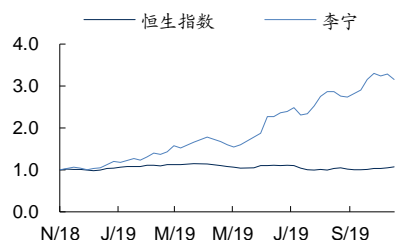


证券研究报告—海外公司深度报告
港股
(HS) 消费品制造业
李宁(02331)
买入

合理估值: 32.8-34.5 港元 昨收盘: 27.45 港元 (首次评级)

2019年11月21日

一年该股与恒生指数走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	2,315/2,315
总市值/流通(百万港元)	63,557/63,557
上证综指/深圳成指	2,911/9,890
12个月最高/最低(港元)	27.65/8.13

证券分析师: 张峻豪

 电话: 0755-22940141
 E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070001

联系人: 彭若恒

 电话: 18818779167
 E-MAIL: pengruoheng@guosen.com.cn

证券分析师: 曾光

 电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

海外公司深度报告

悟道国潮, 再攀巅峰

● 公司概况: 国产运动品牌龙头, 涅槃重返登峰之路

公司为国内运动鞋服行业龙头, 主要经营的李宁品牌成立于1990年, 民族品牌底蕴深厚。在2011年起历经连续4年的深重经营危机后, 公司成功推进战略变革, 业务环节全面升级再次崛起, 2018年营收打破百亿, 同增18.45%, 15-18营复合增速14.01%。当前公司明确“单品牌、多品类、多渠道”的基本策略, 聚焦主品牌五大核心板块, 以专业化为基本定位并成功发力特色时尚等新领域, 同时零售运营能力和营销推广布局不断强化, 龙头实力持续提升。

● 行业分析: 运动鞋服极佳赛道, 国产崛起正当其时

近年来国内运动鞋服零售总额保持快速增长, 且增速逐年提升, 18年近20%, 主要系国民收入水平提升、政策刺激及年轻人对运动和运动时尚风格偏好加强等因素驱动。同时在此前行业洗牌后, 竞争格局加速优化, CR10市占率达70%以上, 运动鞋服时尚化发展下需求扩张迅速, 同时又具有专业化的技术壁垒等特点, 因此具备品牌集中度加速提升基础, 头部品牌将享受更多行业发展红利。

● 核心看点: 核心产品力厚积薄发, 零售运营能力持续强化

基于功能性与时尚性的提升质变, 公司产品体系不断丰富升级, 在持续提升研发技术的同时, 打造“国潮”标杆性产品设计, 提升品牌调性的同时也满足更广泛消费者的多样需求, 并积极拥抱新媒体, 年轻化群体中品牌吸引力显著提高。在此之上, 通过搭建多元化的渠道, 强化零售管理及店铺服务, 并打造高效的供应链及物流支持体系, 公司零售运营能力大幅强化, 盈利能力有望持续提升。

● 风险提示

行业景气度减弱; 对手竞争加剧; 盈利能力提升不达预期; 经营策略变化

● 投资建议: 实力崛起, 再攀巅峰, 给与“买入”评级

作为优质赛道上的本土龙头, 有望持续受益行业景气度持续向好以及竞争格局不断优化, 并且通过产品端的功能性及时尚性提升以及零售终端及供应后端的持续提效, 提供长期成长动能。伴随全面变革升级成效不断显现, 公司整体经营效率大幅改善, 且相对同业仍有进一步提升空间。我们预计公司19-21年EPS0.64/0.79/1.05元(人民币), 对应PE分别为39/31/24倍。综合考虑, 给予公司一年期合理区间32.8-34.5港元, 首次覆盖给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	F2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,527	13,927	17,455	20,924
(+/-%)	18.4%	32.3%	25.3%	19.9%
净利润(百万元)	715	1479	1821	2423
(+/-%)	38.8%	106.8%	23.1%	33.0%
摊薄每股收益(元)	0.31	0.64	0.79	1.05
EBIT Margin	6.0%	9.6%	12.4%	14.0%
净资产收益率(ROE)	12.3%	21.6%	22.4%	24.7%
市盈率(PE)	79.6	38.5	31.3	23.5
EV/EBITDA	57.3	40.8	26.5	19.9
市净率(PB)	9.79	8.31	7.01	5.80

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算
注: 上述单位为人民币

投资摘要

估值与投资建议

公司为国内运动鞋服行业龙头,2018 年公司营收打破百亿,同增 18.45%,15-18 营复合增速 14.01%。在行业景气度持续向好的背景下,全面变革升级所积累的成效加速展现,近两年来基本面变化十分积极,业绩表现屡超预期。公司在产品端专业性一再强化,而极具自身特色的时尚系列产品成为引领“国潮”的风向标,同时零售运营效率不断提升,盈利能力加速提升下,未来仍有望取得进一步的靓丽业绩表现。

中长期来看,行业本身特点决定单品牌规模空间巨大而集中度较高,公司历经波折涅槃再起,经营团队及理念皆更为先进成熟,综合实力仍在持续提升,未来有望享受更多行业红利,成为本土品牌崛起典范,成长动力强劲,预计公司 19-21 年 EPS0.64/0.79/1.05 元(人民币),对应 PE 分别为 38.5/31.3/23.5。综合考虑给予公司一年期合理估值区间为 32.8-34.5 港元/股,给予“买入”评级。

核心假设与逻辑

第一,公司未来线下直营和经销渠道终端数量稳步扩张协调发展,新店和同店店效皆保持相对较高增长。

第二,随产品体系的优化升级和运营能力的提升,新品定价得到提高,实际销售的新品率、售罄率、折扣率持续改善,库存效率得到提高。

第三,在费用率方面,随营销推广业务环节的优化升级加之直营渠道管理效率的强化带来资金投入效率提升,以及规模优势不断形成下,盈利能力持续提升。

与市场的差异之处

市场对公司成长持续性有所质疑,认为公司主要依靠“国潮”时尚超预期热度取得快速增长,而单品牌策略的稳定性不如多品牌,我们认为:

第一,公司的基本定位为专业运动品牌,大部分收入来源于专业运动板块,这部分业务的良好销售表现是直接带动收入及业绩增长的实际主力;同时“国潮”代表“中国李宁”等时尚系列虽发展较快,但走秀系列在收入端比重目前仍不足 5%,推出热点时尚产品的主要影响还是在于对整体品牌力提升的带动作用。

第二,产品力的变化仅是公司整体实力提升的基础,零售运营和营销布局方面持续的大幅优化提效同样是公司驱动销售增长和释放业绩的关键因素。

第三,公司单品牌战略本就基于运动鞋服行业特点,与国际品牌的发展趋势一致。单品牌不是单品类,公司综合发力多个优势主流运动领域并在此之上发展运动时尚使公司拥有综合性龙头优势,有利于公司把握整体性行业红利。

股价变化的催化因素

- 1、线下店铺店效保持快速提升,开店情况超预期,特别是高级店铺;
- 2、电商渠道超预期发力;
- 3、行业维持高景气,本土运动品牌整体表现良好,消费者认可加速。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、零售大环境不佳,公司毛利率、经营效率提升不达预期
- 2、消费者偏好变化,国际品牌及其他本土品牌竞争激化

内容目录

写在前面:	7
估值与投资建议	8
绝对估值: 32.6-34.5 港元	8
相对法估值: 32.8~34.9 港元	9
投资建议: 变革新生实力崛起, 极佳赛道再攀巅峰, 给予“买入”评级	11
公司概况: 国产运动品牌龙头, 涅槃重返登峰之路	12
公司治理: 传奇创始人实际控制, 机构投资者持股比例高	12
品牌及产品: 基于专业性面向主流体育大众, 聚焦主品牌五大核心板块	14
渠道端: 线下经销直营均衡协同, 线上直营为主增速较高	17
公司历程: 蓝海领军到危机四伏, 变革后全面复苏	25
第一阶段 (1990-2010): 体育蓝海先行, 领航二十一载	26
第二阶段 (2011-2014): 战略失当内外危机骤临, 阵痛中引外援求变	27
第三阶段 (2015 至今): 内理外应, 复苏乘风, 渐成国产品牌崛起典范	28
行业分析: 运动鞋服极佳赛道, 国产崛起正当其时	30
行业特征一: 整体增长一马当先, 高景气度有望不断延续	30
行业特征二: 高集中度聚焦头部, 单品牌成长潜力可观	33
竞争与机会: 本土龙头实力崛起, 多层级市场有望发力	35
产品突出: “功能+时尚”产品质变, 营销优化提效	37
功能性升级: 科技为本实力快步提升, 升级产品提供更强运动体验	37
时尚性突破: 立足品牌基因, 解悟时尚文化之交融, 把握年轻前卫潮流	44
销售强化: 多元渠道+高效后台, 零售运营能力精进	51
经销管理: 与经销商形成长期良好合作, 实施灵活统一的零售管理	51
终端优化: 店铺体系升级, 精细化运营管理提效, 店内服务强化	53
电商渠道: 优势显著增长迅猛, 多平台布局联动线下	58
后台锻造: 围绕零售导向业务模式, 建立快速供应链和高效物流体系	61
盈利预测	63
核心假设	63
敏感性分析	65
风险提示	66
附表: 财务预测与估值	67
国信证券投资评级	68
分析师承诺	68
风险提示	68
证券投资咨询业务的说明	69

图表目录

图 1: 公司各大类产品国内销售收入占比 (%)	14
图 2: 各大类产品收入增速 (%)	14
图 3: 李宁品牌用户年龄结构	15
图 4: 李宁品牌用户各年龄男女占比情况	15
图 5: 李宁童装店情况	16
图 6: 国内童装市场规模及增速情况	16
图 7: 近期李宁品牌各核心板块终端零售额占比 (%)	17
图 8: 近期李宁品牌各核心板块终端零售额增速 (%)	17
图 9: 李宁品牌近期国内线下店铺数量	18
图 10: 李宁品牌国内线下店铺平均收入	18
图 11: 李宁品牌国内收入分渠道占比 (不含童装)	18
图 12: 李宁品牌国内收入分渠道增速 (不含童装)	18
图 13: 李宁及本土同业公司营业收入对比	19
图 14: 李宁及本土同业公司营业收入增速对比	19
图 15: 李宁及本土同业公司业绩对比	20
图 16: 李宁及本土同业公司业绩增速对比	20
图 17: 公司自复苏以来毛利率、净利率情况	20
图 18: 李宁品牌国内所有渠道新品零售额占比 (不含童装)	20
图 19: 李宁及其他本土业内公司期间毛利率对比	21
图 20: 李宁及其他本土业内公司期间净利率对比	21
图 21: 李宁及本土业内公司销售及广告推广费率对比	22
图 22: 李宁及其他本土业内公司管理及研发费率对比	22
图 23: 李宁及其他本土业内公司财务费用率对比	22
图 24: 李宁及其他本土业内公司净利率对比	22
图 25: 渠道层面库存情况	23
图 26: 公司层面库存情况	23
图 27: 李宁及其他本土业内公司存货周转天数对比	24
图 28: 李宁及其他本土业内公司应收账款周转天数对比	24
图 29: 国产体育品牌公司经营净现金流/营收情况	24
图 30: 国产体育品牌公司 ROE (摊薄) 情况	24
图 31: 公司历年收入及业绩情况	25
图 32: 公司上市以来股价情况	25
图 33: 2012 年前后应收账款和存货减值准备、融资开支情况	28
图 34: 运动鞋服行业整体零售额及增速	30
图 35: 运动鞋&运动服零售额及增速	30
图 36: 居民人均可支配收入 (万元)	31
图 37: 经常参加体育锻炼的人数 (亿)	31
图 38: 2018 年人均运动鞋服消费支出的国际对比。	32
图 39: 2018 年国内运动者对鞋服功能性要求及占比 (%)	32
图 40: 2018 国内运动者购买运动鞋服时的考虑因素	32

图 41: 国内健身俱乐部数量及会员数.....	33
图 42: 2018 年国内长跑赛事情况	33
图 43: 2018 年国内前 10 品牌 (童装单计) 零售市场份额 (%)	34
图 44: 12-18 年按品牌 (童装单计) 行业集中度趋势 (%)	34
图 45: 2012 年前后的行业整体性调整.....	35
图 46: 阿迪达斯和耐克在国内的零售额及增速.....	35
图 47: 非头部品牌市占率 (%)	36
图 48: 主流运动鞋服的产品力二元需求及消费者分类概况	37
图 49: 2013 年转型进程时国内主要运动鞋市场分层格局.....	37
图 50: 当前李宁品牌产品体系层次及发展情况.....	37
图 51: 李宁运动科学研究中心及相关研究设备.....	38
图 52: 研究及产品开发费用情况	38
图 53: 一般运动鞋分层结构及功能特点	39
图 54: 李宁公司运动服装 AT 科技平台	39
图 55: 李宁男子篮球鞋、跑鞋产品系列矩阵及当前最新一代发售定价举例 (不含折扣、 不包含运动时尚类)	41
图 56: 国家队赞助款一体织比赛服	42
图 57: 基于速干科技的专业紧身训练短袖	42
图 58: 公司在重点运动板块的专业资源投入.....	43
图 59: “中国李宁”等国际时装周走秀系列及 COUNTERFLOW 鞋产品.....	45
图 60: “中国李宁”等时尚特别系列 VS 常规产品, 近期官网实际售价对比 (折扣后)	46
图 61: NBA 超级巨星专属“韦德”系列	47
图 62: 街头篮球主题“BAD FIVE”系列	47
图 63: “驭帅 12”&“韦德之道 7”部分特别配色款及定价对比	47
图 64: “GAI 适无双”产品发布现场及粉丝见面活动	49
图 65: 秦岚、周渝民、吴昕等明星曝光李宁时尚系列产品	49
图 66: 利用新兴媒体平台进行营销.....	50
图 67: 李宁公司零售运营能力建设.....	51
图 68: 线下收入分模式占比	52
图 69: 2019 年 Q3 李宁品牌国内线下店铺数量情况	52
图 70: 近期招商条件 (部分) ——针对三四线空白区县市场	52
图 71: 李宁品牌经销商数量	52
图 72: 李宁品牌国内线下渠道收入及增速 (不含童装)	53
图 73: 李宁品牌终端店铺数量变化 (不含童装)	53
图 74: 李宁品牌线下多层次店铺体系	54
图 75: 一至四线城市 3 万平方米以上购物中心存量面积变化	55
图 76: 2018 年新开业购物中心面积前 30 城市	55
图 77: 李宁“韦德”主题专门店.....	55
图 78: “中国李宁”时尚店.....	55
图 79: 2018 年/19H1 南部地区收入增速明显较快.....	57
图 80: 李宁品牌电商 (不含童装) 国内收入及增长	58
图 81: 李宁品牌电商 (不含童装) 国内收入占比.....	58
图 82: 公司主要电商销售体系	58
图 83: “2019 韦德中国行”线上线下一体化主题宣传.....	60

图 84: 线下马拉松大赛结合线上商城产品推广	60
图 85: 公司电商宣传活动及销售大事记	60
图 86: 运动品牌供应链作用: 传统批发模式 VS 零售导向模式	61
表 1: 三阶段模型的主要假设	8
表 2: 绝对估值的基本假设条件.....	8
表 3: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析	8
表 4: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析.....	9
表 5: 国内同业公司 2018 年财务指标对比	9
表 6: 国内同行业公司估值情况.....	9
表 7: 李宁国外同行业公司财务指标对比	10
表 8: 国外同行业公司估值情况.....	10
表 9: 李宁公司持股比例较大的机构及其他重要个人股东	13
表 10: 李宁公司管理层.....	14
表 11: 李宁公司主品牌核心板块主要产品、特点及价位对比	15
表 12: 李宁公司旗下其他品牌情况.....	16
表 13: 李宁品牌订货会 (不含童装, 19 年 06 月开始不含中国李宁) 情况.....	19
表 14: 1990-2004 公司管理核心与主要业务环节发展情况.....	26
表 15: 2005-2010 公司主要业务环节发展情况.....	27
表 16: 导致公司危机的主要因素	27
表 17: 金珍君时期的公司发展情况.....	28
表 18: 2015 年后公司逐步实现全面复苏	29
表 19: 近年来部分体育相关重要政策文件.....	31
表 20: 不同年龄层体育消费特点.....	33
表 21: 全球主要运动鞋服公司市值及主品牌收入比较.....	34
表 22: 国内运动市场分层.....	35
表 23: 近年破产的知名运动品牌公司	36
表 24: 李宁及部分主要运动品牌中底缓震科技对比	40
表 25: 李宁品牌部分核心运动产品近年发售定价 (不含折扣) 及销售情况.....	42
表 26: 李宁设计师团队部分成员情况	44
表 27: 李宁国际时装周走秀概览.....	45
表 28: 李宁品牌运动时尚板块产品销售情况.....	46
表 29: 李宁品牌篮球特别系列服装近年销售情况	48
表 30: 部分时尚联名产品情况	48
表 31: 李宁品牌经销渠道统一零售管理情况.....	53
表 32: 线下渠道零售流水及同店增长情况.....	53
表 33: 部分高级店近期店效情况.....	56
表 34: 李宁差异化常规店铺典型实例	56
表 35: 公司提升店内体验相关举措.....	57
表 36: 李宁品牌典型产品在主要电商平台的品种数量及标价情况.....	59
表 37: 公司盈利拆分	64
表 38: 情景分析表.....	65

写在前面:

今年以来体育用品行业景气度持续攀升，是当前整个服装板块屈指可数的高增长赛道，作为最具代表性的行业龙头之一，**李宁公司的股价也一路高歌猛进，年初以来涨幅超过 200%**。而支撑股价表现的最主要因素是公司本身靓丽的基本面表现，半年报期间公司净利润增长 196%，远超市场预期。这其中一方面源于公司积极的在产品功能性及时尚性上双管齐下，着重突出本土特点与前卫时尚相融合的风格赢得了年轻消费者的广泛热捧，另一方面也通过渠道及供应链两段积极变革提效，整体内部经营效率不断提升。

同时，公司为代表的“国潮”兴起也进一步掀起了对于国货崛起的讨论，**我们在国货崛起系列公司深度的第一篇《波司登：执匠人之心，重塑时代的品牌》中就提到**：基于历史原因，欧美进口品牌长期在国内消费者心目中是品质和时尚的代名词，这在服装领域表现尤为典型，但近年来，年轻的新一代消费者已经渐渐成为市场主角，在国家不断崛起的成长环境下，他们的文化自信较上一代显著增强，更开阔的视野也使其愿意尝试更多新事物，并注重自己的个性化体验而不拘泥于固有的品牌观念，并且注重性价比。这些都成为国货的崛起的重要条件。**其中“国潮”的兴起则是国货崛起的一种更高层级的体现，意味着国货不仅可以通过品质和性价比获得消费者的青睐，也能凭借自身的调性特点享有更高的溢价，而展望未来：**

对于公司发展：虽然当前公司已基本实现了全面复苏，市值也回到了历史较高水平，但其所在的体育服饰赛道处于需求持续扩张的稳定成长阶段，行业空间潜力仍然很大，在经历此前的行业调整之后，**竞争格局也逐渐明朗化，集中度不断提升趋势下有利于业内龙头巩固优势不断壮大**。此外，公司全面变革所带来的内部红利仍存在强劲的释放动能，与同行相比**在内部提效以及规模扩张下其费用端仍有一点下行空间**，随核心产品力、渠道零售运营、供应链物流等方面能力的持续提高，**公司在中长期内都有望保持收入的稳健较快增长和盈利能力的持续提高**，凭借日益强化的综合实力实现强势崛起，成长空间依然可观。

对于国货崛起：首先，我们始终认为国货的复兴简单通过贩卖情怀式的营销和拼贴式的跨界等并非真正的蜕变之道，**核心还是在于对自身民族品牌底蕴的长期积淀**，找到品牌文化的精神特色并灵活开发，而李宁公司正是这一趋势的重要开创者和引领者。**其次，通常是经过多年市场经济的洗礼，积累了丰富的运营经验和核心壁垒的企业**。李宁等本土品牌都是在激烈竞争环境中不断成长成熟后脱颖而出，发展过程中既经历了一系列挫折，也不断通过学习国外领导者在产品开发、营销推广等方面的经验，灵活运营到自身的发展中，在产品品质、渠道宣传等方面获得极大的提升，并能体现出区别于国际品牌的产品差异化和性价比优势。

估值与投资建议

绝对估值：32.6-34.5 港元

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。预计在行业整体需求提升、店效及稳定开店等因素的共同驱动下，公司未来三年将保持稳定较快的增长速度，其中出于谨慎考虑假设增速将逐年放缓。毛利率方面，预计在产品结构、渠道结构等方面的积极驱动下将在接下来 3-5 年内逐年提高；销售费率随后台支持以及推广方式提效和规模优势强化下逐步降低，管理费用率方面 19 年预计受到渠道架构调整带来的较大影响，但长期预计规模效应下将逐步下降。同时，我们使用最新汇率进行换算。综上，我们推算公司当前合理区间为 32.6-34.5 港元，价值中枢 33.6 港元。对应 2019 年估值水平为 45.6 倍-48.3 倍，较当前收盘价上涨区间 18.7%-25.8%。

表 1：三阶段模型的主要假设

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	32.29%	25.33%	19.87%	18.52%	17.00%	16.00%	15.00%	14.00%	13.00%	13.00%
营业成本/营业收入	50.89%	49.57%	48.78%	48.11%	47.50%	47.00%	47.00%	47.00%	47.00%	47.00%
管理费用/营业收入	6.70%	6.15%	5.95%	5.80%	5.70%	5.60%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
销售费用/销售收入	32.50%	31.60%	31.00%	30.40%	29.80%	29.20%	28.60%	28.00%	28.00%	28.00%
所得税税率	20.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源:公司年报, 国信证券经济研究所整理预测

表 2：绝对估值的基本假设条件

基本假设			
无风险利率	2.5%	风险溢价	6.5%
永续增长率	2.0%	实际所得税率	25%
公司市值 (百万元)	57837	E/(D+E)	98.66%
债务总额 (百万元)	700	D/(D+E)	1.34%
Ke	9.53%	WACC	9.46%

资料来源:公司年报, 国信证券经济研究所整理预测

表 3：FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析

32.6	8.45%	8.95%	9.45%	9.95%	10.45%
3.5%	47.8	42.7	38.4	34.9	31.8
3.0%	44.4	39.9	36.2	33.0	30.3
2.5%	41.5	37.6	34.3	31.4	28.9
2.0%	39.0	35.6	32.6	30.0	27.7
1.5%	36.9	33.8	31.1	28.8	26.7
1.0%	35.1	32.3	29.8	27.7	25.7
0.5%	33.5	31.0	28.7	26.7	24.9

资料来源:国信证券经济研究所整理预测

表 4: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析

34.5	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%
3.5%	50.5	45.1	40.6	36.9	33.7
3.0%	46.8	42.2	38.3	35.0	32.1
2.5%	43.8	39.7	36.3	33.3	30.7
2.0%	41.3	37.6	34.5	31.8	29.4
1.5%	39.1	35.8	33.0	30.5	28.3
1.0%	37.2	34.2	31.6	29.4	27.3
0.5%	35.5	32.8	30.4	28.3	26.4

资料来源:国信证券经济研究所整理预测

相对法估值: 32.8~34.9 港元

我们选取了国内外知名的上市运动鞋服品牌作为可比公司,进行相对法估值,包括国内 3 家及国外 5 家。总体来看业内公司基本面情况良好,成长性较强,反映出较高的行业景气度,因此优质标的整体估值水平都相对较高。

1) 与国内公司比较来看,四家上市公司营收规模和成长性方面差异较大,公司营收低于多品牌布局的安踏,但显著高于其他两家本土品牌,而在业绩增速方面公司则大幅领先,三年复合业绩增速达到 54.9%,并且从费用端对比后来看,仍有一定业绩释放空间。整体来看公司业务在产品品类的全面性方面与安踏最为接近,两者估值水平也较为接近,但从 PEG 角度来看公司仍然相对较低。与国内品牌相较而言,公司在整体转型升级方面都已取得相当成效,展现出较强龙头实力,且如果只从主品牌表现来看,近期无论是零售流水还是报表收入都较安踏主品牌表现更为强劲,未来也不排除在主品牌复苏提效成熟进行外延布局,从而有望获得一定估值溢价。

表 5: 国内同业公司 2018 年财务指标对比

财务指标	李宁	安踏	特步	361 度
收入(亿元)	105.1	241.0	63.8	51.9
增速(%)	18.4	44.4	24.8	0.6
业绩(亿元)	7.2	41.0	6.6	3.0
增速(%)	38.8	32.9	60.9	-33.5
毛利率(%)	48.1	52.6	44.3	40.6
期间费用率(%)	41.7	32.3	33.1	33.2
存货周转天数	77.2	79.6	78.7	108.9
应收账款天数	35.4	34.3	110.6	157.8
ROE(%)	13.1	27.8	12.5	5.3

