

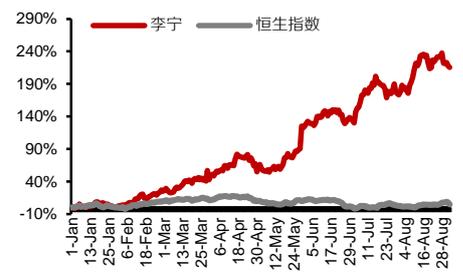
国潮李宁 上升进行时



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2019年11月11日)	25.4 港币
目标价格	29.6 港币
52周最高价/最低价	27.1/7.9 港币
总股本/流通H股 (万股)	231,536
H股市值 (百万元港币)	58,694
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2019年11月12日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-6.5	-0.8	33.6	215.5
相对表现	-4.2	-3.1	29.8	210.5
恒生指数	-2.3	2.3	3.8	5.0



资料来源: WIND、东方证券研究所

核心观点

- **李宁是国内最具品牌辨识度的运动服饰龙头。**公司成立于1990年,2004年6月成功在香港上市。创始人李宁创造了世界体操史上的神话,共赢得一百多枚金牌,其在2008年北京奥运会上点燃圣火的一幕更是成为一代人的永恒记忆。正是因为创始人的独特背景,公司也成为国内最具品牌鲜明度的运动服饰企业。
- **李宁公司的发展史是可选消费领域中“困境反转”的典型案列之一。**2010-2014年由于行业调整+战略失误,公司经历痛苦调整并陷入困境,同时也丧失了保持多年的行业第一地位。**2015年,随着创始人李宁的回归,公司管理层趋于稳定,一系列改革措施的落地帮助公司走出困境,**1)品牌方面:重回创始口号,依托“原创实力+海外时装周系列推广”,一举成为国潮领头羊;2)产品方面:聚焦五大核心品类,时尚设计紧贴市场潮流;3)渠道方面:零售导向改革开始见效,线上业务大获增长。**2017年后,公司的表现逐步获得了资本市场的认可,2017-2019三年(2019年截止于11月11日),公司股价分别上涨达29.98%、32.7%和204%。**
- **我们认为公司未来上升趋势不改,规模和管理效率提升是最大看点。**一方面,公司收入的强势增长趋势有望延续,分产品系列来看:1)李宁大货:线下积极布局大店和综合店,线上有望保持快速增长,整体增长确定性较高;2)李宁 YOUNG:童装市场空间广阔,有望成为公司潜在增长点;3)中国李宁:提升品牌调性和年轻化、带动大货销售,同时自身也有较大拓店空间。另一方面随着新CEO入驻和后续公司治理和管理的持续改善,将有效提升公司的运营效率和利润率,带来盈利增长的更大弹性。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司2019-2021的每股收益分别为0.62元、0.72元和0.9元,参考可比公司估值,同时考虑公司2021年更高的成长性,给予公司30%的溢价,对应2020年PE为37倍,对应目标价为29.6港币,首次给予公司“买入”评级。

风险提示:经济持续减速对运动服饰零售的可能影响;专业运动和潮流时尚风格轮动对公司产品销售的影响;管理效率提升的进度可能不及预期等。

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,874	10,511	13,417	16,606	19,862
同比增长	10.7%	18.4%	27.7%	23.8%	19.6%
营业利润(百万元)	538	850	1,720	2,060	2,640
同比增长	86.7%	58.2%	102.3%	19.8%	28.1%
归属母公司净利润(百万元)	515	715	1,428	1,669	2,086
同比增长	-19.9%	38.8%	99.6%	16.9%	25.0%
每股收益(元)	0.22	0.31	0.62	0.72	0.90
毛利率	47.1%	48.1%	49.2%	48.8%	48.8%
净利率	5.8%	6.8%	10.6%	10.0%	10.5%
净资产收益率	11.4%	13.1%	22.1%	21.5%	22.6%
市盈率(倍)	102.6	73.9	37.0	31.7	25.3
市净率(倍)	10.4	9.1	7.5	6.3	5.3

资料来源:公司数据,东方证券研究所预测,每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

证券分析师 施红梅
021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860511010001

证券分析师 赵越峰
021-63325888*7507
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860513060001

联系人 朱炎
021-63325888-6107
zhuyan3@orientsec.com.cn

联系人 张维益
021-63325888-7535
zhangweiyi@orientsec.com.cn

相关报告

黄金赛道 强者愈强 --国内运动服饰行业 2019-08-15
深度报告

安踏体育首次覆盖报告:从本土龙头向全球 2019-09-24
顶级运动服饰集团的成长之路

目 录

公司概况：最具品牌辨识度的国内运动服饰龙头	5
回眸：困境反转，凤凰涅槃	8
困境期（2010-2014 年）：行业调整+战略失误，公司陷入痛苦调整	9
张志勇主导的“品牌重塑+渠道整合”变革（2010-2012 年）	10
金珍君主导的“三步走”转型计划（2012-2014 年）	11
困境反转期（2015 年后）：李宁回归，一系列改革落地带领公司重拾升势	12
品牌：原创实力+时装周系列推广 一举成为国潮领头羊	14
产品：聚焦五大核心品类，时尚设计紧贴市场潮流	18
渠道：零售导向改革开始见效，线上业务大获增长	20
展望：公司上升趋势不改，规模和管理效率提升是最大看点	22
李宁大货增长较快，中国李宁和李宁 YOUNG 看点十足	22
李宁大货：线下积极布局大店和综合店，线上有望保持快速增长	22
李宁 YOUNG：童装市场空间广阔，有望成为公司潜在增长点	24
中国李宁：提升品牌调性、带动大货销售，自身也有较大拓店空间	25
公司治理不断完善，运营效率和利润率有望提升	28
推断 1：嫁接前沿的供应链管理和零售运营能力	29
推断 2：进一步提升联名爆款的打造能力，丰富营销新玩法	31
推断 3：助力数字零售发展和探索	32
盈利预测与投资建议	35
盈利预测	35
投资建议	36
风险提示	37

图表目录

图 1: 公司营业收入及增速变化 (2014–2018, 百万元)	6
图 2: 公司归母净利润及增速变化 (2014–2018, 百万元)	6
图 3: 公司毛利率变化 (2014–2019H1)	6
图 4: 公司归母净利率变化 (2014–2018)	6
图 5: 公司营业收入按产品拆分 (2019H1)	7
图 6: 李宁牌营业收入按销售渠道拆分 (2019H1)	7
图 7: 公司股权架构图 (截至 2019 年 6 月)	7
图 8: 公司最高管理层变迁 (1990–2019)	9
图 9: 公司营业收入及增速 (2008–2014, 百万元)	9
图 10: 公司归母净利润及增速 (2008–2014, 百万元)	9
图 11: 李宁新旧 Logo 和口号对比 (2010)	10
图 12: “90 后李宁”的海报	10
图 13: 金珍君 2012 年 7 月提出的“三步走”转型计划	12
图 14: 公司存货周转天数变化 (2012–2018, 天)	13
图 15: 公司渠道存货占比 (2012–2018)	13
图 16: 公司经营活动现金流变化 (2009–2018, 百万元)	13
图 17: 公司收盘价和 EPS 变化 (2010–2019, 港币)	14
图 18: 公司广告及市场推广开支占收入比重变化 (2013–2019H1)	14
图 19: 消费者对国产品牌偏好变化 (2016–2018)	15
图 20: 中国消费者对品牌的偏好变化 (2017, %)	15
图 21: 李宁登陆国际时装周概览 (2018 年 2 月至 2019 年 6 月)	15
图 22: 李宁在纽约时装周期间的百度指数变化 (2018 年 2 月到 2018 年 6 月)	16
图 23: 中国李宁与 GAI 合作海报及后续代言产品	17
图 24: 中国李宁门店数变化 (2018–2019H1)	17
图 25: 中国李宁门店展示	17
图 26: 运动服饰品牌力指数 (2019)	18
图 27: 运动鞋品牌力指数 (2019)	18
图 28: 公司核心与非核心品类占比变化 (2013–2019H1)	20
图 29: 公司新品和旧品零售流水占比 (2014–2018)	20
图 30: 端对端零售业务平台规划 (2014 年底全部实现)	20
图 31: 公司门店数量变化 (2010–2018)	21
图 32: 李宁牌同店销售增长 (2014–2018, SSSG 率)	21
图 33: 李宁牌营业收入按销售渠道拆分 (2014–2018)	22

图 34: 李宁牌线上营业收入及增速 (2014–2018)	22
图 35: 公司旗舰店、全品类店铺展示	23
图 36: 中国未来五年服装行业复合增速预测 (2019E–2024E)	24
图 37: 各国童装人均消费金额比较 (2017, 美元)	24
图 38: 中国二孩出生率抽样统计 (2011–2017)	24
图 39: 李宁 YOUNG 门店数量变化 (2017–2019H1)	25
图 40: 李宁 YOUNG 和安踏 Kids 门店数比较 (2019H1)	25
图 41: 中国李宁与可比品牌热销产品价位比较 (2019 年 10 月)	26
图 42: 中国李宁店铺示例及店效展示 (2018–2019H1)	27
图 43: 中国李宁门店数量变化及预测 (2018–2019)	27
图 44: 中国李宁和 FILA 门店数比较 (2019H1)	27
图 45: 中国运动服饰行业市场规模及增速 (2007–2018, 十亿元)	29
图 46: Daifuku 官方网站	30
图 47: 李宁广西供应基地	30
图 48: 李宁和安踏销售费用率比较 (2014–2018)	30
图 49: 李宁和安踏营业利润率比较 (2014–2018)	30
图 50: 优衣库 KAWS 联名款引起社会热议	31
图 51: 优衣库 KAWS 联名款展示	31
图 52: 优衣库成功的联名款	31
图 53: 18 年优衣库和 Jump 合作款	32
图 54: 李宁公司主要联名款一览	32
图 55: 优衣库推出掌上旗舰店	33
图 56: Uniqlo to Go 展示	33
表 1: 李宁大事记摘要 (1989–2019)	5
表 2: 公司执行董事和主要高管概况 (截止 2019 年 10 月)	7
表 3: 公司“渠道整合”具体举措 (2010)	11
表 4: 公司回归核心品类具体举措 (2015–2016)	18
表 5: 公司核心品类零售流水和发货情况 (2015–2019H1)	19
表 6: 公司零售数据同比增速变化 (18Q1–19Q3)	22
表 7: 公司订货会同比增速变化 (18Q4–20Q2)	23
表 8: 高坂武史过往履历 (1971–2019)	28
表 9: 公司直营和加盟零售同比增速比较 (18Q1–19Q3)	30
表 10: 公司在提升消费者体验方面所做出的的努力 (2019H1)	33
表 11: 行业可比公司估值 (截止于 2019 年 11 月 11 日)	36

公司概况：最具品牌辨识度的国内运动服饰龙头

李宁公司是“体操王子”李宁先生在 1990 年创立的体育用品公司。公司创始人李宁创造了世界体操史上的神话，先后摘取十四项世界冠军，共赢得一百多枚金牌。创始人的独特背景决定了李宁品牌本身是公司最重要的资产，也使得公司成为国内最具品牌辨识度和鲜明度的运动服饰品牌。2004 年 6 月，李宁公司成功在香港上市。2008 年，创始人李宁作为北京奥运会最后一棒火炬手，空中漫步绕行鸟巢一周点燃圣火，成为一代人的永恒记忆，再次巩固了品牌的深厚底蕴。2010 年前受益于行业发展，公司增长势头始终保持强劲，2010-2014 年由于行业调整+战略失误，公司曾陷入困境期，收入和利润承压严重。2015 年后随着李宁的回归，多项改革措施落地，公司“困境反转”重回高速增长。

表 1：李宁大事记摘要（1989-2019）

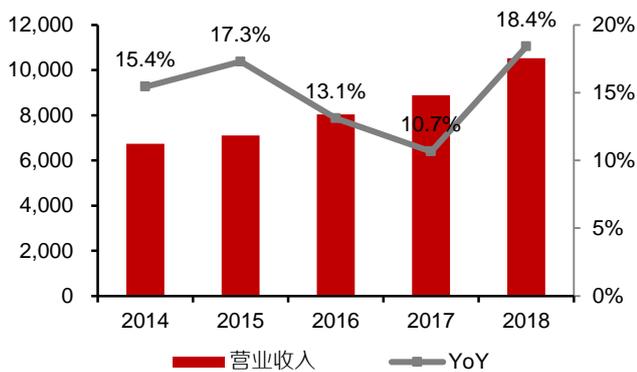
年份	大事记
1989 年	李宁先生开始筹备李宁的设计方案，同年 4 月，正式注册“李宁牌”商标。
1990 年	李宁公司在广东三水起步，从事“李宁牌”运动服装的生产经营。
1992 年	李宁牌装备被选为第二十五届巴塞罗那奥运会中国代表团指定领奖服装、领奖鞋，结束了中国运动员在奥运会上使用外国体育用品的历史。
1996 年	李宁公司赞助中国体育代表团参加二十六届亚特兰大奥运会。
2000 年	李宁公司赞助中国体育代表团参加第二十七届悉尼奥运会，“龙服”、“蝶鞋”被各国记者评为了“最佳领奖装备”。
2004 年	第一款李宁牌专业足球鞋“Tie”问世。同年，李宁公司第四次赞助中国奥运代表团，“锦绣中华”领奖服和“极光”领奖鞋在雅典交相辉映。
2004 年	李宁有限公司在香港联交所成功上市(股票代码: 2331)，这是第一家内地体育用品公司在香港上市。
2005 年	李宁公司与 NBA 签约，成为 NBA 官方市场合作伙伴。
2006 年	李宁公司与 NBA 骑士队著名后卫达蒙·琼斯签约，成为第一个出现在 NBA 赛场上的中国体育品牌。
2007 年	李宁公司签约瑞典奥委会，成为第一支外国奥运代表团签约中国品牌。李宁公司为瑞典奥运代表团设计和制作参加北京奥运会的各项装备。
2008 年	李宁作为北京奥运会最后一棒火炬手，空中漫步绕行鸟巢一周点燃圣火。
2012 年	李宁公司宣布与美国 NBA 著名球星德维恩·韦德（Dwyane Tyrone Wade）正式签约，成为第一个签约顶级 NBA 现役球员的中国品牌。
2015 年	李宁重启品牌口号“一切皆有可能”，从传统装备提供商转型为“互联网+运动生活服务提供商”。
2018 年	李宁参加纽约时装周，成为首个亮相的中国运动品牌。 同年 6 月，初战巴黎时装周。
2019 年	李宁在纽约时装周推出“行”主题系列。

