

李宁 (02331.HK)

优于大市

李宁官宣与库里达成长期合作，两品牌有望携手打开全球化发展空间

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 纺织服饰 · 服装家纺

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师:	丁诗洁	0755-81981391	dingshijie@guosen.com.cn	执证编码: S0980520040004
证券分析师:	刘佳琪	010-88005446	liujiaqi@guosen.com.cn	执证编码: S0980523070003

事项:

公司公告: 北京时间 2026 年 6 月 2 日, 李宁品牌正式宣布, 与四届总冠军、两届常规赛最有价值球员、奥运金牌得主、美国篮球运动员斯蒂芬·库里 (Stephen Curry) 及库里品牌 (Curry Brand) 达成长期合作。双方将以品牌共建为基础, 围绕多品类专业运动装备开发、体育文化推广与新一代年轻运动群体链接, 共同探索李宁品牌与库里品牌全球化发展的更多可能。

国信纺服观点: 1) 合作显示库里对李宁品牌价值观和产品力的认可, 双方全球化的愿景一致; 2) 库里的个人影响力大, 但库里品牌现有规模小, 未来商业化价值高; 3) 李宁携手库里有望拓宽篮球、高尔夫和运动生活品类, 打开全球化发展的空间; 4) **风险提示:** 消费需求不及预期; 品牌形象受损; 市场的系统性风险; 5) **投资建议:** 库里合作彰显品牌价值与产品力, 打开全球化发展空间。李宁与库里及库里品牌达成长期合作, 彰显国际顶尖运动员对李宁品牌价值观与产品力的认可。库里作为四届总冠军、两届 MVP, 个人影响力大, 球衣销量连续 4 年居 NBA 榜首, 预估年收入达 1.596 亿美元。虽然库里品牌在安德玛时期规模尚小 (约 1 亿美元左右), 但未来在李宁体系下的商业化空间广阔, 参照韦德系列巅峰期曾贡献约 25 亿元收入, 库里系列有望创造更大商业价值。李宁品牌在中国单一市场篮球规模已达约 50 亿元, 全球运动户外市场规模是中国的 7 倍, 李宁和库里品牌全球化有望打开广阔的成长空间。我们维持盈利预测, 预计公司 2026-2028 年归母净利润 28.6/33.8/37.6 亿元, 同比-2.7%/+18.3%/+11.2%。维持 22.5~23.7 港元目标价, 对应 2026 年 19-20x PE, 维持“优于大市”评级。

评论:

◆ 合作显示库里对李宁品牌价值观和产品力的认可, 双方全球化的愿景一致

合作领域: 以篮球和高尔夫为起点, 逐步覆盖多元运动场景。具体包括多品类专业运动装备开发、体育文化推广, 以及通过创新产品、文化内容和独特运动体验链接新一代年轻群体, 共同推动双方品牌全球化发展。李宁将把库里的个人品牌 Curry Brand 推向全球, 合作范围涵盖篮球产品、运动休闲系列、库里以个人品牌签约运动员的权利, 以及一整套高尔夫产品线。

库里选择李宁的原因:

1. 运动员基因共鸣: 李宁先生是体操奥运冠军出身的品牌创始人, 库里认为双方对“体育改变人生、激励下一代”的理念高度契合
2. 顶尖产品力: 库里明确表示李宁球鞋的品质、舒适度和性能令其印象深刻, 能帮助他在赛场上充满信心
3. 创新支撑: 认可李宁具备顶尖的创新力, 确信其能支持库里品牌实现创新与设计的追求
4. 愿景认同: 库里认为李宁是真正理解并认同其品牌标准与愿景的合作伙伴

图1: 李宁品牌与库里品牌达成长期合作



资料来源: 李宁公众号, 国信证券经济研究所整理

◆ 库里的个人影响力大, 但库里品牌现有规模小, 未来商业化价值高

根据福布斯全球运动员收入榜, 2025-26 赛季库里预估为 1.596 亿美元, 位列 NBA 第 1; 球衣销量连续 4 年 (2023-2026) 居 NBA 榜首。

