牌势能提升的开始。

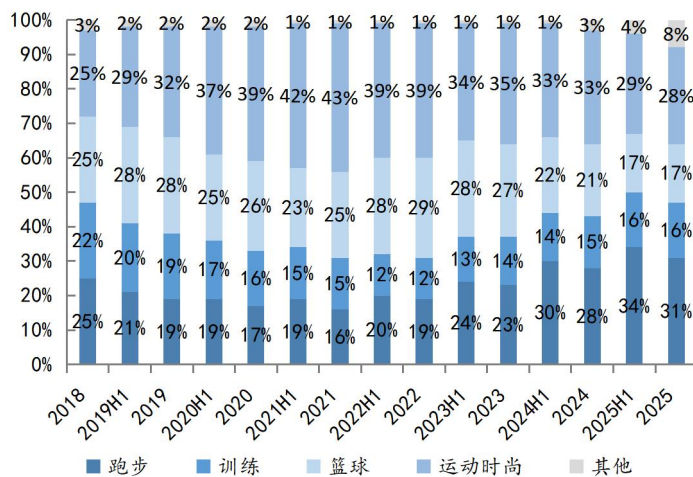
3.1 产品：立足专业运动，聚焦核心品类

1、聚焦核心品类，提升李宁产品力

面对市场变化，李宁明确提出“单品牌、多品类、多渠道”核心战略，强调回归专业运动本质。从品类看，公司聚焦六大核心品类，提升产品竞争力。产品方面，公司继续以包括篮球、跑步、训练、羽毛球、乒乓球以及运动时尚在内的五大品类为核心，非核心的零售流水占比逐年下滑。李宁的内核是专业运动品牌，在产品同质化的行业背景下，李宁聚焦五大核心品类，能更高效地提升产品的竞争力，扩大李宁在这些品类上的优势。

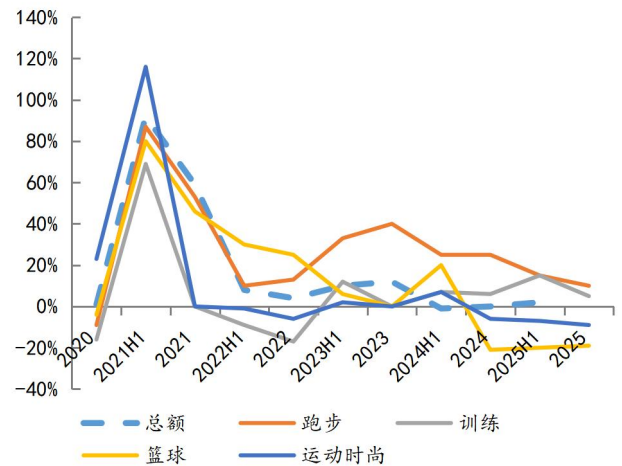
从品类占比看：2025 年，跑鞋为第一大品类，跑鞋、篮球、综训、运动时尚占比分别为 31%、16%、17%、28%，其他品类占比为 8%，其他品类包括户外。从增速看：2025 年跑鞋增速为 10%，为近年来增速最快的品类，篮球品类近两年承压，2025 年的增速分别为 -19%和-9%。

图 17：李宁聚焦核心品类



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

图 18：核心品类流水增速



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

2、掌握独家科技，产品技术含量高

目前，李宁集团在鞋科技领域，已拥有碳核芯、最速曲线系统、李宁弭、超䨻、GCU、极限䨻丝六大独有科技，已构建包含中底、大底、鞋面、结构等四大维度的鞋科技平台，覆盖多种运动品类。

2019年：䨻科技横空出世

2019年9月，李宁推出自主研发的中底科技——“李宁䨻”轻弹科技，采用超临界发泡技术，材料密度仅 $0.11\text{g}/\text{cm}^3$ ，能量回馈率高达80%，打破了国际品牌长期垄断中底材料技术的局面。同年推出基于䨻科技的第一双国产碳板跑鞋飞电 elite，改写了顶级竞速类产品被国际品牌垄断的市场格局。

2020-2023年：科技平台持续扩展

2022年将䨻材料应用于鞋面，推出兼具轻量、弹韧、透气的科技䨻丝科技，实现面底一体化。

2024年：超䨻科技发布，平台化蜕变

2024年11月，李宁发布全新中底科技“超䨻”，开创性提出“弹轻比”概念（能量回归率与密度的比值）。超䨻材料能量回归率高达89%，密度低至 $0.07\text{g}/\text{cm}^3$ ，弹轻比达1271.42，创造了超临界发泡材料的性能巅峰。经过4万次动态压缩测试后变形量仅0.74%，远低于传统EVA材料的20%。

至此，李宁䨻科技平台在6年内完成4次重大突破，实现了从“单一技术”到“四大科技”（䨻中底、䨻丝鞋面、极限䨻丝、超䨻）并行的平台化蜕变。

图 19: 李宁产品的科技名称及功能

品类	类别	科技名称	功能描述及量化指标
鞋产品	鞋面科技	䨻丝科技	以超细高性能纤维制成，相比普通纱线，重量降低30%，透气性提升35%，同时提供强韧的包裹和支撑，耐用性更高
		极限䨻丝	䨻丝科技的升级版，在轻量、强韧和透气基础上，追求极致的强度与韧性表现，应用于顶级竞速产品
	中底科技	䨻科技	高性能超临界流体发泡材料（PEBA等），提供轻量、高回弹（能量回馈>80%）和高耐久的性能平衡
		超䨻	新一代超临界发泡材料。能量回归率高达89%，材料密度低至 $0.07\text{g}/\text{cm}^3$ ，弹轻比卓越。经4万次动态压缩测试（相当于2场马拉松强度）后，变形量仅0.74%
		碳核芯结构助力系统	嵌入中底的碳纤维板结构，通过优化形状和刚性，提供强劲的推进力和抗扭转保护
		PROBAR LOC	嵌入中底足弓部位的稳定装置，有效提高抗扭转性能，增强运动稳定性。
		超䨻胶囊	将超䨻材料制成颗粒胶囊形态，嵌入中底关键区域。能量回归率高达95%，响应速度低至3ms，提供极致爆发回弹体验。
	大底科技	TUFF OS	针对极高磨损区域（如后跟）开发的超级耐磨橡胶，提供更强化的耐磨保护。
		GCU地面控制系统	一种高性能防滑耐磨材料。湿地防滑性能提升25%，耐磨性能是传统橡胶的2.5倍，全天候适应各种路面
		ICE LOC	特殊配方橡胶及纹路设计，专门用于应对冰面等极端湿滑路面，提供安全保障
		TUFF RB	高耐磨橡胶复合材料，比普通橡胶耐磨性能提升33%，延长鞋底使用寿命
	服装产品	面料科技	WARMAT / WARMAT ECO
AT PROOF WIND			防风透湿科技，在有效阻隔冷风侵袭的同时，能将体内湿气排出，保持身体干爽温暖。
航天动态保暖科技（航天锁温）			与国家航天局合作研发。采用特殊结构材料，实现高效锁温与透湿的双双

	棉)	协同, 在极寒环境下提供可靠保暖
	AT DRY	吸湿排汗科技, 能够快速将皮肤表面的汗液传导至面料外层并挥发, 保持皮肤干爽舒适。
	AT BACTERIA	抗菌科技, 有效抑制细菌滋生, 减少异味产生。

