



李宁 (2331.HK): 库里可能为李宁带来更多的可能性

浦银国际观点: 今日 (6月2日), 李宁官方宣布与著名 NBA 球星斯蒂芬·库里签约, 并计划在不久后推出以库里命名的系列篮球鞋。尽管合作模式可能和此前与韦德的合作相近, 但基于库里更高的职业成就和商业价值, 我们认为与库里的合作可能为李宁长期品牌发展带来更大的想象空间。尽管 2Q26 以来公司整体流水趋势较弱, 但李宁在品牌营销上的持续加码使我们对公司长期品牌力与市场份额的提升保持较为积极乐观的态度。维持“买入”评级。

• **库里的成就和商业价值远高于当年的韦德:** 截至目前, 库里职业生涯四次夺得 NBA 总冠军, 且两次当选常规赛 MVP, 一次总决赛 MVP, 两次荣膺常规赛得分王。根据我们的调研, 库里目前是 NBA 人气最高的球员之一, 也是当今篮坛最受中国球迷喜爱的 NBA 球星之一。在刚过去的 25-26 赛季, 库里的球衣销量在所有 NBA 球员中排名榜首。在我们看来, 库里的成就和其在当今篮坛的商业价值远高于当年的韦德。库里虽然目前已处于职业生涯的后期, 但依然处于较佳的身体状态, 未受到太多伤病困扰。因此, 我们预计库里未来三年仍将活跃在 NBA 的舞台中心, 并保持较高的商业价值。

• **签约库里可能为李宁品牌长期发展带来深远的影响:** 我们认为李宁很可能沿用与韦德的合作模式, 即联合创立独立子品牌, 允许库里深度参与球鞋的设计, 并通过股权与利润分成的方式将库里的利益与李宁的业绩直接挂钩。我们预计库里系列球鞋一经推出, 有望受到全球库里球迷的追捧, 从而拉动李宁篮球品类的销售, 并进一步巩固李宁在中国篮球品类的市场地位 (我们测算李宁目前在篮球品类的市场份额排名第二, 仅次于 Nike)。另外, 尽管此次合作是以篮球为基础, 但我们不排除库里品牌未来会进行全品类覆盖 (包括高尔夫和运动生活等), 并在全球范围开设库里品牌独立门店。库里选择李宁作为品牌合作伙伴, 本身就是对李宁产品的认可。这可能促使全球的 NBA 球迷去了解李宁品牌, 从而大幅提升李宁品牌在全球的知名度, 为李宁长期出海打下基础。

• **签约库里对 2026 年业绩的影响有限:** 李宁的篮球品类在过去几年里面对较大的挑战, 收入持续大幅下滑。公司 1Q26 的篮球品类收入同比仍下降, 但跌幅相较去年有所收窄。我们预测, 如果公司在签下库里后快速推出库里系列篮球鞋, 则有望助力 2H26 篮球品类收入快速提升, 并达成公司全年篮球品类收入同比持平的目标。尽管公司未有披露签约库里的整体费用与时长, 但我们判断相关费用会在整个合作期限内进行分摊, 且分摊至 2026 年的部分相对比较可控。公司有能力通过对其他费用进行调整, 从而基本维持公司全年整体销售费用的稳定, 并不会给公司 2026 全年高单位数净利率的目标带来挑战。

• **短期较弱的流水趋势不改我们长期谨慎乐观的态度:** 根据我们的调研, 李宁 5 月的线下流水延续了 4 月较弱的趋势, 但线上流水可能在“618”购物节提早开跑的帮助下同比有所增长。李宁 4-5 月较弱的流水表现基本与行业大趋势相符。长期来看, 李宁近期在市场营销与品牌投入方面不断加大力度 (包括与中国奥委会的合作, 以及取得国内外多位运动明星的代言), 有助于在未来两年里加大品牌的曝光度, 从而抢占消费者心智。因此, 我们对李宁长期品牌力提升持谨慎乐观的态度, 并预测李宁未来两年的收入表现有望好于其他国产品牌。