根据线上数据统计, 2025 年库里品牌占安德玛篮球鞋的 95%, 安德玛全年篮球鞋收入约 1.0-1.2 亿美元, 故我们估算库里品牌体量大约在 0.95-1.14 亿美元。若与李宁携手有较大发展潜力, 李宁篮球流水占公司的 17%, 按收入测算大约为 50 亿元, 2022 年巅峰时期大约有 75 亿, 中国单一市场已经有如此发展, 全球运动户外市场规模是中国的 7 倍, 全球化打开成长空间。

图2：福布斯全球运动员收入榜

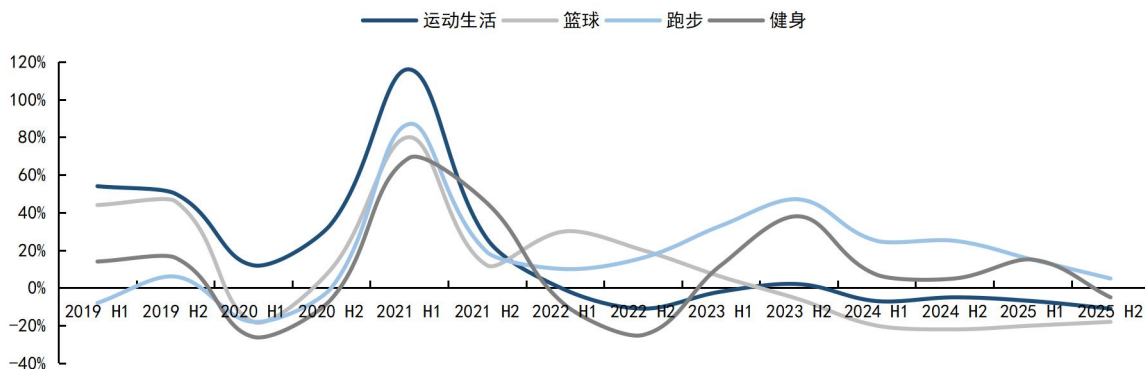


资料来源：Forbes，Boardroom，国信证券经济研究所整理

◆ 李宁携手库里有望拓宽篮球、高尔夫和运动生活品类，打开全球化发展的空间

李宁篮球巅峰期 2022 年曾占李宁 29%，2025 年跌落至 17%；韦德系列篮球鞋占李宁篮球产品比例，2022 年为 25%，2025 年跌落至 6%，此外韦德系列中的服装和其他产品约占韦德系列 25%。故我们预计韦德系列在李宁巅峰期的规模体量为 25 亿元，其中篮球鞋和服装分别为 19/6 亿元。

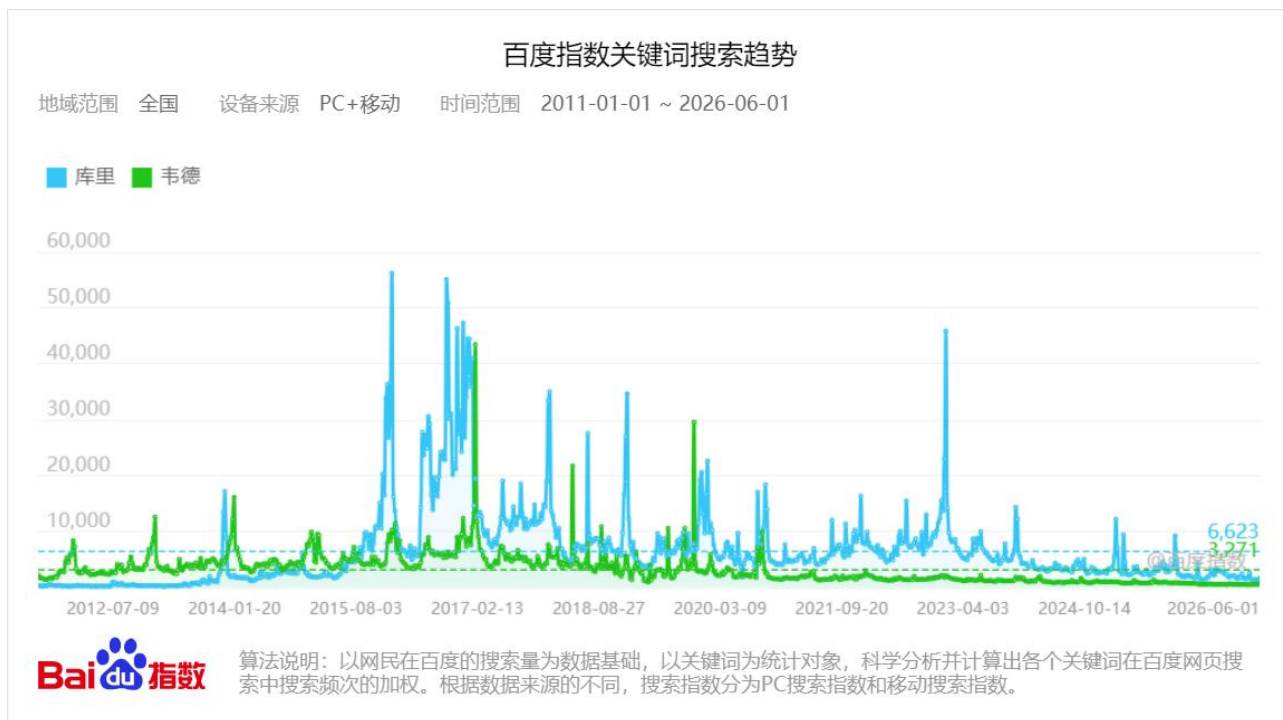
图3: 李宁分品类流水占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