资料来源: 李宁官网, 搜狐, 新华网, 凤凰网, 艾邦智造, 新浪新闻, 同花顺, 信达证券研发中心

构建丰富的产品矩阵, 形成覆盖全价格段的产品线。 李宁采取聚焦核心品类的策略, 专注于篮球、跑步等方面的研发, 形成了丰富的产品矩阵。高端系列韦德之道、䨻对标耐克、阿迪; 中高端系列与国内外品牌同时竞争; 中端、低端系列以丰富的产品种类获取市场份额, 最终形成篮球、跑步领域覆盖全价格段的产品线。此外, 科技含量的提升给予了李宁上探价格的资格, 高端产品的推出, 在拉高整体价格水平的同时, 也提升了李宁的品牌力。

图 20: 主要品牌的产品矩阵

价格区间	耐克	阿迪	李宁	安踏
篮球系列				
高端 (>1000 元)	Air Jordan 40 PF, Kobe IX Elite High Pro, LeBron XXIII Elite EP, Nike G.T. Cut 3 Turbo EP, Kobe 1-9 Pro, Ja 3 "Swarovski" EP。	HARDEN VOLUME 10, HARDEN VOLUME 9, ADIZERO D ROSE 1	韦德之道 12, 巴特勒 4 代	安踏欧文三代
中高端 (500-1000 元)	JA 3 By You, PG 4 EP, AMBASSADOR 8, Kobe IX, Tatum 4 PF, A'One All-Star Weekend, Luka 4 PF, Nike S.T. Flare EP 马年限定脱缰系列, Giannis Freak 7 EP, Luka 5 "Venom", Nike Mind 001, Nike Air Zoom Crossover 2, Nike G.T. Cut Academy 2 EP	ANTHONY EDWARDS 2, D.O.N. ISSUE 7, DAME X	利刃 6, 韦德之道 11, 韦德 808 5 ULTRA, 驭帅 20, 韦德全城 14, 反伍制空 1 SUPER, JB 3, 闪击 10	安踏欧文一代, 安踏欧文二代, 狂潮 7PRO, 安踏欧文系列, 安踏 KT11, 安踏速决 7 代, 安踏天际 3 代, 超级安踏 KT3Retro
中端 (300-500 元)	Nike Precision 8 MID, 童鞋	XENOBURST PERFORMANCE, DAME X	韦德幻影 7, 枕珠 猫爪, 闪击 VIII Premium, 轻速 4, 桀骜 2 High, 韦德闪电 2, 刺客 2V2, 李宁音速 XI, 反伍 BADFIVE 追猎 1 Super, 韦德全城 13, 飓风 风暴眼	狂潮 7 代, 安踏进击 6 代, 安踏锋芒 2 代, 超级安踏猛扑 2BM, 安踏天际 3 代 PREMIUM, 安踏 KAI1TEAM
低端 (<300 元)			桀骜 白焰, 枕珠, 反伍 BADFIVE 新秀, 轻速 2, 反伍 BADFIVE 暴风 10, 韦德 Essence	超级安踏 KT FLY BM
跑步系列				
高端 (>1000 元)	ZoomX Vaporfly, Vaporfly 4% flyknit, Pegasus, Joyride, Epic react, Zoom fly3, Odyssey react, Nike Vaporfly 4, Nike Alphafly, Nike Vomero 18, Nike Zoom Fly 6, Nike Structure Plus, Nike Alphafly 3 "Eliud Kipchoge", Nike Pegasus Premium, Nike ACG Ultrafly Trail	ADIZERO ADIOS PRO EVO 2, ADIZERO ADIOS PRO 4, ADIZERO PRIME X3 STRUNG, ADIZERO PRIME SP 4, ADIZERO TAKUMI SEN 11, ADIZERO AVANTI, ULTRABOOST 5, ADIZERO EVO SL WOVEN CNY, ADIZERO EVO SL, ADIZERO FINESSE, ADIZERO LJ,	飞电 5 ULTRA, 赤兔 9 ULTRA SE, 绝影 3, 飞电 6 ELITE, 飞电 5 ELITE, 李宁 X NINEPointNINE	安踏 C10 PRO 2 代, 安踏 C10PRO, 安踏 C2026 代 PRO, 安踏冠军猎隼 3 代 RC

		ADIZERO TJ/PV		
中高端 (500-1000元)	Free RN, Pegasus 36, Free RN 5.0, winflo 6, zoom gravity, flex, Nike Zoom Rival Fly 4, Nike Pegasus 41, Nike Winflo 11, Nike Pegasus 41 SE, Nike Wildhorse 10, Nike Quest 5	SUPERNOVA RISE 3S, ADIZERO BOSTON 13, ADIZERO JAVELIN, PUREBOOST 5 CLIMACOOOL, ADIZERO ADIOS 9, PUREBOOST 5 CLIMACOOOL, ADIZERO EVO SL WOVEN, ADIZERO TAKUMI SEN 11, SUPERNOVA RISE 3S, ADIZERO BOSTON 13, CUSHIONNOVA, JUMPSTAR, DISTANCESTAR, JOGIT	的卢 2 PRO, 赤兔 9 ULTRA, 绝影 3 ESSENTIAL, 飞电 5 CHALLENGER, 追风 PRO 2 蟾宫折桂, 超轻 23 蟾宫折桂, 赤兔 8 PRO, 越影 5 PRO, 李宁 X NINEPointNINE, 烈骏 8 PRO	C202 系列最新旗舰, 踏 C202 7 代, 安踏马赫 6 代, 安踏马赫 4 代 PRO V2, 安踏冠军猎隼 3 代 BOA, 安踏冠军荣耀 3 代, 安踏 PG7 Ultra 冠军 4 代, 安踏火箭 7 代 PRO
中端 (300-500元)	revolution 4/5, Nike Revolution 8, Nike Downshifter 14, Nike Run Swift 3, Nike Revolution 8 EasyOn, Nike Journey Run	PUREBOOST 5, ADIZERO DRIVE RC, VELOSTAR, CUSHIONNOVA, ULTRARUN 5 TR	越影 5 PRO, 扶摇 boom v2, 奔霄, 追风, 吾适 5.0 欢聚日, 越影 4 PRO, 逍遥 v3, 逐风, 凤翼 2	氮科技城际路跑鞋, 安踏 SV 系列 EASY RUN, 超级安踏虫洞 S, 能量环
低端 (<300元)	童鞋 (Nike Star Runner 5, Nike Cosmic Runner, Nike Flex Runner 4, Nike Star Runner 5, Nike Omni Multi-Court)	RUNFALCON 5 TR	吾跃 3.0, 赤兔 8, 悠适, 李宁超轻 21, 逍遥 v2, 轻弦, eazgo 易适系列易适 2.0, 轻羽	超级安踏系列, 安踏城际系列

资料来源: 各公司官网、信达证券研发中心

3、科技驱动，跑鞋品类为增长引擎

产品力构筑核心壁垒，跑步品类成为增长引擎。李宁围绕跑步、篮球、综训、羽毛球、乒乓球和运动生活六大核心品类，构建了丰富的产品矩阵。2025 年全年跑步品类零售流水同比增长 10%，占李宁品牌整体零售流水的 31%，为第一大品类。2025 年全年专业跑鞋总销量突破 2,600 万双，其中超轻、赤兔、飞电三大核心系列新品总销量突破 1,100 万双。2025 年内，李宁签约运动员穿着专业跑鞋取得国际、国内赛事共计 73 个冠军，145 次登上领奖台。超䨻科技平台持续迭代并扩大应用范围。