数据来源：公司官网，东方证券研究所

公司业绩自 2015 年后开始复苏。公司的营业收入自 2015 年后始终保持双位数增长，至 2018 年已达 105.3 亿，同比增长 18.4%；归母净利润自 2015 年后由负转正，2018 年实现归母净利润 7.15 亿，同比增长 39%，复苏势头良好。从毛利率来看，自 2014、2015 年调整以来，公司毛利率稳步提升，在 2018 年达到 48% 的水平，同比增长 1pct，主要系公司毛利率较高的电商业务占比提升、新品零售占比增长和吊牌成本比改善所致。从归母净利率来看，2016-2018 年分别维持在 8%、5.8% 和 6.8% 的水平。

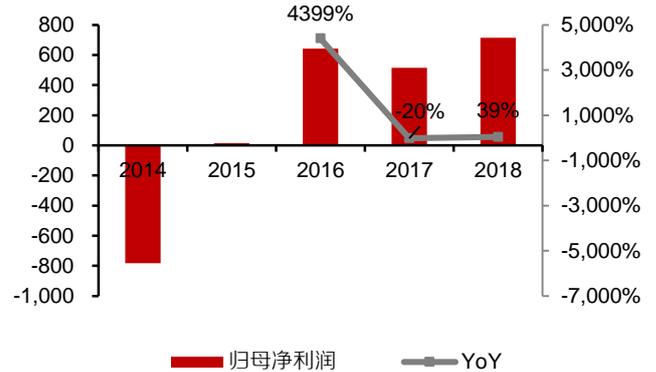
根据 2019H1 最新数据，公司维持强劲的增长势头。2019H1，公司实现营业收入 62.54 亿，同比增长 32.7%，归母净利润为 7.95 亿，同比增长 196%，归母净利率为 12.7%；若扣除一次性与经营无关的损益后归母净利润为 5.61 亿，同比增长 109.1%，扣非归母净利率约为 9%。

图 1：公司营业收入及增速变化（2014-2018，百万元）



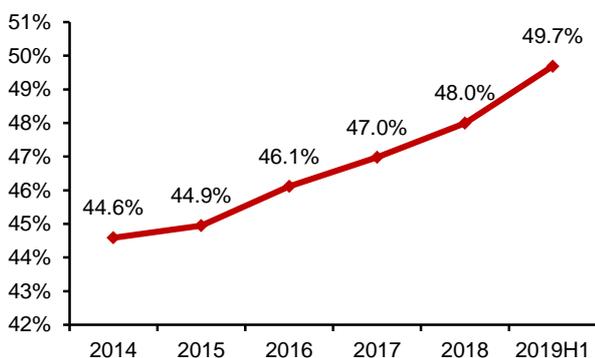
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化（2014-2018，百万元）



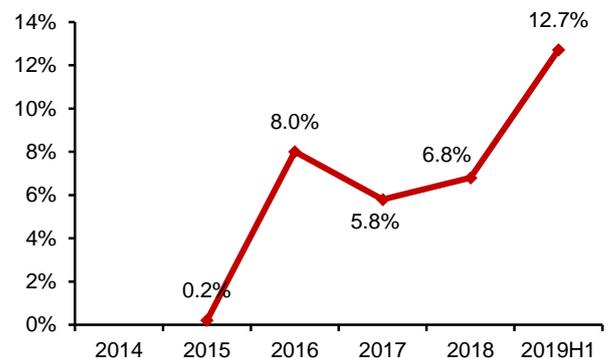
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 3：公司毛利率变化（2014-2019H1）



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 4：公司归母净利率变化（2014-2018）



数据来源：公司年报，东方证券研究所

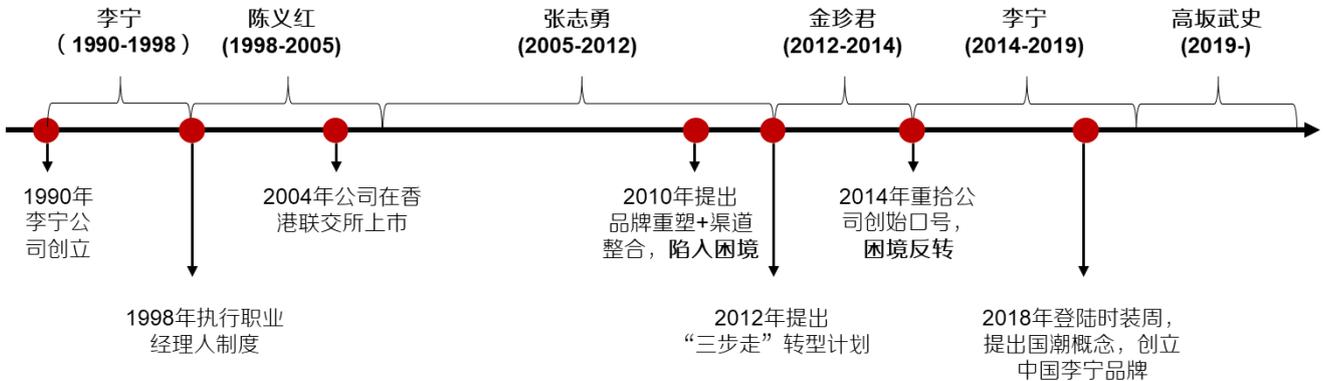
从收入构成来看，按产品类别拆分，2019H1 公司服饰产品占比为 49%，低于安踏的 62%（主要系 FILA 品牌的服饰类产品占比较高），鞋类产品占比为 47%，配件和器材占比为 4%；按销售渠道拆分，2019H1 李宁牌批发销售渠道占比最高，达到 47%，直营零售、线上和国际市场分别占比为 30%、21%和 2%。

李宁	56	董事会主席+执行董事+联席行政总裁	25年	李宁品牌创始人，于2015年3月18日其担任本公司代理行政总裁并在现任高级管理层的协助下履行行政总裁之职责，负责制定本集团整个企业策略及规划。李先生持有北京大学法律学士学位、北京大学光华管理学院高级管理人员工商管理硕士学位，于2010年6月获颁授香港科技大学荣誉院士。
李麒麟	32	执行董事	2年	公司主要股东李进的儿子，李宁的侄子，于2017年12月加入集团任非执行董事，2018年6月调任执行董事。李麒麟在金融服务行业拥有丰富的经验，曾在2010年1月至2013年7月之间担任恒盛资产管理有限公司的分析师。
高坂武史	48	执行董事+联席行政总裁	<1年	日籍华人，原中国姓名钱炜，毕业于日本关西学院大学，加入公司前曾为韩国优衣库之行政总裁。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等方面具丰富经验。高坂武史曾分别于2001年及2005年出任中国优衣库副总经理及首席运营官，在中国市场的开拓及管理方面拥有超过15年的经验。
曾华锋	57	首席财务官	6年	主要负责财务、内部审核、公司秘书及投资者关系。2013年4月加入集团，在服装行业拥有朝贡国27年的经验，曾担任多项管理职务，包括首席财务官、首席管理管、亚洲区总裁及高级业务副总裁等。持有纽约州立大学会计学理学学士学位和工商管理硕士学位。
戴嘉莉		公司秘书	6年	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、香港特许秘书公会资深会员。

数据来源：wind，东方证券研究所

回眸：困境反转，凤凰涅槃

李宁公司的发展史是可选消费领域“困境反转”的典型示例之一。2010年前，受益于中国市场的增长红利，国内运动服饰龙头均抓住了历史性的发展机遇，其中李宁在2004-2010年营业收入的年复合增速达到了31%。2010年后，随着行业陷入调整期，龙头企业的经营也受到了严重影响。复盘历史我们发现，李宁公司的发展与当时职业经理人的战略选择关系密切，张志勇和金珍君在困境期中（2010-2014年）扮演了重要角色，而创始人李宁是带领公司走出困境（2015年后）的最关键人物。因此我们将以李宁公司职业经理人的变更为主线，详细分析公司上一轮陷入困境和走出困境的缘由。

图 8：公司最高管理层变迁（1990-2019）


数据来源：东方证券研究所

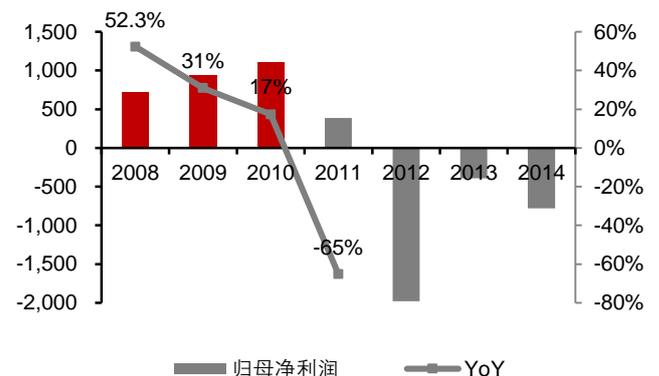
困境期（2010-2014年）：行业调整+战略失误，公司陷入痛苦调整

2008年，公司抓住了北京奥运会的契机大幅扩张渠道规模，业绩创出新高。2010年，公司的收入和净利润水平均已达到当时行业的巅峰，实现营业收入为94.9亿，同比增长13%，归母净利润为11.1亿，同比增长18%。

在此背景下，由于对未来行业发展趋势的误判，公司开启了当时略显激进且充满争议的一系列改革方案，包括2010年推行的“品牌重塑+渠道整合”规划和2012年后引入TPG团队后的“三步走”转型计划，最后均以失败告终，公司的收入和利润水平连年下滑。与此同时，安踏反而后来居上，2012年在营业收入上一举超越李宁成为行业第一，并在后续年份中持续巩固其行业地位。

图 9：公司营业收入及增速（2008-2014，百万元）


数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 10：公司归母净利润及增速（2008-2014，百万元）


数据来源：公司年报，东方证券研究所

我们认为，公司此轮改革失败的原因主要有两点：

1) **改革时点选择不佳。**我们在2019年8月15日发布的行业报告《黄金赛道，强者愈强》中指出，运动服饰行业在2012-2014年经历了一轮深层次的调整，此后行业真正开始从粗放式发展向零售化、品牌化转型。李宁在2010年的改革正好起始于行业调整的前夜，管理层严重低估了行业调整对公司的冲击和影响。

2) 公司中层执行力不强。从现在回头来看,公司当时提出的改革方案从大方向上来看基本正确的,但是较差的中层执行力和终端沟通落实,导致顶层的战略规划无法具体落地,举例而言,2012年李宁和安踏均认识到了“零售导向”的重要性,但是安踏凭借较为高效的执行力于2014年率先走出调整期,受行业的影响相对较小,相反李宁当时正面临管理层的巨大震荡,公司执行力差,直到2015年创始人李宁回归后才缓步复苏。

张志勇主导的“品牌重塑+渠道整合”变革(2010-2012年)

2010年6月,李宁公司在时任CEO张志勇的主导下正式启动“品牌重塑”计划,并同步推出了“渠道整合”规划。当时,改革的争议主要集中在“品牌重塑”计划,甚至在正式推出前就已在公司内部出现较大的分歧,改革的具体举措如下:

1) 通过更换品牌标识和品牌口号,试水国际化:更换后的Logo更加抽象化,抽象的融合了创始人李宁原创的体操动作“李宁交叉”,运用“人”形创意诠释运动价值观,鼓励每个人透过运动表达,实现自我。公司口号也从“一切皆有可能”改成了“让改变发生”,体现了品牌从敢想到敢为的进化,鼓励每个人勇于求变、勇于突破。公司品牌标识和口号的改变很大部分的原因是为了国际化发展布局

2) 提出“90后”李宁,追求品牌年轻化:“90后”有两层含义,一是代表李宁1990年成立,截止当时已经整整20年,二是侧重于表现90后的年轻奔放、积极进取和对事物满腔热情的精神和活力,“90后”概念提出的本意并没有排他性,只是希望突出90后所拥有的如热情、正面、有闯劲等优秀特质来改造李宁。

从改革的初衷来看,一方面公司希望通过“品牌重塑”,实现品牌在海外的扩张,另一方面希望改变目标消费群体的年龄结构,吸引更多年轻“90后”的消费人群。但从实际效果来看,两项改革初衷均没有得到实现,我们认为主要有两点原因:首先,李宁当时的国内销售状况根本无法支撑起海外扩张所需的资本投入,盲目扩张只能增加公司现金流的负担;其次,“90后李宁”概念在吸引目标消费人群方面意外产生了灾难性的副作用,目标“90后”人群由于对品牌故事和内涵不了解,对焕新的李宁品牌并未完全接纳,但是原主流的购买群体(如70后)面对公司大量的“90后”李宁宣传,感觉自身被李宁品牌抛弃。