根据百度搜索指数, “库里”比“韦德”热度更高, 2011年以来, “库里”日均值为6623, “韦德”日均值为3271, 在2021年后差距更加明显。参考我们估算2022年李宁篮球巅峰期韦德系列的体量约25亿元, 库里更强的影响力叠加李宁的品牌运营有望再创佳绩。

图4: 库里/韦德百度搜索指数



资料来源: 百度指数, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议: 库里合作彰显品牌价值与产品力, 打开全球化发展空间

李宁与库里及库里品牌达成长期合作, 彰显国际顶尖运动员对李宁品牌价值观与产品力的认可。库里作为四届总冠军、两届 MVP, 个人影响力大, 球衣销量连续 4 年居 NBA 榜首, 预估年收入达 1.596 亿美元。虽然库里品牌在

安德玛时期规模尚小（约 1 亿美元左右），但未来在李宁体系下的商业化空间广阔，参照韦德系列巅峰期曾贡献约 25 亿元收入，库里系列有望创造更大商业价值。李宁品牌在中国单一市场篮球规模已达约 50 亿元，全球运动户外市场规模是中国的 7 倍，李宁和库里品牌全球化有望打开广阔的成长空间。我们维持盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润 28.6/33.8/37.6 亿元，同比-2.7%/+18.3%/+11.2%。维持 22.5~23.7 港元目标价，对应 2026 年 19-20x PE，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测及市场重要数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	28,676	29,598	31,861	34,306	36,948
(+/-%)	3.9%	3.2%	7.6%	7.7%	7.7%
净利润(百万元)	3013	2936	2857	3378	3756
(+/-%)	-5.5%	-2.6%	-2.7%	18.3%	11.2%
每股收益(元)	1.17	1.14	1.11	1.31	1.45
EBIT Margin	13.3%	13.0%	11.2%	12.4%	12.5%
净资产收益率(ROE)	11.5%	10.6%	9.8%	11.0%	11.5%
市盈率(PE)	14.0	14.4	14.8	12.5	11.2
EV/EBITDA	10.3	11.3	14.0	12.1	11.3
市净率(PB)	1.62	1.53	1.45	1.37	1.29

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS			PE			g	PEG 2026
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E		
2331.HK	李宁	优于大市	16.31	1.14	1.11	1.31	14.4	14.8	12.5	7.3%	2.03
可比公司											
2020.HK	安踏体育	优于大市	65.95	4.86	5.00	5.62	13.6	13.2	11.7	7.6%	1.74
1368.HK	特步国际	优于大市	3.85	0.49	0.46	0.54	7.9	8.3	7.1	5.6%	1.50
1361.HK	361度	优于大市	4.33	0.63	0.71	0.78	6.8	6.1	5.5	11.3%	0.54