图 21: 李宁跑鞋近几年发展情况

年份	核心产品/系列	销量数据	科技平台
2021	超轻 18、烈兔 5、绝影、飞电 2.0 ELITE	未披露具体销量	李宁䨻科技平台 (能量回弹最高 80%，比传统减震材料轻 50%)
2022	超轻 19、赤兔家族、飞电 3 系列	超轻 19 全年销量突破 300 万双 (李宁历史销量最高单品); 赤兔家族全年销量突破 200 万双	䨻科技迭代升级, 䨻丝鞋面科技 (轻、透、韧)
2023	飞电 3 Challenger、飞电 3 Ultra、的卢 PRO (越野)	超轻、赤兔、飞电全年总销量突破 900 万双; 飞电 3 Challenger 全年累计销量突破 130 万双	飞电 3 Ultra 搭载䨻科技, 助力运动员创造中国跑鞋最快速度记录 (2:03:47), 进入“203 时代”
2024	飞电 5 系列 (搭载超䨻科技)、超轻 21、赤兔 7 系列	超轻、赤兔、飞电三大核心系列总销量突破 1,060 万双	超䨻科技发布: 密度 0.07g/cm³, 能量回归率 89%

赤兔9 Ultra (超䟽胶囊 专业跑鞋总销量突破 2,600 万双; 三
 2025 科技)、越影 5 PRO、 大核心系列新品总销量突破 1,100 万 超䟽胶囊科技: 响应速度低至 3ms, 能量回归率 95%
 ULTRALIGHT 2025 双

资料来源: 公司官网、信达证券研发中心

3.2 品牌: 重回中国奥委会, 品牌提升正当时

1、赞助体育赛事, 强化专业运动品牌形象

李宁长期深耕专业运动领域, 构建了覆盖国家队、职业赛事、顶级运动员的全方位资源矩阵:

国家队资源: 绑定"金牌梦之队", 奥运周期战略卡位。 李宁长期赞助中国国家射击队 (1991 年至今, 超 30 年)、中国跳水队 (1992 年至今, 超 30 年)、中国乒乓球队 (2000 年至今, 25 年) 三支"金牌之师"。2024 年巴黎奥运会, 这三支队伍共斩获 18 枚金牌、5 枚银牌、4 枚铜牌, 为中国奥运代表团贡献近半数金牌, 李宁品牌曝光度提升。

职业赛事与运动员: 篮球、跑步双轮驱动。 **篮球领域,** 李宁自 2012 年起于 CBA 保持官方战略合作伙伴关系; 签约 NBA 球星韦德、巴特勒、拉塞尔等, 推出“韦德之道”高端系列。CBA 与 NBA 作为篮球领域头部专业赛事, 赛事曝光带动篮球品类专业形象升级。**跑步领域,** 2025 年李宁助力签约运动员取得国际、国内赛事共计 73 个冠军、145 次登上领奖台; 加强赛事布局, 助力北京半程马拉松、无锡、杭州及深圳马拉松等重点赛事, 其中北半马「90 分完赛」跑者中李宁穿着率第 1, 上海赛场破 3 跑者中飞电穿着率第 1。通过头部跑者的背书, 公司跑鞋专业形象放大。

图 22: 国产运动品牌营销资源对比

类别	李宁	安踏	特步	361 度
签约国家队	2025-2028 年中国奥委会及中国体育代表团官方体育合作伙伴, 中国国家射击队、中国跳水队、中国乒乓球队三支"金牌之师"	夏季奥运项目队伍 (21 支) 冬季奥运项目队伍 (10 支)		
签约运动员/明星	篮球: 韦德, 拉塞尔, 吉米巴特勒, 杨瀚森 乒乓球: 丁宁, 许昕, 王楚钦, 马龙, 孙颖莎, 王曼昱, 刘诗雯 射击: 杜林澍, 李越宏, 姜冉馨 跳水: 全红婵, 陈芋汐, 王宗源 短道速滑: 杨阳 高尔夫: 张维维, 刘艳, 殷小雯, 曾莉棋 健身达人: 李迎迎 明星: 肖战	篮球: 克莱·汤普森, 凯里·欧文 短道速滑: 林孝俊 乒乓球: 樊振东 明星: 王一博	篮球: 林书豪, 张镇麟, 马利克·比斯利 田径: 张水华, 何杰, 董国建, 杨绍辉, 杨家玉	篮球: 斯宾瑟·丁威迪, 约基奇 游泳: 蒋文文, 蒋婷婷 田径: 管油盛

签约赛事	2025-2028 年中国体育代表团官方合作伙伴	2024 巴黎奥运会中国体育代表团合作伙伴	中国赞助最多马拉松赛事的体育用品品牌	2026-2029 年世界泳联全球合作伙伴
	2012-2027 CBA 装备赞助商	签约希腊奥委会	2025 年世界田联接力赛官方赛事支持商	亚洲奥林匹克理事会官方合作伙伴，连续五次与亚运会合作
	2025 无锡马拉松，2025 北京半程马拉松	第十五届全国运动会官方体育服装赞助商	女子半程马拉松比赛等	

资料来源：各公司官网、业绩公告、信达证券研发中心

2、重返中国奥委会：品牌升级的重要里程碑

时隔 20 年再披"奥运战袍"。2025 年 1 月，李宁成功中标 2025-2028 年中国体育代表团体育服装合作企业征集项目，5 月 6 日正式与中国奥委会签约。这标志着李宁将接棒安踏，时隔 20 年重返中国奥委会官方合作伙伴阵营。在 2025 至 2028 年期间，李宁将为中国体育代表团征战洛杉矶 2028 年奥运会、米兰-科尔蒂纳丹佩佐 2026 年冬季奥运会、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赛事提供专业装备支持。

成为中国奥委会官方合作伙伴具有重要的战略意义：

品牌背书：中国奥委会官方合作伙伴身份是对李宁品牌实力与专业性的高度认可

全球曝光：奥运会等全球顶级体育舞台将为李宁带来高频次的品牌露出

专业形象：与顶级体育赛事的深度绑定，将有效强化李宁"专业运动品牌"的核心定位

产品转化：领奖装备应用的专业运动科技，将部分转化应用到消费者产品上

3、多元化营销，全渠道渗透

新兴营销助力品牌升级。2018 年 2 月起，李宁以“悟道”“中国李宁”“行”等主题登上国际时装周，颠覆外界对其传统印象，开启品牌年轻化转型。作为国内品牌升级改革的先行者，李宁重树民族品牌定位，在国潮浪潮中大放异彩，通过"时尚+限量发售"策略打造爆款产品，实现产品热度持续提升。中国李宁的核心模式可总结为：在现行鞋服流行趋势基础上注入中国元素，并以国际时装周作为品质背书。随着营销手段持续进化，李宁已构建起覆盖娱乐营销、数字社交、跨界联名、社群运营及科技联动的立体化营销矩阵。