资料来源:Wind,国信证券经济研究所整理

表 6: 国内同行业公司估值情况

公司名称	收盘价 (港元) 截止 11/20	市值(亿 元) 截止 11/20	业绩增速(%)				PE			PEG
			2018A	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E
安踏体育	76.60	1,854	32.9	33.2	25.2	19.9	34.0	27.1	22.6	1.3
特步国际	4.30	97	60.9	19.8	18.5	19.2	12.4	10.4	8.8	0.9
361 度	1.40	26	-33.5	37.2	13.5	14.3	6.3	5.5	4.8	0.3
算数平均	-	-	-	-	-	-	17.6	14.3	12.0	0.8
李宁	27.45	569	38.8	106.8%	23.1%	33.0%	38.5	31.3	23.5	0.70

资料来源:Wind 一致预期、国信证券研究所预测

注:市值单位均以 11 月 20 日同一时间汇率换算为人民币

2) 与国外公司比较, 公司由于布局区域仍以国内市场为主, 与国外品牌相比营收规模差距较大, 但业绩增速则处于相对较高水平。各公司均为所在国或某一领域内的领先龙头公司之一, 且中国市场均为推动其集团整体增长的主力市场。具体从成长性来看, 与公司一样, 这四家国际品牌整体均以主品牌成长推动为主, 其中耐克及阿迪品类布局充分, 由于整体体量相对较大, 高基数下近年增速水平相对较低, 而露露柠檬及彪马等品牌在运动时尚领域表现突出, 符合近年来行业发展大势, 保持较快增速水平。同时, 在盈利能力方面, 公司与国际同行相比同样仍有着较大的提升释放空间。整体来看, 受益于行业整体高景气度, 无论产品及市场布局成熟的耐克、阿迪, 还是体量相对较小, 近年高速成长的露露柠檬及彪马, 估值均相对较高。目前公司与国际可比公司平均估值水平相当, 但 PEG 水平较低, 同样受益行业高景气度不断增长的同时, 公司自身提效仍有明显的进一步改善空间, 增长的弹性相对更高, 理应享有一定溢价。

表 7: 李宁国外同行业公司财务指标对比

财务指标	李宁	耐克	阿迪达斯	露露柠檬	彪马	安德玛
收入 (亿元)	105.1	2682.8	1705.5	224.7	361.7	366.8
-增速 (%)	18.4	6.9	3.3	22.5	12.4	12.4
业绩 (亿元)	7.2	281.7	132.1	34.5	14.6	9.4
-增速 (%)	38.8	-1.8	19.2	42.3	37.3	49.9
毛利率 (%)	48.1	44.3	51.9	54.9	48.4	45.1
期间费用率 (%)	41.7	32.3	41.9	33.8	41.8	42.7
存货周转天数	77.2	91.9	123.4	92.5	128.8	139.3
应收账款天数	35.4	36.1	39.4	2.9	41.5	44.4
ROE (%)	13.1	39.7	27.4	32.2	11.3	6.6

资料来源: Wind、Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

注: 收入与业绩单位均以 11 月 20 日同一时间汇率换算为人民币, 耐克、露露柠檬、安德玛报表货币为美元, 阿迪达斯、彪马为欧元; 耐克、露露柠檬将财年数据以月平均法调整为公历年数据。

表 8: 国外同行业公司估值情况

公司名称	收盘价	市值 (亿	业绩增速 (%)				PE		PEG	
	(港元)	元)	2018A	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E
	截止 11/19	截止 11/19								
耐克	94.18	10,259	-3.4	8.5	15.3	14.1	34.0	29.0	24.9	2.1
阿迪达斯	272.15	4,169	19.2	13.1	12.1	14.5	27.8	24.6	21.3	1.9
露露柠檬	216.88	1,996	44.3	21.8	17.9	16.6	46.5	39.1	33.0	1.3
彪马	67.25	784	37.3	38.2	23.3	21.1	38.6	31.5	26.0	1.4
安德玛	17.33	527	49.9	16.5	40.9	37.7	51.3	36.3	26.8	1.5
算数平均	-	-					39.6	32.1	26.4	1.7
李宁	27.45	569	38.8	106.8	23.1	33.0	38.5	31.3	23.5	0.70

资料来源: Wind 一致预测、Bloomberg 一致预测、国信证券研究所预测

注: 市值单位均换算为人民币元; 国内公司股价单位皆为港元, 耐克、露露柠檬为美元, 阿迪达斯、彪马为欧元; 耐克、露露柠檬将财年数据以月平均法调整为公历年数据。

综合考虑来看, 公司与国内外同行当前动态估值水平相当, 但考虑 PEG 处于较低水平。一方面与国内同行业公司相比, 公司业务领域相对综合全面, 已具备一定龙头企业的规模优势及品牌壁垒, 更有望受益行业高增长红利; 另一方面与国际成熟品牌相比, 公司在转型升级进展相对成功下, 仍有进一步业绩释放空间, 未来业绩增速保持较高水平的确定性相对更高。综合上述比较分析, 并使用最新汇率换算, 我们给予公司 19 年估值区间 PE46.0~49.0 倍, 对应股价 32.8~34.9 港元, 中枢 33.9 港元, 对应最新收盘价涨幅 19.5%~27.3%。

投资建议：变革新生实力崛起，极佳赛道再攀巅峰，给予“买入”评级

综合来看，预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.64/0.79/1.05 元（人民币），对应 PE 分别为 38.5/31.3/23.5 倍。短期来看，公司近两年来基本面变化十分积极，业绩表现屡超预期，主要系数年的全面变革升级已积累了相当的成效，其专业性、产品设计能力、零售运营能力、后台支持体系等核心环节的实力和效率大幅提升，在行业景气度持续向好的背景下加速展现，此外极具自身特色的时尚系列产品成为引领“国潮”的风向标，从而广受关注，预计全年仍将取得靓丽的业绩表现，驱动股价持续上行。

中长期来看，在需求的不断扩大及产业政策刺激下，国内运动鞋服行业预计仍将保持较高景气度，且行业竞争格局有望进一步优化，公司作为本土运动品牌龙头之一，历经波折涅槃再起，经营团队及理念皆更为先进成熟，综合实力仍在持续提升，未来有望享受更多行业红利，成为本土品牌崛起典范。

综合考虑绝对估值以及相对估值，给予公司一年期合理区间 32.8-34.5 港元/股，对应 19 年估值水平 46.0 倍-48.3 倍，较当前股价具有 19.5%-25.8% 的上升空间，首次覆盖给予“买入”评级。

公司概况：国产运动品牌龙头，涅槃重返登峰之路

李宁公司为国内运动鞋服行业龙头，由奥运体操冠军李宁先生于 1990 年所创，主要经营的李宁品牌至今已有 30 年历史，民族品牌底蕴深厚，当前在国内市场占有率排名**第四**，本土品牌中排名**第二**。公司总部位于北京，业务包括品牌营销推广、产品研发、设计、制造、经销及零售，并拥有庞大的全国性零售分销网络和供应链管理体系。

公司曾在很长一段时期内位居国产运动品牌公司的领头羊位置，在国际巨头品牌陆续深入国内市场后也一度在零售份额上超越第二名阿迪达斯。但自 11 年起公司经历了连续 4 年的深重经营危机，目前成功推进战略变革，整体业务逐步获得全面升级与复苏。当前，公司明确“**单品牌、多品类、多渠道**”的基本策略，聚焦**主品牌五大核心板块**，坚定以**专业化**为基本定位并成功发力**特色时尚**等新领域，同时**零售运营能力和营销推广布局**不断强化，龙头实力持续提升，在行业景气度持续向好的背景下，近几年收入稳步增长，至 18 年首次打破百亿达到 105 亿元，同增 18.45%，15-18 年复合增速 14.01%，业绩则加速翻番，实现了快速崛起。

公司治理：传奇创始人实际控制，机构投资者持股比例高

创始人及实控人：“体操王子”再转身，李宁家族为最大股东

公司创始人李宁原为国家顶级体操运动员，多年来不仅凭其个人影响力不断为公司带来重要发展资源，更作为核心精神领袖，影响着公司的发展成熟：曾在创业初期坚决销毁了设计存在缺陷的第一批运动鞋；引导公司坚定走专业化品牌发展路线；重视专家意见及专家管理，致力打造现代企业治理机制，清除家族势力影响、率先引入信息管理系统、管理咨询机制等；公司陷入危机时勇于重金投入等。**截至 2019 年 10 月，李宁实际持有权益占公司当前总股本的 18.18%**，包括直接或间接（主要通过非凡中国）持有公司普通股及可转换证券、购股权等形式，为公司实际控制人；其兄长李进及李进之子李麒麟因共同控制非凡中国，同为公司大股东。

其他重要股东：专业国际金融机构持股比例高

李宁家族所控制的非凡中国为公司最大股东，美国贝莱德集团（Blackrock）今年以来通过数次增持权益成为第二大股东，实际持股比例为 **8.67%**，其他重要股东包括了施罗德基金（Schroders Plc）、富达基金（FIL Limited）、摩根斯坦利（Morgan Stanley）等 8 家知名国际金融机构，共计持有公司权益占总股本的 **35.67%**。此外，中国财政部作为最终控制人持有公司可换股类衍生工具，共计占公司已发行总股本的 **5.97%**。重要个人股东方面，近期新进入公司的联席执行总裁高坂武史获得了 **0.20%** 的购股权，陈振彬等 4 名公司独立非执行董事皆持有公司股票，共持有约 **0.1%** 的股份。

表 9: 李宁公司持股比例较大的机构及其他重要个人股东

股东	简介	所持权益占已发行股本比例
—机构—		
非凡中国	李宁家族实际控制控制的香港上市公司，李宁持有其 92.94% 的权益	16.4%
贝莱德投资 (Blackrock)	美国规模最大的上市投资管理集团	8.67%
中华人民共和国财政部	—	5.97%
富达基金 (FIL Limited)	香港知名投资管理公司	4.98%
施罗德投资 (Schroders Plc)	超 200 年历史的英国国际投资集团	5.12%
联博控股 (AllianceBernstein)	大型全球资产管理公司，法国保险集团 AXA 的子公司	4.95%
Pandanus Associates	知名国际投资机构	4.93%
Marathon Asset	英国知名私募股权基金	4.88%
摩根斯坦利 (Morgan Stanley)	美国著名投资银行	4.44%
摩根大通 (JPMorgan)	美国著名综合性银行	4.18%
瑞银集团 (UBSGruop)	瑞士知名综合银行集团	3.92%
Alpha Talent	李宁个人全资控股公司	0.12%
—个人—		
高坂武史	联席执行总裁	0.20%
陈振彬	公司独立非执行董事	0.04%
王亚非	公司独立非执行董事	0.03%
苏敬轼	公司独立非执行董事	0.01%
顾福身	公司独立非执行董事	0.01%

资料来源:Wind、公司公告、机构官网，国信证券经济研究所整理

注: 1.表内非凡中国、财政部持有权益为根据公司 2019 年半年报披露情况，其余根据港交所发布的实时权益动态; 2.非凡中国持有权益包含普通股和可转换证券两部分，财政部拥有权益为可换股类衍生工具，其余机构股东持有普通股或多种权益类金融工具组合

管理层: 成员稳定经验丰富，引入前优衣库高管强化核心领导能力

李宁本人自 2015 年起接任代理行政总裁一职，同时作为公司董事会主席、执行董事，在帮助公司全面变革的 TPG 合伙人金珍君离任后继续主导公司的转型发展; 其任李麒麟自 18 年 6 月起担任公司执行董事。

另一方面，公司目前拥有一批经验丰富、成熟可靠的中高层管理团队，主要系长期以来一直致力于建立以职业经理人团队为核心的管理制度。其中绝大多数成员在公司任职时间在 10 年以上，不少超过 20 年，曾与公司共同经历发展沉浮与转型成熟，已基本稳定。

今年 9 月，公司任命高坂武史为联席行政总裁，为高管团队引入了又一专业的强力领导核心。高坂武史此前曾在优衣库母公司迅销集团担任全球执行董事、优衣库中国 COO、优衣库韩国 CEO 等，在中国市场已有 15 年的开拓经历，进入公司将利用自身丰富经验知识，帮助公司在零售运营、供应链等方面进行全面优化提效; 李宁本人则改任联席行政总裁，继续负责总体战略把控。

表 10: 李宁公司管理层

管理人人	职务	简介	加入公司
高坂武史	联席 CEO	全面负责公司运营, 于迅销集团有超过 20 年工作经历, 曾任全球执行董事、优衣库中国副总经理和 COO、优衣库韩国 CEO, 在中国市场有超 15 年的开拓及管理经验。	2019.09
曾华锋	首席财务官	负责财务、内部审计、公司秘书及投资者关系, 在服装行业拥有逾 27 年经验。	2013.04
杨海威	副总裁	负责区域销售、渠道、零售、产品运营和物流工作。曾任职于某知名零售集团。	2000.01
洪玉儒	副总裁	负责产品设计、规划、上市及市场营销工作, 羽毛球、足球及国际销售业务, 曾有 9 年羽毛球专业运动员经验。	1990.03
廖斌	副总裁	负责人力资源、法律事务、行政管理、信息技术管理、质量体系及供货商管理工作。在体育用品和服装行业拥有逾 16 年经验, 于 2003 年至 2012 年首次在公司任职。	2016.05 (回归)
张向都	品牌项目管理中心总经理	负责公关、媒介管理、市场研究及金牌队运动营销, 在服装行业拥有逾 37 年经验。	1991.11
冯晔	电商事业部总经理	负责电商业务, 在互联网和电子商务领域有逾 15 年经验, 曾任职多家知名互联网公司。	2008.08
何灿玉	服装研发生产总经理	负责服装类产品研究开发、生产、采购等业务, 在体育用品供应链领域拥有逾 25 年经验, 曾任职于国际知名体育用品制造企业。	2002.01
徐剑光	鞋研发生产总经理	负责鞋产品研究开发、生产、采购等业务, 在运动鞋行业拥有逾 26 年经验, 曾任职于国际知名体育用品品牌企业。	1998.03
胡南	童装事业部总经理	负责童装事业部零售运营、管道运营、产品规划、市场营销等管理工作, 在体育用品和服装行业拥有逾 26 年经验。于 1993 年至 2010 年首次在公司任职。	2015.04 (回归)

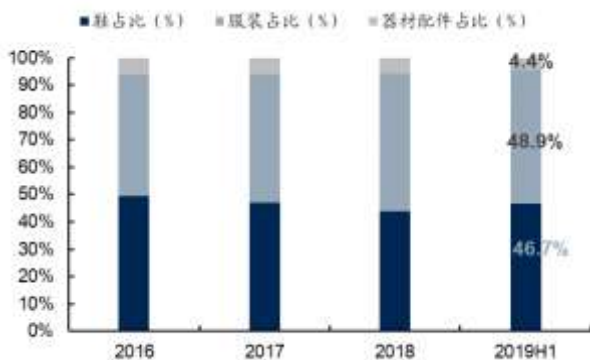
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

品牌及产品: 基于专业性面向主流体育大众, 聚焦主品牌五大核心板块

➢ 以专业运动为基本定位, 运动鞋及运动服为主要产品

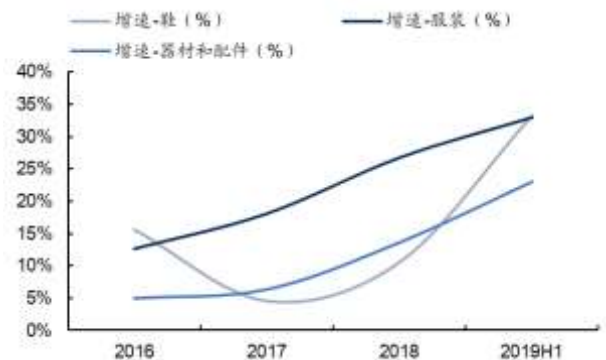
公司将专业运动作为基本定位, 向消费者提供的主要产品为**运动鞋和运动服**, 收入占比基本相当, 18/19H1 年分别约 50.6/48.9%和 43.8/46.7%, 此外公司还提供少部分**配件及器材**产品。从收入增长来看, 各大类产品皆表现良好其中(1)服装类平均增速最高且逐年提速, 18/19H1 增速分别达 26.8/33.0%, 15-18 年 GAGR 达到 19.1%; (2)运动鞋产品收入增速在近期显著提升, 18/19H1 分别为 10.6/33.4%, 15-18 年 GAGR 为 10.2%; (3)器材配件类产品同样逐年稳定加速, 18/19H1 增速分别为 13.6/23.0%, 15-18 年 GAGR 为 8.2%。

图 1: 公司各大类产品国内销售收入占比 (%)



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 2: 各大类产品收入增速 (%)



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

➢ 聚焦李宁主品牌, 以四大运动为主力, 同时发力运动时尚

基于聚焦主品牌的基本策略, 自 2017 起李宁品牌收入占比已超过 99.3%。作为综合性运动品牌, 李宁的五大核心板块分别为**篮球、跑步、综合训练、羽毛球及运动时尚**。其中, 前四大板块定位为专业运动板块, 主要针对当前最流行的几项大众体育运动, 相关鞋服产品根据各运动特点强调一定的功能性, 在性

能层次方面定位全面，广泛覆盖了从普通运动爱好者到顶级职业运动员各层级使用者的需求。运动时尚板块主要针对大众消费者在日常生活及休闲方面的穿着需求，以体育运动为基本风格，着力于外观时尚性。

表 11: 李宁公司主品牌核心板块主要产品、特点及价位对比

核心板块	专业运动类板块				运动时尚板块
	篮球	跑步	综合训练	羽毛球	
主要品类	篮球鞋、比赛服、训练服、卫衣、T恤、长短裤等	跑步鞋、速干衣、运动风衣、短裤等	训练鞋、户外鞋、紧身衣、训练套装、羽绒服等	球拍、球鞋、比赛服、配件等	休闲鞋、板鞋、凉鞋、时尚运动鞋、T恤、外套、裤装、棉服、背包、配饰等
产品特点	功能性为基础、可附带极强时尚属性	性功能为主、非专业赛训鞋类课可带有较强时尚性	功能性为主	功能性为主	时尚性为主
—主要产品价格定位对比—					
李宁	中端、中低端、低端（少量中高端以上专业运动鞋）	高端、中高端、中端、中低端、低端（少量中高端以上专业运动鞋）	中端、中低端、低端	全价位	中高端、中端、中低端、低端
国际巨头品牌（耐克、阿迪达斯）	高端为主、中端以上	高端为主、中端以上	高端为主、中端以上	—	高端为主、中端以上
知名国际品牌（以斯凯奇&新百伦为例）	—	高端、中高端、中端、中低端	—	—	中高端、中端
其他本土龙头品牌	中端、中低端、低端（少量中高端以上专业运动鞋）	中端、中低端、低端	中端、中低端、低端	—	中端、中低端、低端
其他全国性本土品牌	中低端、低端	中低端、低端	中低端、低端	—	中低端、低端
地方性本土品牌	低端	低端	低端	—	低端

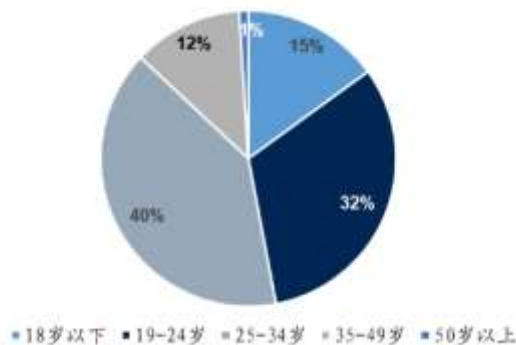
资料来源:李宁官网、门店调研资料, 国信证券经济研究所整理

注: 价格定位以折后的官网或专柜的实际售价进行划分, 以篮球鞋为例大致为高端(1000+), 中高端(700-1000), 中端(400-700), 中低端(200-400), 低端(小于200), 国际品牌折扣力度较小、打折款较少、活动时间短, 国产品牌折扣力度较大、打折时间长, 一般新品季后皆会打折。

作为本土龙头运动品牌，整体来看李宁产品价位中等，强调较高的性价比，在实际销售时以中、低价格系列为主，以广泛满足一般大众的使用需求。其中专业运动类产品的使用者主要为 35 岁以下的年轻运动爱好者。

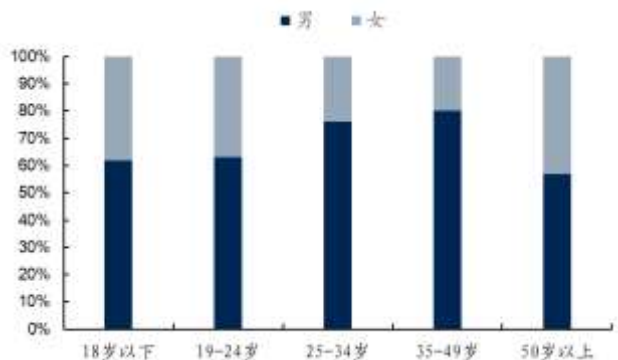
同时，公司也注重开发一定数量的较高价位优质产品，主要为技术含量较高、功能性较强的专业类运动鞋及运动器材，以及具有较突出时尚性特点的运动时尚类鞋服，包括登陆纽约/巴黎国际时装周的“中国李宁”时尚走秀系列、线上专供 COUNTERFLOW 系列和各类联名款等，以此满足更高需求层次的消费者。

图 3: 李宁品牌用户年龄结构



资料来源: 360 趋势, 国信证券经济研究所整理

图 4: 李宁品牌用户各年龄男女占比情况



资料来源: 360 趋势, 国信证券经济研究所整理

主品牌旗下开拓童装新业务，现阶段夯实基础稳步发展

公司自 16 年下半年开始规划童装业务，在主品牌旗下形成了李宁 YOUNG 子品牌，目前仍处于以渠道建设为重点的打基础阶段。产品方面，针对不同儿童年龄差异，公司童装业务分为了 3-6 岁的 KIDS 系列产品和 7-12 岁的 YOUNG

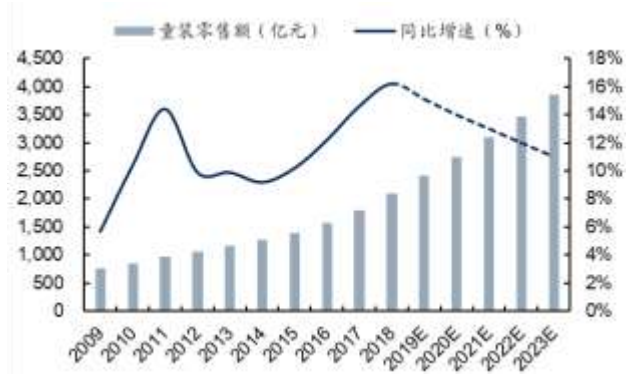
系列，当前较大程度地依托成人装在专业性和时尚性方面的技术和设计进行复制或组合，以持续完善品类结构，丰富产品款式。销售方面，公司对童装业务采取经销模式，截至2019年9月底已拥有926家店，18/19H1收入约为2/1.5亿左右，而19年前三季度的收入增速则在60%左右。公司接下来还将继续在人才方面进行投入，并在营销推广等方面将依托成人装的联动支持进行拓展。受益于行业快速发展红利，童装有望成为公司收入增长的又一动力，并起到培养下一代核心消费者的重要作用。

图 5：李宁童装店情况



资料来源：调研资料，国信证券经济研究所整理

图 6：国内童装市场规模及增速情况



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

其他品牌开发投入较少，但其中部分仍具潜力

基于过去的历史发展策略，公司实际还拥有较多的其他品牌，目前大多处于谨慎发展状态或已经终止业务，但部分品牌仍具有良好的发展潜力空间，包括DANSKIN、红双喜等，其中红双喜18年贡献投资收益在6千万左右。

表 12：李宁公司旗下其他品牌情况

品牌	取得时间	主要产品类型	价格定位	品牌来源/方式	目前发展状况
国际—					
DANSKIN	2016	女子专业运动、运动时尚	中高端以上	美国 (1882)；购得品牌国内经营权	根据先强后大的策略，以单店盈利为目标，逐步于高端商圈开店
Lotto (乐途)	2008	运动时尚服饰	中高端以上	意大利 (1973)；获得中国特许经营品牌经营权	已于2018年提前终止经营协议
AIGLE (艾高)	2005	户外体育用品	中高端以上	法国 (1853)；在中国成立合资公司共同经营	目前投入较小，由合资公司经营
国产—					
凯胜 (KASON)	2009	羽毛球器材及用品	专业运动	1991年创立；整体收购	与主品牌羽毛球业务补充协同
红双喜	2008	乒乓球器材及用品、体育用球类、举重器材	专业运动	1959年创立；收购控股权 (非凡中国受让10%股份后，目前持股47.5%成为联营企业品牌)	联营方独立经营
LNG/弹簧标	2015	运动时尚服饰	中高端/中低端	自主孵化	聚焦主品牌策略下，2016年起已逐渐停止开发投入

资料来源：李宁官网、公司公告，国信证券经济研究所整理

核心板块零售额占比相对均衡，运动时尚、篮球近年明显发力

1) **运动时尚板块**近期增速最为靓丽，18/19H1的终端零售额增速达到42/54%，占比25/29%在近期成为第一大板块，主要系产品整体时尚性的显著提高带来销量齐升，其中以“中国李宁”代表的较高端产品系列起到了明显的带动作用，该系列18年全年收入在2亿元左右，配套开发的“中国李宁”时尚专卖店也得到顺利拓展，19年全年开店预计在100-120家左右；