图 11: 李宁新旧 Logo 和口号对比 (2010)



数据来源: 网络图片, 东方证券研究所

图 12: “90后李宁”的海报



数据来源: 网络图片, 东方证券研究所

“渠道整合”计划方面，公司在 2010 年提出了四点举措，其中最重要的是提高“提高零售环节的规模经济效应”，包括推进经销商/分销商店铺整合和降低单店分销商比例两块，2011 年，公司合计清理 425 家低效率的单店分销商，初步完成当年目标，但是销售端情况则日益恶化。我们认为，从现在来看当时改革的措施和重心并没有问题，但是在当时行业整体调整的背景下，经销商库存压力和资金链较为紧张的状况导致其订货意愿大幅下降，进一步放大了公司所承受的改革阵痛。

表 3：公司“渠道整合”具体举措（2010）

具体措施	描述
提高零售环节的规模经济效应	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 推进经销商/分销商店铺整合 ✓ 降低单店分销商比例
完善产品生命周期管理	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 建设合理的店铺结构 ✓ 促进产品在各生命周期的有序流转 ✓ 提升对零售终端的管理和服务
帮助经销商和分销商应对成本上涨压力	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 在保证集团毛利相对稳定的前提下，给予经销商更优惠的批发折扣 ✓ 给予零售店铺更多的激励措施
提升经销商/分销商的零售管理能力	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 加强专业培训 ✓ 提高订货能力 ✓ 提高销售技巧

数据来源：公司公告，东方证券研究所

金珍君主导的“三步走”转型计划（2012-2014 年）

2012 年，困境中的李宁获得了 TPG（Texas Pacific Group，德太集团）的投资，随后 TPG 派出了其大中华区负责人金珍君等 8 人介入李宁公司的具体管理。公司在“回归运动本质”的策略下，更加聚焦于三个方向，即聚焦核心业务（即体育用品业务），聚焦核心市场（即国内市场），聚焦核心品牌（即李宁牌），并在此基础上公布了公司运营方面的未来战略，具体包括渠道效率、品牌与产品、营运能力和业务模式改革在内的四个变革策略。为了落实以上策略，金珍君于 2012 年 7 月提出了“三步走”的转型计划，目标将李宁公司将一家正从传统批发模式向以“有指导性的订货会订单+快速补货+快速反应”为特色的零售模导向模式转型的公司。

图 13：金珍君 2012 年 7 月提出的“三步走”转型计划

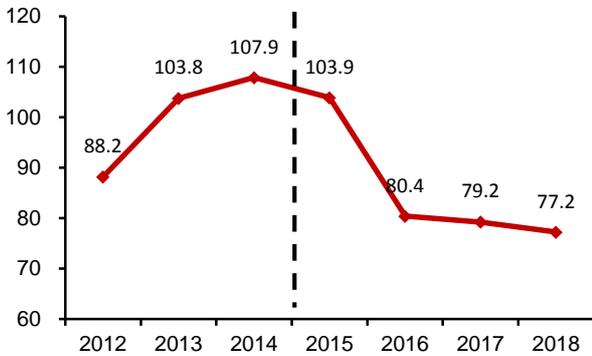

数据来源：中国经济周刊，东方证券研究所

为了使新的战略路线能够顺利实施，金珍君引进了大量外部高管，意图提高决策效率，改善执行力。但这也使得公司内部管理层发生巨大震荡，COO 郭建新、CMO 方世伟等一系列高管相继离职，熟悉李宁文化、李宁经销商体系的管理者也不断离开，导致公司中层和基层的执行力进一步恶化，上层战略的部署无法真正落实到终端的销售层面，最终导致改革的彻底失败，金珍君于 2014 年 11 月退任代理行政总裁，中层管理骨干大规模离职。

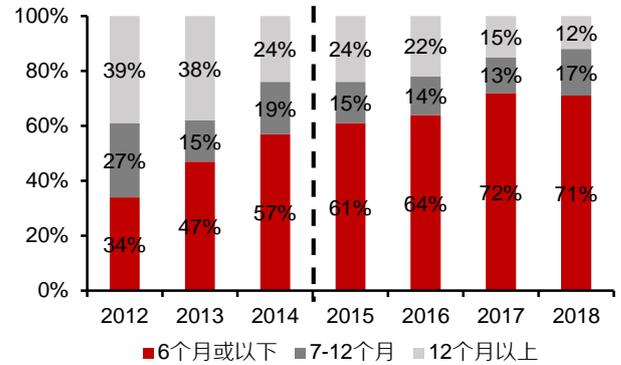
我们认为，虽然金珍君的改革失败了，但是其主导的零售模导向模式的理念在公司日后的发展中得到了延续，为公司未来的困境反转奠定了重要基础。

困境反转期（2015 年后）：李宁回归，一系列改革落地带领公司重拾升势

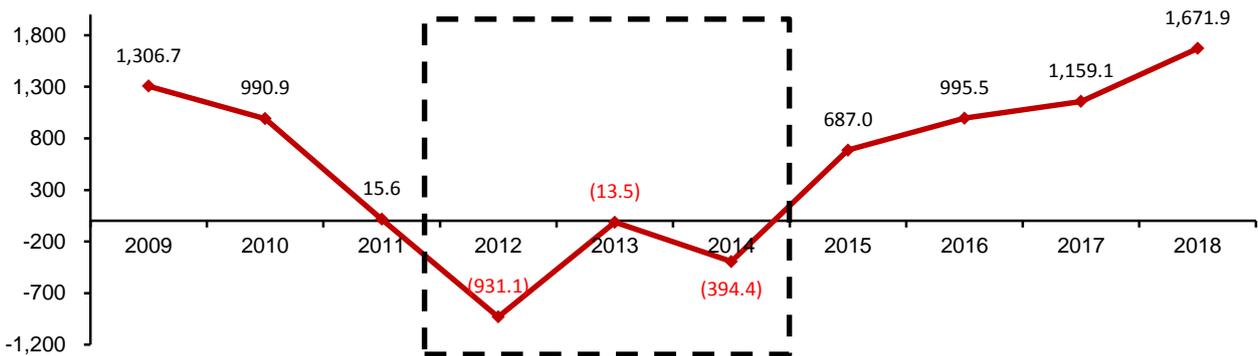
2015 年，随着创始人李宁的回归，公司管理层趋于稳定，逐步开始将金珍君改革中“正确”部分落实推行，并在品牌、产品和渠道等方面进行了更深层次的改革。此后各项核心财务指标逐步回归正轨，实现困境反转，具体表现为：**存货周转天数方面**，2015 年开始改善明显，2016 年大幅下降至 80.4 天，之后也逐年降低，维持在相对健康的水平；**渠道存货占比方面**，6 个月或以下存货占比稳步上升，从 2014 年的 57% 上升至 2018 年的 71%，而 12 月以上存货占比持续下降，从 2014 年的 39% 下降至 2018 年的 12%，表明渠道存货结构不断优化，存货问题已基本解决；**经营现金流方面**，2015 年来首次转正，2017 年重回 10 亿级别，2018 年实现 44.3% 的同比增长，证明公司经营能力也有了显著的修复和增强。

图 14：公司存货周转天数变化（2012–2018，天）


数据来源：wind，东方证券研究所

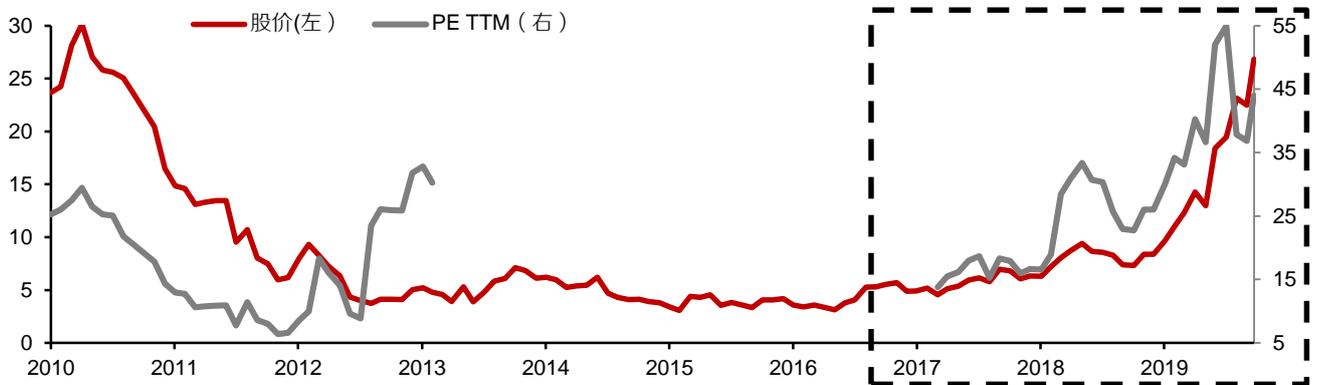
图 15：公司渠道存货占比（2012–2018）


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 16：公司经营活动现金流变化（2009–2018，百万元）


数据来源：wind，东方证券研究所

2017年后，公司的表现逐步获得了资本市场的认可，股价和估值得到大幅修复。从PE倍数（TTM）来看，从2017年初的最低点18.8倍上升至2019年中旬的最高点55倍。2019H1，由于公司的归母净利润同比增长高达195%，PE倍数重新切换至38倍左右。此后资本市场对李宁的认可度不断攀升，股价也持续上涨，截止2019年11月11日，最新PE（TTM）为42倍，股价为25.4港币，2017-2019至今三年（2019年截止于11月11日），公司股价分别上涨29.98%、32.7%和204%。

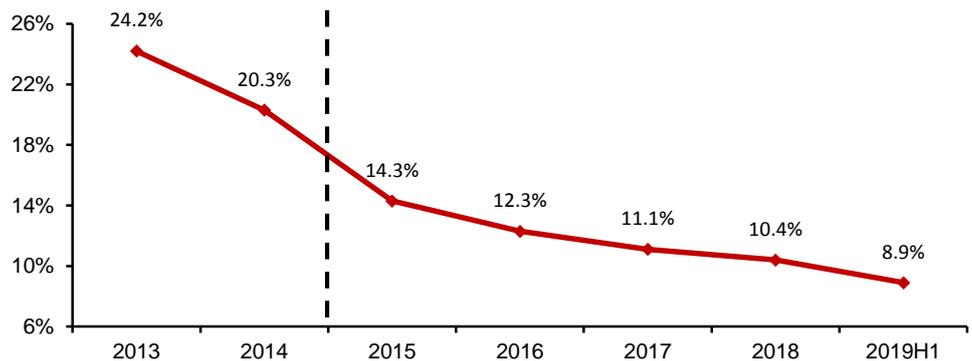
图 17：公司收盘价和 EPS 变化（2010–2019，港币）


数据来源：wind，东方证券研究所，注：由于公司的净利润在 2013–2016 年波动较大，PE TTM 为异常值，因此图中不予展示

以下我们从品牌、产品和渠道三方面来复盘公司实现困境反转的原因：

品牌：原创实力+时装周系列推广 一举成为国潮领头羊

重启创始口号“一切皆有可能”，表明改革决心。2014 年底，董事会正式委任执行主席李宁兼任代理行政总裁，重新回归公司一线。2015 年 7 月，李宁公司宣布战略方向将由体育装备提供商向“互联网+运动生活体验”提供商转变。2015 年 8 月 8 日，在公司成立 25 周年纪念日，李宁重启创始口号“一切皆有可能”。此外，公司开始逐步加强对费用的控制力度，2014 年底，公司正式宣布放弃赞助国家体操队，此后公司不断精简开支，减少不必要的电视广告和非体育明星代言，广告及市场推广费用占收入比重从 2013 年的 24.2% 不断下降至 2019H1 的 8.9%。

图 18：公司广告及市场推广开支占收入比重变化（2013–2019H1）


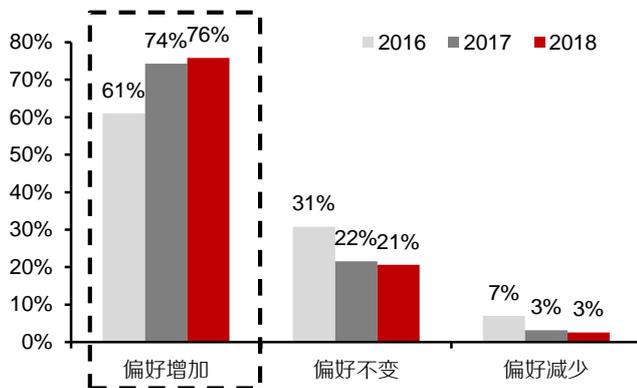
数据来源：公司年报，东方证券研究所

另一方面，在品牌营销方面，公司最大的突破即是将李宁的产品推广至国际知名时装周，在获得巨大成功后通过“中国李宁”品牌将海外影响力转化至国内市场，并赢得了年轻消费者的认可。我们认为，李宁此次品牌变革的成功有其内在的必然性，主要体现在以下两个方面：