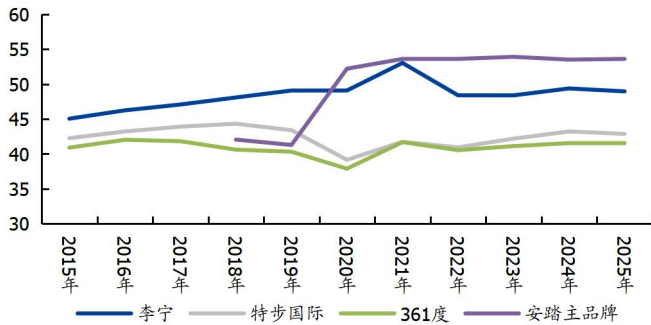
娱乐与数字营销：顶流加持，全渠道渗透。2025 年 3 月，肖战荣升品牌全球代言人，系李宁首位且唯一品牌全球代言人，合作层级持续深化。李宁持续深化线上营销布局，深耕天猫、京东等主流平台，并积极布局抖音等兴趣电商及私域运营等新兴营销场景，线上渠道的数字化运营能力进一步提升。2025 年，李宁快速完成美团闪购、淘宝闪购、京东秒送三大即时零售平台的布局，构建更具韧性的全渠道网络。

跨界联名与潮流运营：顶级 IP 扩容，深耕青年文化。2024 年底携手故宫博物院推出联名系列，将中华文化精粹融入大众鞋服；2025 年 11 月与全球现象级 IP 宝可梦跨界合作，重塑六款经典鞋型。

4、品牌力支撑品牌溢价，李宁产品价位端在国产品牌领先

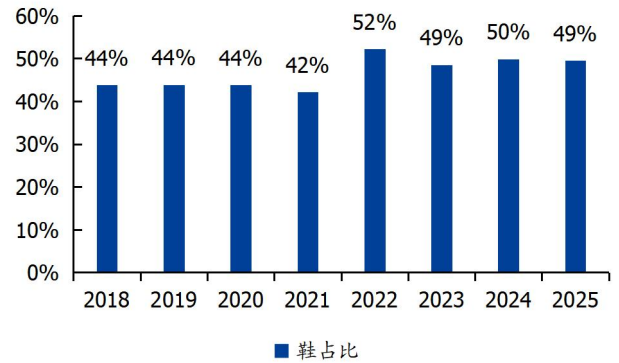
李宁品牌溢价能力强，核心指标持续验证其定价权优势。毛利率维度，2025 年李宁毛利率达 48.95%，高于同期特步与 361 品牌，与安踏主品牌相比渠道结构导致毛利率率差异。**鞋品占比维度**，2025 年，李宁鞋类产品收入占比 49%，占比水平明显比 2021 年前提升一个档位，运动鞋的技术壁垒高于服装，鞋类占比高通常意味着更强的研发能力和专业认可度。

图 23: 李宁毛利率优于同行 (单位: %)



资料来源: 同花顺, 信达证券研发中心

图 24: 李宁鞋品占比提升



资料来源: 同花顺, 信达证券研发中心

价格带对比: 李宁定位国产价格带顶端。我们统计了李宁、安踏和两个国际品牌耐克、阿迪天猫旗舰店, 篮球鞋和跑步鞋最畅销产品的价格, 发现李宁畅销产品价格高于国产品牌, 在篮球鞋上略弱于国际品牌, 在跑步鞋上与国际品牌价格带相当。

图 25: 李宁与其他品牌天猫旗舰店畅销款产品价格对比

价格情况	耐克	阿迪	李宁	安踏
篮球鞋				
产品	Kobe IX Elite Low EM Protro	ANTHONY EDWARDS 2	利刃 6v2 黑曜石	超级安踏 KT FLY BM
吊牌价	1399	949	899	199
实际售价	1399	759	799	199
跑步鞋				
产品	Nike Structure Plus	ADIZERO ADIOS PRO 4	飞电 6 ELITE	超级安踏异构缓震跑鞋 C37+
吊牌价	1099	1699	1299	299
实际售价	1099	1189	1299	299

资料来源: Nike 天猫旗舰店、Adidas 天猫旗舰店、李宁天猫旗舰店、安踏天猫旗舰店, 信达证券研发中心

4. 渠道升级与供应链建设共振

李宁在 2012 年库存危机前长期采用批发模式, 渠道管理和供应链能力薄弱。2012 年危机后, 公司启动“渠道复兴计划”, 由 TPG 合伙人金珍君主导, 回购经销商库存、推进直营化转型, 并建立“有指导性订货+快速补货”的供应链模式。2015 年李宁先生重新执掌后, 推进 O2O 战略, 完善全渠道库存一体化建设。供应链端, 公司于 2018 年在广西南宁开辟鞋履自有产能, 逐步补齐短板。

4.1 渠道创新与精细化管理并行

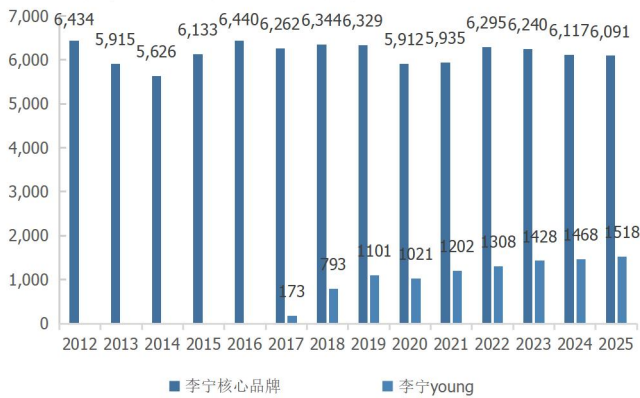
1、从“渠道复兴”到“质量优先”, 战略重心全面转向店效提升

2012 年起李宁公司实施渠道复兴计划, 并开始一系列改革措施, 为当前的业务模式奠定了基础。站在 2026 年时点, 基于公司近年业绩表现及渠道结构变化的观察, 我们认为李宁的渠道战略已完成从“规模扩张”向“质量优先”的根本性转变。

截至 2025 年底, 李宁销售点 (包含李宁品牌及李宁 YOUNG) 数量为 7609 家, 近几年渠道数量保持平稳并未做明显扩张, 显示出主动优化渠道质量的决心。拆分看, 截止 2025 年底, 李宁牌销售点数量为 6091 家, 其中批发 4853 家、直营 1238 家, 李宁 YOUNG 1518 家。根据公司披露的直营、批发渠道收入及直营、批发网点数计

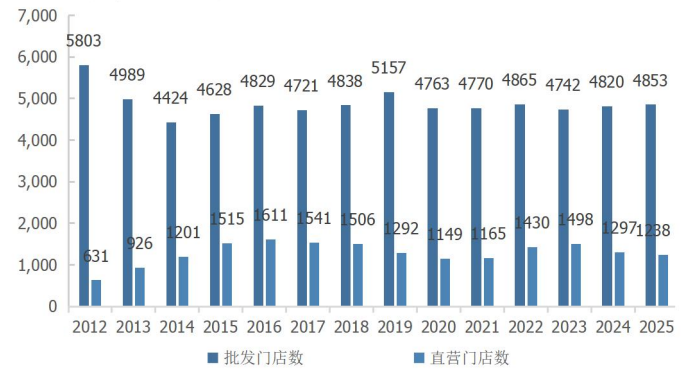
算的单店收入贡献，公司批发渠道单店收入贡献近几年持续提升，直营渠道单店收入贡献在高位略有回落。