2) **篮球板块**在18/19H1的终端零售额增速达到29/44%，占比25/28%，同样表现十分突出，主要系目前该项运动在国内年轻群体中流行度极高。从公司产品本身来看，一方面整体性能得到了较大提升，尤其是运动鞋产品的专业核心

技术不断取得突破，另一方公司也成功挖掘了篮球品类的时尚潜力，在该品类下打造了“韦德”等更潮、更具时尚属性的支线系列，此外常规产品方面公司也不断利用限定款等方式增强时尚性，吸引了较多的年轻消费者。

3) **跑步板块**在 18/19H1 的终端零售额增速为 8/-8%，占比 25/21%。该板块是前几年增长最快的板块，但近年来国内外各大品牌对该领域的竞争较为激烈。近期公司着力对业务进行调整，主要是在产品方面开始搭建专业跑鞋矩阵，与一般城市跑步系列在销售运作方面明确区分，加之更多领先核心技术的运用，推出了千元以上的顶级系列产品，整体来看有望获得较大改善。

4) **综合训练板块**在 18/19H1 的零售额增速为 20/14%，占比 23/20%，随国内健身消费稳健增长，该板块表现一直相对稳定，近期公司开始逐步加大营销推广投入力度，未来仍具有较大空间。

5) **羽毛球板块**的收入为专业渠道批发收入中的主要部分，该渠道 18 年/19H1 的收入增速达 48/42%，增长形势积极，由于渠道较为特殊因此不计入终端零售统计，据调研了解收入端的占比约 5%左右。虽然羽毛球业务体量稍小，但公司在此领域处世界一流水平，国内中老年市场的消费崛起有望带来一定增长空间。

图 7: 近期李宁品牌各核心板块终端零售额占比 (%)



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理
注：羽毛球由专业经销渠道销售，不计入一般终端零售口径

图 8: 近期李宁品牌各核心板块终端零售额增速 (%)



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理
注：羽毛球由专业经销渠道销售，此处为批发收入

渠道端：线下经销直营均衡协同，线上直营为主增速较高

公司主要业务位于国内（含香港）市场，18 年来看收入占比在 97.5% 以上，海外市场则主要销售一些特供产品及尾货等。在国内，公司对李宁品牌采用**直营与经销两种模式**，通过线下线上多元渠道进行销售，从具体情况（以下数据皆不计入童装）来看：

➢ 线下为主要销售渠道，经销收入比重较大，直营店效更高

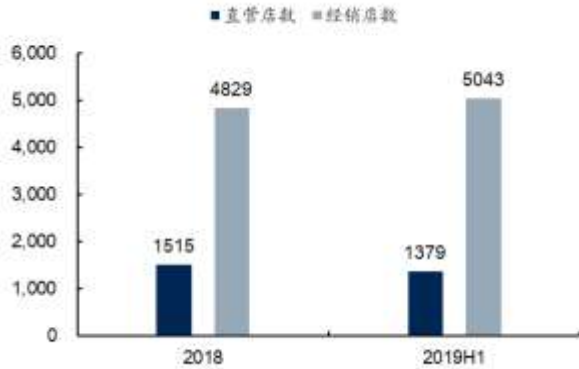
线下渠道为公司的主要销售渠道，收入占比近 80%，截止 19 年 Q3 共计拥有 6564 家终端销售点，覆盖全国各个层级绝大部分城市。

其中**经销模式**为线下主要销售模式，近期终端数量已超 5000 家。不过此前线下经销收入增速相对较低，15-18 年 GAGR 仅 6.6%，主要系在过去调整期间经销商在去库存中拿货意愿较低，复苏相对缓慢。然而近两年增速有所提高，18 年经销收入增速达到 11.0%，19 年 H1 则大幅提升至 44.7%，一方面系 126 间直营店铺被划转经销以提高经营效率，同时今年以来经销商对扩大店面也较为积极，店铺接手和扩店面带来的初始铺货贡献了约 15-20% 的增长。

线下直营渠道虽然在收入方面占比相对更小，店铺数量不足经销店铺的 1/3，但单店平均收入在经销店的 2 倍以上，主要系直营店铺一般分布于一、二线城市，客群消费水平较高，店铺面积也较大。从收入增速来看，直营渠道相对较高，

15-18年 GAGR 为 9.6%，18 年达到 15.0%，19H1 受店铺一次性划转和优化小店的影响增速暂时放缓。

图 9: 李宁品牌近期国内线下店铺数量



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10: 李宁品牌国内线下店铺平均收入



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

线上电商渠道以直营为主，近年来收入增长迅速，占比逐年提升

近年来公司线上电商收入增速远高于线下，15-18年 GAGR 达到 52.2%，收入占比则逐年提升已超过 20%。18 年以后在相对较大的基数背景下仍保持了 30% 以上的增速，19 年 Q3 的零售流水增长则加速至接近 60%，综合来看是推动整体收入增长的重要动力。电商渠道快速发展的一大原因在于公司自 14 年起调整了电商定位及策略，将其作为重要的主力渠道加大了营运能力方面的投入，加大直营布局力度，目前电商直营占比在 80% 以上。

图 11: 李宁品牌国内收入分渠道占比 (不含童装)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 12: 李宁品牌国内收入分渠道增速 (不含童装)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务分析: 财务靓丽屡超预期，各项指标逐年优化，业内优势愈发凸显

总体来看，自 15 年复苏以来，公司财务表现极为良好，收入保持稳健增长，业绩靓丽屡超预期，而盈利能力、运营效率、现金流等指标都呈现逐年优化的态势。另外，公司与安踏、特步和 361 度四家均已上市多年，整体业务相似度较高，其主品牌在产品结构、价格定位方面也较为相近，市占率在本土运动鞋服品牌中稳居前四，基本代表了本土第一集团，因此同时进行对比分析。

➤ 收入及业绩：收入增长稳健较快，业绩高速增长领先业内其他公司

1) 在营收方面，公司自 14 年结束收入连续下滑后每年收入增速都保持在两位数以上，15-18 营收的 CAGR 达 14.0%，至 18 年营收同比增长 18.5%至 105.1 亿元，打破 10 年时 94.8 亿元的历史记录，19H1 则达到 62.5 亿元，增速提升至 32.7%。另一方面，由于近年来公司产品在终端零售层面取得越来越好的表现，公司经销商对公司产品的信心也不断增强，因此每季度订货会订单的连续快速增长。

表 13: 李宁品牌订货会（不含童装，19 年 06 月开始不含中国李宁）情况

订货会举行时间	货品上架时间	订货情况	连续增长
2019.09	20 年 Q2（夏款）	10-20%低段	24 个季度
2019.06	20 年 Q1（春款）	10-20%高段	
2019.03	19 年 Q4（冬款）	10-20%中段	
2018.12	19 年 Q3（秋款）	10-20%低段	
2018.09	19 年 Q2（夏款）	10-20%低段	
2018.06	19 年 Q1（春款）	高单位数	
2018.03	18 年 Q4（冬款）	10-20%低段	
2017.12	18 年 Q3（秋款）	10-20%低段	

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

同业对比来看，公司收入规模稳居前二，增速水平稳定较高。其中，业内排名第一的安踏 18 年达 241.0 亿元领先较多，主要系安踏运营的主要品牌较多，其中 FILA 品牌收入规模已相对较大，根据其 19H1 首次披露的分品牌数据，安踏主品牌收入约 75.9 亿元，高出李宁主品牌 20%左右，与其过去受行业衰退冲击较小，同时全经销模式下沉扩张能力较强有一定关系；特步和 361 度的收入在 17 年后均为公司的一半左右。

在收入增长情况方面，公司自复苏以来收入增速皆在两位数以上，保持业内较高水平；安踏整体增速水平最高，每年达 20%以上，主要受 FILA 品牌高增长带动明显；特步及 361 度增速水平相对较低且波动较大。

图 13: 李宁及本土同业公司营业收入对比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 14: 李宁及本土同业公司营业收入增速对比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2) 在业绩方面，在收入增长和盈利能力提高的推动下，公司 18 年业绩同增 38.8%至 7.15 亿元，19H1 则实现业绩 7.95 亿元，在剔除政府回购联营公司土地的一次性相关收益后增幅仍达到 108.9%，增长幅度远超市场预期。

从同行业对比来看，公司自扭亏之后业绩水平业内排名稳居第二，第一名安踏 18 年业绩为 41.0 亿元；特步和 361 度在同期的业绩则分别为 6.6 和 3.7 亿元。

在业绩增速方面，受扭亏、子公司权益转让等多种重要因素影响，公司业绩增

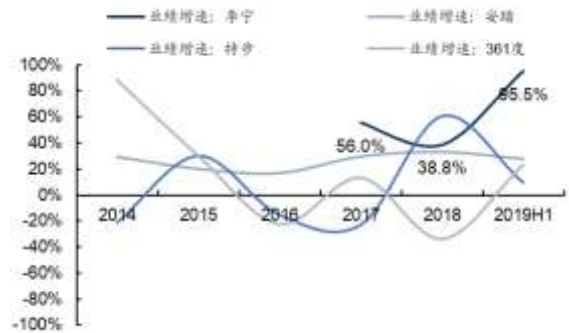
速大幅变动情况突出，剔除重要非经常因素后每年保持约 40%以上的高增长，较大程度领先业内其他公司。安踏自 2014 年以来增速稳定保持在 20-30%左右，在业内增速水平相对较高。特步和 361 度增速水平则相对较低，并且增长与下滑交替出现而呈现明显的波动性。

图 15: 李宁及本土同业公司业绩对比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 16: 李宁及本土同业公司业绩增速对比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理
注: 17 年业绩增速剔除了 16 年出售红双喜 10% 股权收益的影响, 19H1 增速剔除红双喜土地被政府回购后的相关收益影响

盈利能力和期间费用率逐年向好, 盈利能力大幅提升

1) 毛利率方面, 自 15 年以来公司毛利率逐年稳定提升, 18 年达到 48.1%, 与上市以来最高水平相当, 三年来累计提升 3.5pct, 至 19H1 则同比继续提升 1.0pct 达到 49.7%, 总体上反映了更强的产品吸引力和零售运营能力等, 从主要相关因素具体分解来看:

- 1、渠道结构的变化情况方面, 包括电商在内的直营渠道占比不断提升。
- 2、产品销售情况方面, 所有渠道新品零售额占比显著提高, 18 年/19H1 已分别达到 80/79%, 产品定价的提高和销售折扣率改善也拉升了实际销售均价。
- 3、对经销商的批发销售方面, 随其经营状况的好转, 公司给与的返利支持向行业平均水平逐步减少, 同时批发售予经销商的折扣率逐步改善;

此外, 由于上述因素仍存在提升空间, 公司管理层预计毛利率稳步提升的趋势将在未来三年里较好的延续。

图 17: 公司自复苏以来毛利率、净利率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注: 16 年净利率剔除了取得出售红双喜 10% 股权影响, 19H1 净利率剔除了红双喜土地被政府回购后的相关收益影响

图 18: 李宁品牌国内所有渠道新品零售额占比 (不含童装)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

从同行业对比来看, 公司整体毛利率处于四家中相对较高的水平。其中直营占

比是一个重要影响因素，一方面公司拥有比重将近一半的直营收入，在渠道结构上获得更高毛利率水平，另一方面公司在产品力、零售运营能力等方面的强化对毛利率也产生了显著的提升作用；按渠道分解来看，19H1 线下直营/线下经销/电商毛利率分别为 **60%中段/40%中段/50%低段**。

相比之下，**安踏**整体毛利率水平在业内最高，18 年/19H1 分别达到 52.6/56.1%，主要由收入占比已超四成的运动时尚品牌 FILA 的高毛利率拉动；FILA 品牌不仅定位相对高端，同时直营占比超过 80%，19H1 数据显示其毛利率达到 71.7%，而安踏主品牌同期毛利率仅 44.1%。特步和 361 度的毛利率水平均在 45% 以下，其产品定价相对较低且无直营渠道。

图 19: 李宁及其他本土业内公司期间毛利率对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 20: 李宁及其他本土业内公司期间净利率对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2) 期间费用率方面，自 15 年来公司期间费率逐年下降之势明显，18 年达到 **41.7%**，累计下降 **3.0pct.**，至 19H1 则大幅下降 3.2pct 至 39.9%，但仍较同业其他本土公司更高，具体分析来看：

1、公司**销售费用**占绝大部分比例，与同业其他公司一致，18 年销售费用率在逐年下降之后已较 **15 年累计下降 3.1pct.**，至 19H1 则大幅下降 4.5pct，反映公司在更精准的营销布局 and 更强渠道运营管理能力之下，资金投入效率不断提升。**同行业对比来看**，由于直营渠道影响，加上过去各类广告宣传投入较多，公司销售费用率一直远高于其他公司，但下降趋势明显，其中**广告宣传支出占收入比重显著下降**，在 **18/19H1 为 10.4/8.9%**，基本达到四家中的最低水平。相较之下，安踏近年来销售费用率持续上升，主要系 FILA 品牌增长较快，直营及整体广告投入增加较快；特步和 361 度的销售费用率一直相对较低，19H1 皆降至 20% 以下，但特步近年来在广告及推广方面的投入力度有所加大。

2、公司**管理费用率**呈缓慢上升之势 18/19H1 分别为 **6.5/7.2%**，主要系公司陆续引入专家以持续提升产品研发设计、供应链管理等核心能力，并对关键岗位进行了激励，使得短期内相关人力成本大幅增加，而研发及产品开发生率在 18 年也回到 2% 以上，同时，随经营情况的好转，公司在员工福利方面的开支有所提升，此外，19H1 由于整体渠道架构重组，公司计提了一定额度的商誉减值，也对管理费用率造成了较大影响。

对比来看，复苏前受应收账款减值准备影响，公司管理费率处于同业最高水平，15 年时大幅下降。安踏管理费用率在规模的优势下处于四家中最低水平，18 年/19H1 分别为 5.1/3.0%，研发费用率在 2.5% 左右，相对稳定；特步和 361 度管理费用率相对较高，18 年都在 10% 左右，其中 361 度近年对产品开发的投入相对较大，18 年/19H1 研发费率达到 4.1/3.1%。

图 21: 李宁及本土业内公司销售及广告推广费率对比



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 22: 李宁及其他本土业内公司管理及研发费率对比



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

3、公司**财务费用率**同样呈下降之势，复苏后随财务状况的不断改善，公司逐步还清各类带息债务，同时可投资理财的在手资金增加，18/19H1 财务费用率分别为 0.0/0.3%，同行业对比来看为四家公司中最低水平；安踏财务费用率同样较低，但受收购借款影响利息支将有所增加，18 年/19H1 分别为 0.2/0.7%；而特步及 361 度财务费用率相对更高，主要系其带息负债占比较高。

图 23: 李宁及其他本土业内公司财务费用率对比



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 24: 李宁及其他本土业内公司净利率对比



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

注: 16 年净利率剔除了取得出售红双喜 10% 股权影响, 19H1 净利率剔除了红双喜土地被政府回购后的相关收益影响

公司净利润率水平仍有提升空间

综合来看，公司的整体盈利能力仍有较大提升空间。毛利率方面，公司产品整体价位仍可以随产品力和品牌力的强化提升，而良好的终端销售状况则将进一步减少公司对于经销商发货折扣的支持，再加之库存运营效率的提升，公司直营折扣率也有望进一步下降，此外，高端产品占比持续增大所带来的结构性升级也能带动毛利率的提升。在费用方面，首先销售规模的较快增长本就会带来更高的费用投入效率，此外，随公司针直营渠道的不断优化提效，以及广告宣传投入方面更加精准和多元，占主要的销售费用有望持续下降并向同业公司靠拢，同时内部团队的大量扩充和激励也只是短期情况，中长期来看管理费用率也将回归下行的正常趋势。

➤ 运营能力: 存货及应收周转效率大幅提升，达到业内最优水平

1) 存货方面来看，公司通过各业务环节的持续强化提效，存货周转天数不断下

降，目前已达到业内最低水平，18年为77.2天，较15年累计下降26.7天，19H1则下降2天至73.3天，反映公司持续向好的产品销售情况和不断强化的存货管理、供应链管理及物流支持能力。

从库存角度更进行更深入分析，无论是在渠道层面还是公司层面，公司的库存结构都在不断优化，六个月以内的新品比重不断提高，一年以内库存商品的比重明显提升。具体来看，18年在渠道/公司层面的新品库存占比由15年的61/55%分别提升至71/67%，一年以内的库存占比则由76/72%提升至88/87%。在19H1，渠道/公司层面的新品库存占比同比分别提升2/3pct.，而7-12个月库存品占比同比下降1/6pct.，良好消化了两季之前销售情况较差的部分商品，体现出较强的库存清理能力，反映了零售运营能力的提升。

图 25: 渠道层面库存情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 26: 公司层面库存情况



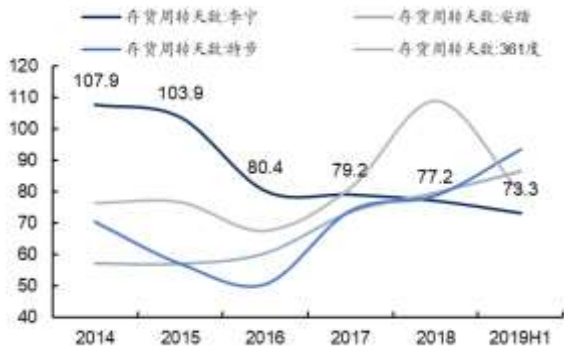
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

业内其他公司存货周转天数则都在一定程度上呈现上升态势，其中安踏18/19H1分别为79.6/86.4天，特步为78.7/93.4天，361度则为108.9/79.5天。

2) 应收账款方面，公司复苏以来的改善更为明显，18年应收账款周转天数为35.4天，较15年下降幅度达33.1天，几乎缩减一半，19H1则大幅下降17.5天，反应出经销商回款能力的大幅强化，也侧面印证了公司产品在满足消费者需求方面的能力大幅提升。

同业对比来看，在较高比例直营收入和经销商回款持续强化的背景下，公司基本处于四家中最低水平。安踏应收周转天数与公司相近，18/19H1分别为34.3/34.1天，近年来相对稳定，旗下FILA品牌直营比例较高；特步和361度应收账款周转天数较高，基本都在4个月左右，一大主要原因在于实施完全的总代理制而账期较长。

图 27: 李宁及其他本土业内公司存货周转天数对比



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 28: 李宁及其他本土业内公司应收账款周转天数对比



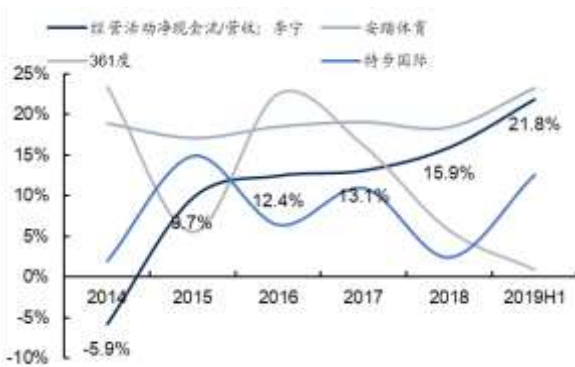
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

➤ 现金流大幅改善达到业内较高水平，净资产收益率仍有提升空间

1) 公司现金流情况在良好的销售情况和营运效率推动下同样表现向好，18 年经营活动现金流净额/营业收入为 15.5%，较 15 年累计提升 6.2pct，连年改善，19H1 则同比大幅提升 7.8pct 至 21.8%，基本与安踏接近而处于同业较高水平。同时，安踏始终保持最稳健的现金流状况，18 年/19H1 经营活动净现金流/营收分别为 18.4%/23.2%；特步及 361 度现金流相对偏弱，且波动性较强。

2) 净资产收益率方面，公司近年来 ROE(摊薄)处于四家中的一般水平，18/19H1 的 ROE(摊薄)为 12.3%/12.3%，分解来看其资产周转率相对突出，但销售净利率和权益乘数相对更低；安踏在净利率带动下处于四家中最高水平，18 年/19H1 达到 26.0%/13.8%；此外特步虽然周转率相对较低，但权益乘数较高；361 度为四家最低，主要系其资产周转率、销售净利率都暂处于四家最低水平，但权益乘数水平相对最高。

图 29: 国产体育品牌公司经营净现金流/营收情况



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 30: 国产体育品牌公司 ROE(摊薄)情况



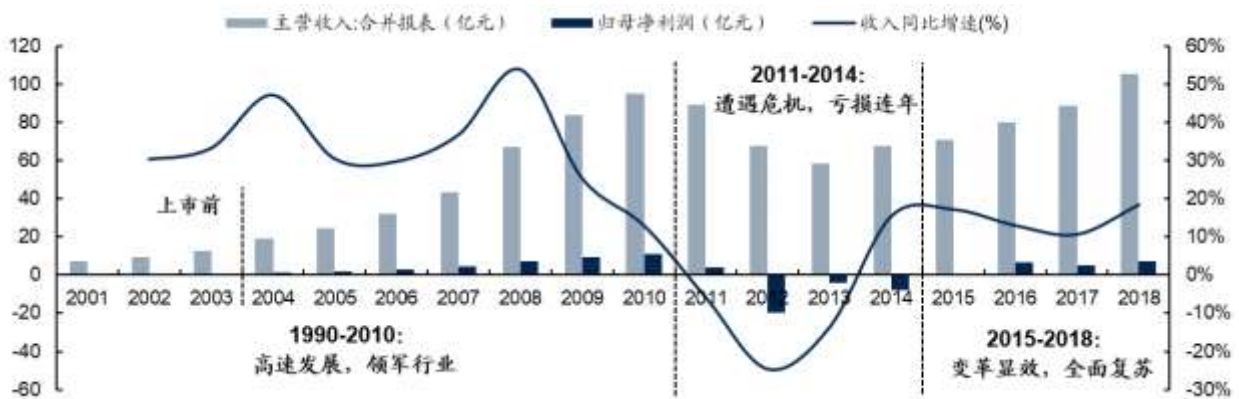
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

公司历程：蓝海领军到危机四伏，变革后全面复苏

公司创立至今已有 30 年历史，在最近的 10 年中经历了较大的起伏考验，行业环境的骤变加上经营策略的偏差使公司在 11-14 年间先后经历连续三年的收入大幅下滑和业绩巨额亏损，但在之后通过一系列自上而下的全面变革举措，历经几年的转型探索，逐步见得实效并实现全面复苏。而通过对公司的发展历程及变革分析，也可以一窥民族品牌的发展起伏。

因此，公司发展历程大体来看可分为三个主要阶段：行业领军时期（1990-2010）、危机变革时期（2011-2014）和复苏再起时期（2015-2018）。

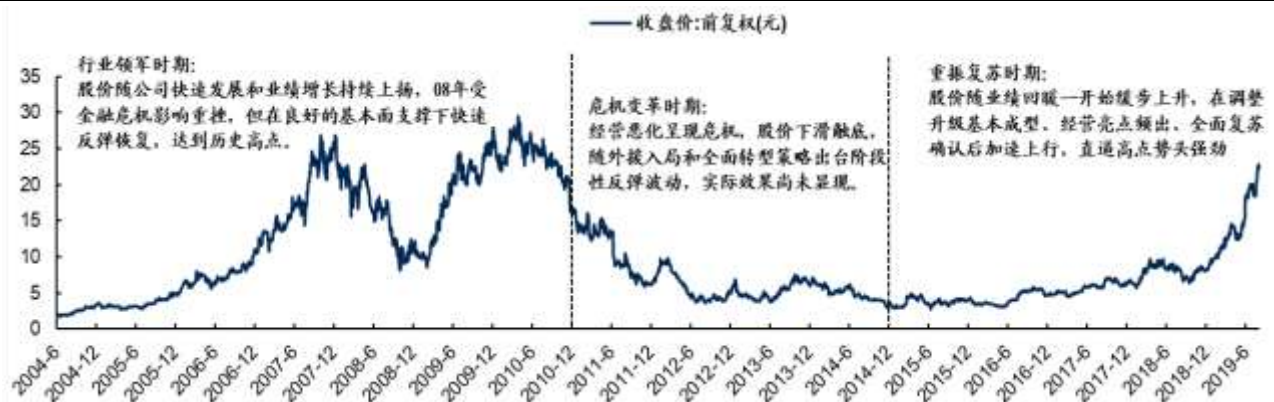
图 31：公司历年收入及业绩情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司股价的变动也与三个阶段的基本面变化情况基本一致：随收入和业绩在 2010 年达到第一阶段的历史峰值，公司股价也于 2010 年内达到 **30.18 元/股的历史高点**；进入第二阶段后，随着基本面恶化，公司股价快速下探至底部水平，期间在主导变革转型的战略投资者 TPG 及其主要负责人金珍君宣布进入和 2013 年亏损有所收窄时略有表现波动；但只有在进入第三阶段，**公司转型效果逐步在财报业绩中反映，股价才真正进入到上升通道**，近年间随内外环境的好转、产品的亮点频出以及复苏前景的明朗而呈现强劲的加速态势。

图 32：公司上市以来股价情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

第一阶段（1990-2010）：体育蓝海先行，领航二十一载

公司于上世纪 90 年代在体育市场的蓝海里率先启航，利用良好的内外部条件优势快速发展。最初公司隶属于健力宝集团，独立整合后于 1996 年将总部迁往北京，2003 年成功将销售额突破 10 亿元，次年成为首个在香港上市的国内体育用品公司。