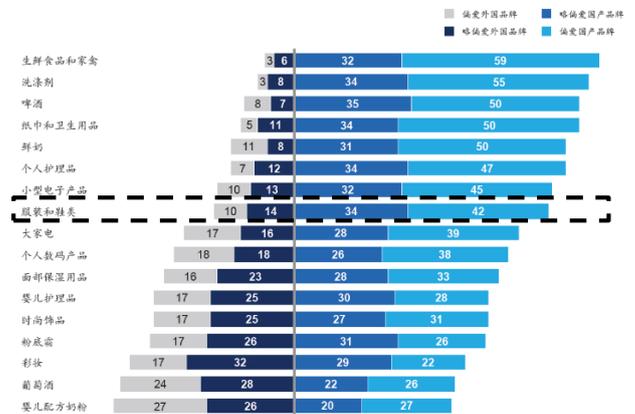
1. 在登陆时装周前，国内年轻消费者对于本土品牌的接纳程度就已开始上升，国潮风尚已初具雏形。根据中国潮流消费发展白皮书的数据，2016-2018 年，消费者对国产品牌的消费偏好不断上升，从 2016 年的 61% 上升至 2018 年的 76%。根据麦肯锡 2017 年发布的报告，中国

消费者对全球和本土品牌的认知比以前更细致，针对服装和鞋类品类分别有 34% 和 42% 的消费者选择了“略偏爱”或“偏爱”本土品牌。90 后和 00 后对本土品牌更加开放包容，更加强调自我，渴望创造自己独一无二的风格，并且对品牌和产品有更深刻的了解和鉴别能力。

2. 在国内品牌中，公司更为尊重原创和设计师文化。公司从创立之初就非常重视原创设计，创始人李宁始终认为原创是值得坚守和奋斗的事业。在公司成立 8 年后的 1998 年，就已建立了中国第一家服装与鞋产品设计开发中心，率先成为自主开发的中国体育用品公司，此后公司陆续在香港、波特兰、北京等地成立设计研发中心，夯实产品设计研发能力。因此，我们认为李宁在时装周中呈现的惊艳产品并不是一蹴而就的，而是源自于公司长期对原创设计的坚持和沉淀，从而帮助李宁在国潮崛起的风潮中把握先机。

图 19：消费者对国产品牌偏好变化（2016-2018）


数据来源：中国潮流消费发展白皮书，东方证券研究所

图 20：中国消费者对品牌的偏好变化（2017，%）


数据来源：麦肯锡，东方证券研究所

图 21：李宁登陆国际时装周概览（2018 年 2 月至 2019 年 6 月）


数据来源：网络图片，东方证券研究所

李宁在时装周的亮相可分为三个阶段：

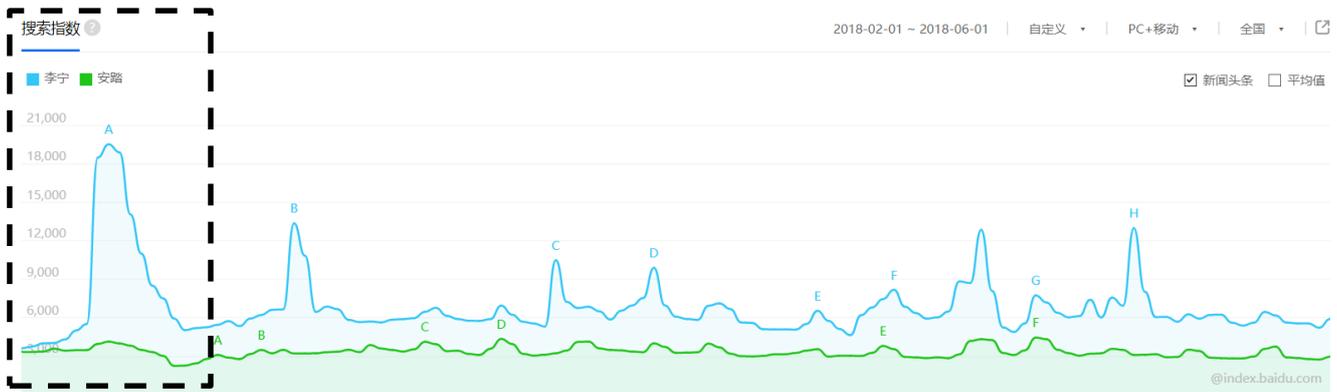
第一阶段（2018 年 2 月纽约时装周）：首次亮相国际时装周，从运动服饰品牌到“国货”的转变

借助“天猫中国日”活动，率先亮相纽约时装周。2018 年 2 月，借助美国时装设计师协会 CFDA 联合天猫在纽约时装周期间推出的名为“天猫中国日·China Day”的项目，李宁与太平鸟、CLOT 等品牌一同亮相纽约时装周，成为国内最早登陆国际时装周的运动服饰的品牌。在此次时装周中，李宁着重突出中国元素，吸引年轻消费者。此次时装周李宁以“悟道”为主题，首次提出“李宁时

尚产品线”的概念，尝试将流行文化和国风相结合以形成全新的产品风格。在整个时装周期间，李宁的百度搜索指数迅速上升，一度超过了耐克、阿迪达斯和安踏。此外，公司也初步尝试了流量变现，最大化营销价值。在此次大秀期间，李宁通过天猫平台“即看即买”同步销售 T 台展示产品，多款产品供不应求。李宁的天猫旗舰店一度迎来客流激增，走秀款的销售额占据了秀后当日运动行业的前三。

此次时装周可被理解为公司就时尚潮流发展路线的一次成功尝试。此次李宁参加时装周准备时间紧凑，过程仓促，但效果大超预期。据 18FW 纽约时装周首席设计师陈李杰采访记录，李宁公司于 2017 年 12 月底接到时装秀任务，在两个月内完成从团队组建到设计、制定全流程工作。虽然准备仓促，但是整体活动取得了非常好的效果，纽约时装周上所展示的服装与国内消费者“中国产品走向世界”的希冀不谋而合，成功引发民族认同。

图 22：李宁在纽约时装周期间的百度指数变化（2018 年 2 月到 2018 年 6 月）



数据来源：百度搜索指数，东方证券研究所

第二阶段（2018 年 6 月巴黎时装周）：营销发力，从“国货”到“国潮”的蜕变

本次时装周公司以“中国李宁”为主题，以李宁个人运动生涯为主线，从新潮产品的视角切入，打造“国潮”，引起共鸣。李宁参加巴黎时装周的上秀产品曝光后共收集传播简报近 4 万条，其中包含国内及国际主流媒体积极正面发声。2018 年 6 月巴黎时装周结束后，#中国李宁#微博话题阅读量达 1.4 亿；相关微博超 3 万条，其中包括近 200 个粉丝超过百万的微博账号。此外公司加强了与流量明星的合作。公司通过提前公布大秀海报和部分登秀产品、与当红说唱歌手 GAI 合作等措施，提前制造热点引起关注。同时，与王子异、董又霖、周彦辰、徐开骋、蓝博等明星展开合作，结合秀场直播等热门形式，持续扩散产品传播范围，增加用户信任，提升产品的美誉度。

我们认为，经过纽约时装周的经验积累，李宁在巴黎时装周上的表现更加成熟，更加注重营销，最大化时装周的热点效应。

图 23：中国李宁与 GAI 合作海报及后续代言产品

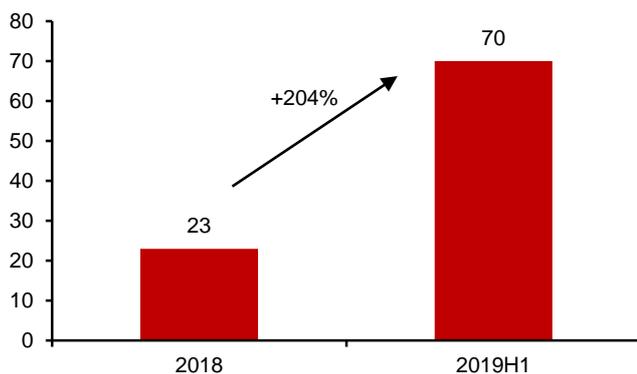


数据来源：网络图片，东方证券研究所

第三阶段（2019年2月纽约时装周、2019年6月巴黎时装周）：延长国潮生命周期，注重口碑和流量变现

深挖品牌基因，结合中国文化打造核心 IP “中国李宁”。在 2018 年 6 月巴黎时装周初次提出“中国李宁”的概念后，在 2019 年 2 月的纽约时装周，李宁融入中国传统文化和中国传统哲学的内容，实施“超级品牌”策略，在“行”的主题下发布三个子系列组合，扩大展示产品系列矩阵；2019 年 6 月的巴黎时装周将 1984 年夏运会李宁的元素和服饰文化相结合，致敬即将到来的第 32 届夏季奥林匹克运动会，历史与未来的结合再一次巩固“国潮”和“中国李宁”的口碑，延续市场关注。此外，公司在流量变现方面更进一步，大量布局“中国李宁”独立门店，仅 2019 年上半年，门店数量就增加了 204%，并在终端取得了非常好的销售成绩。

图 24：中国李宁门店数变化（2018-2019H1）



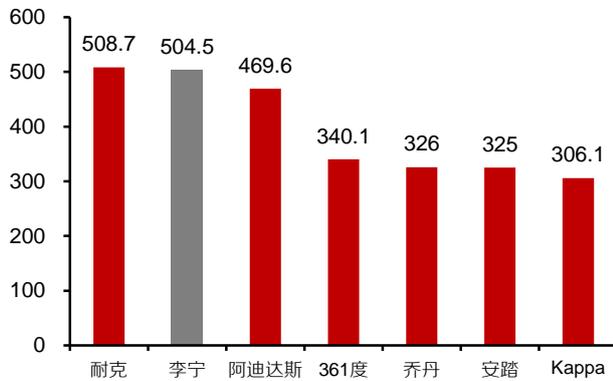
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 25：中国李宁门店展示

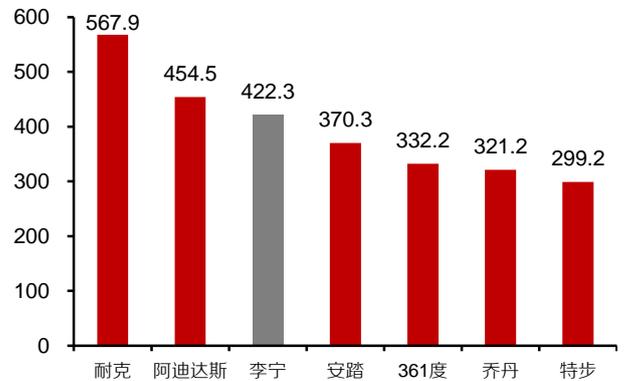


数据来源：网络图片，东方证券研究所

通过时装周和其他营销活动的开展，李宁的品牌力得到了进一步的深化和巩固。通过分析 C-BPI 的统计数据可以看到，2019 年李宁在运动服饰品类中的品牌力已超越阿迪达斯，位居国内第 2，仅次于耐克；运动鞋方面，李宁位居国内第 3，仅次于耐克和阿迪达斯，在运动服饰、运动鞋这两项主营业务上，李宁品牌力的得分大幅领先安踏、361 度、特步等本土品牌。

图 26：运动服饰品牌力指数（2019）


数据来源：C-BPI，东方证券研究所

图 27：运动鞋品牌力指数（2019）


数据来源：C-BPI，东方证券研究所

产品：聚焦五大核心品类，时尚设计紧贴市场潮流

尽管早在 2013 年，公司已首次提出“重新聚焦于稳健的核心运动服装”的策略，**但是我们认为 2015 年以后公司才明显加大了对核心品类市场潜力的挖掘和投入力度**，具体体现在跨界合作、扩大赞助、构建生态、加大研发投入等各个方面，每个品类均有不同的侧重和打法。

表 4：公司回归核心品类具体举措（2015–2016）

品类	具体举措	描述
篮球	提高产品性能	✓ 推出高性能篮球鞋，提升球鞋实战性能（2015 年）
	挖掘韦德 IP，抓住核心球迷群体	✓ 时尚跨界营销，赞助美国韦德（2015 年） ✓ 整合营销韦德中国行，加强消费者参与（2016 年）
	结合国内顶级篮球运动资源，围绕赛事、星级球员、城市球队、球迷及校园年轻人营造运动体验	✓ 发力 CBA，赞助多位中国男篮队员（2015/2016 年） ✓ 赞助 CUBA，建立与学生及年轻人的沟通渠道（2015/2016 年） ✓ 草根营销，加强与篮球爱好者的联系（2016 年）
羽毛球	维持中高端销售的同时开拓新市场	✓ 调整价格政策，提升渠道客户的利润空间（2015 年） ✓ 在“李宁羽排科技平台”的基础上开发上市新品，保持高端产品销售优势（2015 年） ✓ 借助苏迪曼杯、中国羽毛球杯等顶级营销资源，提高产品的曝光和认可，提高客单价（2015 年）
跑步	创新营销，重新与消费者建立链接	✓ 搭建智能生态平台，辅以数字营销，建立李宁网络粉丝群体“柠檬”（2015 年）
	构建生态，增加用户黏性	✓ 搭建李宁跑步智能生态系统，利用互联网和大数据，构建与消费者沟通的新方式（2015 年） ✓ 做大李宁 10 公里跑步联赛，扩大赛事影响力，促进销售（2015 年） ✓ 推动旗舰店跑步 Corner、李宁 Irun 俱乐部和李宁跑步品类店开设，有针对性的进行销售（2015 年）

	加强研发,及时更新产品	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 更新推出李宁云三代、超轻十三代跑鞋和李宁弧等产品,给予消费者更好的跑步体验(2016年)
训练	丰富产品功能,满足多场景需求	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 推出专业紧身服,开发功能防水、冰感功能产品,增加产品科技含量(2015年) ✓ 针对室内训练和室外训练推出不同的产品,满足不同需求(2016年)
运动生活	明确各个产品线的风格与定位	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 大众经典的运动产品:不再作为单独品类,回归以各运动属性为基础和灵感的专项运动生活(2015年) ✓ 运动休闲快时尚的弹簧标:采用快时尚模式,兼顾运动品牌的大众功能需求,风格更加生活化(2015年) ✓ 高端运动时尚的 LNG:以都市时尚商务白领人士为目标客群,立足于超大及一线城市核心商圈(2015年)