图 26: 李宁核心品牌门店数和李宁 YOUNG 门店数



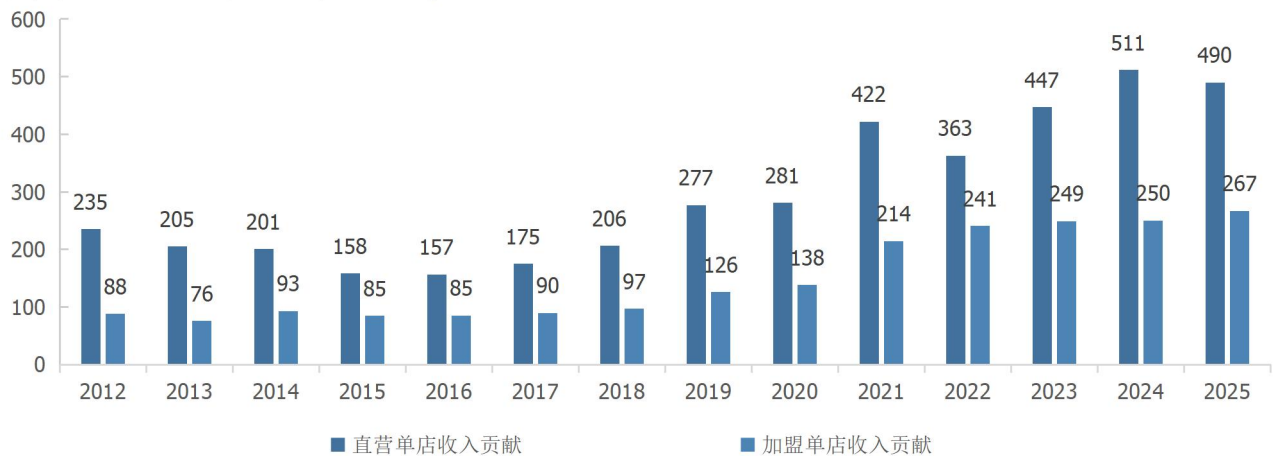
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 27: 李宁核心品牌批发门店数和直营门店数



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 28: 李宁单店收入贡献提升明显 (单位: 万元/店)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

李宁当前已形成清晰的渠道分层分类管理体系。在高层级市场，公司通过精细化管理提升单店效率，巩固市场优势；在新兴市场，则通过新店开设与渠道层级优化扩大占有率。当前，高层级市场流水贡献已接近 60%，核心商业体进驻率约达 91%，标志着公司在高线市场的渠道质量优势已稳固确立。与此同时，公司积极扩张新兴市场版图，深入核心商业体开设新店，凭借多元化销售策略和灵活的市场反应能力，逐步扩大新兴市场占有率。

2、店型创新成为核心抓手，构建差异化渠道矩阵

店型创新是李宁当前渠道精细化管理的重点发展方向。在店型创新方面，公司巩固以高效店、中国李宁时尚店、专业运动品类店为主的线下体验店矩阵，同时优化清货渠道的工厂店布局。2025 年，公司重点推进高层级市场经营模型与分销业务模型的系统化构建，通过优化渠道结构、调整门店商品组合及策划消费者互动活动，强化品牌心智渗透并提升商品运营效率。截至 2025 年底，大店数量达 1,455 家，平均面积约 404 平方米；九代店数量超 1,834 家，平均月店效约 30 万元人民币。

在奥莱渠道布局方面，公司已完成超级奥莱和奥莱大店建设的第一阶段，国内 TOP20

项目于2025年内全部完成扩面。通过深化与顶级商业体及头部奥莱项目的战略协同，李宁正推动创新店型规划与布局，实现清货渠道与正价渠道的协同增效。

图 29: 李宁大店形象



资料来源：王府井集团官网，信达证券研发中心

图 30: 李宁奥莱店形象



资料来源：星沙时报，信达证券研发中心

试水龙店和户外店，构建新增长极。

李宁当前正以店型创新作为渠道精细化管理的重要突破口，2024-2025 年密集试水“龙店”与“户外店”两大创新店型，构建差异化渠道矩阵。

龙店：绑定奥运资源，打造高端体验空间。 2025 年 12 月 14 日，李宁在北京三里屯太古里开设全球首家“龙店”，以“龙耀开启”为主题发布全新荣耀金标产品系列。该店型承载品牌对中国体育精神与文化符号的长期表达，“龙”既是中华民族精神图腾，也是李宁品牌极具辨识度的设计母题——自 2000 年悉尼奥运会起，李宁已连续七届奥运会为中国国家乒乓球队打造“龙服”。

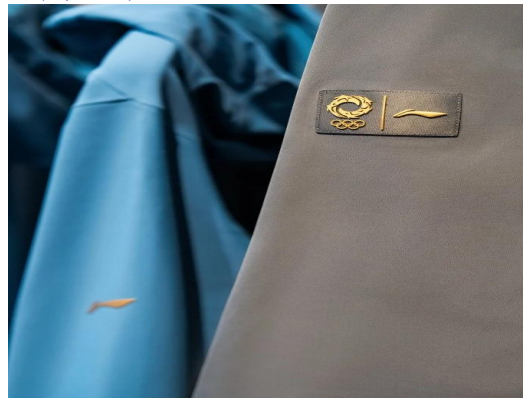
龙店定位高端中产客群。据界面新闻报道，龙店销售的产品价格布局中高端，龙店内主要销售荣耀金标系列鞋服产品，产品目标是满足通勤、商务、轻运动等全天候多元场景需求。龙店服装价格带为 449-2399 元，鞋履价格带为 799-2299 元，高于普通产品线。

图 31: 李宁“龙店”形象



资料来源：北京商报网，信达证券研发中心

图 32: 李宁金标产品



资料来源：北京商报网，信达证券研发中心

户外店：切入千亿赛道，构建轻户外生活方式。 2025 年 11 月 29 日，李宁首家户外品类独立店“COUNTERFLOW 溯”在北京朝阳大悦城正式启幕，标志着户外品类以独立店形式首次亮相。

李宁户外定位大众专业市场，聚焦轻户外徒步、近郊露营、城市通勤三大高频场景，避开与国际高端硬核品牌的直接竞争。门店集零售、体验与社群互动于一体，陈列李宁户外全场景产品矩阵，包括主打专业防护的“万龙甲”冲锋衣系列、“行川”徒步鞋等核心 IP 产品，并特别设立“户外社群角”，定期组织线下户外活动连接都市户外爱好者。

图 33: 李宁“户外店”形象



资料来源: 李宁官方公众号, 信达证券研发中心

图 34: 李宁户外产品



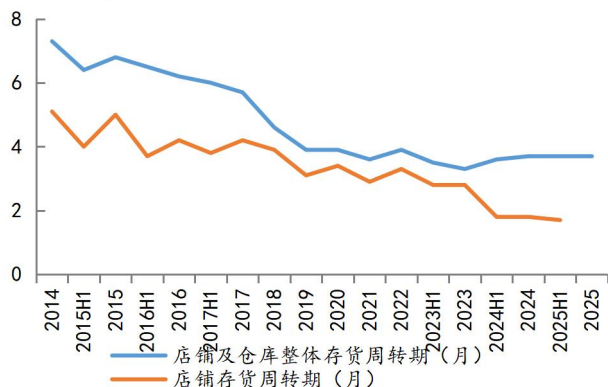
资料来源: 李宁天猫旗舰店, 信达证券研发中心

3、零售运营标准化与数字化深度融合

当前李宁的零售运营已进入标准化与数字化深度融合阶段。公司深入推进高盈利、高效率的单店运营模式，构建各层级店型标准损益模型，将店铺核心指标进行标准化与量化处理，并与各职能部门管理目标联动，形成高效协同的管理体系。数字化能力成为精细化管理的重要支撑。公司深化终端新零售业务体系建设，构建私域数字化管理工具，实现社群会员精准营销。通过终端门店销售计划系统的全面推进与核心门店的系统落地，以提升门店管理效率。