• **投资风险:** 行业需求放缓、国内品牌竞争大于预期。

林闲嘉

 首席消费分析师
 richard_lin@spdbi.com
 (852) 2808 6433

何丽敏

 消费分析师
 limin_he@spdbi.com
 (852) 2808 6438

2026 年 6 月 2 日

评级


买入

目标价 (港元)	26.8
潜在升幅/降幅	+41.8%
目前股价 (港元)	18.9
52 周内股价区间 (港元)	14.42-23.42
总市值 (百万港元)	48,853
近 3 月日均成交额 (百万港元)	409.4

注: 截至 2026 年 6 月 1 日收盘价

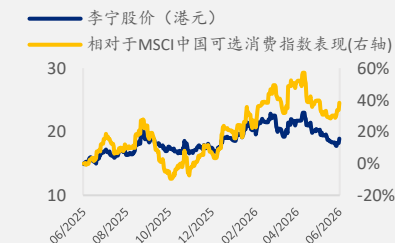
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	28,676	29,598	31,693	33,622	35,273
同比变动 (%)	3.9%	3.2%	7.1%	6.1%	4.9%
核心归母净利润	3,013	3,008	2,993	3,645	4,199
同比变动 (%)	-5.5%	-0.2%	-0.5%	21.8%	15.2%
PE (x)	14.2	14.3	14.3	11.8	10.2
ROE (%)	11.9%	10.9%	10.5%	12.1%	12.9%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

图表 2: 库里和韦德的职业生涯成绩对比 (截至 2026 年 5 月)

荣誉/数据项	斯蒂芬·库里 (Stephen Curry)	德维恩·韦德 (Dwyane Wade)
总冠军数量	4 次 (2015, 2017, 2018, 2022)	3 次 (2006, 2012, 2013)
常规赛 MVP	2 次 (2015, 2016-历史唯一全票)	0 次(最高评选第 3 名)
总决赛 MVP	1 次 (2022)	1 次 (2006)
全明星入选次数	12 次	13 次
最佳阵容 (All-NBA)	11 次	8 次
最佳防守阵容	0 次	3 次 (均入选二阵)
得分王/助攻王	2 次得分王 (2016,2021)	1 次得分王 (2009)
奥运金牌	1 次 (2024 巴黎奥运会)	1 次 (2008 北京奥运会)
历史地位标签	历史第一射手 小球时代开创者	历史第三得分后卫 (次于乔丹、科比)
与李宁签约时年龄	38 岁	30 岁

资料来源: NBA 官网、新浪体育、浦银国际

财务报表分析与预测 - 李宁

利润表

(百万人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	28,676	29,598	31,693	33,622	35,273
同比	3.9%	3.2%	7.1%	6.1%	4.9%
销售成本	-14,520	-15,110	-16,152	-17,028	-17,754
毛利	14,156	14,489	15,542	16,594	17,520
毛利率	49.4%	49.0%	49.0%	49.4%	49.7%
销售费用	-9,199	-9,190	-10,237	-10,525	-10,852
管理费用	-1,433	-1,629	-1,675	-1,729	-1,757
其他经营收入及收益(损失)	154	228	180	220	260
经营溢利	3,678	3,898	3,809	4,560	5,170
经营利润率	12.8%	13.2%	12.0%	13.6%	14.7%
净融资成本	175	33	35	114	137
税前溢利	4,110	4,189	4,123	4,959	5,598
所得税开支	-1,097	-1,253	-1,130	-1,314	-1,400
所得税率	26.7%	29.9%	27.4%	26.5%	25.0%
少数股东权益	0	0	0	0	0
归母净利润	3,013	2,936	2,993	3,645	4,199
归母净利率	10.5%	9.9%	9.4%	10.8%	11.9%
同比	-5.5%	-2.6%	2.0%	21.8%	15.2%
核心归母净利润	3,013	3,008	2,993	3,645	4,199
核心归母净利率	10.5%	10.2%	9.4%	10.8%	11.9%
同比	-5.5%	-0.2%	-0.5%	21.8%	15.2%