数据来源:公司公告,东方证券研究所

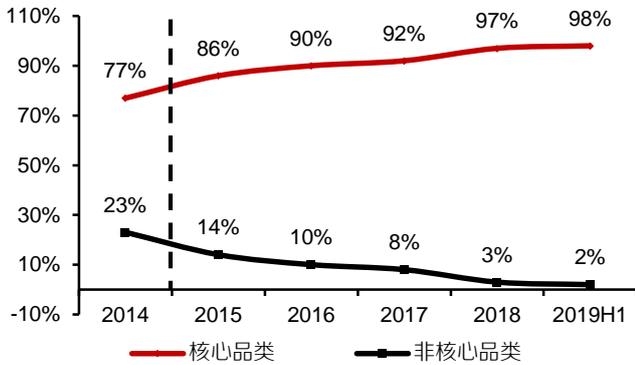
2015年后,以上改革措施已逐步开始显现成效。从零售流水和发货情况来看,2015年后,五大品类基本每年均实现两位数的复合增长,非核心品类则开始逐步收缩。2018年后,除跑步外其他四大品类在2018年的增速均超过20%,新品的零售流水占比显著提高,从2014年的67%上升至2018年的80%,核心品类的占比也从2014年的77%上升至2019H1的98%。

特别需要指出的是,2018年后公司的时尚运动品类产品迎来了爆发,这与公司近年来的前瞻布局和投入是分不开的,比如:在营销层面,公司积极与当红娱乐资源签约,推出了“BADFIVE”、“WADE”等系列产品,融合篮球潮流风格;产品推广层面,李宁公司以联名产品模式为主要手段,利用娱乐元素、意见领袖背书等挖掘粉丝经济。此外,“中国李宁”产品的横空出世也为时尚运动品牌的发展提供了重要的助力。

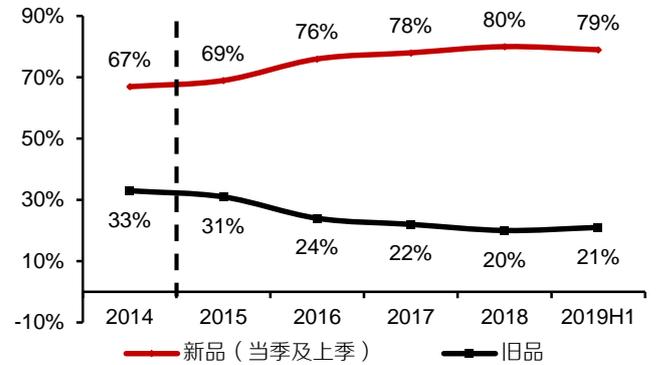
表 5: 公司核心品类零售流水和发货情况 (2015-2019H1)

	2015	2016	2017	2018	2019H1
零售流水					
跑步	17%	10%	26%	8%	-8%
训练	12%	34%	17%	20%	14%
篮球	34%	15%	7%	29%	44%
运动时尚	10%	0%	6%	42%	54%
非核心	-26%	-23%	-8%	-64%	-45%
发货					
羽毛球+足球	12%	-19%	11%	48%	42%

数据来源:公司公告,东方证券研究所。注:蓝色部分为增速超过20%时间段

图 28：公司核心与非核心品类占比变化（2013–2019H1）


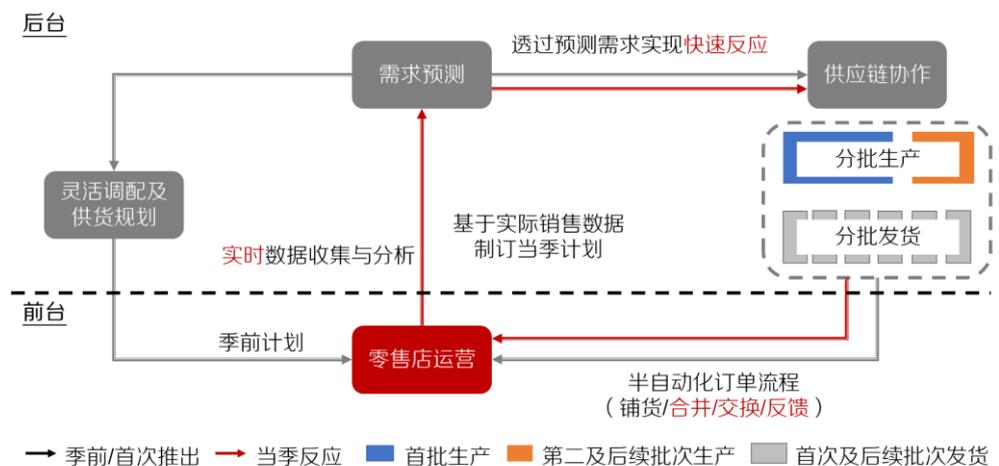
数据来源：公司公告，东方证券研究所，注：羽毛球+足球主要通过专业渠道销售，未统计在核心品类流水内

图 29：公司新品和旧品零售流水占比（2014–2018）


数据来源：公司公告，东方证券研究所

渠道：零售导向改革开始见效，线上业务大获增长

2014 年底随着零售业务平台全面部署完毕，公司逐步转向以市场为导向的零售业务模式。零售业务平台经过两年的部署已基本就位，平台主要特征包括：1) 实时销售数据收集和分析，让产品和零售团队捕捉并预测市场需求趋势；2) 统一的采购和分类综合计划，在适当的地点销售适当的产品；3) 配备推式/拉式供应链模式，真正实现快速反应，支持批量生产和交货，从而显著提高库存效率并降低风险。2014 年底开始，公司已具备按周滚动进行销售运营决策的能力，通过实时门店数据采集、每日销售趋势分析和每周检查需求和供应状况及时调整作为决策支持。

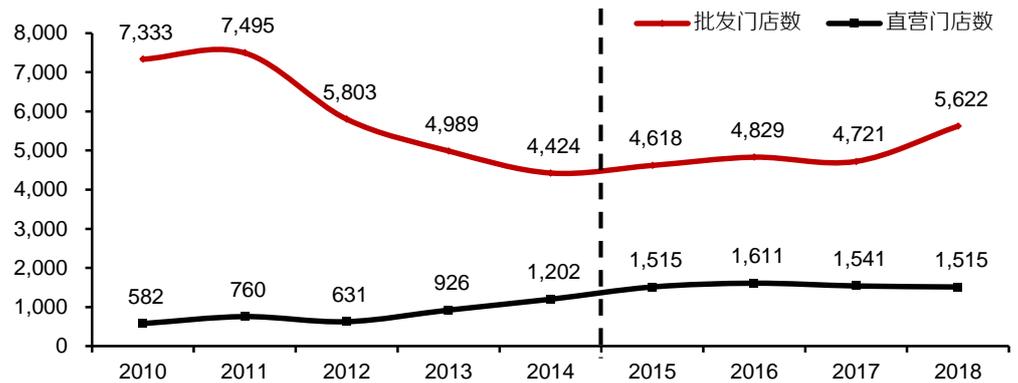
图 30：端对端零售业务平台规划（2014 年底全部实现）


数据来源：公司年报，东方证券研究所

渠道门店开始恢复扩张。公司整体门店数量在 2015 年实现净开店 507 家，为 4 年来首次净开店。分渠道来看，批发渠道 2015 年后净开店数量回正，零售渠道则在 2012 年后就已实现净开店。公司在前两年的“渠道复兴”计划中淘汰了部分单店经营的分销商以及大量严重低效、亏损的店铺，

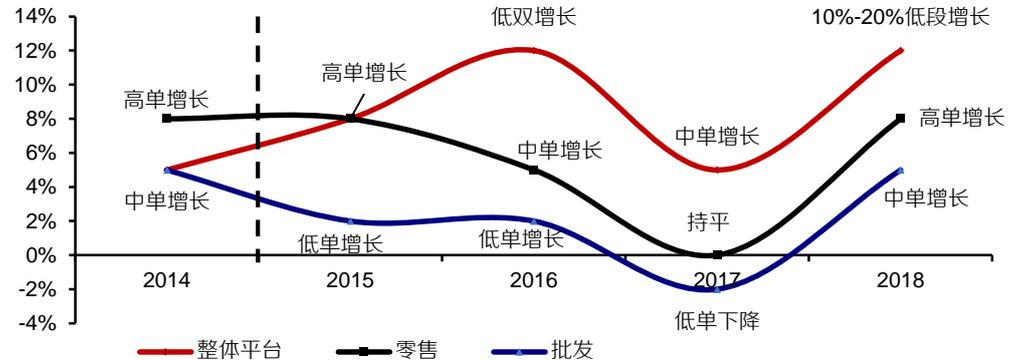
并积极推进商场铺面位置优化和扩面整改,优化店铺和品牌形象。**得益于业务模式的转型,整体平台同店增长率自 2014 年下半年开始由负转正**,此后每年始终保持中单位数以上的同比增长。

图 31: 公司门店数量变化 (2010-2018)



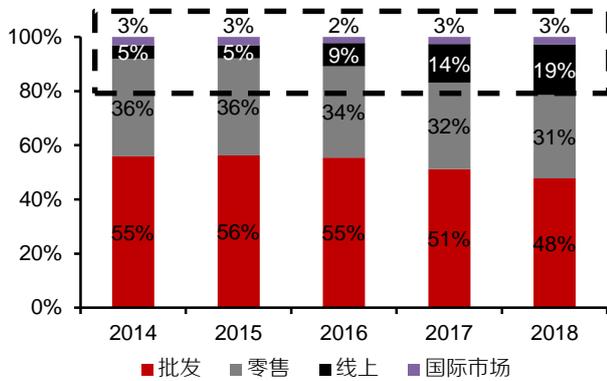
数据来源:公司公告,东方证券研究所

图 32: 李宁牌同店销售增长 (2014-2018, SSSG 率)

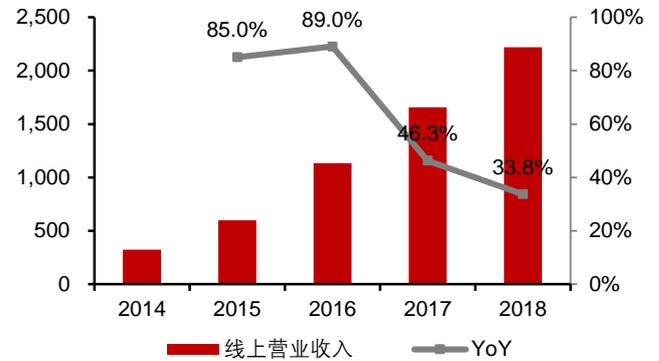


数据来源:公司年报,东方证券研究所

此外,线上渠道发展势头迅猛,占比提升迅速。公司在 2014 年起通过积极开拓线上销售渠道,着力打通线上线下销售连接,实现全渠道销售。2014-2019 年,公司的线上业务持续保持高速增长态势,年复合增长达 40%以上,截止 2018 年底收入占比已达到 19%,成为公司业绩增长的重要动力来源之一。

图 33：李宁牌营业收入按销售渠道拆分（2014–2018）


数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 34：李宁牌线上营业收入及增速（2014–2018）


数据来源：公司年报，东方证券研究所

展望：公司上升趋势不改，规模和管理效率提升是最大看点

李宁大货增长较快，中国李宁和李宁 YOUNG 看点十足

李宁大货：线下积极布局大店和综合店，线上有望保持快速增长

李宁大货零售数据表现强劲，线上和加盟渠道增速亮眼。从全平台（不包含李宁 Young）来看，2019Q1 开始，同比增速就已超过 20%，Q1 至 Q3 的增速分别为 20%-30%低段、20%-30%低段和 30%-40%低段。拆分来看，增长的动力来源主要来自于加盟和线上渠道，根据最新数据，2019Q3 加盟渠道增速高达 30%-40%中段，线上渠道增速高达 50%-60%低段。

表 6：公司零售数据同比增速变化（18Q1–19Q3）

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
全平台（不包含李宁 Young）	10%-20% 中段	10%-20% 低段	10%-20% 中段	10%-20% 高段	20%-30% 低段	20%-30% 低段	30%-40% 低段
线下	10%-20% 低段	高单位数	10%-20% 中段	10%-20% 低段	10%-20% 高段	20%-30% 低段	20%-30% 高段
直营	20%-30% 低段	10%-20% 中段	10%-20% 中段	高单位数	10%-20% 低段	高单位数	10%-20% 中段
加盟	高单位数	中单位数	10%-20% 低段	10%-20% 低段	20%-30% 低段	20%-30% 中段	30%-40% 中段
线上	30%-40% 高段	30%-40% 高段	30%-40% 低段	50%-60% 中段	40%-50% 低段	20%-30% 高段	50%-60% 低段

数据来源：公司公告，东方证券研究所。注：蓝色部分为增速超过 20%时间段

线上方面：我们认为未来仍有较大空间，预计 2019-2021 年的复合增速将能维持在 30%左右。主要动力有：1) 产品创新，推出更多独立产品线：目前线上渠道已有独立产品线“Counterflow-溯”

系列，产品定位于中高价位兼具街头潮流与中国文化特色的运动鞋服，产品口碑持续提升，得到消费者认可，我们认为未来将会有更多独立产品线推出，进一步刺激线上消费。**2) 消费体验改进，吸引更多新消费者：**公司未来将进一步加大对视觉内容、营销策划和店铺体验等方面的投入，通过大数据手段精准把握消费者需求，同时也将通过微信小程序和直播等新潮方式吸引更多消费者，提升用户粘性。**3) 核心营销项目线上变现率提升。**早在中国李宁亮相时装周时，公司就通过线上同步售卖等手段，实现对口碑和流量的变现，未来随着李宁曝光度的上升和营销玩法的丰富，有望为线上销售提供更多增量。