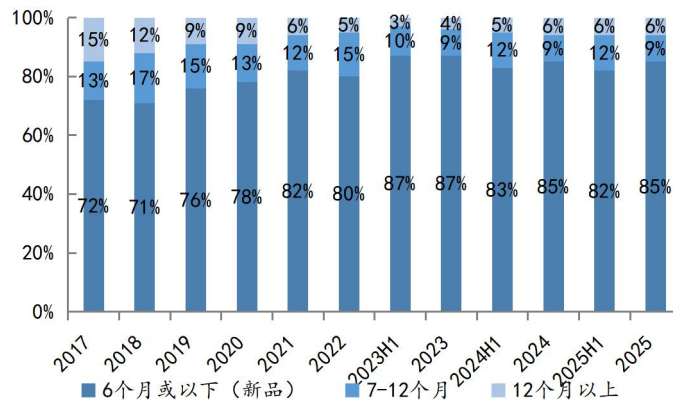
在库存管理方面，公司建立了体系化的库存管理机制。公司建立了以周为单位的库存管理体系，2025 年全渠道库销比维持在 4 个月，库存周转天数为 64 天，应收账款周转天数 15 天，现金循环周期 37 天，均保持在健康水平。公司渠道库存结构，6 个月以下新品占比 85%。公司高效的运营体系为渠道精细化管理提供了坚实支撑。

图 35: 李宁库存周转周期



资料来源: 李宁公司业绩推介, 信达证券研发中心

图 36: 李宁渠道库存结构



资料来源: 李宁公司业绩推介, 信达证券研发中心

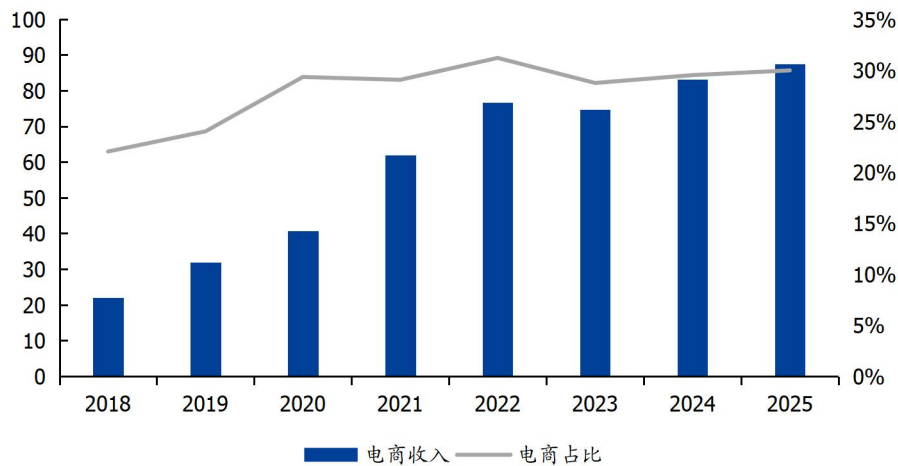
渠道数智化升级，私域流量深度转化。李宁公司在 CDP（消费者数据平台）的基础上，进一步优化基于 AI 的分析与预测能力，帮助业务端深入理解消费者，更好地展开精准营销和连接人货场；而面对即时消费需求的升级，李宁公司也在升级全渠道 O2O 能力，在完善的技术底座上不断创模式、拓场景、纳渠道、扩规模。李宁已建立起覆盖全域的会员运营体系。截至 2025 年，李宁品牌在全域各平台沉淀的私域会员数量已超过 7800 万。公司深化终端新零售业务体系建设，构建私域数字化管理工具，实现社群会员精准营销。

4、从“库存消化平台”到“核心增长引擎”，电商战略地位全面升级

李宁电商业务已完成从辅助渠道到核心增长引擎的战略转型。根据 2025 年全年业绩公告，电商渠道收入同比增长 5.3% 至 87.43 亿元，收入占比提升至 29.5%，同比提升 0.5 个百分点，继续保持稳健增长态势。

当前，电商已不再是单纯的库存消化平台，而是与线下渠道并行的核心销售渠道和品牌互动体验平台。2025 年全年，公司整体毛利率为 49.0%，同比下降 0.4 个百分点，主要受渠道结构调整及直营促销竞争加剧影响。电商渠道作为公司三大渠道之一，与特许经营商渠道、直营渠道共同构成多元化销售体系，实现线上线下渠道的深度互补和协同增长。

图 37: 李宁电商收入及占比 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、信达证券研发中心

4.2 以业务需求为导向的供应链管理

1、供应链战略升级：从粗放管理到柔性化全面转型

李宁的供应链体系已完成从早期分散外包到当前数字化、智能化、柔性化的全面跃迁。2024 年，集团持续推进供应链的深度优化与战略升级，聚焦质量管控、交付保障、成本优化及可持续发展四大核心目标。截至 2024 年底，公司共有 209 个供应商，全部位于中国内地，其中一级供应商 157 个，二级供应商 52 个。我们认为严格的供应商筛选和管理体制有助于提升公司的议价能力。

柔性供应能力取得突破性进展。2025 年上半年，柔性供应成功拓展至电商专供产品线，并建成滚动补单系统及跨渠道协同机制，最大化满足市场需求。

2、智慧物流体系，全国五大中心仓布局助力全国业务

李宁在全国战略性的布局了五大智慧物流中心。2023 年，李宁华东智慧物流中心投入使用，据当时规划，2024 年，全国四大区域物流中心（华东、华北、华中、华南）进行全面的自动化改建并投入运营。据公司规划，五大中心仓全部投入使用后，总仓储面积可达 45 万平方米，年订单处理能力可达 2 亿单。

华中核心枢纽荆门物流中心，已完成从人工操作到智慧物流中心的转换。湖北荆门李宁中心定位为李宁集团“三总部两基地”的重要组成部分，承担着运动装备制造、物流枢纽、总部经济等多重角色。拥有行业领先的现代化仓储物流能力，是整个李宁供应链的中枢。承担了李宁集团全国范围内约 50% 的货物集散吞吐，约有 90 家供应商在此集货。2024 年，李宁的荆门物流中心会从原来的人工操作转换为智慧物流中心。

华东物流作业全面实现自动化与智能化。华东智慧物流中心启动零拣自动化后，存储效率提高 100%，零拣综合效率提升 80% 以上。据新民网报记者了解，预计 2024

年可实现年吞吐量 8400 万件，2026 年年吞吐量预计达到 1.5 亿件。2025 年，李宁还引入了海柔创新“闪攀”机器人系统，在 1000 平方米空间内实现 96% 的空间利用率，人工操作效率提升 70%-80%，日处理量达 9120 件。