品牌创立初期，李宁的个人影响力和资源是推动品牌快速发展的关键。奥运冠军的知名度让公司省去了许多前期的宣传投入，并成功获得 1990 年亚运会的赞助权和 1992 巴塞罗那奥运会成为首个赞助中国代表团的本土体育品牌，之后直到 2004 年雅典奥运会，公司都是中国代表团的官方赞助商，这对提升公司知名度和影响力起到了重要作用。

另一方面，中道经商的李宁善于通过专业团队管理公司，前后任用陈义红及张志勇两位实质上的 CEO，本人则渐渐淡出公司的日常经营，1997 年将总经理之职交给陈义红，并将双方亲属劝离公司以避免家族势力带来的潜在发展阻碍。

通过早期团队的努力，李宁顺利成为一家体系成熟的大型体育用品公司，上市当年收入/业绩分别达 18.7/1.3 亿元，成为彼时国产体育行业中的绝对领导者。

表 14：1990-2004 公司管理核心与主要业务环节发展情况

(1) 核心管理人物			
陈义红		张志勇	
公司经历（1991-2005）	特点及成就	公司经历（1992-2014）	特点及成就
1991 年，陈义红在北京前门鞋厂销售科拥有 8 年工作经历，带自己团队加入刚成立的李宁公司。 1996 年任常务副总经理，实际掌管公司各项具体事务。 1997 年接任公司总经理。	(1) 销售经验丰富，对商业机会感觉敏锐，精明强干，善于利用广告宣传来提高影响力并拉动销售。 (2) 从无到有将公司的全国业务体系搭建完善，使收入达到 7 亿元左右规模。	1992 年，财经专业毕业进入李宁，从财务出纳工作做起 1999 年，担任公司财务总监 2001 年接任李宁公司总经理 2004 年担任公司行政总裁	(1) 财务功底扎实，善于学习现代化管理新事物，在公司率先实施 ERP 项目时担任负责人。 (2) 主张“多开一个店、多一份收入”的开店扩张策略。使公司打破收入瓶颈重新快速增长，2003 年一举达成 10 亿目标。
(2) 期间业务环节发展			
渠道及供应链	设计研发	营销	信息化管理建设
(1) 率先建立全国特许专卖营销体系 (2) 至 2004 年每年为国内经销商举办三次大型展销活动及特别订货会 (2) 建立了全国性零售网络，渠道管理信息系统，终端安装 E-POS，上市当年李宁牌门店数达 2,887 家。 (3) 所有特许经营及自营零售网点实行统一的供应链管理。	(1) 1998 年于佛山成立第一所研发中心，后在香港设立服装设计研发中心； (2) 与意大利、法国设计师签约； (3) 设计了第一款国产专业足球鞋 Tie，第一款专业篮球鞋 Free jumper，搭载“前 B 后 C”中底科技，在国产品牌中绝对领先	(1) 确立专业的品牌定位及经典口号“一切皆有可能”； (2) 连续在 1992、1996、2000、2004 四届奥运会赞助中国代表团，赞助乒乓球、体操等重要国家运动代表队。2004 年开始了对西班牙国家篮球队的赞助。	率先与 SAP 公司合作，引进 AFS 服装与鞋业解决方案，成为国内第一季实施 ERP 的体育用品公司。

资料来源：公司公告、《转身奇才李宁》，国信证券经济研究所整理

➤ 享受行业红利，全面发展高速冲顶

公司上市后的几年正是国内体育行业的黄金发展期，凭借极佳的外部环境、绝对的本土龙头地位、大力开店的扩张策略、巧妙成功的奥运营销等一系列优势条件，公司在此期间发展极为迅速，2010 年公司门店数达 7915 家，为上市当年的近 3 倍，营收/业绩达 94.8/11.1 亿元双双创造历史记录，较 04 年增长 4/7 倍，CARG 分别达 26.02/35.32%。

此外，公司在各核心环节实力显著增强，形成了一套较完备的管理运作体系：

表 15: 2005-2010 公司主要业务环节发展情况

相关举措	具体内容
营销推广	(1) 大举向世界顶级运动员和赛事资源扩张, 成为第一个打入 NBA、ATP、西甲联赛的国产品牌; (2) 针对不同体育项目开展多种形式的大众营销活动, 大量投入电视广告; (3) 创始人点燃火炬, 成功借力北京奥运。
渠道运营	(1) 延续过去大力开店的成功策略, 终端门店达到 7915 家 (2) 经销模式为主导, 90%以上门店为经销商店铺, 每年举办四次大型订货会 (3) 超过 80%的门店覆盖于二、三线主力市场, (4) 注重增强在超大、一线城市市场的开发。
产品研发设计	(1) 总部建成运动科学研究中心, 配备国内最优和国际一流的运动力学实验室和国际级科研团队, 于美国波特兰市建立设计研发中心 (2) 开始开发全面的运动鞋服核心科技, 明星产品屡获国内外顶级设计大奖 (3) 为各个领域的世界顶级签约运动员提供专用装备
品类扩张&多品牌	(1) 足球、跑步、篮球等项目逐步向网球、羽毛球、健身、户外等不断兴盛的体育项目扩张; (2) 通过收购、合作、自主孵化方式共计获得 5 个国内外新品牌, 但将 Kappa 品牌股份全部转让与中国动向。
供应链	(1) 生产完全外包, 主动将生产基地向中部转移以应对成本上涨压力 (2) 开始建立批零结合的物流支持平台, 筹建大型工业园生产基地。
国际化	(1) 向东南亚、美国、西班牙等区域和国家市场进行拓展 (2) 引入多名国际品牌背景较强的高管团队成员

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

第二阶段 (2011-2014): 战略失当内外危机骤临, 阵痛中引外援求变

2011 年起, 此前连年高速增长的公司陷入了连年的收入下滑, 并于次年首次录得亏损且金额近 20 亿元之巨, 此后三年连续亏损总金额高达 31.52 亿元, 此期间公司门店数大幅缩减, 市场份额下滑严重并被同行超越, 整体经营陷入深重危机。这实际来自于内外两方面的原因, 一方面整个**运动鞋服行业面临深刻变局**, 前期的跑马圈地后面临库存的大幅积压, 并且在国内外品牌冲击下竞争格局不断恶化; 另一方面, 公司于 2010 年开始进行了一次以品牌重塑和渠道改革为核心的重大战略变革, 但具体策略出现较严重的偏差, 导致品牌形象受到一定损害, 具体情况如下表所示:

表 16: 导致公司危机的主要因素

外部因素	内部因素
(1) 过度开店扩张: 国产运动品牌及部分休闲品牌前几年趁行业快速发展, 市场趋于饱和	(1) 全面提价: 对标国际品牌一方面大力宣传投入, 一方面开始提价, 在较高端市场始终因产品力和品牌力的较大差距无法打开局面, 却失去大量原来赖以生存的中低端市场
(2) 国内大众消费理念升级: 对运动鞋服的功能性、时尚性等核心方面提出更高要求, 同期大举进入的国际运动及快时尚品牌更受青睐	(2) 较为片面地追求“年轻化”: 过度迎合仍还不具独立消费能力的 90 后一代, 在宣传营销方式上也出现了偏差, 不仅未能击中年轻消费者内心, 还疏离了年长一代的真正主力消费群体
(3) 国产品牌产品力基础较差: 同质化问题, 逐步产生渠道库存累积	(3) 一次性改换品牌标志和经典口号: 将标志进行升级, 却造成了旧标商品的库存销售问题; “一切皆有可能”改为“让改变发生 Make the change”, 熟悉感减弱, 号召力下降
(4) 行业成本升高: 制造成本及店铺租金、人力等运营成本快速上升, 挤压运动品牌生存空间	(4) 管理层排异反应: 在引入部分国际品牌背景较强的管理层后, 此前较为清晰的专业化路线开始过于转向休闲时尚, 一些高层负责人也与善于发掘中国文化灵感的本土设计师团队产生了较大摩擦
(5) 渠道格局变化: 作为主要渠道之一的传统商场景气度下滑, 而电商平台开始原始阶段的爆发, 对尚未开始布局的传统品牌造成冲击	(5) 传统批发导向的业务模式不再适应快速变化市场的发展

资料来源:公司公告、搜狐、腾讯, 国信证券经济研究所整理

在内外交惠的情况下, 公司管理层频现震动, 高管成员相继调换离职, CEO 张志勇也于 2012 年 7 月辞职。

➤ 引入外援图挽狂澜, 苦修内功变革求索

公司在 12 年初引入了具有丰富消费零售领域经验的战略投资者 TPG, 以图借助其专业知识和资源摆摊困局, 并建立一套全新的业务及发展模式, 并与 TPG 共同投入了近 26 亿元资本。于是, 自 12 年 7 月开始, TPG 合伙人金珍君被任命为董事会执行副主席、代理行政总裁, 开始主理公司的转型改革, **核心目标为将传统的批发导向业务模式升级为零售导向业务模式。**

短期来看，尽快清理渠道内大量积压的库存并帮助经销商恢复经营能力是首先要解决的任务，为此公司启动了**全面、大规模的渠道复兴计划**，包括一次性回购经销商库存等举措，由此带来的合计 13.26 亿的存货及应收账款减值准备计提也构成了当年巨额亏损的主要部分。

图 33: 2012 年前后应收账款和存货减值准备、融资开支情况



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

在金珍君主导下的公司开始在核心业务环节全面调整改革，其改革路线及策略站在现在的角度回顾实际较为深切，基本上为公司后来的发展定下了**明确而正确方向**，为公司全面转型复苏打下重要基础，但因多方面的原因导致进程比预想中更为缓慢，其效果也未能在财务中显现，最终，主管公司的时间远超最初计划的金珍君在 14 年 11 月辞任公司 CEO。

表 17: 金珍君时期的公司发展情况

核心业务环节举措	导致改革显现缓慢的部分因素
(1) 聚焦核心品类 : 围绕体育运动，明确专业化路线，将篮球作为重点，退出非核心业务和低效营销资源投放	(1) 行业处于洗牌阶段 : 国产运动品牌之间的生存竞争更为激烈。
(2) 明确市场定位策略和方向 : 利用留存的技术优势和本土成本优势发扬中端市场，积极重拾低端基本市场，适当合理的布局高端市场，针对不同品类情况进行精确规划。	(2) 前期问题积累较为深重 : 而全面改革相对复杂耗时，持续的亏损使内部员工及经销商信心不足，增加改革推进难度。
(3) 强调研发设计投入 : 大力开发产品专业功能性，同时适当增加时尚性产品系列	(3) 人事关系更加复杂 : 金珍君从 TPG 引入了较多管理人员，内部沟通成本增加
(4) 强化渠道零售能力 : 大力开设直营店铺，扩大直营收入比例，提升店内服务，提升终端零售数据分析能力;	(4) 排异反应及本土思维不足 : 作为外籍人士，金珍君对国内企业文化和渠道前线的把握稍显不足，较强硬的管理模式让不少人难以适应，使得各路团队凝聚力不强而执行力受挫，也难以解决渠道中存在的一些利益冲突。
(5) 优化订货会模式 : 引入快速反应产品机制，指导经销商订货	
(6) 升级供应链和物流体系 : 适应零售主导模式，打造快速反应能力	

资料来源:公司公告、搜狐网，国信证券经济研究所整理

第三阶段 (2015 至今): 内理外应，复苏乘风，渐成国产品牌崛起典范

2015 年 3 月，创始人李宁重回公司接任代理行政总裁，重新深度介入公司管理，并重启经典口号“一切皆有可能”。这对人心的重聚和业务变革起到了强力的推动作用，同时行业环境也逐步回暖，为复苏提供了有利条件，因此在这一时期公司业务逐步恢复良性增长，同时报表情况大幅改善，变革成效得以显现。具体来看，公司在李宁复出当年便成功实现扭亏，此后每年均保持两位数以上的收入增长，持续经营业绩则在 3 年内从一千万左右快速恢复至 7 亿以上水平。

业务发展方面，公司以上一阶段所定下的转型策略为基础，结合自身和本土市场实际情况进行了探索和加深，明确了“**单品牌、多品类、多渠道**”的基本发展

策略，逐渐形成了一套较成熟的运作体系，核心产品力、精准营销和零售运营能力等环节皆得到大幅强化。

因此，公司主品牌**五大核心板块皆有良好表现**，专业运动类的跑步和篮球板块相继发力，尤其是篮球品类在重点的投入、NBA 巨星的成功加持和过去口碑的积累等因素推动下再次坐稳本土品牌领导双雄的位置，综合训练及羽毛球板块则每年保持快速稳健增长，而运动时尚品类掀起的国货时尚走秀之风则使得公司**确立了“国潮”开创者和引领者的地位**。同时，公司线上渠道在较领先于同行的平台建设和定位思维转变之下取得高速发展，线下渠道则逐步恢复旺盛元气，稳健开店中渠道结构不断优化，内生同店则随产品力和精细化运营能力的大幅提高取得强劲增长，而经销商信心和开店积极性也得到显著增强。

综合来看，成功实现复变革苏后，公司的龙头实力得到了极大巩固，**具备了在中长期内稳健成长，并在经营效率的持续提升中快速释放业绩的能力**。

表 18: 2015 年后公司逐步实现全面复苏

相关举措	具体内容
五大核心板块情况	(1) 跑步和篮球板块相继发力，尤其是篮球品类在重点的投入、NBA 巨星的成功加持和过去口碑的积累等因素推动下再次坐稳本土品牌领导双雄的位置； (2) 针对不同体育项目开展多种形式的大众营销活动，大量投入电视广告综合训练及羽毛球板块则每年保持快速稳健增长； (3) 运动时尚品类掀起的国货时尚走秀之风则使得公司确立了“国潮”开创者和引领者的地位。
主要渠道情况	(1) 线上渠道在较领先于同行的平台建设和定位思维转变之下取得高速发展，逐渐成为占比超 20% 的主要渠道。 (2) 线下渠道则逐步恢复旺盛元气，稳健开店中渠道结构不断优化，内生同店则随产品力和精细化运营能力的大幅提高取得强劲增长，而经销商信心和开店积极性也得到显著增强。
收入及业绩情况	(1) 收入方面，公司每年均保持两位数以上的收入增长，且在近期呈现越发明显的加速态势。 (2) 业绩方面，李宁复出当年公司便成功实现扭亏，持续经营业绩则在 3 年内从 1500 万左右快速恢复至 7 亿以上水平，19 年则有望实现翻倍。

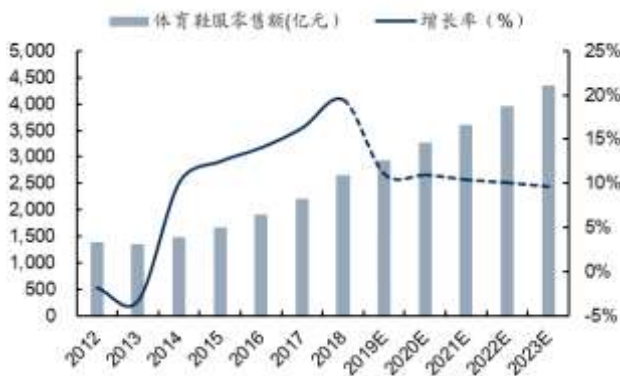
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

行业分析：运动鞋服极佳赛道，国产崛起正当其时

行业特征一：整体增长一马当先，高景气度有望不断延续

国内运动鞋服行业在 12 年左右经历了由库存危机导致的短期洗牌，但在 14 年时迅速调整完毕恢复高景气度，至今不断升温。根据欧瑞数据，18 年国内运动鞋服零售总已达到 2647.6 亿元，同比增速由 14 年的 10.1% 逐年加速至 19.5%，CAGR 则达到 12.3%，在服装类子行业中表现极为突出，预计未来几年仍将保持两位数以上增速。分大类来看，运动鞋零售额增速相对更快，14-18 年 CAGR 达 15.7%，18 年则同比增长 22.8%，运动服装零售额 CAGR 则为 8.7%，同比增长 15.6%，总体来看两大类零售额增长皆呈现逐年提速。

图 34：运动鞋服行业整体零售额及增速



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图 35：运动鞋&运动服零售额及增速



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

综合来看，我们认为运动鞋服行业零售额的高增速将在中长期内持续，从主要驱动因素来看，1) 国民收入水平的提高和大力度的政策支持都将推升居民运动需求，使运动鞋服消费量增加，而从人均消费金额来看仍有较大提升空间；2) 国内运动爱好者的专业性仍在不断提高，对运动鞋服的性能诉求将拉升产品价量；3) 年轻世代逐渐成为消费主力，其对体育运动及运动服饰的更强偏好将进一步推动行业消费的价格量齐升。

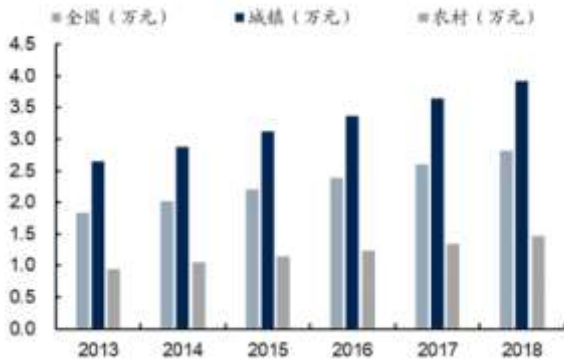
➤ 驱动因素一：收入提升+政策推动，人均消费金额提升空间仍然较大

1) 居民迈入中等偏高收入水平，体育锻炼渗透率将持续提升

根据国家统计局，2018 年国内人均 GDP 突破 9 千美元，而人均可支配收入达 2.82 万元，城镇/农村人均收入分别达到 3.93/1.46 万元。在此背景下，收入水平的提升将助推各类主流体育运动的发展兴盛，并显著增强居民的健康意识，促使其参与运动与锻炼的人数和频率同步增加。

从实际情况来看，从体育总局数据来看，全国经常参加运动（一周 3 次、一次半小时以上、运动强度达到中等）的人数比例已由 2007 年 28.2% 上升至 2017 年的 33.9%。而按照中商产业研究院口径，国内经常参加锻炼的人数已由 2012 年的 3.79 亿上升至 2017 年的 5.5 亿。随经济水平持续提高，参与运动的人数预计还将逐年上升。

图 36: 居民人均可支配收入 (万元)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 37: 经常参加体育锻炼的人数 (亿)



资料来源: 中商产业研究院, 国信证券经济研究所整理

2) 体育产业成国家战略重点, 政策强调支持力度较大

由于体育与国民健康及生活水平关系密切, 近年来相关产业的针对性政策文件陆续出台, 支持力度较大。此外, 政策也提到要完成体育产业体全面完善的体育产业体系, 并培养一批有影响力的高质量体育品牌和企业, 运动鞋服行业内的企业也有望直接受益政策推动。

表 19: 近年来部分体育相关重要政策文件

时间	政策文件	部门	关键内容
2014.10	《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	国务院	到 2025 年, 基本建立布局合理、功能完善、门类齐全的体育产业体系, 体育产业总规模超过 5 万亿元, 经常参加体育锻炼人数达到 5 亿。
2016.05	《体育发展“十三五”规划》	体育总局	到 2020 年全国体育产业总规模超过 3 万亿, 在国内生产总值中的比重达到 1%, 体育服务业增加值占比超过 30%。体育消费额占人均居民可支配收入比例超过 2.5%。经常参加锻炼人数达到 4.35 亿、人均体育场地面积达到 1.8 平方米。
2016.06	《全民健身计划 2016-2020》	国务院	每周参加 1 次及以上体育锻炼的人数达到 7 亿, 经常参加体育锻炼的人数达到 4.35 亿, 体育消费总规模达到 1.5 万亿元, 全民健身成为促进体育产业发展、拉动内需和形成新的经济增长点的动力源。
2016.09	《青少年体育“十三五”规划》	体育总局	到 2020 年青少年体育活动更加广泛, 训练基础更加坚实, 基本公共体育服务更加协调, 每 2 万名青少年拥有一个青少年体育俱乐部, 认定国家高水平体育后备人才基地 380 个左右, 国家级体育传统项目学校达到 500 所, 常年在体育传统项目学校训练的运动队达到 3 万个以上。
2016.11	《冰雪运动发展计划 (2016-2025 年)》	体育总局	以筹办 2022 年冬奥会为契机, 在京津冀地区建设一批能承办高水平、综合性国际冰雪赛事的场馆, 并积极普及冰雪运动项目, 大力发展冰雪健身休闲业、高水平竞赛表演业和冰雪旅游业, 带动全国冰雪运动发展。建设一批国家冰雪产业示范企业, 2025 年达到 20 个;
2017.08	《全民健身指南》	体育总局	提出了不同体育活动方式的健身效果、运动能力测试与评价方法、体育健身活动原则、体育活动方案要素案等内容。涵盖了青少年、成年人、老年人等健康人群的运动健身指南和不同慢病人群的运动处方。
2018.01	《马拉松运动产业规划》 《自行车运动产业规划》 《击剑运动产业规划》	体育总局、发改委、工信部、科技部、旅游局等 11 部委	(1) 到 2020 年, 马拉松运动产业规模将达到 1200 亿元, 出现十大品牌赛事运营公司和 10 家品牌马拉松运动产业技术服务装备商; 全国马拉松赛事场次 (800 人以上规模) 达到 1900 场, 中国田径协会认证赛事达到 350 场, 各类路跑赛事参赛人数超过 1000 万人次。 (2) 到 2020 年, 自行车运动产业总规模力争达到 1500 亿元, 各级各类自行车赛事活动达到 5000 场。 (3) 到 2020 年, 基本形成布局合理、功能完善、门类齐全的击剑运动产业体系, 全国参与击剑运动的人数规模达到 20 万, 形成 700 家以上具备高水准的击剑运动俱乐部。
2018.12	《关于加快发展体育竞赛表演产业的指导意见》	国务院	到 2025 年, 建设若干体育赛事城市和体育竞赛表演产业集聚区, 推出 100 项体育精品赛事, 打造 100 个体育竞赛表演品牌, 培育一批具有较强市场竞争力的体育竞赛表演企业, 体育竞赛表演产业总规模达到 2 万亿元

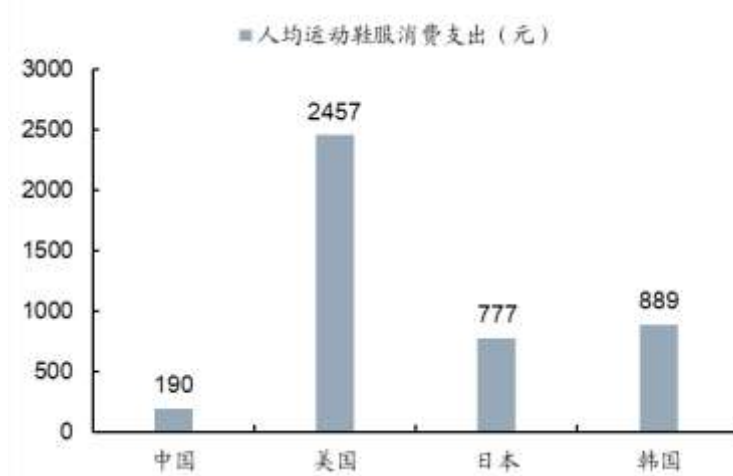
资料来源: 各部门官网, 国信证券经济研究所整理

3) 居民运动增加带动鞋服消费, 人均开支仍有较大提升空间

运动鞋服作为体育消费中的主要部分, 其消费量也将随居民运动的增加而显著提升。根据欧睿数据, 国内人均体育鞋服开支已经由 2007 年的 59.8 元提高至 2018 年的 189.8 元, 增幅超两倍, 预计 2021 年还会继续增加至 250 元左右。

但从与发达国家对比来看, 国内体育鞋服消费水平有很大提升空间, 在体育行业发达程度和国民体育素质较高的美国, 18 年人均运动鞋服年消费额高达 2457 元, 而从与中国相邻的日本与韩国来看, 人均运动鞋服年消费额也分别达到了 777 和 889 元, 皆在国内水平的 4 倍以上。

图 38: 2018 年人均运动鞋服消费支出的国际对比。



资料来源:欧睿, 国信证券经济研究所整理

➤ 驱动因素二: 鞋服装备性能要求提高, 均价水平有望持续增加

随篮球、跑步、健身等主流运动项目在国内相继普及成熟, 国内运动者的相关知识及专业水平显著提高, 因此对鞋服装备的性能提出更高要求, 与之相关的花费投入也将持续增加。另一方面, 运动者为保证装备在体育活动中的良好性能, 更替换新的频率也会提高, 从而增加对运动鞋服的购买量。

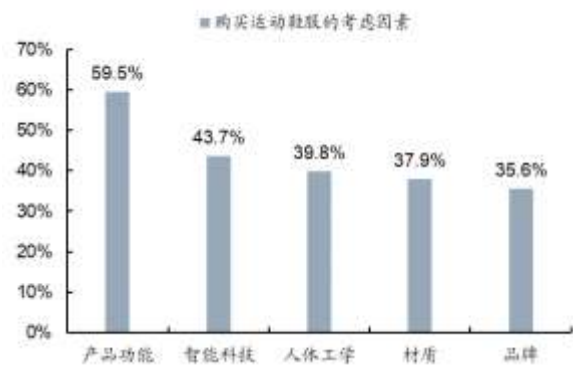
从跑步这项受众广泛的运动来看, 根据 2017 年爱燃烧用户跑者画像报告, 94% 的跑者认同科学训练, 41% 的跑者一直按照科学方法训练, 分别较 16 年提升了 11% 和 4%。与此同时, 国内跑者在购买跑鞋和服装配件方面的花费也已达到了 2036 和 2099 元, 同比分别提高 386 元和 788 元。