加盟方面：随着品牌力提升、公司对加盟体系管理精细化和掌控力的增强，我们认为加盟业务未来增长确定性较高。得益于产品力的增强和品牌知名度的进一步提升，李宁在最近几次订货会中都有稳定且不俗的表现，根据最新披露的数据，2019Q4至2020Q2三个季度的订货会同比增速分别为10%-20%中段、10%-20%高段和10%-20%低段。根据我们的草根调研，今年以来公司对加盟商的管理逐步精细化和系统化，对加盟折扣有所提高，而返点等策略运用也更为灵活，对加盟体系的掌控日益加强。对于部分经营不佳的直营，公司也主动转给优秀的加盟商去经营。因此我们认为，公司加盟业务未来将延续当下较为优良的增长水平，未来具备较高的增长确定性。

表 7：公司订货会同比增速变化（18Q4-20Q2）

	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2
李宁订货会 同比增速	10%-20% 低段	高单位数	10%-20% 低段	10%-20% 低段	10%-20% 中段	10%-20% 高段	10%-20% 低段

数据来源：公司公告，东方证券研究所

此外从渠道布局上来看，公司将继续在国内购物中心等渠道重点开设多品类高效大店和旗舰店，进一步提升公司品牌形象和同店销售额。从公司所披露的旗舰店和体验店数据数据来看，部分改造后的门店单店面积已超过400平米，其中位于成都春熙南路的体验店的单店面积甚至超过900平米。从关键同店数据指标来看，均有不错的表现。此外根据我们的草根调研和测算，纯大货李宁的理论店效水平（总店铺的简单折算，非成熟老店的平均店效）比安踏略低，相比国外同行差距更大，未来仍然有较大的提升空间。

图 35：公司旗舰店、全品类店铺展示

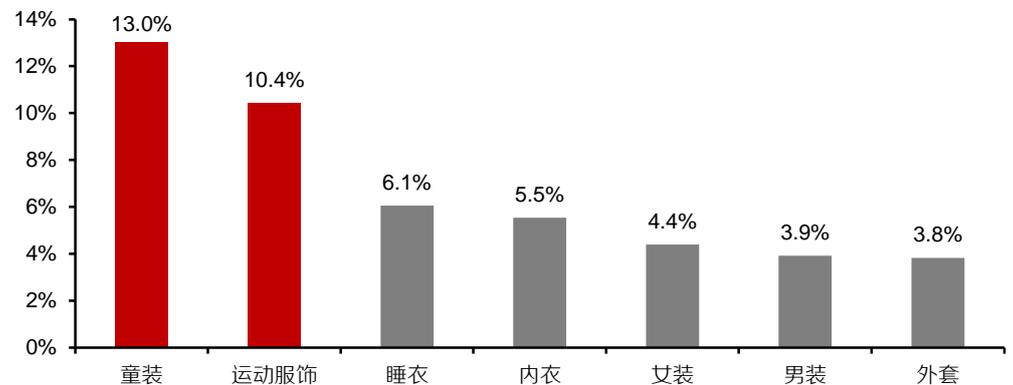
天津滨江道旗舰店	成都春熙南路体验店	济南世贸广场店	大连罗斯福店
			
开业时间：2018年12月初 面积：>800m ² 2019H1平均月流水：约140万	开业时间：2017Q1 面积：约900m ² 2019H1同店增长：约30%	开业时间：2018Q1 面积：约560m ² 2019H1同店增长：约60%	开业时间：2019Q2 面积：约430m ² 开业首两个月单月平均流水约100万

数据来源：公司公告，东方证券研究所

李宁 YOUNG：童装市场空间广阔，有望成为公司潜在增长点

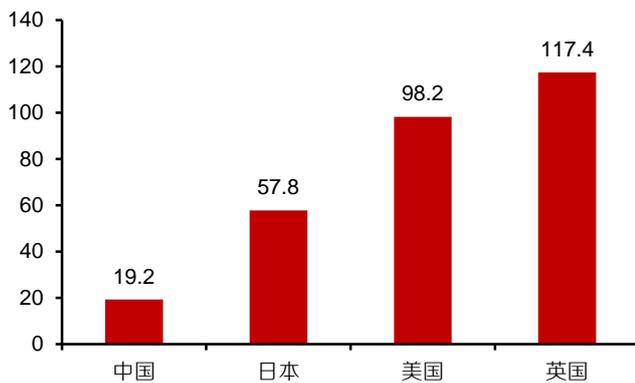
童装行业景气度高，未来空间广阔。根据前瞻产业研究院预测，未来五年童装行业的复合增速将达到 13%，与运动服饰一起位列市场的前两位。从各国童装消费金额来看，2017 年中国人均消费金额仅为 19.2 美元，与发达国家相比差距巨大，此外二胎政策的放开也给童装市场的发展带来助力，根据国家统计局数据，二孩出生率自 2015 年起就已开始大幅提升，从 2015 年的 1.2% 提升至 2018 年的 2.4%。

图 36：中国未来五年服装行业复合增速预测（2019E-2024E）



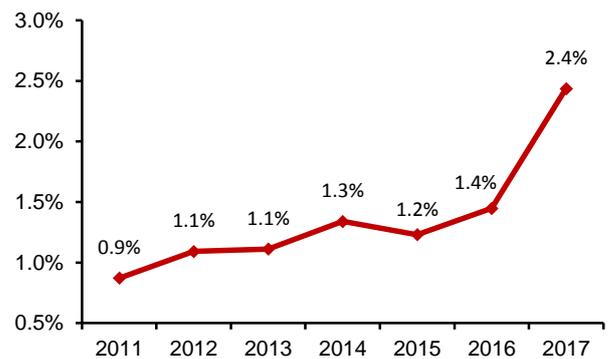
数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

图 37：各国童装人均消费金额比较（2017，美元）



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

图 38：中国二孩出生率抽样统计（2011-2017）



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

2016 年后，公司对新推出的童装品牌李宁 YOUNG 逐步加大投入。2016 年，公司在保留原有 LI-NING KIDS 的基础上，全新推出童装品牌 LI-NING YOUNG，并设定成为公司童装业务的工作重心。两系列定位分明，KIDS 系列的目标年龄为 3-6 岁，而 YOUNG 系列为 7-12 岁，同时其产品品类更为丰富。公司对李宁 YOUNG 的投入具体体现在以下方面：

1. **渠道方面：**2018 年 1 月，李宁 YOUNG 业务接管代理商旗下的经销店铺 361 家，并且加快了自身的开店速度，自此李宁 YOUNG 的门店数量有了跨越式的增长，截止 2019H1，李宁 YOUNG 的门店数已经达到 872 家，在此期间，公司持续推进店铺形象升级、零售工作系统

化、零售执行标准化、政策流程规范化等。公司也积极拓展线上渠道，目前已在京东开设李宁儿童自营旗舰店。

- 产品方面：**公司把握市场趋势，陆续推出了包括时装周亲子款、迪士尼合作款等时尚产品、同时公司也不断提升产品专业性和功能性，例如 2018 年陆续推出了 refit 可伸展中底、轻量化李宁云等创新鞋科技。
- 市场营销方面：**已有自有的数字营销矩阵，包括官方微博、微信、抖音等，并借助母婴圈 KOL、运动达人、明星等与消费者保持互动，增强用户粘性。
- 供应链方面：**已搭建专属的供应链体系，目前正继续将产品开发、设计、成本等生产环节进行整合，优化生产流程、促进效率提升。

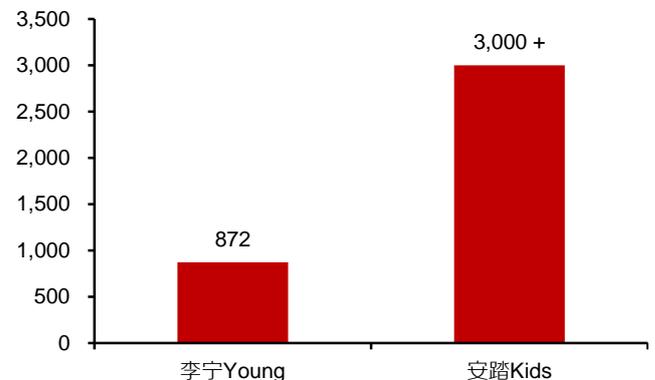
由于李宁对童装业务的发力时间相对较晚，各项指标与竞争对手安踏相比有较大提升空间，从门店数来看，2019H1 安踏 Kids 约有 3,000 家左右的门店，远超李宁 YOUNG 的 872 家。此外，李宁 YOUNG 在产品组合、供应链、终端运营、店效等方面均有提升空间。我们认为，随着李宁自身品牌力的深化，李宁 YOUNG 有望逐步缩小与竞争对手的差距，在童装行业景气度相对较高的背景下，有望成为公司潜在的增长点。

图 39：李宁 YOUNG 门店数量变化（2017-2019H1）



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 40：李宁 YOUNG 和安踏 Kids 门店数比较（2019H1）



数据来源：公司年报，东方证券研究所

中国李宁：提升品牌调性、带动大货销售，自身也有较大拓店空间

“中国李宁”品牌定位中高端，和成熟潮牌相比已具备一定竞争力。如前文所述，国际时装周的亮相，使得国内消费者对“中国李宁”品牌有了直观的认识。从各品牌官网上截取的价格段来看，中国李宁的最新走秀款服装已经和阿迪达斯、Aape、FILA 和 IZZUE 等品牌的热销产品接近，均在 700-1,000 元的价位区间（但成熟潮牌的价格段更宽，有更多高价产品）。“中国李宁”定位于追求时尚潮流的年轻群体，此类人群的价格敏感度相对较低。

我们认为，“中国李宁”品牌对于公司有三个方面的主要贡献：

- 极大地提升李宁品牌的整体调性，扩展年轻消费群体到店消费。

中国李宁极具标志性的设计风格、国潮标签和海外时装周持续推广已经赢得了中国大量 90 后和 00 后的青睐，也提升了品牌整体的国际化、年轻化和调性。因为中国李宁，有越来越多的年轻消费者进入李宁综合店，进一步加强了品牌与年轻消费群体的沟通和互动。

2.提升李宁综合店店效和折扣水平，带动李宁大货销售。

根据我们的草根调研，在不少李宁综合店内中国李宁的销售占比已经由原先的 5%左右提升到 15%左右，未来有望进一步提升到 20%。考虑到中国李宁和李宁大货单价、倍率以及折扣率的差异（中国李宁终端基本 9 折，李宁大货终端基本 7.5-7.8 折左右），随着李宁综合店比重的提升和中国李宁在综合店销售占比的提高，李宁综合店单店店效和盈利水平都有很大的提升空间。

图 41：中国李宁与可比品牌热销产品价格比较（2019 年 10 月）

 中国李宁	¥ 799  潮XChenPeng NYFW	¥ 699  中国李宁 NYFW	¥ 899  套头连帽卫衣 NYFW	¥ 999  套头连帽卫衣 NYFW
	¥ 799  R.Y.V. BLKD H. ORIGINALS	¥ 899  ELEVATED3 ORIGINALS	¥ 799  HOODIE 70 CELEB ORIGINALS	¥ 799  ASYMM BLOCK HDY ORIGINALS
	HK\$999  Logo camo	HK\$1099  Two-tone zip	HK\$1099  Ape Face camo	HK\$999  Ape Face
	¥ 869  Fusion	¥ 880  Fusion	¥ 899  Fusion	¥ 780  Fusion
	¥ 1099  NHIZ	¥ 959  ARMY	¥ 1399  ARMY	¥ 1299  NHIZ

数据来源：各品牌官网，东方证券研究所

“中国李宁”独立店的店效表现突出，优秀店铺平均月店效超百万。目前，“中国李宁”的店铺主要集中于超大及二线城市的高端商圈，店铺面积多为 150-200 平方米，以中小型店铺为主。从披露的几家优秀店铺情况来看，2018 年和 2019 年的平均月店效在 100 万元以上，坪效和店效均处于行业前列。

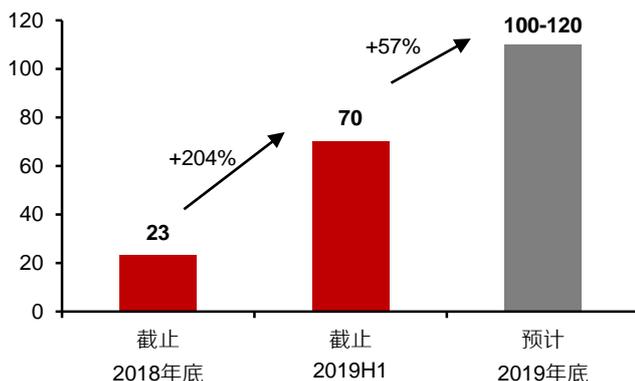
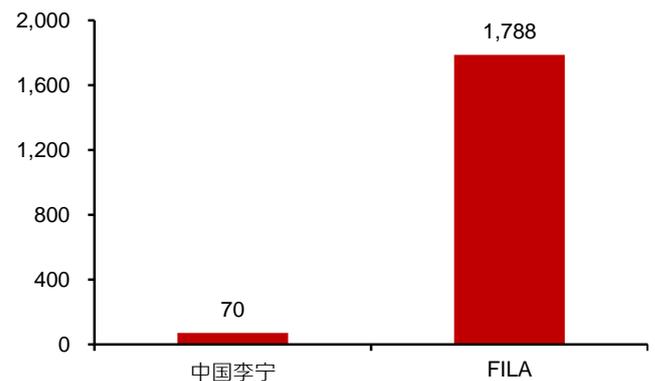
图 42：中国李宁店铺示例及店效展示（2018–2019H1）