图 38: 李宁华东智慧物流中心

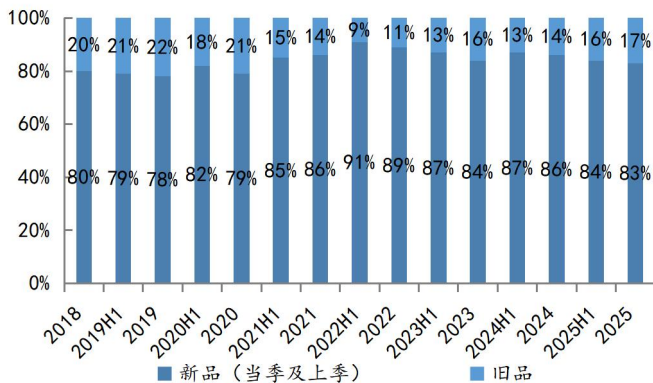


资料来源：搜狐、MT 现代物流官方号、信达证券研发中心

3、数字化供应链全链路贯通，快反能力行业领先

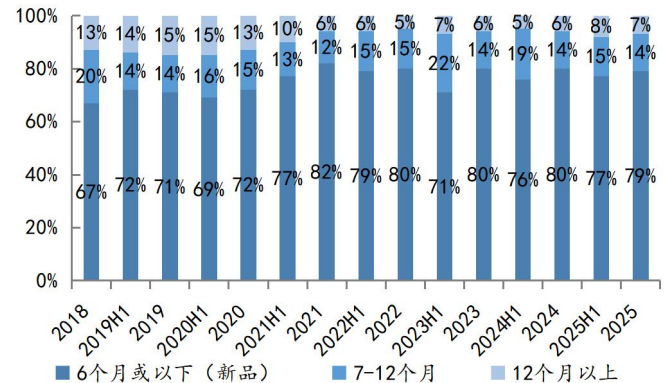
快反供应链能力已成为核心竞争力。通过分段生产、常青款滚动补货等新模式，公司合理降低期货订单比例，加大现货快速补单/畅销品快速开发生产，实现“今日抖音爆款，明日门店上新”的响应速度。2025 年公司流水口径新品占比 83%；公司库存中，6 个月以下新品占比 79%，7-12 个月产品占比 14%，12 个月以上产品仅占 7%，库龄结构健康。

图 39: 李宁流水口径产品中新品占比



资料来源：公司业绩 PPT，信达证券研发中心

图 40: 李宁公司库存结构



资料来源：公司业绩 PPT，信达证券研发中心

5 盈利预测与投资评级

5.1 盈利预测

预计公司 2026-2028 年实现营业收入 325.66/351.16/375.85 亿元。基于以下假设：

收入：

李宁核心品牌：

李宁 2026 年增长将依赖专业运动品类扩张、冬奥品牌曝光及新店型拓展人群。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>25

奥运红利将提升品牌声量，直接拉动“荣耀金标”系列销售；科技赋能推动跑鞋新品放量，强化技术差异化优势；渠道升级通过九代店效率提升支撑坪效增长。

上述三重动力将具体体现在门店扩张与店效提升两个维度：

经销渠道：2025 年末门店 4,853 家，经销渠道延续稳健的开店策略，预计 2026-2028 年分别净增 50/40/30 家至 4,903/4,943/4,973 家。单店收入方面，受益于奥运曝光带动专业运动品类销售及九代店占比提升，2026-2028 年单店收入分别提升 5%/4%/3%，从 2025 年的 265 万元增至每年 278/290/298 万元，对应线下经销收入 136.51/143.13/148.32 亿元。

直营渠道 2025 年末门店 1,238 家，直营渠道经过前两年净关店调整，预计 26 年起随着推行新店型，转为净开店，预计 2026-2028 年分别净增 60/50/50 家至 1,298/1,348/1,398 家，门店扩张配合核心城市旗舰店升级及奥莱渠道布局。单店收入方面，新店型的产品单价和新品占比提升驱动增长，2026-2028 年分别提升 6%/6%/6%，从 2025 年的 513.33 万元增至每年 544/577/611 万元，对应线下直营收入 70.63/77.75/85.47 亿元。

线上渠道：2025 年收入 86.35 亿元，2026 年冬奥期间电商大促叠加直播渠道发力，预计收入增长 14.5%至 98.87 亿元；2027-2028 年分别为 10%/9%增速，收入分别达到 108.76/118.55 亿元。

李宁牌收入合计：2026-2028 年分别为 305.97/329.60/352.30 亿元。

李宁 YOUNG:

拓店空间：截至 2025 年末门店 1,518 家，童装市场集中度仍低，门店规模仍有较大增长空间。假设 2026-2028 年每年净增加 50 家门店，门店数量分别达到 1,568/1,618/1,668 家。

店效提升：2025 年单店收入 87 万元，受益于产品矩阵拓宽及奥运曝光带动，假设 2026-2028 年分别提升 8%/6%/6%，2026-2028 年单店收入分别达到每年 94/99/105 万元。

收入测算：李宁 YOUNG 2026-2028 年收入分别为 14.68/16.06/17.55 亿元。

国际业务:

2025 年收入 4.27 亿元，2026 年起聚焦东南亚及中东市场轻资产扩张，预计收入恢复至 5.0 亿元，2027-2028 年保持约 10%增速，收入分别达到 5.5/6.0 亿元。

毛利率:

公司品牌溢价提升，科技驱动产品单价有持续提升；渠道运营改善和各种新型营销带来了良好的动销。我们预计 2026-2028 年公司毛利率分别为 49.05%/49.15%/49.25%。

费用率:

渠道效率提升后，租金、人员成本、物流等销售相关的销售费用将继续下降。广宣费用方面，2026 年为体育大年投入较重，预计 2027 年费用率有所下降。我们预计公司 2026-2028 年销售费用为 32.10%/31.50%/31.20%。管理费用率规模效应下小幅下降，预计 2026-2028 年分别为 5.25%/5.15%/5.05%。

图 41: 李宁收入预测

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
李宁核心品牌						
李宁牌收入 (百万元)	26072	27106	27855	30597	32960	35230

经销门店	4742	4820	4853	4903	4943	4973
单店收入 (万元/年)	249.22	250.41	265.09	278	289	298
线下经销收入 (百万元)	11818	12070	12865	13647	14309	14828
直营门店	1498	1297	1238	1298	1348	1398
直营店效 (万元/年)	446.80	511.41	513.33	544	577	611
线下直营收入 (百万元)	6693	6633	6355	7063	7775	8547
线上收入 (百万元)	7561	8403	8635	9887	10876	11855
线上收入 YOY		11%	3%	15%	10%	9%
李宁 YOUNG						
李宁 young 收入 (百万元)	1093	1039	1316	1468	1606	1755
门店数量	1428	1468	1518	1568	1618	1668
单店收入 (万元/年)	77	71	87	94	99	105
国际业务						
国际业务收入 (百万元)	531.6	530.85	427.08	500	550	600
收入合计	27696	28676	29598	32566	35116	37585
收入 YOY	6.47%	3.54%	3.22%	10.03%	7.83%	7.03%

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

5.2 投资评级

展望未来发展前景：李宁目前处于奥运战略投入期，品牌曝光带动动销改善，并保持库存健康度和现金流质量优异，经营具备向上弹性。中长期看，奥运周期红利释放叠加专业产品矩阵完善，业绩增速有望超越收入增速，成长性持续恢复。