图 39: 2018 年国内运动者对鞋服功能性要求及占比 (%)



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

图 40: 2018 国内运动者购买运动鞋服时的考虑因素



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

➤ 驱动因素三: 年轻一代运动偏好增强, 穿着习惯形成, 融合个性时尚

根据波士顿咨询和阿里研究院联合发布的报告, 1980 年后出生的消费者是推动中国消费市场转型升级的主要驱动力之一, 这些消费者在 16 年时在总人口的比重中的比重已超过一半, 因此他们的偏好是影响运动鞋服行业的重要因素。

当前来看, 年轻一代消费者热衷于体育运动, 而相比于上一代, 他们更喜爱于篮球、跑步、健身等新兴大众运动, 相关受众基数庞大并持续增加。同时, 习惯于穿着运动服的年轻一代也更加追求对自身个性与品位的表达, 因此运动时尚风格也受到热捧。

表 20: 不同年龄层体育消费特点

年龄段	年轻时期体育运动环境	当前的运动鞋服消费特点
50/60 后	年轻时以羽、乒等国球为主；举国体制影响较大；受限于国家开放度及各项体育运动本身发展，大众专业度一般	(1) 以养老养生性运动为主，较年轻者偶尔参与传统项目 (2) 相对节俭，个人体育消费少。
70 后	年轻时开始接触新兴运动项目，选择更加多元，但以足球为主；开始认识体育明星；举国体制影响依然较大，大众专业度一般。	(1) 开始以养生和发挥运动余热为主，体育主要参与传统羽、乒项目，较年轻者参与足球活动 (2) 偶尔呈现一定个性化需求 (3) 体育消费一般。
80 后	眼界拓宽，篮球等新兴大众运动在年轻群体中兴起；国际联赛和体育关注度提高；讲求运动释放个性，专业度有所提升；举国体制对大众体育项目影响开始减弱。	(1) 生活压力相对较大阶段，以篮球为主的体育爱好仍存，但参与力减弱，注重健身、跑步等健康属性较强的运动 (2) 养成了一定运动服饰穿着习惯，讲求一定的个性化和时尚性 (3) 注重品牌和品质 (4) 消费能力较强。
90/00 后	更多新兴大众运动相继引入并发展为潮流，以篮球、跑步等运动成为年轻人重要生活方式；体育认知度和专业度提高，重度和资深爱好者群体扩大；国际顶级赛事和体育明星关注度空前；体育时尚意识增强	(1) 整体而言以篮球为首的主流运动丰富，基本为娱乐性或强健性运动，健康性运动需求还较少 (2) 个性化诉求强烈，对体育时尚有较强认知和追求，体育明星的粉丝效应明显 (3) 消费观念超前，在消费信用和上一辈支持下消费能力较强。

资料来源: 易观咨询, 国信证券经济研究所整理

1) 年轻群体对体育健康重视度提升, 参与者群体持续壮大。1980 年之后正值经济开始高速腾飞的时期, 各类主流运动项目也是在这一时期开始相继在国内兴盛流行起来。近年来看, 随 80、90 后人群逐渐步入青壮年, 工作压力加大, 其对健康的重视程度较上一代人也显著提高, 也开始更多的投身到健身跑步的锻炼大潮。

图 41: 国内健身俱乐部数量及会员数



资料来源: 中商产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图 42: 2018 年国内长跑赛事情况



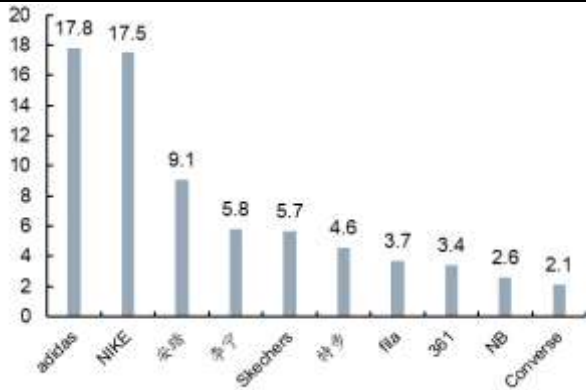
资料来源: 中国田协, 国信证券经济研究所整理

2) 年轻一代穿着场景拓宽, 运动时尚愈发流行。由于新兴大众运动项目已融入年轻一代的日常生活, 加上运动鞋服本来具备便于活动的特点, 运动鞋与运动服渐渐成为一种流行度较高的穿着习惯。此外, 由于运动鞋服可以传达体育运动本身十足的精神个性和社交属性, 因此能与年轻人强烈的个性审美及潮流追求相融合, 渐渐形成独特的运动时尚。根据企业智库的调查显示, 54.4% 的年轻人将打篮球视作酷和帅气的表现。

行业特征二: 高集中度聚焦头部, 单品牌成长潜力可观

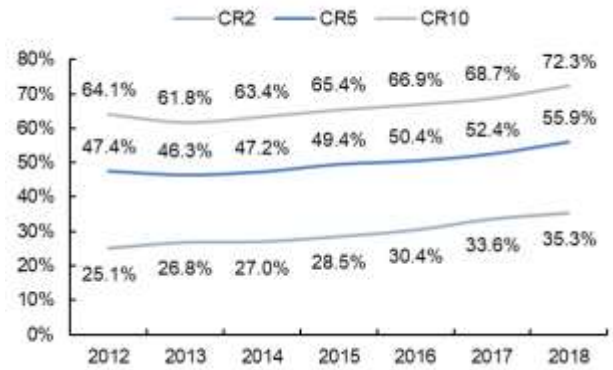
国内的运动鞋服市场表现出较高的集中度, 目前仍在逐年提升, 与大部分其他服装子行业低集中度的情况对比明显。按单品牌 (童装品牌单独计算) 终端零售额计算, 阿迪达斯、耐克两大国际巨头在 18 年的市占率分高达 17.8% 和 17.5%, 随后的安踏、李宁两大本土龙头品牌的市占率分别为 9.1% 和 5.8%, 而行业 CR5 和 CR10 分别达到 55.9% 和 72.3%, 较 14 年分别提升了 8.7pct 和 8.9pct。若按公司计算, 在 18 年行业 CR2/5/10 则分别高达 42.6/69.3/83.7%。

图 43: 2018 年国内前 10 品牌 (童装单计) 零售市场份额 (%)



资料来源: 欧睿数据, 国信证券经济研究所整理

图 44: 12-18 年按品牌 (童装单计) 行业集中度趋势 (%)



资料来源: 欧睿数据, 国信证券经济研究所整理

事实上, 就世界范围来看, 品牌集中度高本就是运动鞋服市场的一大主要特征, 加之相对较大市场规模, 因此单个品牌在体量方面拥有巨大的空间。耐克和阿迪达斯两大巨头品牌最近年度在全球的总收入分别超 2000 亿和 1500 亿元人民币, 其母公司的市值也分别高达 1 万亿和 4 千亿元, 同时本土龙头安踏集团市值也已超过 1800 亿。

表 21: 全球主要运动鞋服公司市值及主品牌收入比较

公司	国家	业务	主品牌最近年度收入 (亿元)	近期市值 (亿元)
耐克	美国	综合运动	2389 (含 Jordan 品牌)	10,259
阿迪达斯	德国	综合运动	1538	4,169
Lululemon	美国	瑜伽为特色	228	1996
Puma	德国	时尚为特色	363	784
Under Armour	美国	综合运动	360	527
SKECHERS	美国	跑步为主	330	450
ASICS	日本	专业跑步	252	202
安踏	中国	综合运动	135 (估计)	1,854
李宁	中国	综合运动	105	569

资料来源: wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 市值及收入换算为人民币, 市值时点为 19 年 11 月 20 日

高集中度决定因素: 大众化、标准化、科技壁垒

具体分析来看, 运动鞋服赛道之所以能够孕育出规模体量巨大的单品牌, 相关的重要决定因素包括需求大众化、功能性标准化以及科技研发壁垒较高。

1) 从需求定位来看, 运动鞋服所覆盖的消费人群极为广泛, 无论年龄、性别、个性、形象等特征, 几乎所有人都对体育运动和活动锻炼都有着基本需求, 同时运动鞋服也可以在日常生活及各类休闲场景中穿着, 大众化特征明显。

2) 从使用特征来看, 一般消费者对运动鞋服的基本诉求是一定的功能性, 因此具有较强的标准化特征, 大体上所有运动者对运动装备的需求包括保护性、辅助发挥性、运动舒适性和耐用性等几个方面, 同时各类主流运动的特点规则基本上全球统一, 因此大众针对同种运动的产品在具体功能性方面的需求相同。

3) 从技术与研发的角度来看, 运动鞋服的功能性主要依靠材料、结构、设计等方面的专业技术, 并要针对各类体育活动的特点在科技和设计两个层面进行有针对性的搭配组合, 因此相较一般服装鞋品具备较高的科技含量, 这就对各品牌的技术和研发实力提出较高要求, 不仅要运动科学有较深入研究和理解, 还需要能开发和灵活运用高性能的科技和材料, 形成了较高的技术壁垒。而其他类型的服装鞋品。

4) 从规模效应来看, 对于跨多个运动领域的综合性品牌, 领先的技术水平和品牌力可以带来较好的传递和协同作用, 一方面, 运动功能性的标准化使得不少核心技术可以在多个领域通用, 带来更高的研发投入效率, 另一方面消费者对一个品牌在某领域的肯定较有可能拓展到其他领域, 都有助于加深竞争优势。

竞争与机会: 本土龙头实力崛起, 多层次市场有望发力

参与国内市场的品牌大体可分为三类: (1) 以巨头耐克、阿迪达斯为首的国际知名品牌; (2) 以安踏、李宁为代表的本土龙头品牌; (3) 其他本土品牌。一直以来, 国际品牌整体在核心产品力方面一直保持着较显著的绝对优势, 同时在营销资源等环节的把控等方面实力更强, 因此品牌的吸引力更强。而在本土品牌中, 一线龙头品牌在核心产品力、营销资源等方面也相对具有全面的优势。于是, 国内运动鞋服市场基本被划分成较清晰的三个价位层级, 各层级市场都具有数量庞大且需求特征差异较大的消费者, 品牌及竞争情况也不相同, 其中本土品牌主要占据中、低端市场, 如下表所示:

表 22: 国内运动市场分层

公司	主要消费者需求及特征	品牌竞争格局
高端市场	购买者对产品的功能性、时尚性、品牌影响力都有较高的要求; 出于较强的个人偏好或一定的经济实力, 对产品价格相对不敏感, 相对更集中于三线城市以上	长期以来基本为国际品牌所垄断。
中端市场	消费者产品功能性与时尚性也存在要求; 但对价格更为关注, 或受到一定的预算限制, 因此对性价比要求较高	(1) 相对更具性价比的国产龙头品牌在该层级具有一定优势; (2) 国际品牌的低端线产品同样拥有一定市场; (3) 国产非龙头品牌则较难进入。
低端市场	购买者虽也关注性价比, 讲求产品质量; 但受较低价位制约, 基本不能对核心产品力、品牌力方面做出太多要求, 一般情况个人可支配收入较少	(1) 各类知名或无名的国产品牌聚集于此, 以价格为主导的相互竞争激烈。 (2) 产品品质稍突出就容易成为爆款

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

➤ **后调整时代两极分化, 国际巨头享受红利, 弱势品牌逐步出清**

从行业发展的角度来看, 2012 年左右运动鞋服行业经历从过热到大调整, 对行业格局产生了深刻影响, 品牌之间两级分化十分明显。

一方面, 以耐克、阿迪达斯为代表的头部国际运动品牌, 因具有较强的综合实力很快调整复苏恢复高增长, 并越发受到国内消费者青睐, 充分享受了需求扩大和消费升级的行业红利。

图 45: 2012 年前后的行业整体性调整



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图 46: 阿迪达斯和耐克在国内的零售额及增速



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

另一方面, 非头部的本土品牌经受冲击后复苏艰难, 主要系缺乏核心产品力, 在变化了的的市场环境中更难凭借价格建立竞争优势, 逐步退出市场, 其中包括

一些本已具有一定名气和实力的本土运动品牌公司，由于始终未能成功调整而倒闭破产。

表 23: 近年破产的知名运动品牌公司

公司	破产时间	从发展到退出历程
德尔惠	2018 年 1 月	1990 年成立，02 年收入达 3.5 亿元，03 年 1000 万天价力压安踏签约周杰伦代言，最高门店超 4000 家，两度 IPO 失败，破产后品牌被出售
喜得龙	2017 年 5 月	1992 年创立，主打中低端市场，09 年营收超 20 亿并于美国纳斯达克上市，最高门店超 4000 家，2014 年退市，2016 年开始破产重整

资料来源:公司公告，国信证券经济研究所整理

图 47: 非头部品牌市占率 (%)



资料来源: Euromonitor，国信证券经济研究所整理

➤ 本土龙头后起直追，巩固原有优势并向高层级市场渗透

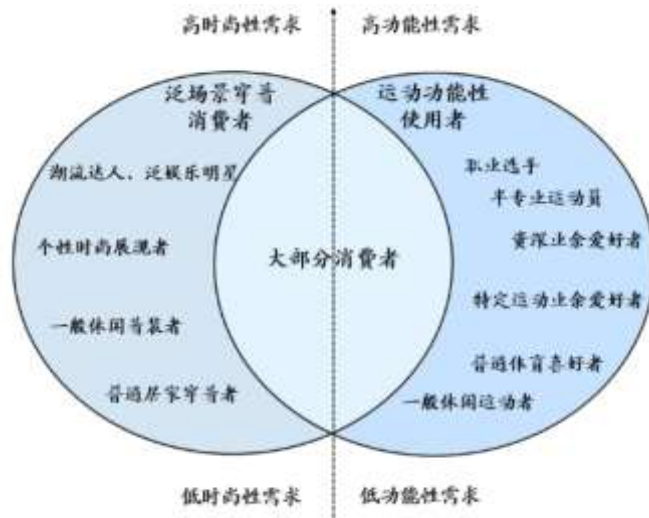
虽然国际品牌凭借长年积累的绝对优势成为近年来行业红利的最大受益者，但本土龙头也通过借鉴学习、自主原创等方式不断积累自身核心产品力方面的实力，并通过一些列管理零售方面的改革提高效率，开始逐渐展现出后发优势，从而在消费者成熟度更高、末位品牌逐步出清的市场中展现出较强劲崛起势头。从核心产品力角度来看，在功能性方面，国产龙头近年来不断提高自身技术水平，核心科技方面获得跨越式突破，实际性能逐步靠近国际品牌；而对于时尚性，通过引入国外设计师或培养成熟内部人才，使产品时尚度大幅提高，亮点频出；另外，本土龙头品牌通过强化零售、运营管理，把握新兴媒体、积极跨界娱乐热点等方式，逐步改变固有形象。越来越多以年轻人为主的消费者开始对国产另眼相看，重新接受与认识。同时，近来盛行的“国潮”之风也成为将消费者的关注度引向国产品牌的一股重要推动力。

在这样的情况下，本土龙头品牌在原层级市场相对于国际品牌的性价比优势不断增强，相对其他国产品牌的全面优势也更加凸显，并能通过倾力设计的顶级产品不断向高端市场渗透，最终在各个层级市场中都有望持续发力，逐步享受更多行业红利，实现国产崛起。

产品突出：“功能+时尚”产品质变，营销优化提效

总体来看，功能性和时尚性为运动鞋服的两大核心产品力，随着国内消费群体对运动鞋服在功能性和时尚性方面的认知和要求不断提升，只有凭借真正优质的产品才能获得他们的偏爱，尤其是对于年轻的主力消费者。目前来看，公司在功能性上通过提升研发技术的领先型以及全面性，树立专业的运动品牌形象，在时尚性上，通过不断挖掘品牌文化内涵，把握年轻前卫潮流，树立了“国潮”的标杆形象。

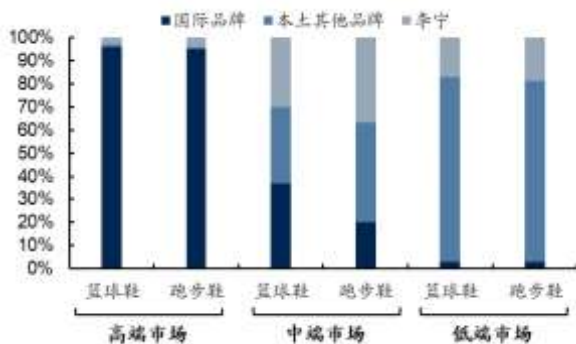
图 48：主流运动鞋服的产品力二元需求及消费者分类概况



资料来源:国信证券经济研究所整理

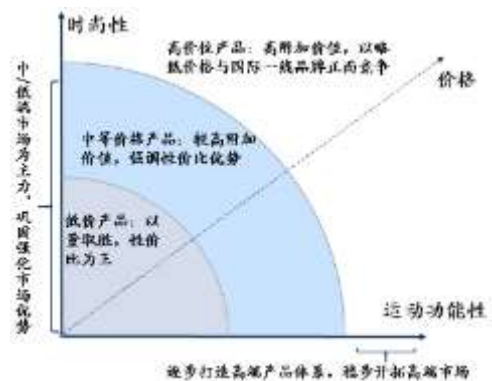
而功能性及时尚性的升级，不仅帮助李宁的品牌调性得到快速提升，其品类也在不断丰富，从而覆盖的客群也在不断扩大。李宁品牌目前所有品类产品**每季**的**在售 SKU 数量达 1500 种左右**，**售价方面已全面覆盖几乎所有市场层级**。在核心产品力的不断增强的背景下，公司也在营销推广的布局上优化提效，从而在销售层面持续获得价量齐升，在各市场层级都有望持续释放增长动能。

图 49：2013 年转型进程时国内主要运动鞋市场分层格局



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图 50：当前李宁品牌产品体系层次及发展情况



资料来源：国信证券经济研究所整理

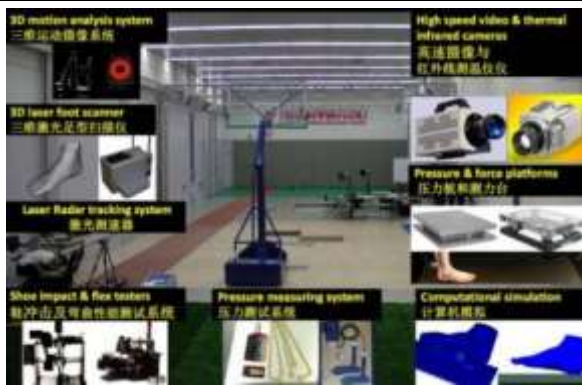
功能性升级：科技为本实力快步提升，升级产品提供更强运动体验

目前来看公司已经在运动鞋和运动服两大主要品类方面拥有较全面的**功能性科技体系**；特别是在鞋类核心科技方面，公司近年来取得较大突破，已有逐步赶

上国际领导者之势，获得了打破专业性垄断的基础。公司不仅有完善先进的科技研究中心和不断成熟的设计团队，在资金投入方面，近十年来公司平均在研究和产品开发方面的年开支接近 2 亿元。即使到财务危机的影响，相对营收的占比依然保持较高水平，随复苏的确立，研发投入也快速增加恢复。

实际上，公司技术开发并非短时间内一蹴而就的，早在上市之前便确立了坚持专业路线和坚守原创精神的同时长期大力进行投入。1998 年，公司已在佛山成立中国第一所体育鞋服设计研发中心，2008 年位于北京总部的运动科学研究中心投入使用，同时，公司还积极与国内外大学研究机构进行科研项目合作，对运动鞋基本性能、新材料开发与应用等方面深入研究。这成为在运动科技领域不断突破并积累核心技术的根本。

图 51: 李宁运动科学研究中心及相关研究设备



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图 52: 研究及产品开发费用情况



资料来源：国信证券经济研究所整理

➤ 技术全面性：完善的鞋、服功能性科技为消费者提供全方位的专业体验

李宁公司逐步积累和完善了各项相关科技，以满足运动者在活动时对鞋服的全方位功能性需求，并开发出了丰富的功能性材料以针对各类鞋服产品：

1) 运动鞋作为必备的基本装备，其性能对跑、跳活动有较大影响，功能性作用突出。现代主流运动鞋自上到下可分解为帮面、中底、大底三部分。

- 最上层的帮面是包裹脚面的部分，一般需要具备透气、轻质等特点，相关技术较容易突破或购得。公司对此开发出了柔韧纱线和轻质透气的 mono 纱线，结合一体织鞋面工艺、Water sell 及 Warm sell 防水保暖技术、X-structure 包裹设计等技术。
- 最下层的大底为直接接触地面的部分，主要功能性要求为较强的抓地、防滑能力，较强耐磨性能，类似帮面技术较容易取得。公司方面掌握了 TUFF RB/OS 高耐磨橡胶、FOAMRB LITE 轻质高耐磨橡胶等材料科技。
- 中间的中底部分提供了运动鞋最为核心的减震回弹及支撑功能，即减少运动者在跑动、跳跃等活动过程中地面带来的反冲损害，并灵敏稳定而持久地将能量反馈给运动者；此外，中底部分对鞋的整体重量也有较大影响。由于中底技术的科技含量较高、开发难度较大，因此成为各品牌比拼专业实力的核心技术。在这方面，公司不仅陆续开发出更加先进的缓震科技，还开发出了 DUAL LOC 内侧防外翻双密度结构、PROBAR LOC 足弓支撑装置、篮球鞋专属 SAS 同步协调系统等科技。

2) 运动服装方面，由于运动员身体处于不断发热、排汗、肢体活动频繁、体内乳酸持续堆积的特殊状态，受到外部环境直接影响更强，因此平时穿着舒适的纯棉等材料 and 一般的宽松设计不再适用，需要特别的面料和针对性的制作方式。对此，公司早在几年之前便搭建了一套较全面的服装功能性科技基础体系—AT

科技平台，包含吸湿排汗、轻质、防风、防水、抗菌等全方面的基本功能性技术，可在不同的环境条件帮助运动者保持良好的身体状态。

此外，公司近年来又持续不断的开发了适用于炎热环境的冰纱材料、减少皮肤摩擦的全衣一体织技术、以及减少肌肉疲劳和乳酸堆积的专业压缩衣技术等，以保持对运动者需求动态的良好跟踪。

图 53: 一般运动鞋分层结构及功能特点



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 54: 李宁公司运动服装 AT 科技平台



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

➤ 技术领先性：重点突破鞋类核心技术，中底科技水平追身领先国际龙头

强大的中底科技一直是国际龙头品牌在市场上长期保持绝对领先地位的关键因素之一，他们本就是相关技术发展的主要推动者，于是成为国产品牌在专业性发展方面必须追赶的对象。

当前的中底科技大体可分为材料、结构和气垫三类。在两大国际龙头方面，成熟的气垫技术仅为耐克公司所掌握；结构类技术因性能局限性及研发难度较大等因素，皆已停止继续开发；材料类技术则成为近几年创新突破的重点，通过利用性能更强原材料或者更优化的发泡方式，耐克和阿迪达斯都保持了技术领先，例如阿迪达斯的 Boost 是其一线运动鞋产品的标配，耐克最新技术 ZoomX 则具备当前所有材料类科技中最好的实验性能。

对于李宁公司，同样一直将中底科技作为创新突破的重点，长期以来始终保持对两大龙头的学习追赶，近年来更是得到快速提升。具体而言，公司在上市之初就掌握了沿用至今的“B+C”经典缓震科技，后又在结构类减震技术方面做出了“李宁弓”等许多自主创新成果；自 2012 年起，公司的材料类中底科技开始快速积累和进步，两年内陆续开发出 DriveFoam 和“李宁䨻”两项领先科技，在材料工艺原理及性能上直接对标两大国际龙头的领先技术，测试中均已达到全行业一流性能水平，目前运用于少量顶级运动鞋中，获得专业人士良好反馈。