现金流量表

(百万人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
除所得税前溢利	4,110	4,189	4,123	4,959	5,598
折旧	1,708	710	771	768	761
摊销	149	69	72	75	78
融资开支净额	-234	-227	-197	-216	-239
其他	387	412	60	0	0
未计营运资金变动前之经营溢利	6,120	5,153	4,829	5,585	6,198
存货减少/(增加)	-137	-96	-94	-151	-125
应收贸易款项(增加)/减少	192	-384	173	-74	-63
其他应收款项减少/(增加)	-55	10	-18	-15	-13
应付贸易款项(减少)/增加	-165	277	1	103	86
其他应付款项及应计费用增加	609	44	344	270	231
受限制银行存款减少/(增加)	-22	0	0	0	0
已付所得税	-1,274	-1,253	-1,130	-1,314	-1,400
经营活动所得(所用)现金净额	5,268	4,852	4,105	4,404	4,914
购入物业、机器及设备	-1,431	-1,400	-1,400	-1,400	-1,400
购入土地使用权	0	4	4	4	4
购入无形资产	-72	9	-75	-75	-78
已收取利息	591	297	268	287	310
其他	73	7,725	0	0	0
投资活动所用现金净额	-840	6,634	-1,203	-1,184	-1,164
股份发行	4	0	0	0	0
为限制性股份奖励计划而购入之股份	0	0	0	0	0
新增借贷	0	0	0	0	0
偿还借贷	0	0	0	0	0
已付股利	-1,444	-1,400	-1,468	-1,497	-1,822
已付利息	-28	-162	-131	-71	-71
其他	-856	-594	0	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	-2,324	-2,155	-1,599	-1,568	-1,893
现金及现金等价物变动	2,104	9,330	1,303	1,652	1,857
于年初的现金及现金等价物	5,444	7,499	16,717	18,020	19,672
现金及现金等价物汇兑差额	-49	-113	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	7,499	16,717	18,020	19,672	21,529

资产负债表

(百万人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
物业、机器及设备	4,610	4,754	5,379	6,012	6,650
使用权资产	1,577	1,562	1,562	1,562	1,562
土地使用权	151	147	143	139	136
无形资产	235	157	160	160	160
其他	6,229	5,981	5,981	5,981	5,981
非流动资产	15,180	14,764	15,389	16,018	16,653
存货	2,598	2,694	2,788	2,939	3,064
应收贸易款项	1,005	1,389	1,216	1,290	1,353
其他应收款项-即期部分	245	236	254	269	282
受限制银行存款	23	0	0	0	0
现金及等同现金项目	7,499	16,717	18,020	19,672	21,529
其他	894	822	822	822	822
流动资产	20,528	22,950	24,192	26,085	28,143
应付贸易款项	1,625	1,902	1,903	2,006	2,092
租赁负债-即期部分	552	590	590	590	590
其他应付款项及应计费用	4,049	4,093	4,437	4,707	4,938
当期所得税负债	950	1,073	1,073	1,073	1,073
其他	409	404	401	401	401
流动负债	7,586	8,061	8,403	8,776	9,093
租赁负债	1,385	1,466	1,466	1,466	1,466
其他	634	560	560	560	560
非流动负债	2,019	2,025	2,025	2,025	2,025
股本	236	236	236	236	236
储备	25,868	27,392	28,917	31,065	33,442
非控制性权益	0	0	0	0	0
权益	26,104	27,627	29,153	31,301	33,678