估值分析：我们采用 PE 与 PEG 相结合的估值框架审视李宁当前估值水平。从静态 PE 角度看，公司当前股价对应 2026 年业绩为 13.53X，高于行业平均 9.59X；但从 PEG 角度看，公司 2025-2028 年 PEG 为 1.20，低于行业平均 1.38。考虑到公司 2026-2028 年归母净利润预计实现 10%/12%/12% 的增长，在国内运动品牌中处于领先地位，PEG 指标更能反映其成长性与估值的匹配程度。李宁 PEG 估值与业绩增速的匹配度优于行业及主要竞品。

投资逻辑与核心支撑：1) **业绩增速及确定性较优。**我们预计 2026-2028 年公司收入增速为 10%/8%/7%，归母净利润增速为 10%/12%/12%，业绩增速水平在国内运动品牌中处于领先地位。在奥运周期+产品矩阵升级+渠道效率提升三重驱动下，业绩增长的可见性和持续性更强。2) **奥运红利释放具备独占性。**2026 年米兰冬奥会为李宁提供稀缺的品牌曝光窗口，独占性资源难以复制。本轮奥运周期叠加专业运动品类（跑鞋、篮球）的成熟产品矩阵，收入弹性值得期待。3) **科技叙事与品牌升级空间广阔。**“䨻”科技平台已形成系统化创新能力，跑鞋品类在马拉松等专业场景穿着率持续提升，品牌溢价能力逐步兑现。李宁在专业运动领域的技术壁垒也应体现在其估值中。4) **经营质量与现金流安全边际。**公司库存周转效率、经营现金流健康度高，在消费环境不确定性仍存的背景下，稳健的运营基本面为估值提供安全边际。

投资结论：综合 PE 与 PEG 双重估值维度，李宁当前 PEG 低于行业平均及主要可比公司，估值与成长性匹配度较优，在成长性恢复确定性较强的背景下具备投资价值。首次覆盖，给予“买入”评级。

图 42：可比公司估值对比

代码	可比公司	市值(亿元 人民币)	盈利预测 (亿元)				市盈率 PE				peg (2025-2028 年)
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	

2020.HK	安踏体育	1,914.02	135.88	146.04	156.46	172.10	14.09	13.11	12.23	11.12	1.60
1368.HK	特步国际	107.99	13.72	12.61	14.29	15.70	7.87	8.56	7.56	6.88	1.86
1361.HK	361度	103.90	13.09	14.61	16.10	17.65	7.94	7.11	6.45	5.89	0.68
	行业平均						9.97	9.59	8.75	7.96	1.38
2331.HK	李宁	439.49	29.36	32.24	36.07	40.47	14.30	13.53	12.09	10.78	1.20

资料来源：同花顺，信达证券研发中心（估值日期：采用2026年5月8日收盘价，除李宁外其余一致预期来自于同花顺）

6.风险提示

下游需求疲软风险：若运动鞋服等终端消费需求持续低迷，将影响公司产品销售与价格传导，从而拖累营收增长。

渠道优化不及预期风险：若门店调整、新店型推广（如龙店、户外店）进度或市场反响不及预期，可能影响渠道效率提升与品牌形象升级。

行业竞争加剧风险：运动鞋服行业竞争持续激烈，国际品牌与本土品牌在产品创新、渠道布局、营销资源等方面竞争加剧，可能挤压公司市场份额与盈利空间。

库存管理风险：尽管当前库存周转处于行业领先水平，但若市场需求预测偏差或产品动销不及预期，仍可能导致库存积压与减值风险。

资产负债表		百万元			
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	22,950	25,114	27,884	30,987	
现金	16,717	16,626	19,108	21,955	
应收账款及票据	1,389	1,282	1,268	1,235	
存货	2,694	2,936	3,125	3,300	
其他	2,151	4,270	4,383	4,496	
非流动资产	14,764	14,627	14,492	14,262	
固定资产	4,754	4,715	4,678	4,449	
无形资产	1,719	1,620	1,522	1,522	
其他	8,292	8,292	8,292	8,292	
资产总计	37,714	39,740	42,376	45,249	
流动负债	8,061	8,588	9,533	10,495	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款及票据	1,902	1,971	2,121	2,267	
其他	6,159	6,617	7,411	8,228	
非流动负债	2,025	2,025	2,025	2,025	
长期债务	0	0	0	0	
其他	2,025	2,025	2,025	2,025	
负债合计	10,087	10,613	11,558	12,520	
普通股股本	236	236	236	236	
储备	27,707	29,206	30,897	32,808	
归属母公司股东权益	27,627	29,127	30,818	32,729	
少数股东权益	0	0	0	0	
股东权益合计	27,627	29,127	30,818	32,729	
负债和股东权益	37,714	39,740	42,376	45,249	

现金流量表		百万元			
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	4,852	3,570	4,462	4,957	
净利润	2,936	3,224	3,607	4,047	
少数股东权益	0	0	0	0	
折旧摊销	1,365	239	237	230	
营运资金变动及其他	551	107	619	680	
投资活动现金流	6,634	258	230	337	
资本支出	-1,286	-101	-102	0	
其他投资	7,920	359	332	337	
筹资活动现金流	-2,155	-1,889	-2,097	-2,333	
借款增加	-728	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
已付股利	-1,400	-1,612	-1,804	-2,024	
其他	-27	-277	-294	-310	
现金净增加额	9,218	1,826	2,482	2,848	

利润表		百万元			
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业收入	29,598	32,566	35,116	37,585	
其他收入	0	0	0	0	
营业成本	15,110	16,592	17,856	19,074	
销售费用	9,190	10,454	11,062	11,726	
管理费用	1,630	1,710	1,808	1,898	
研发费用	0	768	828	886	
财务费用	-156	-308	-288	-359	
除税前溢利	4,189	4,478	5,010	5,582	
所得税	1,253	1,254	1,403	1,535	
净利润	2,936	3,224	3,607	4,047	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	2,936	3,224	3,607	4,047	
EBIT	4,033	4,170	4,722	5,223	
EBITDA	5,398	4,409	4,959	5,453	
EPS (元)	1.14	1.25	1.40	1.57	

主要财务比率		百万元			
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	
成长能力					
营业收入	3.22%	10.03%	7.83%	7.03%	
归属母公司净利润	-2.56%	9.82%	11.88%	12.20%	
获利能力					
毛利率	48.95%	49.05%	49.15%	49.25%	
销售净利率	9.92%	9.90%	10.27%	10.77%	
ROE	10.63%	11.07%	11.70%	12.37%	
ROIC	10.23%	10.31%	11.03%	11.57%	
偿债能力					
资产负债率	26.74%	26.71%	27.28%	27.67%	
净负债比率	-60.51%	-57.08%	-62.00%	-67.08%	
流动比率	2.85	2.92	2.93	2.95	
速动比率	2.44	2.53	2.54	2.57	
营运能力					
总资产周转率	0.81	0.84	0.86	0.86	
应收账款周转率	24.73	24.39	27.54	30.03	
应付账款周转率	8.57	8.57	8.73	8.69	
每股指标 (元)					
每股收益	1.14	1.25	1.40	1.57	
每股经营现金流	1.88	1.38	1.73	1.92	
每股净资产	10.69	11.27	11.92	12.66	

研究团队简介

姜文镒，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，具备 3 年多消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖黄金珠宝、两轮车、跨境电商、宠物等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深300指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起6个月内。	买入: 股价相对强于基准15%以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准5%~15%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5%之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。