表 24: 李宁及部分主要运动品牌中底缓震科技对比

公司	科技	首发时间	功能特点简介	产品运用
材料类-领先级				
耐克	ZoomX	2017	当前市面上性能最强中底材料, 利用 PEBAX 高分子材料发泡而得, 测试中能量回馈可达 85%, 极为轻量。	目前主要用于一线专业跑鞋。
	REACT	2017	新一代发泡材料, 较上代主力 Lunar 材料性能提升 13%, 更轻更抗老化。	目前单独或搭配气垫用于各类一线篮球鞋、跑鞋。
阿迪达斯	Boost	2013	由顶级材料科技公司巴斯夫研发, 阿迪达斯购买专利后不断开发的核心中底科技, 利用 E-TPU 材料作为原料进行发泡并聚合, 测试中能量回馈可达 75%, 通过调整密度、状态可表现出不同的软弹缓震性能。	目前运用非常成熟, 适用于各类专业跑鞋、篮球鞋, 以及休闲鞋。
李宁	䨻	2018	与 ZoomX 同样采用 PEBAX 发泡材料, 密度控制在 0.11-0.14g/cm ³ 区间内, 比一般 TPU 发泡中底降低 60% 的重量, 能量回馈达 80% 以上; 更抗日光耐黄变, 在 -40℃ 极寒条件下仍保持高回弹性不硬化。	目前仅一款顶级篮球鞋上市, 另一款还未上市的专业跑鞋和篮球鞋已有预曝光
	DriveFoam	2017	与巴斯夫公司共同研发, 与 Boost 同样使用 TPU 作发泡原材料, 整体发泡科技类似, 能够更长时间提供能量, 在实验室测试中的缓震和回弹能量反馈率均在 70% 以上, 同实验中两项指标均略超过 Boost	目前用于顶级及少部分中端旗舰运动鞋类。
材料类-常规级				
耐克	Lunar	2008	与美国宇航局 NASA 联合研制的特殊高分子发泡材料, 比 Phylon 更轻, 性能更好, 但易老化衰减	用于较老一代的一线鞋产品
	phylon	1990 前	最早的材料专利, 通过将传统 EVA 材料进行二次发泡, 获得更好的性能与更轻的质量	目前仍搭配用于相对低端的二线鞋类
阿迪达斯	AlphaBounce	2016	中底使用高分子聚合物弹性材料, 并与厚软鞋垫形成一体化结合, 拥有良好的减震及回弹性能。	用于部分二线篮球、跑鞋系列
	Cloudfoam	2016	以柔软脚感为主的中底材料科技, 一般不适于强专业属性的运动产品	neo 等时尚休闲系列中较常见
李宁	PRENE&PRENE+	1990s	最早掌握的功能性 EVA 发泡技术材料, 其中 PRENE 材料减震性较强一般置于后跟处, 而 PRENE+ 材料回弹力更好, 一般置于前掌组成缓震组合, 也可将其单独全掌使用	运用历史很长, 目前仍用于部分二线篮球鞋系列
	Light Foam	2019	以高性能烯烃共聚物作为原料, 运用自行研发的发泡和架桥系统的新材料, 发泡孔更细腻、均匀, 从而降低密度, 减轻重量, 并明显提升底部的弹性和耐久性, 相对传统 EVA 材料减重 30%, 回弹性能提升 30%	目前已在最新一代的中端偏上的各类型鞋产品上运用
	云 (Cloud)	2013	特殊高分子材料发泡, 内部具有无数小型“气囊”, 通过其形变有效积累缓震时的冲击力, 并转化为回弹能量, 循环体系, 同时具备柔软、轻量特性, 初期版本性能指标为较传统材料缓震性提升 10%, 回弹性提升 25%, 耐压缩支撑性提升 15%; 2017 年开发出的轻量化“云 LITE”重量相比普通云降低 30%, 回弹效果比 FoamEVA lite 提升 25%。	通过数年不断的升级开发, 技术已经更加成熟, 近几年广泛运用于各类中端以上鞋产品作为基础中底
	Bounce+	2013	由 Bounce 材料技术升级而来, 在发泡技术上有新的突破, 反弹力增加了 27%。	主要用于部分中端篮球鞋, 或与其他技术搭配发挥协调性能
	FoamEVA lite	2012	一种轻量化 EVA 发泡材料, 较 Bounce 不但更轻, 还可以提供更好的弹性, 适用于打造超轻 IP 射出中底 (即把中底材料的体积做大做宽, 让它延伸出来成为鞋面的一部分, 不仅可提高性能, 并且能较好的减轻重量)	主要用于轻质的跑鞋系列
安踏	闪能 A-Flashfoam	2017	两种功能性 EVA 发泡材料, 分别具备高回弹和高减震性能, Bounce 较普通 EVA 材料提升 25% 的反弹力, 一般置于前掌, 为足部发力部位提供较强能量反馈; Cushion 吸震能力较普通 EVA 提升 65%, 主要作用是置于脚跟处吸收地面冲击, 分散压力以更好减少运动损伤。	“前 B 后 C”是李宁过去最成熟的中底科技, 与阿迪达斯的前后搭配原理上一致, Cushion 至今仍搭配于各项级篮球鞋后跟
	FlashLite	2018	特殊高分子发泡材料, 具有轻质、软弹等良好性能	当前广泛运用于篮球鞋、跑鞋
结构类				
耐克	Shox	1999	利用氨基甲酸乙基泡沫材料将中底做成垂直柱状结构, 由柱状外壁和内部空气柱提供缓震与回弹, 类似弹簧原理。	存在一定局限性已停止开发多年, 近期随球鞋一起被复刻。
阿迪达斯	a ³ /a ³ structure/机械 Bounce	2002/2005/2006	一脉相承的三种中底减震结构, 最经典的类型为将一串“日”字中空 TPU 塑料结构作为中底, 由受压形变和反弹提供缓震与回弹力	性能等方面存在上限, 以明显不如材料类缓震科技, 除复刻外不再使用。
	Formation	2006	一种复杂减震结构, 鞋底被分为两片, 通过一定方式连接而提供全方位的缓震回弹性能	开发难度大, 成本高, 运用较少, 已停止开发, 仅用于复刻。
李宁	弧 (ARC)	2011	在“满弦弓”基础上演化出的新减震结构, 经典类型为全掌一串正反相连的“之”字形结构, 通过形变和复原提供缓冲, 每一代形状都略有差异。	性能较最新材料减震已相对偏弱, 专用于“弧跑鞋”系列
	弓 (BOW)	2006	以中国传统的弓和拱桥结构为灵感, 通过鞋底弓型结构的形变恢复提供缓震回弹, 经历多次体系更迭, 演化出“单弦弓”、“双弦弓”、“驰弓”、“环弓”等分支, 演化至“环弓”后形成独立减震单元。	与大部分结构类减震科技一样存在局限性, 目前已不再运用
气垫类				
耐克	ZOOM 系列	1995	当前耐克最主力的中底科技, 在气垫中添加支撑纤维, 可以做得很轻薄同时具有极佳的减震回弹性能, 在中底放置的大小、位置分布不同可带来不同的性能与体验	广泛用于各类鞋产品, 尤其是篮球鞋
	Air Max 系列	1987	另一较广泛使用的气垫系列, 全掌气垫作为中底, 气量大性能良好, 最新一代系列 Air Vapormax 将全掌气垫分块 (2017 首发)	因回弹反应不如 ZOOM 灵敏而多用于跑鞋
	Air Sole 系列	1985	气垫技术最早期的形态之一, 气量相对较少, 隐藏于 EVA 中底内部不可见, 通过迈克尔乔丹 Air Jordan 系列闻名世界	功能性已相对较弱, 基本只用于复古时尚篮球鞋及休闲鞋
李宁	空气弧	2017	将“弧”做成透明中空状并充入氮气, 但内部气体压力较小, 仅起有限的辅助效果, 仍主要依靠弧结构进行减震。	用于空气弧跑鞋系列
安踏	气垫底	2017	外观类似 AirMax 气垫, 但内部气压小, 仅发挥有限的辅助减震效果。	部分气垫跑鞋、休闲鞋

资料来源:公司公告、品牌官网、虎扑、识货、毒、爱燃烧、名鞋库、搜狐、知乎、什么值得买, 国信证券经济研究所整理

➤ **产品丰富性：多样技术打造有层次的产品矩阵，为运动者提供更丰富选择**

基于专业科技的全面积累和核心技术的演进升级，公司在搭建多层次的功能性产品体系、丰富产品种类以及提升整体价格方面获得了相当广阔的空间。

1) 在运动鞋方面，公司对特点不同的核心科技进行运用搭配，推出了一系列优质产品，功能和价位层次分明，既能对主要的中、低端市场进行强化，又能打造性能一流的顶级产品在高端市场进行竞争，举例分析来看：

——**篮球鞋方面**，顶级产品“韦德之道”系列近年来发售价已达到千元以上的国际一线产品水平，作为旗下 NBA 超级巨星韦德的签名战靴，基本每一代都体现了公司时下最领先的技术水平，并通过多种科技搭配以达到最佳的性能发挥；而中端实际售价的主力篮球鞋产品则一般搭载一种以上的主力中底科技，其中“音速”等中端旗舰款，成为资深篮球爱好者兼顾性价比的良好选择。

——**运动跑鞋方面**，基于已掌握的核心科技，公司去年开始逐步打造专业比赛跑鞋矩阵，进一步与一般业余跑鞋做出区分。其中，基于 DriveFoam 科技推出的竞速跑鞋“追风”和“战斧”定价均在千元级别，性能口碑良好，**近期搭载“䨻”科技的“飞电”在性能定位和价格方面直接对标耐克最顶级的跑鞋产品 ZoomxVaporflyNEXT%，**已受到部分消费者认可，品牌整体在跑者群体中的专业认知度的到有效强化；而“超轻”等经典城市跑步系列产品也以更强的性能迎合了广泛的业余爱好者及中等价位层级的普通休闲活动者。

图 55：李宁男子篮球鞋、跑鞋产品系列矩阵及当前最新一代发售定价举例（不含折扣、不包含运动时尚类）



资料来源：公司官网、虎扑，国信证券经济研究所整理

注：括号内为无折扣吊牌价或发售价，根据调研了解一般下架前为 5-7 折左右（顶级、限量等特别产品除外），同发售价位产品根据消费者体验及实际零售情况在折扣力度及打折时长方面存在差异，“+/-”表示存在更高/低价格的不同配置或配色款式

2) 运动服方面，全面的服装科技使公司可以针对各项运动开发具有良好功能性的训练服、比赛服，并以高性价比的定价满足广大运动爱好者对优质功能性运动装备的需求。

具体来看，公司长期为 CBA 联赛各队提供比赛服，为国家羽毛球、乒乓球队提供国际大赛参赛服、为专业马拉松选手提供适应各种环境和天气的比赛服、风衣等。而从价格的角度分析，公司的这些功能性服装基本都以中、低端市场为主，例如其常规紧身训练服的价格在 80-180 左右，相比之下国际龙头品牌的同类产品价格则在 150-300 左右。因此公司正通过全面而丰富的专业产品全力把握大众体育爱好者的运动服需求，持续发挥性良好的价比优势。

图 56: 国家队赞助款一体织比赛服



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 57: 基于速干科技的专业紧身训练短袖



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

重点产品受到市场欢迎，销售情况表现良好突出

根据部分重点功能性产品的销量及新品售罄率数据，公司的核心运动系列产品在近年间取得了良好的销售成绩，不论是篮球、跑步还是训练品类。这较大程度体现了其高性价比优势，但其发售定价也得到逐步提高。因此，可以较清晰的看到，公司的市场竞争力正随着专业产品体系的不断升级和丰富持续提升，为收入和业绩的持续增长的带来十足动力。

表 25: 李宁品牌部分核心运动产品近年发售定价（不含折扣）及销售情况

产品	定位	首次发售时间	首发定价	销量	新品售罄率
专业篮球鞋					
全城 7/音速 7	中端旗舰	2019.03	599+/639+	2019H1: 合计超 16 万双	三个月: 超 45%
驭帅 11/音速 6	中端旗舰	2017.06/2018.03	699/639	2018 全年: 合计超 34 万双	六个月: 约 70%
音速 5	中端旗舰	2017.03	599	2017 全年: 约 25 万双	六个月: 超 62%
跑鞋					
超轻 16	业余旗舰	2019.03	539	2019H1: 超 50 万双	三个月: 超 55%
赤兔 4	入门级专业竞速	2019.04	399	2019H1: 超 20 万双	三个月: 超 60%
超轻 15	业余旗舰	2018.03	499	2018 全年: 超 75 万双	三个月: 超 55% 六个月: 超 70%
服装					
功能性训练服系列		2019 新品	99-599	2019H1: 前 20%款式超 440 万件, 占 82%流水	三个月: 超 54% 六个月: 超 71%
		2017/2018		2018 全年: 前 20%款式超 1670 万件, 占 90%流水	三个月: 超 49% 六个月: 超 75%
		2016/2017		2017 全年: 前 20%款式超 700 万件, 占 77%流水	六个月: 超 80%

资料来源:李宁官网、公司公告，国信证券经济研究所整理

专业化形象塑造：把握头部资源，同时强化大众体验活动

为突出在核心板块的专业性及功能性优势，公司不断巩固优化以体育为中心的传统基本模式，根据各运动特点选择最适合的方式高效营销推广。

1) 发挥顶级运动员及职业赛事影响力，高效凸显产品力优势

针对重点的篮球、跑步、羽乒运动，公司在专业体育资源方面都一直保持较大力度的投入。专业运动员是展示鞋服优秀功能性最令人信服的展示方式，进一步来看，大众体育明星往往拥有数量庞大的粉丝群体，同时各类热点职业赛事都拥有相当广泛的受众，传播能力和影响力极强。

以篮球为例，公司通过 NBA 和 CBA 两大国内外顶级职业联赛及签约球员来展示其多层次的篮球鞋服产品，良好彰显了其专业性与时尚性。公司每年为 NBA 重点球员举办的“中国行”活动都能引发粉丝的热情参与，现场情况火爆，相关

微博话题阅读量已超 2.2 亿次，造成巨大影响。

另一方面，对于与主要产品业务相关度较小的领域，公司也有所取舍，例如保留了对如国家跳水队的赞助，逐步停止了对标枪、撑杆跳、足球等领域的专业资源投放，良好的优化了营销投入效率。

图 58: 公司在重点运动板块的专业资源投入

篮球	专业跑步	羽毛球&乒乓球
NBA: 拥有韦德、麦科勒姆、特纳三名签约球员	针对马拉松大赛进行营销	通过国家队、国际大赛展示世界一流专业水平
 <p>德韦恩·韦德: 作为超级巨星，进入联盟仅三年便率队夺得总冠军并当选 FMVP，职业生涯共三次夺冠，七次入选最佳阵容，十二次入选全明星，08-09 赛季“得分王”，虽于今年初退役，但为国内大量粉丝留下诸多深刻回忆，并成为国产运动品牌的首个终生代言人。</p> <p>CJ·麦科勒姆: “开拓者”队现役两大核心后卫之一，上赛季凭借出色发挥助球队时隔 19 年重新打进西部决赛，因进高中时仅 1 米 57 的身高却逆袭 NBA，十分符合李宁“一切皆有可能”的品牌精神。</p> <p>CBA: 独家官方战略合作伙伴</p>	 <p>赞助多项顶级赛事: 18 年包括杭州国际马拉松、北京女子半程马拉松和珠海横琴马拉松等； 为职业马拉松运动员提供装备赞助: 18 年数量近百名，全年共收获了 15 个马拉松冠军。</p> <p>借力比赛推广产品: 无锡马拉松推出了“追风”及“战斧”两款顶级跑鞋；青岛马拉松大赛上，男子前三名、女子其二名选手全部穿着搭载公司最新“䨻”科技的专业竞速鞋。</p>	 <p>羽毛球: 长期赞助中国代表队，夺取汤姆斯杯、苏迪曼杯等顶级大赛冠军，持续提升公司在羽毛球拍、球鞋等领域的权威性，所赞助的印尼国家队也常在国际大赛上取得前三成绩。</p> <p>曾多次赞助或冠名国内外顶级大赛: 包括汤尤杯、中国公开赛等，并配合赛事进行快闪展览宣传。</p> <p>乒乓球: 主品牌、旗下红双喜品牌共同投入</p>
 <p>2012 和 2017 年分别以 20 亿和 10 亿人民币与 CBA 达成 5 年协议；公司的球鞋和球服产品成为各队的指定比赛装备。</p>	 <p>青岛马拉松期间利用城市名片夜晚灯光秀宣传公司品牌及推出的最新科技</p>	 <p>主品牌: 长期作为合作伙伴为国家队提供比赛服、比赛鞋等装备</p> <p>红双喜品牌: 套胶、底板产品一直是国家队的必备装备，球台在奥运会、世乒赛等重要国际大赛上出现频率最高，签约代言人。包括马龙、王皓、樊振东、陈梦、丁宁等顶尖国手</p>

资料来源:李宁官网、公司公告，国信证券经济研究所整理

2) 深入大众开展体验活动，直面目标扩大品牌认知

除布局专业资源，公司还针对不同运动项目特点，利用丰富多样的大众体育活动和体验式营销，直接地接触主要消费群体，强化产品及品牌的认知影响。公司自创的“3+1”篮球挑战联赛已发展八年之久，每年在全国范围内举办的“李宁 10 公里路跑”联赛至今已历十年，近期升级成为“用心趣跑生活节”，大大增强全民参与性的同时也便于顺势向消费者推广体验各层级跑步产品，今年夏天开始的“无界会员体能挑战赛”活动在上海、北京、西安、广州、杭州的专业健身房“营地”进行，总计 45 场，受到健身爱好者广泛关注。

时尚性突破：立足品牌基因，解悟时尚文化之交融，把握年轻前卫潮流

公司近年在时尚性方面的跨越突破成为最令消费者亮眼的蜕变之处，这不仅源于对**主流运动时尚**的成熟把握，更是建立于对**自身品牌基因**的理解挖掘和融会贯通。目前，公司已能越发成熟地赋予产品更强时尚属性，使之**更潮、更酷、更符合年轻一代的审美要求**，主要在三大方向体现出来：

1) 打造集鲜明特色风格之大成的运动时尚特别系列，主要包括“中国李宁”国际时装周走秀系列、COUNTERFLOW 特别系列等，将中国文化、中国体育、品牌传奇、自然与科技等元素与前卫时尚良好结合，引领“国潮”时尚。

2) 深挖席卷全球、蓬勃发展的篮球时尚大潮，成功借鉴国际巨头模式风格并发挥自身特色，围绕超级巨星、街头篮球等主题开发出广受年轻人欢迎的时尚特别系列产品，赋予品类整体更强时尚吸引力。

3) 联名系列产品良好展现潮牌经典模式时尚生命力，以丰富想象力结合热点追踪，广泛携手前卫潮牌、民族品牌、娱乐 IP 等多元对象进行跨界合作，发挥彼此特色优势，捕捉年轻消费者注意力。

这都源于公司长期以来对**独立原创和打造自身风格**的高度重视，并自主培养了一批优秀而年轻的本土鞋服设计师团队，给予其充分的发挥空间。

例如，公司在设计中一向注重对华夏文化、刺绣工艺等中国元素的运用，并大胆创新突破而广受认可，公司所设计的球鞋产品逐步集齐了德国 IF、德国红点、美国 IDEA、中国红星奖等多项国内外顶级设计大奖，远远领先于其他本土品牌。**这也是供公司近期能够引爆“国潮”时尚的根本基础**。在设计师团队方面，公司先后培养出了马询、孙明旭、周世杰等杰出的球鞋设计师和陈李杰、黄成宇、王泽莲等时尚设计师，**目前设计团队成员超 100 人，主要为 80 后**。

表 26：李宁设计师团队部分成员情况

设计师	简介
孙明旭	球鞋设计师，2006 年本科毕业进入李宁实习，2011 年被派往美国设计中心工作学习，2012 年回国成为篮球鞋产品设计总监。
周世杰	球鞋设计师，2013 年进入公司，在顶级球鞋“韦德之道 7”设计方案在内部竞争中胜过了操刀前几代产品的国外设计师米勒而被韦德选中
陈孝杰	80 后服装设计师，纽约时装周走秀系列首席设计师，街头篮球系列 BADFIVE 的主设计师
王泽莲	2012 年以学生身份获得 2012 年李宁设计大赛金奖，2013 年开始进入公司实习，纽约时装周走秀产品设计师

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

➤ “国潮”引领者：特色时尚自成一派风格，“中国李宁”成为经典

自去年起，公司围绕“悟道”、“中国李宁”等主题，已分别在纽约和巴黎时装周各开展了两次时尚走秀活动，所展示的一系列产品表现了极强的时尚前卫性，包括“中国李宁”田字格 LOGO 卫衣和 T 恤、90 年代复古运动服套装等运动服饰以及“蝴蝶 2018”、“极光天行”等时尚运动鞋，引发了时尚界和年轻消费大众的强烈关注。在 2019 巴黎时装周后，“中国李宁”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，而当前“中国李宁”的微博话题阅读量已超 2.7 亿，反响远超预期。

可以说，以“中国李宁”统称的走秀系列产品，包括各式的时尚走秀款运动鞋，集中展现了公司别具一格的特色运动时尚风格，丰富的内涵对本土消费者产生了极强号召力。

表 27: 李宁国际时装周走秀概览

	2018 纽约秋冬时装周	2019 巴黎春夏时装周	2019 纽约秋冬时装周	2020 巴黎春夏时装周
时间	2018.02	2018.06	2019.02	2019.06
主题	“悟道”	“中国李宁”	“行”	“行”
特点	上半场以“心之悟”为出发点：体现中国文化及天人合一的精神。 下半场以“型之悟”为出发点：展现街头、混搭、未来、中西、虚实、潮流与功能的交汇	将更多焦点放在 90 年代复古经典运动鞋服方面，“1990”怀旧元素成为大秀重点，对李宁传奇体育生涯的回顾贯穿整个走秀主题。	将中国河山大川的旷世盛景融入到对主题的探索之中，产品按照城市、自然和二者之间的旅程分为三大篇章：自然徒步者、城市漫游者、旅程探索者。	将国球乒乓作为特色设计元素，以轻质面料，翡翠绿、柠檬黄、珊瑚粉等色调呈现运动的青春活力及时尚张力，创造潮流运动更多的交融可能。

资料来源:新浪、腾讯, 国信证券经济研究所整理

此外，公司仍在持续丰富相关“国潮”系列，并加深对特色时尚的理解，今年初推出线上专属“COUNTERFLOW”时尚系列，其中“溯”系列的主旨在于“追本溯源，溯流而上”；“源”系列则将目光投向未来与自然。

综合来看，这些产品标志着公司通过原创探索而渐渐形成的特色时尚风格已基本成型，不仅使产品走向“更潮更年轻”，受到不少爱好时尚的消费群体热烈追捧，而且具有较强的不可复制性，融合了对品牌基因及文化传承的透彻领悟，以此为基础不断向自然人文领域拓展其内涵。

图 59: “中国李宁”等国际时装周走秀系列及 COUNTERFLOW 鞋产品



资料来源: 李宁官网, 国信证券经济研究所整理

强时尚性提升产品价值，销路良好售价更高，整体带动作用较强

1) 从实际销售价格来看，各类特色时尚系列产品的定价显著高于常规款运动产品。综合多渠道情况，“中国李宁”系列实际销售时折扣情况很少，折扣力度也较小，从公司了解到，该系列 2019 年上半年的平均折扣率仅为 9.5 折左右，与业内常规产品即使在新品期也可能从 8 折左右开始降价出售的情况形成强烈对比；另一方面，综合考虑线上主力消费者相对更低的购买力，“COUNTERFLOW”

系列在依然在在中端以上的价位上取得了靓眼的销量，爆款频出。以上均较好的反应出强大时尚性能够对产品的毛利率及盈利能力起到的显著提升作用。

图 60: “中国李宁”等时尚特别系列 VS 常规产品，近期官网实际售价对比（折扣后）



资料来源：李宁官网、门店调研资料，国信证券经济研究所整理

注：当前“中国李宁”等走秀款全渠道平均折扣 9.5 折左右，无折扣销售时间较长；COUNTERFLOW 在三方平台折扣力度略大，8 折左右（含平台折扣）

2) 在销量方面，根据近期数据，公司的运动时尚服装系列整体不论是销量还是售罄率的达到较高水平，可见这些具较强特色时尚性的产品不仅本身受到欢迎，同时也带动了整个运动时尚类板块的销售情况，成为相关板块取得强劲增长的主要原因。

表 28: 李宁品牌运动时尚板块产品销售情况

产品	发售价格	销量	新品售罄率
一服装			
服装系列（含中国李宁）	119-2999 (含羽绒服)	2019H1: 520 万件 2018 年: 550 万件	三个月: 超 50% 六个月: 超 60% 六个月: 超 70%
一鞋类			
“极光天行”&“001 T1000”	599-899	2019H1: 超 4 万	三个月: 超 48% 六个月: 超 55%
“蝴蝶 2018”&“极光天行”&“001 启程”	439-899	2018 年: 超 5 万	六个月: 超 70%

资料来源:公司公告，国信证券经济研究所整理

综上，可以看到公司的特色时尚类产品带来的巨大潜力：其本身贡献了一定的收入和较高的毛利，虽实际占比还不大，但未来具有可观的增长空间；同时，现阶段最主要的作用则体现在吸引消费者，不断增加对品牌整体的关注度，提升品牌调性，使更多人感受公司产品力的提升。

➢ 突破篮球时尚：借鉴国际巨头，利用自身优势，添彩全球年轻潮流

当前，篮球类鞋服已成为与时尚结合度最高的运动品类。公司通过学习借鉴国际巨头结合自主创新，同样较好地发掘了篮球品类的时尚潜能，以较多元的方式把握住了篮球文化与相关时尚潮流。具体来看，公司在篮球品类中先后打造了两大具较高时尚性的特别系列产品：

1) “韦德”系列是为 NBA 超级巨星韦德打造的专属篮球产品系列。自 2012 年首次签约起开始任用专门团队进行打造。该系列在保证良好功能性的基础上时尚设计感更强，并融入了韦德本人的个性特质，并以此，公司较好的把握住了