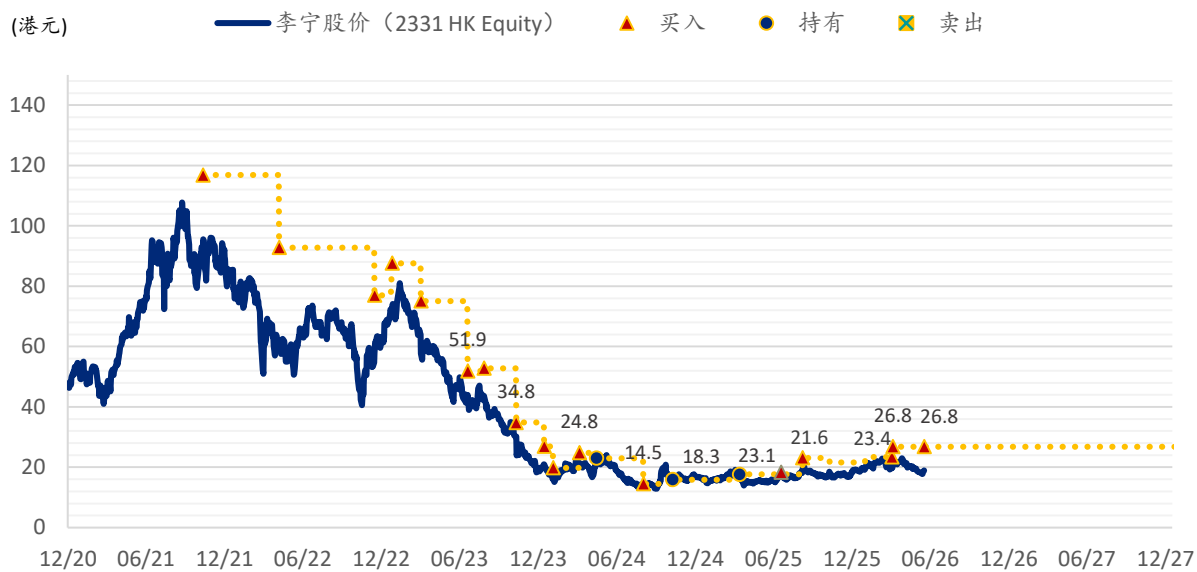
财务和估值比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	1.17	1.16	1.16	1.41	1.62
每股销售额	11.09	11.45	12.25	13.00	13.63
每股股息	0.58	0.57	0.58	0.70	0.81
同比变动					
收入	3.9%	3.2%	7.1%	6.1%	4.9%
经营溢利	3.3%	6.0%	-2.3%	19.7%	13.4%
归母净利润	-5.5%	-2.6%	2.0%	21.8%	15.2%
摊薄每股收益	-5.0%	-0.2%	-0.5%	21.8%	15.2%
费用与利润率					
毛利率	49.4%	49.0%	49.0%	49.4%	49.7%
经营利润率	12.8%	13.2%	12.0%	13.6%	14.7%
归母净利率	10.5%	9.9%	9.4%	10.8%	11.9%
回报率					
平均股本回报率	11.9%	10.9%	10.5%	12.1%	12.9%
平均资产回报率	8.6%	8.0%	7.7%	8.9%	9.7%
资产效率					
库存周转天数	64	64	63	63	63
应收账款周转天数	14	15	14	14	14
应付账款周转天数	43	43	43	43	43
财务杠杆					
流动比率(x)	2.7	2.8	2.9	3.0	3.1
速动比率(x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
现金比率(x)	1.0	2.1	2.1	2.2	2.4
负债/权益(%)	36.8%	36.5%	35.8%	34.5%	33.0%
估值					
市盈率(x)	14.2	14.3	14.3	11.8	10.2
市销率(x)	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2
股息率	3.1%	3.0%	3.1%	3.7%	4.3%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 3: SPDBI 目标价: 李宁 (2331.HK)