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

消费需求不及预期；品牌形象受损；市场的系统性风险。

相关研究报告：

- 《李宁（02331.HK）-第一季度大货流水增长中单位数，童装业务快速增长》——2026-04-23
- 《李宁（02331.HK）-全年收入增长 3%，经营利润率小幅上升》——2026-03-21
- 《李宁（02331.HK）-第四季度流水下滑低单位数，龙店与户外店首店齐开》——2026-01-16
- 《李宁（02331.HK）-产品筑基，营销蓄势，重估在即》——2025-12-27
- 《李宁（02331.HK）-第三季度流水下滑中单位数，四季度新品有望密集发布》——2025-10-26

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	7499	16717	18549	20120	22033	营业收入	28676	29598	31861	34306	36948
应收款项	1588	1882	1868	2011	2166	营业成本	14520	15110	16232	17403	18705
存货净额	2598	2694	3019	3236	3476	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	579	564	502	541	582	销售费用	9080	9199	10514	10978	11823
流动资产合计	20528	22950	25031	27000	29350	管理费用	1256	1428	1733	1853	1982
固定资产	4610	4754	5206	5611	5965	财务费用	(319)	(175)	(33)	(36)	(38)
无形资产及其他	1811	1719	1647	1575	1503	投资收益	256	0	0	0	0
投资性房地产	7014	6464	6464	6464	6464	资产减值及公允价值变动	(5)	1	1	1	1
长期股权投资	1744	1828	1912	1996	2080	其他收入	(280)	151	449	463	606
资产总计	35708	37714	40259	42647	45362	营业利润	4110	4189	3865	4572	5082
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	2666	3046	3222	3454	3710	利润总额	4110	4189	3865	4572	5082
其他流动负债	4920	5015	5854	6215	6684	所得税费用	1097	1253	1009	1193	1326
流动负债合计	7586	8061	9077	9668	10394	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	3013	2936	2857	3378	3756
其他长期负债	2019	2025	2127	2233	2345						
长期负债合计	2019	2025	2127	2233	2345	现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	9605	10087	11204	11902	12739	净利润	3013	2936	2857	3378	3756
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	26104	27627	29056	30745	32623	折旧摊销	1831	1365	721	767	820
负债和股东权益总计	35708	37714	40259	42647	45362	公允价值变动损失	5	(1)	(1)	(1)	(1)
						财务费用	(319)	(175)	(33)	(36)	(38)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	268	100	767	193	289
每股收益	1.17	1.14	1.11	1.31	1.45	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.59	0.23	0.55	0.65	0.73	经营活动现金流	5116	4400	4344	4338	4863
每股净资产	10.10	10.69	11.24	11.89	12.62	资本开支	(2312)	(1510)	(1100)	(1100)	(1100)
ROIC	12%	11%	13%	21%	22%	其它投资现金流	120	7729	101	106	112
ROE	12%	11%	10%	11%	12%	投资活动现金流	(2329)	6135	(1083)	(1078)	(1072)
毛利率	49%	49%	49%	49%	49%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	13%	13%	11%	12%	12%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	18%	13%	15%	15%	支付股利、利息	(1651)	(1645)	(1428)	(1689)	(1878)
收入增长	4%	3%	8%	8%	8%	其它融资现金流	2568	1973	0	0	0
净利润增长率	-5%	-3%	-3%	18%	11%	融资活动现金流	(733)	(1317)	(1428)	(1689)	(1878)
资产负债率	27%	27%	28%	28%	28%	现金净变动	2055	9218	1833	1571	1913
息率	3.4%	3.4%	2.9%	3.5%	3.8%	货币资金的期初余额	5444	7499	16717	18549	20120
P/E	14.0	14.4	14.8	12.5	11.2	货币资金的期末余额	7499	16717	18549	20120	22033
P/B	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3	企业自由现金流	2587	2662	3015	2996	3415
EV/EBITDA	10.3	11.3	14.0	12.1	11.3	权益自由现金流	5389	4758	3039	3023	3443

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032