巨星本人的强大影响力，成为篮球文化与时尚领域的重要突破口。

2) “BADFIVE”系列则以街头篮球为主题在近两年推出。设计方面，该系列保留了以“酷和潮”为核心美式街头篮球经典风格及精神内涵，同时又加入一定本土元素，创造出中国街篮风，为年轻爱好者提供更潮的赛场服装及休闲穿搭。

图 61: NBA 超级巨星专属“韦德”系列



资料来源：李宁官网，国信证券经济研究所整理

图 62: 街头篮球主题“BAD FIVE”系列



资料来源：李宁官网，国信证券经济研究所整理

3) 近年来针对高端球鞋产品推出的限量款也受到了很大欢迎，不仅定价更高，而且在二级市场上获得了较高的溢价，较有力地反映出相关爱好者群体对其时尚性的认可。值得一提的是，今年为韦德最后一次全明星比赛打造的“韦德之道 7—The Moment”限定配色款在发售次日的二级市场交易价格便突破万元，成为完全由中国设计师打造的首款“万元”篮球鞋。

图 63: “驭帅 12”&“韦德之道 7”部分特别配色款及定价对比



资料来源：李宁官网、官方宣传材料、“毒 APP”，国信证券经济研究所整理

最后，从销售数据的跟踪情况来看，近年来两大特别系的销量及售罄率都较为突出。两大系列不仅时尚性鲜明、品类丰富、而且也以较为宽广的价格带覆盖了大多数的篮球爱好者，带动了整个篮球品类，成为近期增长最为强劲的核心运动品类。

表 29: 李宁品牌篮球特别系列服装近年销售情况

服装系列	定位	主要时尚属性	吊牌价格	销量	新品售罄率
“韦德”	兼具功能与时尚个性的篮球运动服饰	NBA 超巨个性	119-2499 (含羽绒服大衣)	2019H1: 超 210 万	三个月: 54%
				2018 年: 超 440 万	六个月: 70%
				2017 年: 超 200 万(+80%)	六个月: 超 75%
“BAD FIVE”	年轻潮流向篮球运动服, 时尚文化产品占比较大	街篮、街头潮文化、跨界联名	129-899 (含走秀、联名款)	2019H1: 超 320 万	三个月: 55%
				2018 年: 超 560 万	六个月: 74%
				2017 年: 超 300 万	六个月: 超 75%

资料来源:李宁官网、公司公告, 国信证券经济研究所整理

➤ 联名合作层出不穷: 以迸发的想象力再添热点潮品

发布联名产品曾是时尚潮牌专属的常用合作手法, 巧妙的品牌联名可发挥双方特点、调动粉丝情绪、给人耳目一新感受, 造成大范围的影响力。

因此, 公司近年来充分利用自身品牌特性, 不断与各类时尚品牌乃至其他行业合作伙伴推出联名系列, 良好的丰富了自身的时尚属性和文化内涵, 并成功打造出不少热点产品, 部分系列在发布一两日内便迅速售罄。此外, 通过进驻各大潮牌买手店, 各类时尚联名产品也在年轻消费者中引发了巨大的热议。

表 30: 部分时尚联名产品情况

	联名系列对象特点及意义	产品样例
“李宁”	<p>“X-LARGE”: 源于美国洛杉矶的正统街头风格潮牌, 以融合滑板、街舞及嘻哈说唱等多种年轻流行文化而著称, 标志性的大猩猩是街头潮流文化的重要代表; 该潮牌曾与阿迪达斯、Vans、Converse 等知名运动品牌多次联名; 利用对方时尚地位, 可顺利突破潮牌领域。</p> <p>“星球大战”: 全球影史中具里程碑意义的太空科幻电影系列, 首部上映于 1977 年, 于 2015 年开始上映新系列三部曲, 目前版权归属迪士尼公司所有, 在全球范围内粉丝众多, 通过联名可借力电影上映话题热度</p>	
“中国李宁”	<p>“红旗轿车”: 作为创立于 1958 年的第一款国产轿车品牌, 具有悠久的历史与极强民族象征意义; 进行大幅度跨界联名合作, 角度新颖既出人意料又在情理之中, 凸显民族品牌强强联手, 丰富“国潮”时尚内涵。</p> <p>“人民日报”: 作为传统媒体和官方媒体的代表, 在电视还未普及的年代, 李宁本人代表国家在奥运赛场夺取三金二银的事迹正是通过人民日报传遍千家万户, 公司创立初期品牌标志也是通过人民日报向广大群众征集而得。</p>	
“BAD FIVE”	<p>“城市联名系列”: 先是联手国内街头潮牌“1807”与创意设计单位 WED.CREW 共同打造了“少不入川”系列产品, 以“竹”、“茶”、“麻将”、“火锅”、“三星堆遗址”等当地特色为核心设计元素, 后又推出“长安少年”、“足不出沪”系列产品, 文化与时尚融合度极高。</p>	

资料来源:李宁官网, 国信证券经济研究所整理

➤ 跨界推广：发挥泛娱乐热点影响力，把握年轻一代关注焦点

1) 借力明星红人影响力，紧跟娱乐热点潮流，

娱乐圈明星红人和热点事件对年轻大众及粉丝群体影响力较强，一定程度上也代表着前卫时尚趋势，因此公司不断加强相关合作，扩大消费者受众，提升时尚度认知，把握潮流热点。

具体来看，目前公司合作的当红明星艺人包括蔡依林、周渝民、陈乔恩、张韶涵、戚薇、李晨、魏大勋、秦岚、吴谨言、吴昕等，不仅数量众多而且覆盖不同年龄及风格。去年在重要的国际时装周活动上，公司也邀请了众多红人大咖作为嘉宾助力。此外，公司去年利用大热的说唱综艺大赛“中国有嘻哈”，与冠军GAI进行多次合作。与这些合作活动相配合，公司也与多家潮流及时尚媒体合作形成了传播矩阵，以制定长周期、有节奏的完整传播方案。

图 64：“GAI 适无双”产品发布现场及粉丝见面活动



资料来源：网易，国信证券经济研究所整理

图 65：秦岚、周渝民、吴昕等明星曝光李宁时尚系列产品



资料来源：搜狐、新浪、网易，国信证券经济研究所整理

2) 针对电竞深度布局，于新生代关注焦点赢取先机

电子竞技已成为 90 后等新生代的一大主要娱乐活动，在世界范围内不断崛起。根据腾讯相关数据，2018 年中国电竞用户已经突破 3 亿。以当前最流行的英雄联盟（LOL）游戏为例，LPL（LOL 中国大陆最高级别职业比赛）18 年全年赛区直播观看人数达 150 亿，观赛总时长超 25 亿小时，同比增速达到 50%，而观看全球总决赛的独立观众达 9960 万，屡破记录。

因此，针对年轻而基数庞大的电竞受众，公司从去年底开始快速深入布局。在去年 12 月英雄联盟全球总决赛期间，公司与代表中国出征的人气职业战队 EDG 展开赞助合作，推出了联名系列特别鞋服产品。今年 1 月，公司大股东非凡中国收购英雄联盟另一老牌战队“Snake”，并将其更名“LNG 李宁战队”。近期，公司进一步与 EDG 战队中多名超人气选手签署正式代言协议。不断增强在广大电竞受众中的影响力。

综合来看，电竞相关资源已成为运动品牌又一重要竞争领域。公司紧跟国际巨头耐克成为第二家深度发力布局电竞领域的体育品牌，而阿迪达斯、新百伦等其他国际品牌则在随后逐步跟进，可以说公司已走在了所有国产品牌前面，占取了一定先机。

3) 广泛运用新兴手段，针对性更强传播效率提高

在互联网快速发展背景下，面对新一代消费者完全不同的媒体习惯，公司也逐渐从电视硬广等较低效率传统营销方式，转而开始积极采用各类新兴营销推广手段，注重内容性和热点性，以更好的针对年轻目标消费群体。

当前公司广泛涉足各类新兴媒体平台，根据各平台不同特性进行营销推广，最大程度发挥其强大社交传播力。例如，公司在微博、微信公众平台等具较强官方性质的平台实时发布当季主推重点产品、热门活动、明星合作、新店开业促销等信息，在抖音上则会发布具较强内容性的自制短视频进行裂变传播，部分内容点赞达到数十万；同时注重充分发挥平台达人影响力，签约微博大V，借助草根、KOL在小红书上对爆款产品自发进行带货种草。此外，公司还借助知名运动或时尚自媒体平台影响力，广泛的进行营销传播。这些新兴营销方式不仅有助于广泛的传播推广，还可以使品牌本身更酷更具时尚调性，更好迎合消费者偏好。

图 66: 利用新兴媒体平台进行营销



资料来源：微博、抖音、小红书，国信证券经济研究所整理

销售强化：多元渠道+高效后台，零售运营能力精进

零售运营能力的强化是公司实现收入持续增长和业绩大幅提升的一大决定性因素。对于以经销批发为主导业务模式的本土运动品牌而言，建设零售运营能力已成为适应市场发展的一项核心竞争力，这要求在渠道终端体系和后台供应链及物流体系两方面进行强化。目前来看，公司通过推进全面的改革转型，零售导向业务模式已逐步成熟，在整体效率不断提升的情况下，已为持续释放良好业绩打下了坚实基础：

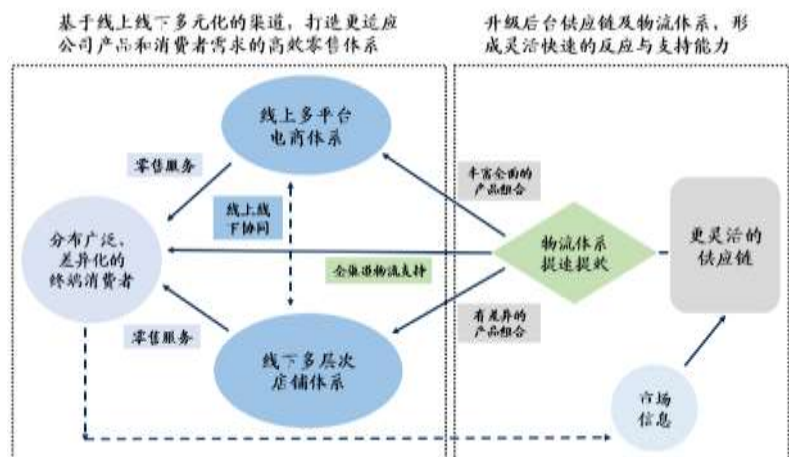
1) 基于多元化的渠道，建设高效零售体系，更好应对消费者需求。

公司目前已建立起协调统一、灵活高效的零售体系，包含线上线下多元化的渠道终端，借助强大的精细化终端运营能力，能将合适的产品更精准高效地提供给分布于全国各地的消费者，满足消费能力不同、需求多样的运动者需求，为他们提供良好的购物体验。

2) 升级后台供应链及物流体系，形成灵活快速的反应及支持能力。

通过打造更快速灵活的供应链和更高效的物流体系，公司既能根据具体市场情况及时调整生产决策，又有能力快速投产热门重点产品上架销售，还能直接向终端消费者进行配送服务，成为高效零售体系的必要支持，也是不断丰富产品、推陈出新的重要条件。

图 67：李宁公司零售运营能力建设



资料来源：国信证券经济研究所整理

经销管理：与经销商形成长期良好合作，实施灵活统一的零售管理

目前来看，经销渠道是公司的重要的收入支柱，对经销渠道的终端零售进行有效的管理把控成为提升整体零售运营能力的前提。

当前公司保持着直营经销适当均衡发展的策略，一方面在于通过经销商来覆盖广阔的低层级区域市场，可节省大量直接管理投入，提高经营效率，另一方面，在开拓部分新业务时，相关领域拥有丰富经验的经销商也成为一种成功率更高的选择。因此无论是收入上还是终端数量上，经销渠道都占较大比例，对整体零售运营情况影响较大。

图 68: 线下收入分模式占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 69: 2019 年 Q3 李宁品牌国内线下店铺数量情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

长期以来对经销商进行严格规范的管理, 不断提高实力及能力要求

公司过去已建立了一套相对完善的经销制度规范, 公司市场团队也会对经销商店铺进行一定指导。随对零售效率重视的提高和向零售导向业务模式转型的推进, 公司持续提高对经销商自身实力的要求, 曾多次推动大小经销商之间的兼并以提高规模经济, 经销商数量从 2010 年前超过 100 家缩减后来 55 家左右的水平, 并从 2015 年开始再次精简, 直至去年开始开拓童装、高端时尚店等新业务时, 经销商数量才恢复增长, 目前为 46 家。

图 70: 近期招商条件 (部分)——针对三四线空白区县市场

申请成为北京李宁体育用品有限公司经销商 (专指经营“李宁”牌产品) 必须具备的条件:

- 具有品牌经营管理理念——2年以上国内外知名品牌经营管理经验。
- 具有丰富的零售管理经验——2年以上零售运营管理经验。
- 经营者须有用于前期店铺租赁、装修和初期首批进货的资金实力, 申请者必须具备 100 万以上, 首期进货资金 5 万元以上, 装修费用及首期 3 个月 (进货不贴息) 作为开店启动资金 (因各地经济发展不一, 上述标准酌情增减与商酌不悖, 具体金额请与各区域业务开发部联系, 详细咨询)。

新开“李宁”牌专卖店所必须具备的条件:

- 合适的店址位置——位于繁华商业街及体育品牌专卖店的黄金地段。
- 所在城市及商圈符合“李宁”品牌开发的要求 (李宁公司根据城市/商圈经济状况、经济发展水平、竞争状况、李宁品牌发展潜力等因素综合考虑城市权利和商圈辐射, 具体条件各区域渠道开发部咨询)。
- 合理、规范的品牌招商。
- 足够的人员配置——店长、店长、副店长、柜姐、库存管理员、导购员、收银员等。

资料来源: 李宁官网、国信证券经济研究所整理

图 71: 李宁品牌经销商数量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

始终保持互利双赢理念, 与大部分现经销商合作多年, 信任关系深厚

公司 2012 年在自身陷入收入连续下滑和大幅亏损的艰难处境下, 仍然通过一次性回购经销商存货、重整应收账款、大幅提高返点等方式帮助同样困难的经销商恢复经营能力。而通过共同努力, 经销商整体随公司的顺利变革和业绩复苏走出了困境, 盈利能力不断提升, 其回款能力显著提高, 公司他们给予的返点水平也得以由原来双位数降到目前中单位数左右。

综上, 当前大部分的经销商不仅实力较强, 而且与公司建立了紧密深厚的关系, 对公司发展方向的认同程度以及深度合作信心持续强化, 成为了零售统一管理顺利推行的重要保障。

表 31: 李宁品牌经销渠道统一零售管理情况

经销渠道终端店铺管理层面:	订货及后台层面:
<p>1) 零售数据: 除偏远地区外, 将大部分经销商店铺整合进入 IT 系统, 更好掌握经销渠道零售数据, 将顾客购物信息与总部系统同步直连, 至少 85% 以上的线下店铺安装 POS 系统, 对全部线上店铺数据进行把控;</p> <p>2) 定价管理: 协同经销商制定统一严格的线上线下价格及管理政策, 优化折扣管理, 严把重点商品, 对违规行为进行处罚, 同时给与经销商及其终端店铺一定自主决定权以应对具体的市场热点及竞争动态进行灵活决策;</p> <p>3) 店铺结构指导: 指导经销商根据公司店铺体系进行开店和店铺建设, 统一装修风格, 强化对店铺经营效率评估, 及时调整和关闭低效店铺;</p> <p>4) 店内运营: 指导店内货品组合, 优化当季架上搭配, 预测及监控当地市场销售动态, 及时进行促销清货等活动。</p> <p>5) 店员管理: 将大部分经销店铺纳入店员培训及内部沟通平台, 提升店内服务水平, 及时发现和解决问题。</p>	<p>1) 订货引导: 引导经销商在订货会根据公司产品指导, 结合自身终端店铺情况进行订货, 优化期货组合。</p> <p>2) 灵活供应: 根据经销商存货过剩或短缺情况, 通过快速反应供应链及时对其做出加单减单、货品调配等决策。</p> <p>3) 多渠道配合: 公司持续完善线上线下一体化经营模式, 将更多经销商店铺纳入全渠道经营体系。</p>

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

终端优化: 店铺体系升级, 精细化运营管理提效, 店内服务强化

线下门店为公司主要销售渠道, 目前贡献了近八成的收入, 自 2015 年复苏以来, 开店对线下收入增长的贡献不断减小, 而店效驱动增长的态势明显。具体来看, 14-18 年间线下整体/经销/直营收入较年分别增长 42.4/39.9/46.3%, 相比之下, 线下整体/经销/直营的店铺数量较 2014 则仅增加 12.8/9.36/25.9%, 其中 18 年各渠道的收入增速则分别达到 12.6/11.0/15.0%, 而对应店铺数量则分别变化 1.3/2.5/-2.3%, 因此在店铺数量基本没有变化的情况下收入实现了加速增长, 而直营渠道表现更为突出。

图 72: 李宁品牌国内线下渠道收入及增速 (不含童装)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 73: 李宁品牌终端店铺数量变化 (不含童装)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

从最近 2 年的线下运营情况来看, 公司同店增长情况良好, 其中直营同店增长基本都在高单位数以上, 经销终端同店增长虽存在波动, 平均来看也达到高单位数, 并且两边都在近期出现明显加速。因此, 同店增长是线下零售流水的快速增长的动力。

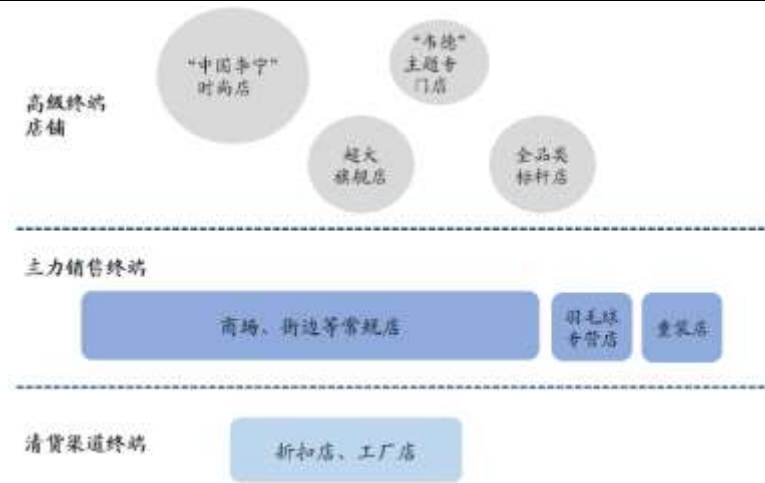
表 32: 线下渠道零售流水及同店增长情况

季度	同店增长		线下零售流水增长	
	直营	经销	直营	经销
2019Q3	10-20%低段	10-20%低段	10-20%中段	30-40%高段
2019Q2	10-20%低段	10-20%低段	高单位数	20-30%中段
2019Q1	高单位数	10-20%低段	10-20%低段	20-30%低段
2018Q4	中单位数	中单位数	高单位数	10-20%低段
2018Q3	高单位数	高单位数	10-20%中段	10-20%低段
2018Q2	高单位数	低单位数	10-20%中段	中单位数
2018Q1	10-20%低段	中单位数	20-30%低段	高单位数
2017Q4	10-20%低段	高单位数	10-20%中段	10-20%低段

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

整体来看，线下渠道终端运营能力的强化是推动店效提升的一大重要原因：首先，公司通过对线下终端的不断升级优化，目前在线下已顺利的搭建起多层次的店铺体系，其中对高级店铺的丰富和升级成为一大突破，在提升整体零售效率、推动销售增长方面将起到越来越大的作用。在此之上，公司对各类终端店铺进行了精细的差异化运营管理，同时注重强化消费者的店内购买体验，使得整体零售效率不断提升。

图 74：李宁品牌线下多层次店铺体系



资料来源：国信证券经济研究所整理

➤ 发力高级店铺，打开核心城市优质渠道广阔空间，结构优化形象提升

去年开始，由于走秀系列产品取得重大成功，公司随即开发出了“中国李宁”时尚店，专门销售具较强时尚属性的高价位产品。同时，走秀系列也整体进驻公司的旗舰店、全品类标杆店等高级店铺，使其店内产品结构得到升级。

于是，公司在国内各大核心城市的购物中心、核心商业区等优质渠道方面打开了广阔增长空间，不仅能更有效的销售高端产品，也提高了集中展示高端时尚性的能力，推动了品牌形象的提升。

购物中心等新兴零售渠道是国产运动品牌良好的潜在渠道资源：

购物中心综合了购物、餐饮、休闲娱乐等功能，对大量年轻客群有很强的吸引力，契合运动品牌最主要的目标消费者；同时，购物中心一般处于较核心的商圈位置，客流一般具有较高的即时消费意愿与消费能力；此外，购物中心一般装修较好，可提升进驻品牌的档次感，建立更好品牌形象。

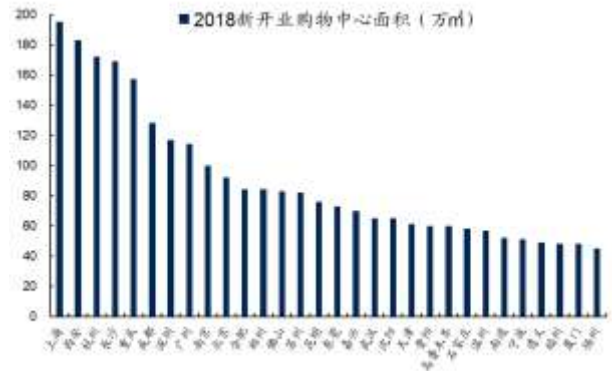
目前来看，购物中心等新兴渠道已成为新一代消费者的主要渠道，尤其是在经济发展程度相对高的城市。根据赢商大数据，2018年全国一至四线城市3万平方米以上购物中心存量面积超2008年10倍，同时2018年新开业购物中心面积前30的城市几乎全部为一、二线城市。

图 75: 一至四线城市 3 万平方米以上购物中心存量面积变化



资料来源: 赢商大数据, 国信证券经济研究所整理

图 76: 2018 年新开业购物中心面积前 30 城市



资料来源: 赢商大数据, 国信证券经济研究所整理

但本土运动品牌要进驻购物中心这样的渠道往往受阻较大，尤其在相对高线的核心城市，这主要系长期以来定价相对较低，难以覆盖高昂的租金成本，档次不高而缺乏对客群的吸引力，购物中心本身也缺少引入本土运动品牌的意愿。对此，公司过去进行了一定的突破尝试，例如打造“韦德”主题店专售篮球系列产品，由于品类相对单一限制了大规模扩张的能力，全国店数仅 10 家左右。

“中国李宁”时尚店成为向高端优质渠道进行扩张的突破口

由于集合了较强时尚属性产品，因此“中国李宁”时尚店无论是在产品价位、潮流吸引力还是话题热点性方面都足以达到在高线城市购物中心等高端渠道开店的要求。目前公司主要通过与专门经销商合作的方式进行开店，自 18 年下半年开始 19 年至 8 月，“中国李宁”时尚店已达 80 家，下半年较确定的开店计划为 50 家，扩张速度较快，预计未来仍有较大开店空间。

图 77: 李宁“韦德”主题专门店



资料来源: 上海浦东正大广场调研资料, 国信证券经济研究所整理

图 78: “中国李宁”时尚店



资料来源: 深圳京基 100 KK MALL 调研资料, 国信证券经济研究所整理

其他类型高级店铺的效益及影响力提升，开始加速扩张

公司的其他高级店铺本就位于各大主要城市的地标核心商圈等黄金地段，一般店面较大、品类较全、装修较好，因此销售额及客流量都较大，随着高端时尚品类的丰富，这些高级店铺的效率和吸引力都将迈上新的台阶，在影响力不断扩大的情况下开店亦能有所提速，尤其在相对高线城市。

综上所述，目前公司的高级店铺虽然整体数量不多，却是提升整体零售能力、

高校店铺的发展是推动收入和业绩增长的重要动力：在直接影响方面，高级店铺的店效和利润率远超常规店水平，目前来看未来还具有较大的开店空间，将使得整体渠道结构不断优化；间接方面，高级店铺的升级扩张使得消费者对公司品牌的档次形象和时尚性认知持续提升，有助于带动整体销售的快速增长。

表 33：部分高级店近期店效情况

店铺位置	类型	开业时间	大致面积 (m ²)	店效情况
天津滨江道现代城店	超大旗舰店	2018.12	800	首两月的平均月流水额达 200 万 2019H1 平均月流水额约 140 万
成都春熙南路体验店	超大旗舰店	2017Q1	900	2018 年同店销售增长 85% 2019H1 同店销售增长 30%
济南世茂广场店	全品类标杆店	2018.01	560	2019H1 同店销售增长 60%
大连罗斯福店	全品类标杆店	2019Q2	430	首两月平均月流水额约 100 万
西安小寨赛格店	全品类标杆店	2016Q3	400	2018 年同店销售增长 36%
广州正佳胜道店	全品类标杆店	2018Q2	300	2018 年销售额超 600 万
南京德基广场店	“中国李宁”时尚店	2019.03	151	2019H1 月平均店效超 110 万
成都 IFS 店	“中国李宁”时尚店	2019.01	179	2019H1 月平均店效超 100 万
上海来福士	“中国李宁”时尚店	2018.12	157	2019H1 月平均店效超 100 万