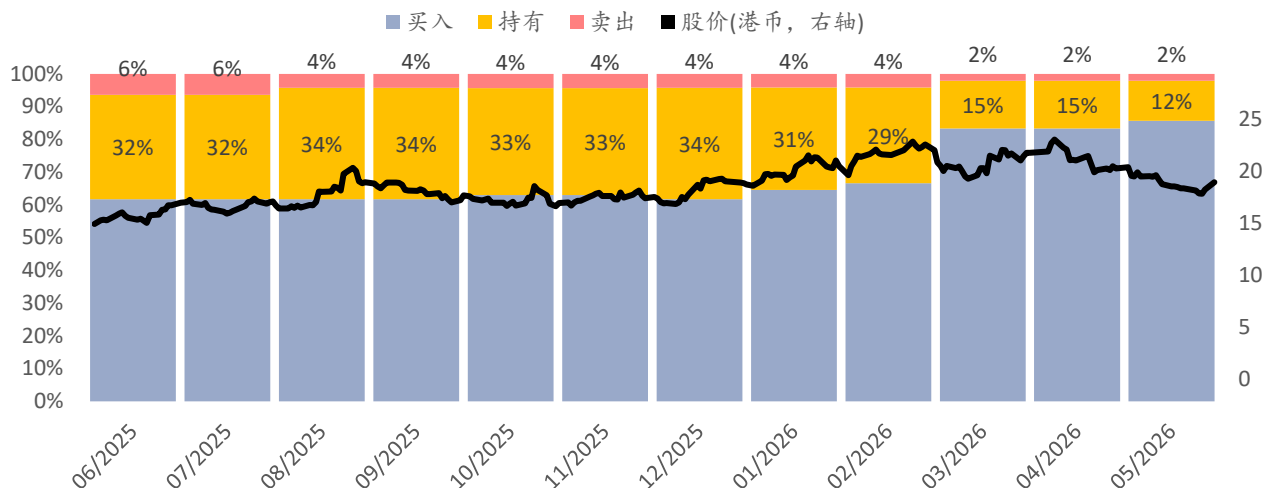


注: 截至 2026 年 6 月 1 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

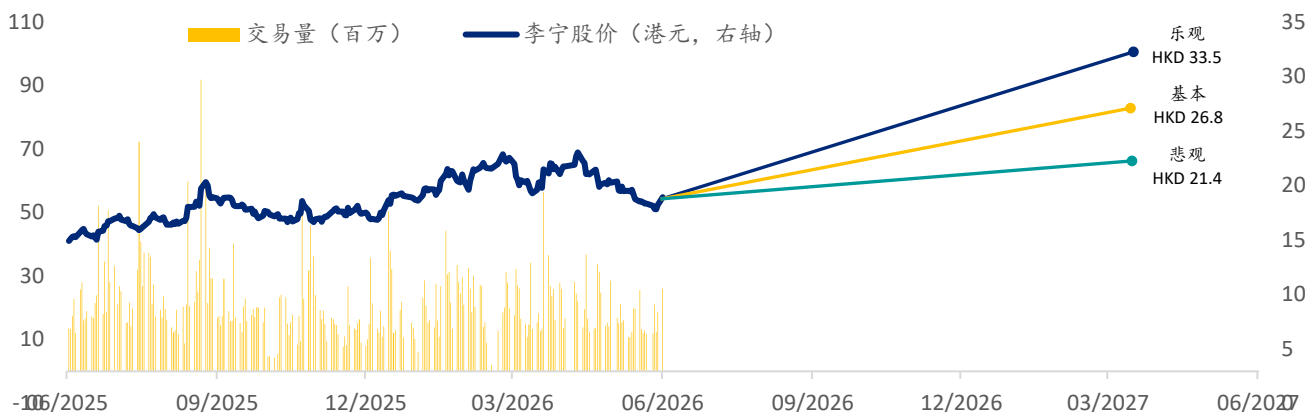
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4: 李宁 (2331.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 李宁 (2331.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期

目标价: 33.5 港元

概率: 25%

- 李宁主品牌 2026 年线下收入同比增长 10% 以上;
- 毛利率 2026 年同比显著提升;
- 销售费用率 2026 年同比持平。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 21.4 港元

概率: 20%

- 李宁主品牌 2026 年线下收入同比持平;
- 毛利率 2026 年同比下跌;
- 销售费用率 2026 年同比扩张 200bps。

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本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。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