杭州湖滨银泰店  开业时间：2018年8月 面积：135m ² 2018年平均月店效：>90万	深圳南山万象天地店  开业时间：2018年11月 面积：180m ² 2018年平均月店效：>100万	上海来福士店  开业时间：2018年12月 面积：157m ² 2018年平均月店效：>100万
南京德基广场店  开业时间：2019年3月 面积：151m ² 2019H1平均月店效：>110万	成都IFS店  开业时间：2019年1月 面积：179m ² 2019H1年平均店效：>100万	上海来福士店  开业时间：2018年12月 面积：157m ² 2019H1平均月店效：>100万

数据来源：公司公告，东方证券研究所

3. “中国李宁”独立店自身在未来仍有较大的拓展空间

“中国李宁”在渠道策略上目前主要选择在高线城市的购物中心或高端商圈开店，现在仍然在快速扩张的阶段，截止 2019H1，中国李宁独立门店数仅为 70 家，预计 2019 年年底门店数将达到 100-120 家。考虑到中国李宁的定位、在商场和购物中心受欢迎程度等与 FILA 品牌较为类似（风格有差异），简单类比 FILA 的渠道数量（截止 2019H1，FILA 门店数已达到 1,788 家差距仍然较大），我们认为中国李宁独立店铺自身未来也有较大的拓展空间。考虑到品牌的培育和维护、品类的丰富度和供应链等因素，我们判断短期中国李宁独立店进行急剧扩张的可能性不大，但从中期看反而利于中国李宁走得更稳更远。

图 43：中国李宁门店数量变化及预测（2018–2019）

图 44：中国李宁和 FILA 门店数比较（2019H1）


数据来源：公司公告，东方证券研究所

数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司治理不断完善，运营效率和利润率有望提升

2019年9月2日，高坂武史获委任为李宁公司联席行政总裁兼执行董事，同时创始人李宁卸任代理行政总裁，调任为联席行政总裁。高坂武史1971年出生于中国大陆，1990年赴日留学，在日本大阪从优衣库店员做起，先后有过门店、生产、销售、管理等经验，2005年起担任优衣库中国COO，后兼任优衣库台湾CEO，2017年调任优衣库韩国CEO，在优衣库有23年丰富的工作经验。

根据公司于2019年9月19日公布的公告称，李宁董事会决议向高坂武史授出合共315.58万份购股权，以根据2014年购股权计划认购合共315.58万股股份，每份购股权将赋予购股权持有人按行使价每股股份22.52港元认购一股股份的权利。

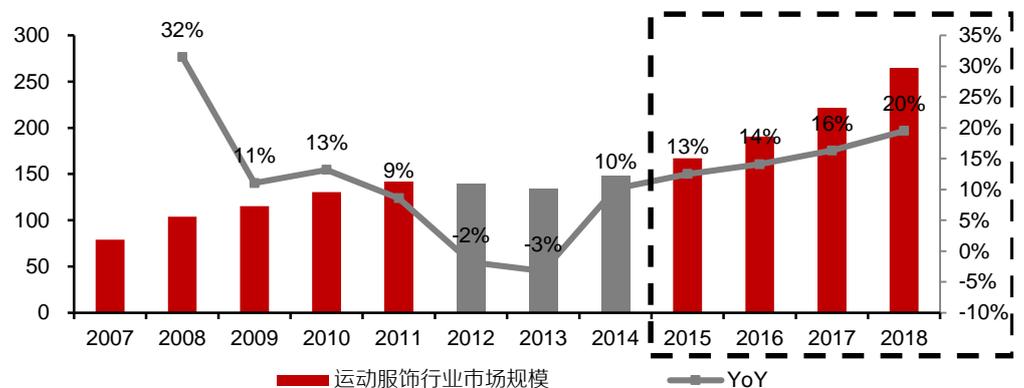
表 8：高坂武史过往履历（1971-2019）

时间	经历
1971年3月	出生于中国大陆
1990年	赴日留学
1992年4月	关西学院大学入学
1996年3月	同校毕业
1996年3月	调入优衣库总部，工作于日本大阪店铺
1997年2月	升任店铺店经理
1997年9月	调入优衣库总部，任职生产管理
1997年-2000年	历任生产管理、生产计划、商品计划部门工作
2001年1月	调任中国广州代表处任职常驻代表，负责工厂管理
2001年7月	调任中国上海，负责优衣库中国市场开拓，任职副总经理
2002年9月	中国优衣库第一家门店开业
2005年1月	调任优衣库日本东京总部，参与企业并购
2005年12月	调任优衣库中国任职COO
2010年	任职优衣库中国COO，同时兼任台湾优衣库CEO，负责中国台湾市场开拓
2010年10月	优衣库台湾第一家门店开业
2012年	升任迅销集团全球执行董事，担任优衣库中国COO，卸任台湾优衣库CEO
2017年	集团全球执行董事，调任韩国优衣库CEO
2019年4月	从优衣库离职
2019年9月	担任李宁公司联席CEO

数据来源：懒熊体育，东方证券研究所

我们看好本次高坂武史的人驻以及后续公司治理持续完善对公司带来的改变和贡献，主要基于以下原因，1) 从履历来，高坂武史长期在优衣库做运营管理，工作经历极为丰富，与公司提升运营效率的需求的契合度高，中长期有望改善公司偏国企的管理作风；2) 与前任职业经理人金珍君时代相比，目前公司和行业的发展均处于高速增长期，给予了新管理层进行组织和运营优化的更多腾挪空间。根据前瞻产业研究院的数据，运动服饰行业增速自 2015 年后连年加快，2018 年同比增幅高达 20%，为近十年最快。3) 公司精神领袖创始人李宁仍然作为联席行政总裁，能稳定公司大局，避免出现较大的管理层动荡。

图 45：中国运动服饰行业市场规模及增速（2007-2018，十亿元）



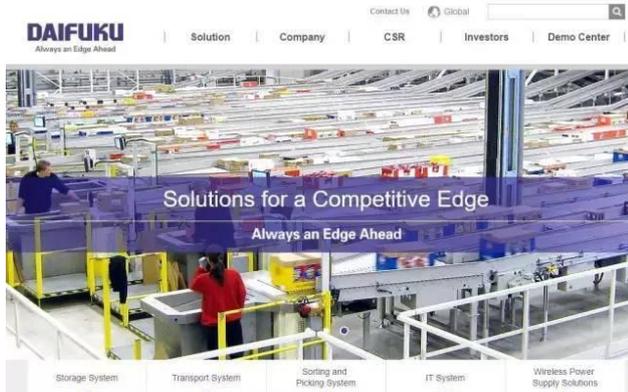
数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

以下，我们将结合优衣库发展历程和李宁公司目前的发展阶段，对高坂武史入驻李宁可能带来的帮助做出三点推断：

推断 1：嫁接前沿的供应链管理和零售运营能力

优衣库在业内以先进的供应链管理能力和零售运营能力著称，近年来在 SPA 模式的基础上不断创新，巩固自身在行业中的优势。举例说明，2018 年，优衣库与物流公司 Daifuku Co 合作，投资 1,000 亿日元建立新的分销系统，逐步实现仓储和分销系统自动化。以位于东京的 Ariake 仓库为例，全面自动化后，仓库人员数量将减少 90%，并可以实现 24 小时不间断运作。新分销系统能够缩短库存管理和生产周期时间，更好地支持线上销售增长，为消费者提供当日或次日达的便利。

2019 年 5 月，李宁位于广西供应基地正式启动，通过首次自建工厂，成功切入体育用品供应链上游的生产制造环节。通过此举李宁将逐渐提升对上游生产的把控，稳定产品供给，增强对零售端的快速反应能力。同时，借助南宁东盟的地理位置，获得更便捷的物流和向东南亚市场的辐射的机会。我们认为，在这个时间点上高坂武史的人驻将及时补足公司在供应链管理上的短板，提升和加强集团整体对上游的把控力度。

图 46: Daifuku 官方网站


数据来源: Daifuku 官网, 东方证券研究所

图 47: 李宁广西供应基地

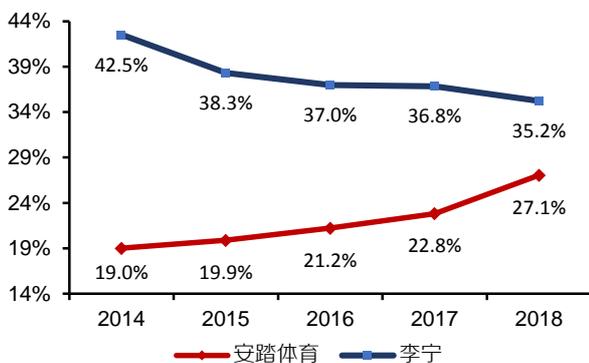

数据来源: 网络图片, 东方证券研究所

此外在零售运营能力方面, 李宁可改善空间较大。从直营和加盟的零售同比增速来看, 公司线下的直营渠道增速始终低于加盟渠道; 从销售费用率来看, 李宁的销售费用率始终远高于安踏, 在 2018 年仍然有 8.1 pct 的差距 (由于 FILA 销售占比提升, 安踏公司线下直营比例更高, 如果剔除这块影响差距更大), 这直接导致了李宁公司的最终净利率水平偏低。我们认为, 高坂武史的人驻有望带来优衣库先进的零售运营理念, 改善公司的运营效率和盈利能力, 中长期更有望改善李宁公司企业文化中偏体制的成分, 使得公司运转更为高效灵活。

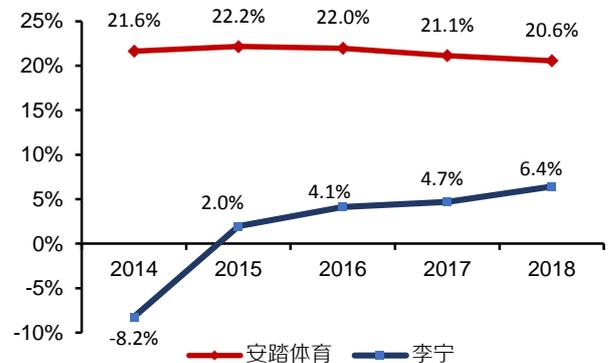
表 9: 公司直营和加盟零售同比增速比较 (18Q1-19Q3)

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
直营	20%-30% 低段	10%-20% 中段	10%-20% 中段	高单位数	10%-20% 低段	高单位数	10%-20% 中段
加盟	高单位数	中单位数	10%-20% 低段	10%-20% 低段	20%-30% 低段	20%-30% 中段	30%-40% 中段

数据来源: 公司公告, 东方证券研究所, 注: 蓝色部分为增速超过 20% 时间段

图 48: 李宁和安踏销售费用率比较 (2014-2018)


数据来源: 公司年报, 东方证券研究所

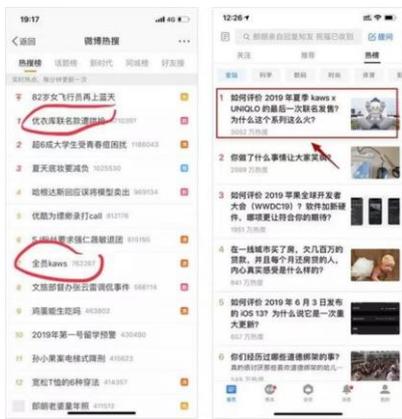
图 49: 李宁和安踏营业利润率比较 (2014-2018)


数据来源: 公司年报, 东方证券研究所

推断 2：进一步提升联名爆款的打造能力，丰富营销新玩法

优衣库在合作联名款上有丰富经验。优衣库通过合作知名设计师、动漫 IP、电影电视等推出联名款，实现跨界合作，互相借力是优衣库吸引年轻消费者的一大营销手段，银魂、海贼王、乐高、漫威，迪士尼等等都被搬上优衣库货架。2019 年 6 月 3 日，优衣库与街头艺术大师 KAWS 联名潮流服装发售，线上 3 秒售罄，搜索量暴增 37 倍，线下实体门店也出现顾客连夜排队、奔跑进场，甚至为抢衣服大打出手的一幕。

图 50：优衣库 KAWS 联名款引起社会热议



数据来源：新浪微博，知乎，东方证券研究所

图 51：优衣库 KAWS 联名款展示



数据来源：网络图片，东方证券研究所

图 52：优衣库成功的联名款



数据来源：网络图片，东方证券研究所

优衣库合作的动漫 IP、街头文化艺术家等元素也吸引了大批的男性消费者。18 年 4 月，优衣库和连载漫画杂志《周刊少年 Jump》合作，Jump 刊载过《海贼王》《圣斗士星矢》《龙珠》《足球小将》《火影忍者》《银魂》等等具有代表性的漫画作品，当时推出的 44 款 T 恤全部销售一空。今年 6 月，优衣库与艺术家 KAWS 联名款 T-shirt 上架发售，线上线下被一抢而空。Kaws 出生于美国，因对街头广告牌进行二次涂鸦创造走红，九十年代美国街头文化盛行，Kaws 的涂鸦创作也广受推崇并逐渐风靡全球。标志性的垂头、XX 符号眼睛、强烈的街头文化感吸引了众多男性用户，此次优衣库 X kaws 刷屏抢空，也正是男性消费力崛起的表现之一。

图 53：18 年优衣库和 Jump 合作款



数据来源：新浪微博、东方证券研究所

反观李宁公司，近年在联名款方面也在加大投入，今后有望进一步借鉴优衣库的成功经验。自 2018 年开始，李宁顺应时尚潮流市场发展，不断增加联名款产品投入，及时捕捉热点 IP，通过与当红明星、团体等流量主体合作，成功推出一系列符合时尚潮流的联名款产品，得到市场认可，但是和优衣库相比仍然有较为明显的差距。我们认为，随着高坂武史入驻李宁，公司后续可能会加强在联名 IP 选择、产品设计和营销等方面的实力，进一步发挥联名款产品对维护品牌形象、打造时尚产品线的正向作用。

图 54：李宁公司主要联名款一览



数据来源：公司公告，东方证券研究所

推断 3：助力数字零售发展和探索

2017 年，迅销集团正式提出“有明计划”，宣布向“数字消费零售公司”转型，全面改革从企划到设计，以至原材料采购、生产、物流及贩卖等所有供应链程序。之后，公司相继与咨询公司埃森哲、科技巨头谷歌、物流公司 Daifuku Co 合作，不断朝着服装科技公司迈进。

在消费终端方面，2018 年优衣库推出了掌上旗舰店(官网、官方 APP、微信小程序、线下扫码四大入口)，消费者可通过“一键随心购”功能利用微信、微博、店铺等线上线下各渠道直接进入线上商城购买，选择在家收货或门店自取，缩短购物中间环节。同时，公司还推出“随心搭”功能为消

费者提供不同场合的服装推荐，解决消费者搭配问题；“随心送”功能则可以把衣服送给周边的朋友，使得掌上旗舰店有了社交电商的属性。在优衣库，线上线下并不是导流关系，优衣库大中华区 CMO 吴品慧曾这样解释线上和线下渠道的关系：“网店只是众多店铺中的一家，线上线下不管什么渠道，最重要的是如何通过这些渠道与手段放大我们的商品、服务和体验。”

此外，优衣库还在全球范围内推出无人零售店，18年8月，公司在奥克兰、好莱坞、高地、休斯顿和纽约等10个城市的机场和商场推出自动贩卖机“Uniqlo to Go”，利用新零售方式节省人力和租金成本。

图 55：优衣库推出掌上旗舰店


数据来源：联商网、东方证券研究所

图 56：Uniqlo to Go 展示


数据来源：公司官网、东方证券研究所

反观李宁，早在 2015 年 7 月，公司已宣布战略方向将由体育装备提供商向“互联网+运动生活体验”提供商转变，但在推进速度和效果上仍有改进空间。近年来公司也逐步加大在与消费者沟通互动、提升消费者体验方面的努力，主要包括推进数字化门店建设、加强营销推广与消费者互动和加强会员扩张和会员营销等三方面。我们认为，高坂武史的加入可能会带来数字零售的宝贵实践经验，加速李宁未来在这方面的转型速度。

表 10：公司在提升消费者体验方面所做出的的努力（2019H1）

主要举措	具体内容
推进数字化门店建设	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 在终端门店布局独立访客、热力动线、商品触摸评估等数字化设备和后台计算系统，观察门店消费者画像，分析消费者行为和需求，关注单款商品表现。 ✓ 通过大数据对店铺组货、零售动线布局、零售展示方式、销售服务等做出改善决策，提升效率
加强营销推广与消费者互动	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 通过“韦德中国行”、“3+1”篮球联赛、“万科欢乐跑”等活动赛事，围绕终端店铺与消费者进行互动； ✓ 通过店铺电子屏幕和平面展示、线上游戏互动、跨界品牌合作、有吸引力的赠品开发等，展开产品在终端门店的推广和销售。 ✓ 加强与阿里腾讯等平台合作，利用电商节日推进线上线下新零售整体新玩法和消费者互动。

加强会员扩张和会员营销	✓ 打通线上线下全渠道会员体系，加强经销会员体系整合，利用智能化完成相关服务并与门店协同合作
-------------	--

数据来源：公司公告，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2019-2021 盈利预测做如下假设：

李宁主品牌（不含李宁 YOUNG）：

1. 收入：

- a) 李宁-批发：未来三年同比净开店为 460、300 和 200 家，理论店效同比增长 23%、14% 和 8%；
- b) 李宁-直营：未来三年同比净开店为-190、-50 和 50 家，理论店效同比增长 19%、18% 和 10%；
- c) 李宁-电商：未来三年同比增速为 45%、40%和 35%；
- d) 李宁-海外：未来三年同比增速为 30%、30%和 30%。

2. 毛利率：受益于中国李宁和国潮等因素对公司整体品牌力的拉动，我们预测公司的批发、直营和电商渠道的毛利率仍然能维持在目前的高位水平；海外方面由于现阶段毛利率水平较低，未来随着运营能力和品牌力的改善，毛利率有望小幅提升。

- a) 李宁-批发：未来三年分别为 42%、42%和 42%；
- b) 李宁-直营：未来三年分别为 63%、63%和 63%；
- c) 李宁-电商：未来三年分别为 50%、50%和 50%；
- d) 李宁-海外：未来三年小幅提升，分别为 41%、42%和 43%。

李宁 YOUNG：

- 1. 收入：未来三年同比净开店为 200、250 和 250 家，理论店效同比增长 24%、20%和 20%；
- 2. 毛利率：由于毛利率基数相对较低，未来三年有望小幅提升，分别为 36%、36%和 37%。

费用假设：

- 1. 销售费用：未来三年费用率为 33%、31%和 30%，李宁的销售费用率自 2013 年开始就在逐年下滑，证明公司内部运营效率显著提升，但是与竞争对手相比仍然有差距，因此我们预计未来费用率水平将继续下降。
- 2. 管理费用：未来三年费用率基本维持不变，分别为 6.8%、6.7%和 6.7%。

收入分类预测表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
李宁-批发					
销售收入（百万元）	4,216	4,698	6,128	7,510	8,482
增长率	4%	11%	30%	23%	13%
毛利率	38%	40%	42%	42%	42%
李宁-直营					

销售收入 (百万元)	2,707	3,132	3,452	3,727	4,100
增长率	7%	16%	10%	8%	10%
毛利率	60%	62%	63%	63%	63%
李宁-电商					
销售收入 (百万元)	1,658	2,218	3,216	4,502	6,078
增长率	46%	34%	45%	40%	35%
毛利率	50%	50%	50%	50%	50%
李宁-海外					
销售收入 (百万元)	238	252	328	426	554
增长率	16%	6%	30%	30%	30%
毛利率	40%	40%	41%	42%	43%
李宁 Young					
销售收入 (百万元)	0	210	294	441	648
增长率			40%	50%	47%
毛利率	35%	35%	36%	36%	37%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们预测公司 2019-2021 的每股收益分别为 0.62 元、0.72 元和 0.9 元，参考可比公司估值，同时考虑公司 2021 年更高的成长性（2021 年 EPS 同比增速为 25%，高于可比公司平均增速），给予公司 30% 的溢价，对应 2020 年 PE 为 37 倍，对应目标价为 29.6 港币，首次给予公司“买入”评级。

表 11：行业可比公司估值（截止于 2019 年 11 月 11 日）

公司名称	公司代码	每股收益 (港币)					市盈率		
		2018A	2019E	2020E	2021E	20-21 YoY	2019E	2020E	2021E
安踏	2020.HK	1.8	2.4	3.0	3.6	21.5%	32.3	25.8	21.3
申洲国际	2313.HK	3.6	4.0	4.7	5.6	19.5%	26.7	22.4	18.8
耐克	NIKE US EQUITY	19.5	23.3	27.0	31.7	17.5%	30.3	26.1	22.2
阿迪达斯	ADS GR EQUITY	78.1	84.4	94.8	106.5	12.3%	27.6	24.5	21.9
露露柠檬	LULU US EQUITY	30.1	37.1	43.9	52.0	18.3%	43.7	36.9	31.2
安德玛	UAA US EQUITY	2.1	2.7	3.7	5.1	36.2%	51.4	36.7	27.0
彪马	PUM GR EQUITY	11.6	15.0	18.3	22.4	22.5%	39.3	32.2	26.6
调整后平均							34.6	28.3	23.1
李宁	2231.HK		0.69 (0.62 元)	0.80 (0.72 元)	1.00 (0.90 元)	25.0%			

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所，耐克和露露柠檬选取的是财报数据

风险提示

(1) 经济持续减速对运动服饰终端零售的影响

经济减速将导致人均可支配收入增速下滑，会对品牌服装等可选消费品的销售造成不利影响。

(2) 专业运动和潮流时尚风格轮动对销售的影响

服饰消费潮流变化和更新频率较快，公司需及时感知和抓住时尚变迁的趋势，否则可能会导致产品滞销，库存水平激增，对公司产品的销售造成重大不利影响。

(3) 公司管理效率提升的进度可能不及预期

作为一家以职业经理人为主要发展模式的公司，公司与其他本土运动品牌的狼性基因有本质差别，在后续发展中可能存在管理效率提升节奏和时间不达预期的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金及等价物	2,530	3,672	4,439	6,182	7,948	营业收入	8,874	10,511	13,417	16,606	19,862
存货	1,103	1,240	1,603	1,867	2,200	营业成本	-4,697	-5,458	-6,822	-8,500	-10,166
应收账款及应收票据	1,138	929	1,651	1,512	2,201	毛利	4,176	5,053	6,595	8,106	9,696
其他非流动资产(即期部分)	-	509	550	550	550	销售费用	-3,273	-3,708	-4,428	-5,148	-5,959
其他	340	37	40	40	40	管理费用	-501	-680	-912	-1,113	-1,331
流动资产合计	5,110	6,386	8,283	10,150	12,939	财务费用	18	10	15	21	30
固定资产	838	830	919	969	989	其他收净额	44	95	110	130	140
有使用权资产	-	-	804	804	804	以权益法核算的投资收益	74	64	340	64	64
土地使用权	76	74	72	70	68	金融资产减值损失转回	0	18	0	0	0
无形资产	258	234	167	136	103	除税前溢利	538	850	1,720	2,060	2,640
其他应收款	101	103	103	103	103	所得税	-22	-135	-292	-391	-554
权益法核算的投资	703	728	1,050	1,050	1,050	净利润(含少数股东权益)	515	715	1,428	1,669	2,086
其他	234	372	359	366	366	归母净利润	515	715	1,428	1,669	2,086
非流动资产合计	2,211	2,341	3,475	3,499	3,484	少数股东权益	0	0	0	0	0
资产总计	7,321	8,727	11,757	13,649	16,423	综合收益总额	511	714	1,430	1,671	2,088
应付账款	1,145	1,133	1,721	1,738	2,315	综合收益总额(归母)	511	714	1,430	1,671	2,088
应付账款及其他应付款项	929	1,383	1,598	2,176	2,729	综合收益总额(少数)	-	-	-	-	-
其他	53	261	785	782	782	每股收益(元)	0.22	0.31	0.62	0.72	0.90
流动负债合计	2,128	2,777	4,104	4,696	5,826						
租赁	0	0	400	400	400						
递延收入	57	54	56	55	55						
其他	63	77	102	99	98						
非流动负债合计	120	130	558	555	553						
负债合计	2,248	2,908	4,662	5,251	6,379						
股本	203	204	214	224	234	成长能力					
储备	3,190	3,249	3,517	3,785	4,053	营业收入	10.7%	18.4%	27.7%	23.8%	19.6%
其他	1,680	2,366	3,364	4,388	5,757	除税前溢利	86.7%	58.2%	102.3%	19.8%	28.1%
股东权益合计	5,074	5,820	7,095	8,398	10,045	归属于母公司净利润	-19.9%	38.8%	99.6%	16.9%	25.0%
负债和股东权益总计	7,321	8,727	11,757	13,649	16,423	获利能力					
						毛利率	47.1%	48.1%	49.2%	48.8%	48.8%
						归母净利率	5.8%	6.8%	10.6%	10.0%	10.5%
						ROE	11.4%	13.1%	22.1%	21.5%	22.6%
						偿债能力					
						资产负债率	30.7%	33.3%	39.7%	38.5%	38.8%
						净负债率	-49.8%	-62.8%	-62.1%	-73.3%	-78.8%
						流动比率	2.40	2.30	2.02	2.16	2.22
						速动比率	1.88	1.85	1.63	1.76	1.84
						营运能力					
						应收账款周转率	7.1	10.2	10.4	10.5	10.7
						存货周转率	4.5	4.7	4.8	4.9	5.0
						总资产周转率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
						每股指标(元)					
						每股收益	0.22	0.31	0.62	0.72	0.90
						每股经营现金流	0.50	0.72	0.90	1.05	1.10
						每股净资产	2.19	2.51	3.07	3.63	4.34
						估值比率					
						市盈率	102.6	73.9	37.0	31.7	25.3
						市净率	10.4	9.1	7.5	6.3	5.3

现金流量表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	515	715	1,428	1,669	2,086
折旧摊销	370	411	314	350	386
财务费用	-26	-19	15	21	30
营运资金变动	594	675	621	458	106
其它	-294	-111	-304	-64	-64
经营活动现金流	1,159	1,672	2,074	2,434	2,543
资本支出	-428	-601	-370	-367	-371
以权益法核算的投资收益	0	-10	340	64	64
其他	85	128	-1,110	0	0
投资活动现金流	-343	-483	-1,140	-304	-308
股本	17	51	10	10	10
其他	-250	-117	-177	-397	-478
筹资活动现金流	-232	-66	-167	-387	-469
汇率变动影响	-9	19			
现金净增加额	584	1,123	767	1,743	1,767

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