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

► 因地制宜进行终端运营管理，精准把握不同区域需求差异

由于公司的线下终端分布广泛，覆盖各线城市的不同地段，因此每个销售点直接面对的消费者群体差异较大。同时，公司产品品类较多、功能多样、定位较宽，在一般终端店铺能上架销售的品类款式都受到一定限制。因此对不同终端进行精细的差异化运营管理成为公司系统性提升整体零售效率、拉动店效增长的关键，尤其是针对数量超 6000 家的常规店铺。从具体几个方面来分析：

1) 组货管理是实精细化管理的重点方面。公司首先根据各商圈街区划分层级，以对其中店铺进行精细分类和优化管理，在此基础上，利用零售大数据，不断提高各地门店货品与主要光顾消费者需求之间的匹配度，使不同品类、新旧品之间的搭配适当，持续优化的组货模型，并提升各店铺订货的精准度。

目前公司基本上做到在越发达的区域开设面积越大的店铺，并销售功能性和产品力越强、价位越高的产品，当季最新品和走秀系列产品比例也与之一致。此外，根据草根调研了解，我们发现不同“中国李宁”时尚店产品组合存在一定差异化，会选择性的销售部分非走秀款的联名系列、顶级篮球产品等，一定程度体现公司对高级店铺组货管理的灵活性。

表 34：李宁差异化常规店铺典型实例

店铺位置	大小	篮球鞋吊牌价	跑鞋吊牌价	相对高端时尚产品系列
某一线城市地标性商圈的商场运动专区	中型	500-800	400-600	存在“悟道”等多款走秀系列产品，篮球产品中“韦德”系列占相当。
同一线城市较偏僻商圈的商场运动专区	小型	400-700	300-550	未售走秀系列产品，篮球产品中“韦德”系列占一定比例。
某三线以下较核心街道	中小型	150-450	200-40	店员介绍曾售某款低价位“中国李宁”走秀系列卫衣，但数量极少很快售罄，“韦德”系列很少。

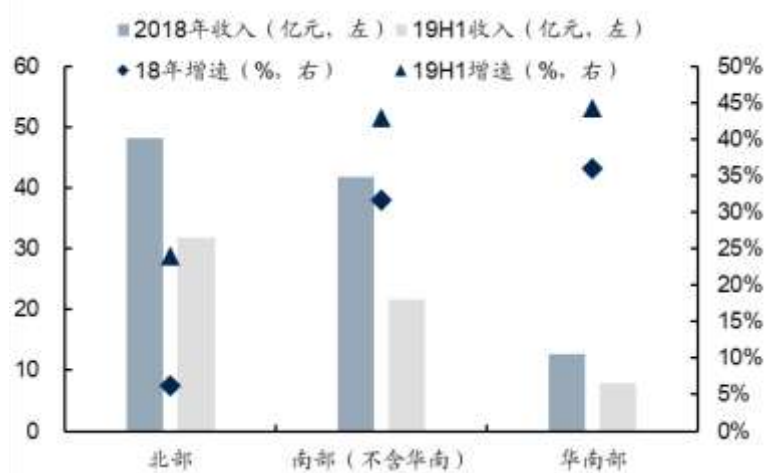
资料来源：调研资料，国信证券经济研究所整理

2) 在促销管理方面，公司既会制定明确的价格指引，保证实际零售价格更符合销售策略，又会充分授权使各区域的终端店铺，以更灵活地应对当地情况变化，同时还不断加强对各店铺的季末折扣和清货管理，并强化直营清货渠道建设，以更快地将滞销产品下架转入折扣店等，减少库存成本及跌价风险。

从结果上看，这样精细化的渠道管理对运营效率产生了较强的提升作用。2018 年/19H1 公司南部地区收入增长 31.7/43.0%，华南部地区收入增长更是达到 36.1/44.3%，远高于非重点投入北部地区，很大一方面面的原因在于公司自去年开始致力于改善过去“北强南弱”的不平衡情况。对此，公司为南部区域组建

专门的运营管理团队和特供产品设计团队，并将广东、广西等几个省份独立划分出来组成华南销售区，从而进行更好的精细化运营管理。另外，南部地区整体更高的经济发展水平本身也提供了较大的收入提升空间。

图 79: 2018 年/19H1 南部地区收入增速明显较快



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

➤ 提升店内购买体验，强化店面建设及消费者服务能力

与其他类型的服装品牌类似，良好的店内购买体验可以对产品销售产生较大的推动作用，是提高线下零售能力的重要环节。因此，公司持续重视对店面形象、装修、产品陈列等方面的提升以吸引顾客进店，并加强店员服务能力以及对会员的管理服务以提高转化率、连带率、复购率等关键指标，提升购买者对品牌的认可度。

表 35: 公司提升店内体验相关举措

相关举措	具体内容
升级店铺形象	(1) 与国内外视觉营销公司合作进行设计，突出主题和色彩运用，采用更具科技感的推广元素和手法； (2) 根据条件设置时尚区，展示国际时装周“中国李宁”等时尚系列； (3) 增加年轻店员，尤其是在各类高级店铺，身着时尚系列直接展现产品时尚性
提升店员服务能力	(1) 开发全平台线上培训系统和线上线下一体化培训体系“宁学堂”，以提高店员的零售技巧、产品相关知识； (2) 较大店铺公司设置专门运动顾问和时尚顾问，加强与顾客的沟通联动； (3) 推行店长培训计划，设置店长网站和多个微信平台加强沟通联系，促进相互经验分享并提供零售趋势指导。 (4) 公司层面仍不断更新优化各类型店铺的运营标准及服务规范，并通过神秘访客制度检查推动店铺服务水平
强化会员建设及服务	(1) 在 2013 年推出“宁聚”卡会员，首年便吸纳超 50 万会员，后不断优化升级。 (2) 会员根据年消费金额分为 4 个等级，享受生日礼、升级礼、门店折扣、积分兑礼、活动优先入场权、专属客服等权益。 (3) 在每季度新产品上市、限量款发售、以及 NBA 国际明星的中国行营销活动中，对会员提供一定程度特权。 (4) 运用会员信息数据，公司还建立了服务于会员的个性化需求资料。

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

从实际效果来看，我们在调研中发现各类店铺的店员对公司不同品类的明星产品系列都有一定程度的了解，不论是否在店内销售，好于部分其他国产品牌的情况。同时，根据公司 2017 年年报披露，公司会员数量以及会员销售贡献较上一年度都有明显增长。

电商渠道：优势显著增长迅猛，多平台布局联动线下

公司近几年电商渠道的收入一直保持很高的增速，成为强劲的增长动力。自2014年起，李宁品牌电商渠道的国内收入（不含童装）在5年内增长近7倍，占比由5%上升至22%，虽然近两年电商增长速度随基数的增大和传统电商渠道整体红利的减弱而放缓，但仍能维持30%以上，较大幅度高于线下增速。

图 80: 李宁品牌电商（不含童装）国内收入及增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 81: 李宁品牌电商（不含童装）国内收入占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司是最早开始建设线上渠道的国产运动品牌，2008年便在上海成立了电商事业部，成为第一批进驻天猫平台的品牌商，后又建立了自营官方商城，进驻了京东、名鞋库等网上平台，但彼时仅作为一种补充渠道，60%以上的电商收入来源于经销商，更未重视线上运营能力。

直到2014年，公司从获取数据方面开始逐步意识到电商在零售方面的重要作用，才开启了电商的高速发展阶段。到2016年时，出于对电商的高度重视，李宁亲自到上海共同规划电商渠道的发展策略，并与总负责人一起前往阿里总部学习线上运营经验，此时自营电商收入已提高到80%左右，电商团队也增加到50多人，拥有很强创业性团队氛围。

目前，公司已逐步建立了全面广泛的多平台电商销售体系，包括建立自有线上商城，打通腾讯微信入口，入驻阿里天猫、淘宝、京东等主流传统电商平台，部分经销商近期还开始涉足新兴的社交电商平台。

图 82: 公司主要电商销售体系



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司对多平台电商体系的打造和重视对提升公司整体的零售能力和效率有重要意义：（1）电商对不同区域和消费者群体的覆盖几乎不受空间限制，非常适合公司以中低端产品为主、定位和价格跨度大的丰富产品体系，（2）电商零售数据即时全面，有助于捕捉市场信息及消费者偏好动向，（3）移动互联时代下，消费者可以随时随地接触电商进行浏览消费，各电商成为传播媒体以及为消费者互动的内容平台，（4）线上线下联动在提升零售效率方面具有较大潜力。

➤ **线上货品齐全种类丰富，具备随时满足各类消费者需求的能力**

对于李宁这样针对多个运动项目和时尚类别的综合性运动品牌，受到门店货架空间限制比一般服饰品牌更大，但在电商上完全不存在这样的限制，根据我们的统计，李宁品牌单个品类产品在每个主力电商平台上同时销售的款式数量都在百种以上，价格方面跨越所有层级；消费者甚至可以买到三、四年前推出的热门长青款产品。

表 36: 李宁品牌典型产品在主要电商平台的品种数量及标价情况

电商平台	自营官方商城		天猫商城官方网店		京东商城官方网店	
	品种数(不区分同款不同配色)	价格区间	品种数(不区分同款不同配色)	价格区间	品种数(区分同款不同配色、含本地无货款)	价格区间
篮球鞋	81	139-1299	57	159-1499	213	138-1499
跑步鞋	154	119-2099	113	119-2099	336	138-2099
短袖T恤	274	49-499	189	58-499	约 400-450	58-499
卫衣	275	79-899	220	99-899	325	89-899
裤装	410	59-899	162	69-899	435	58-899

资料来源:李宁官网、天猫商城、京东商城, 国信证券经济研究所整理

此外，电商几乎覆盖所有区域目标消费者的特性也带来了天然的下沉能力，有利于公司更充分地享受中低线城市消费崛起红利，促进中、低价格主力产品的销售。此外，电商平台的主要使用者相对年轻，线上消费经验较为丰富，可很好的选择所需尺码，也较为了解运动鞋服的各种标准功能性，注重款式设计和时尚元素而又对产品性价比较为敏感，契合公司的主要目标消费群体。

➤ **多平台电商强化零售营销推广，线上线下联动具较大潜力**

1) 多元的电商平台丰富了公司的营销渠道和手段，提高了推广效率。

在对某重点内容进行线上推广时，公司同时运用多个平台可扩大对目标消费者的接触面和接触力度，并在不增加固定成本增大营销效果；在不同平台又可针对不同的内容或活动进行营销，灵活地运用各平台资源；此外，公司在天猫等主流平台设立综合性官方店外，并分门别类设立了**中国李宁、篮球、跑步**等核心品类旗舰店，有针对性的拓展了不同品类产品的内容营销渠道。

2) 利用线上多平台电商体系，可以更好发挥线上线下的联动潜力。

在营销推广方面，线上渠道的优势在于传播速度快、覆盖面广，公司可以很好提高线下各类营销活动的覆盖范围和影响力，线下的热点事件活动则可成为线上营销的优质主题，实现相互引流。目前公司已经能较为成熟的利用线上线下联动方式，在限量产品的发售、韦德中国行活动，CBA 及马拉松大赛的整合营销等方面上取得良好效果。

图 83: “2019 韦德中国行”线上线下一体化主题宣传



资料来源: 李宁官网、微博, 国信证券经济研究所整理

图 84: 线下马拉松大赛结合线上商城产品推广



资料来源: 李宁官网, 国信证券经济研究所整理

3) 从产品销售角度来看, 电商平台具有产品齐全、信息全面的优势, 线下门店则具有可以直接体验的优势, 通过灵活快捷的全渠道物流配合可以使得二者良好结合。目前公司已在渐渐实现线上购买门店取货、门店购买快递到家等多种一体化零售模式, 而多平台电商的体系则能使线上线下的结合效率更高。

4) 从会员的拓展与服务的角度, 线上线下同步进行也可带来更高的会员拓展效率, 并以更多的渠道及方式带去相关的活动信息、优惠便利及专业知识, 提供更优质的体验。

综上所述, 公司通过多平台的电商布局显著提高了公司的整体零售能力, 取得了良好的销售效率, 未来仍有较大潜力空间。

图 85: 公司电商宣传活动及销售大事记



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

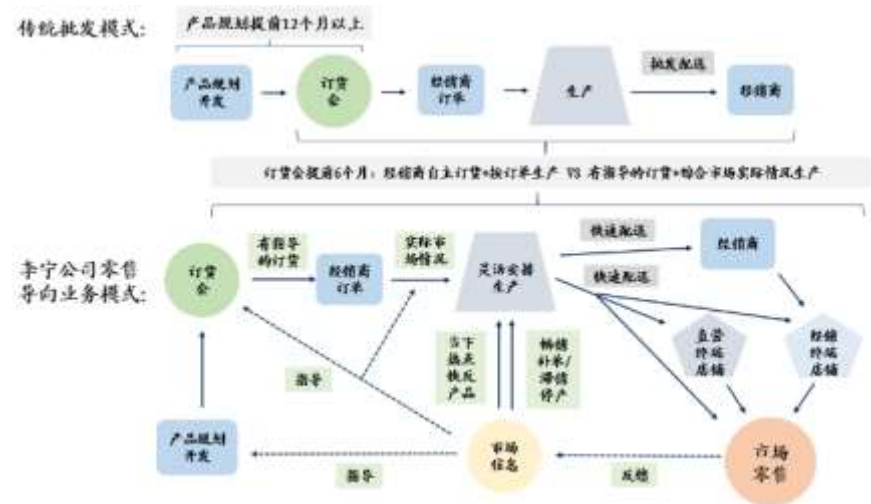
后台锻造：围绕零售导向业务模式，建立快速供应链和高效物流体系

公司在不断转型为零售导向业务模式中，具有灵活生产能力的快速反应供应链和高效的物流体系是其成功必要的关键环节。只有拥有这样一套高效运作的后台体系，才能为提升整体的零售能力及运营效率提供基础。

在传统批发模式下，产品从规划到上架的周期很长，往往在一年半左右，对市场信息反应滞后，几乎没有适应消费者偏好变化的能力，同时品牌商在将产品发货给经销商后随即确认收入，对后续零售部分的关注和管理较弱，因此容易导致渠道库存积压危机。

在零售导向业务模式下，品牌商必须充分把握零售市场的动态信息，以此指导经销商订货、大货生产、终端销售、快反补单等各个环节。因此，在生产端，以大货为导向的传统供应链不再满足要求，需要能灵活地应对短时间、多样化的生产需求；同时物流体系也需要进行配套升级，能高效精准地将产品配送至各类型的终端，甚至直配消费者，以此更好的把握需求动态，提升消费者体验。

图 86：运动品牌供应链作用：传统批发模式 VS 零售导向模式



资料来源：国信证券经济研究所整理

李宁公司方面，早在 2009 年就邀请核心供应商和配套材料供应商在具有成本优势的中部地区荆门市建立了先进的大型生产配送一体化基地“李宁（荆门）产业园”，包括加工、配套材料、物流和研发四大园区，占地面积达 1450 亩，厂房及各基础配套设施达到 13 万平方米，2017 年时就业人员 8 万人以上。在此基础上，公司近年对升级强化供应链和物流体系的升级进行了重点投入。

围绕零售业务具体模式，建设可快速反应的优势供应链体系

首先，公司在 2013 年二季度开始对传统订货会模式的基础上优化升级，引入了“A+/ QS/ QR”产品模式。其中，“A+品”即最畅销产品组合，公司为基于对消费者和市场的分析，而在订货会中引入的可选产品组合，该组合上市后公司会实时监测其零售，并能随时提供补货支持，“QS 品”即为实际得到补货的产品。“QR 品”则为订货会外迎合市场热点的快速反应类产品，在此基础上公司构建了长、短生命周期产品组合，并逐步实施对常青款滚动补货。

随着订单的增长和快反品比例的增加，公司持续优化分段生产/分段发货的生产供应模式，合理地降低了期货订单比例。

在对供应链进行相应的快速反应升级方面，公司施行了诸多有效的举措，包括：

- 自 2014 年开始实施精益生产线，可以满足对小批量、高频次、短周期产品的产能需求，同时针对快速反应和快速补货订单实施绿色通道。
- 对一级、二级供货商的规划工具进行统一，可根据需求变化快速响应，大幅提升了管理效率。
- 集中中央仓库使其更贴近生产工厂以缩短订单前置期。
- 锁定更多具备快速补货能力和推新能力的供货商，加强了与国内外领先供货商的 ODM 模式合作，以提升产品开发、生产效率。
- 自 2018 年起，为更好地掌控供应链，公司开始整合上游资源，通过在南宁租赁鞋厂重新进入生产领域，提高了应链管理和科研运用效率，沉淀核心能力，并进一步强化对市场的快速反应。
- 2018 年开始年单独成立了新业务鞋供应中心，开发引入优质供应商及新工厂，以应对逐步加快的电商业务节奏和正起步的童鞋业务。

同时，为更好的发挥供应链作用，强化与销售终端的配合，公司还打造了全零售平台并完成 IT 整合，目前已在所有自营门店和大部分经销商门店使用，从而获得了采集实时门店数据、分析每日销售趋势以及每周检查需求/供应情况的能力，以便及时调整决策。当前，公司还实现了店铺补货、集中物流、交换和订单退货流程的自动化。

在其他方面，公司不断强化产品质量管理，注重提升产品做工及细节；严格控制成本，并将成本管理活动贯穿到产品设计开发到采购生产的各个环节，在生产方面提高产品性价比；成立供货商监控部门，发展新供货商并进行优胜劣汰。

➤ 物流体系再升级，构建全渠道支持能力

公司在荆门基地建有 5 万多平米的现代化自动化立体仓库“李宁物流中心”，可以对所覆盖区域的零售配送需求快速反应，是公司物流体系的核心。为更好适应零售导向业务要求，公司会根据数据分析和预测提前将适量货品运送到离门店更近的区域分拣中心以确保快速补货。

2016 年，公司完成了对全部区域性物流中心和全国物流中心的业务流程改造及信息化升级，使其同时具备批发、零售和电商物流三种能力，这样不仅提升了物流效率，还初步建立起了覆盖全国销售网络的全渠道物流服务体系。此外，公司又初步建立了 O2O 全渠道库存一体化系统平台。

至 2018 年，公司总仓已能够向全国超过 800 家门店进行铺货直配，向全国超过 1,500 家门店每周进行常青款滚动补货，同时公司的所有物流仓都已兼具 B2B 和 B2C 两种作业能力，可良好地应对线上线下各类型的季节性、节日性、活动性等销售高峰。

盈利预测

根据公司的业务特点和战略布局，我们以李宁品牌不含童装的国内业务为核心进行收入拆分。这部分核心主业在总收入中占比在 95%左右，作为战略重点目前已相对发展成熟，按渠道可分为线下经销、线下直营和线上电商三部分。在此基础上进一步添加对海外区域、童装新业务以及其他品牌业务的收入分析。

核心假设

- 1、公司保持聚焦单品牌、深化多品类和强化多渠道的基本战略，整体业务升级带来的更高经营效率持续释放，此外童装新业务有序拓展，其他品牌等多元业务平稳谨慎发展。
- 2、营收保持较快速的稳健增长，首先在公司本身方面，以功能性和时尚性升级为基础，产品体系对消费者的绝对及相对吸引力水平持续强化，同时随渠道体系的强化提效，对目标消费群体的精准覆盖能力和效率不断提升，在外部环境方面行业较高景气度正常延续，能够在较长的时间内维持每年两位数左右较高增长。
- 3、19H1 在整体零售额超预期的背景下收入增长动能较足，同时由于经销商接手 127 间直营终端，同时高效店开店较多导致新店铺货效应较强，较大程度拉高经销渠道收入，预计带动全年营收的较高增长，但也对 2020 年造成相对较高的增长基数。预计未来线下直营和经销渠道终端数量稳步扩张协调发展，新店和同店店效皆保持相对较高增长。
- 4、整体毛利率逐年提升，主要系随产品体系的优化升级和运营能力的提升，新品定价得到提高，实际销售的新品率、售罄率、折扣率持续改善，库存效率得到提高。根据公司管理层指引，未来三年毛利率平均每年至少上升 1pct.左右。
- 5、期间费用率逐年下降，在销售费用率方面，随营销推广业务环节的优化升级加之直营渠道管理效率的强化带来资金投入效率提升，在管理费用率方面，近年在人才、渠道架构调整方面的较大投入形象减退，综合来看规模优势不断形成，参考历史水平及可比本土公司长期情况仍有较大提效空间。
- 6、19H1 由于参股子公司土地被政府回购带来 2.34 亿相关非经常收益，对今年净利润产生较大正向影响，同时也对 2020 年造成较高业绩基数。

具体分拆如下表所示，综合来看，预计 2019-2021 年 EPS 为人民币 0.64/0.79/1.05 元，对应 PE 分别为 38.5/31.3/23.5 倍。

表 37: 公司盈利拆分

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	主要逻辑及假设
李宁牌 (不含童装)							
-国内收入 (百万元)	13200.03	16288.76	19314.81	13200.03	16544.75	19785.23	
增速 (%)	13.37%	10.15%	16.90%	32.27%	25.34%	19.59%	
毛利率 (%)	46.61%	47.67%	48.84%	49.81%	51.08%	51.89%	
其中:							
线下经销渠道收入 (百万元)	4063.00	4216.00	4679.00	6629.61	8080.95	9243.72	假设稳定较快开店且店效稳步提升; 19年H1将127间直营店转经销、同时开设较多高级店铺, 导致初始铺货收入增加较多, 随经销商信心增强, 开店积极性和平均规模都有望持续提高, 加之零售运营能力的强化;
增速 (%)	5.15%	3.77%	10.98%	41.69%	21.89%	14.39%	
经销渠道店铺数量	4829	4721	4838	5273	5589	5812	
经销渠道店均收入	84.14	89.30	96.71	125.73	144.59	159.05	假设未来毛利率保持较快提升趋势; 新品定价提高, 新品率、售罄率、折扣率的持续改善, 渠道库存效率提升, 清货能力的强化预计都将推升毛利率, 同时“中国李宁”时尚店较多由经销商开始, 毛利率水平较高。
毛利率 (%)	37.00%	39.00%	40.50%	42.50%	44.00%	45.00%	
线下直营渠道收入 (百万元)	2525.00	2699.00	3105.00	3496.73	4283.59	5023.64	假设开店稳健, 店效在同店和开店优化的背景保持良好增长势头; 由于对直营店进行优化及127间直营店转经销, 19H1收入一定程度受到冲击, 实际在新开店方面保持稳健步调, 同时直营渠道主要位于相对高线城市和繁华商业区域, 单店经营效率提升空间较大。
增速 (%)	7.13%	6.89%	15.04%	12.62%	22.50%	17.28%	
直营渠道店铺数量	1611	1541	1506	1325	1364	1391	
直营渠道店效	156.73	175.15	206.18	263.9	314.0	361.2	假设未来毛利率保持逐步提升; 随产品力及零售能力强化毛利率预计持续提升, 但公司清货店铺主要为直营且店效较高, 随清渠道的建设强化及运营提效, 一定程度将抵消直营毛利率的提升。
毛利率 (%)	60.50%	61.00%	62.00%	63.5%	64.5%	65.0%	
线上电商收入 (百万元)	1162.59	1622.04	2195.49	3073.68	4180.21	5517.87	假设在未来较长时间内继续维持较高增长速度; 由于线上平台体系及运营能力不断强化, 专门供应链支持下线上专属产品效率提高, 推陈出新能力加强, 假设未来逐步提升; 今年开始推出线上特别系列定位相对较高, 市场反应良好销量较高, 对毛利率产生一定提升作用
增速 (%)	88.96%	39.52%	35.35%	40.00%	36.00%	32.00%	
毛利率 (%)	50.00%	47.50%	48.00%	50.00%	51.00%	51.50%	
海外收入 (百万元)	206.50	239.89	248.66	298.39	328.23	361.06	19H1增长达32.40%导致全年增速较高; 但目前对外销售的主要部分产品为尾货和较低价位的专品, 毛利率相对较低。公司在策略上未对海外市场进行重点规划, 假设保持这样的业务模式并维持一般水平的收入和毛利率增长。
增速 (%)	36.36%	16.17%	3.66%	20.00%	10.00%	10.00%	
毛利率 (%)	27.72%	28.81%	27.55%	30.0%	30.5%	31.0%	
童装业务收入 (百万元)	—	42.26	200.00	320.00	464.00	649.60	假设未来三年保持稳定较快增速; 童装业务主要在国内开展, 市场潜力空间较大, 公司较为关注, 但现阶段总体策略为稳健推进, 着重为未来的营运渠道体系完善打下良好基础;
增速 (%)	—	—	373.21%	60.00%	45.00%	40.00%	假设未来稳定提升; 童装为经销业务, 根据了解毛利率与成人装相近, 设计方面依托成人装, 目前已打造了专门供应链以提效运营效率
毛利率 (%)	—	36.00%	38.00%	40.00%	41.00%	42.00%	
其他品牌收入 (百万元)	89.85	54.72	82.75	86.89	91.23	95.79	其他品牌处于调整优化和谨慎发展状态; 假设预测期间内聚焦主品牌战略不改变, 且毛利率水平保持稳定
增速 (%)	-23.59%	-39.10%	51.21%	5.00%	5.00%	5.00%	
毛利率 (%)	39.8%	41.4%	41.5%	41.5%	42.0%	42.0%	
总收入 (百万元)	8015.29	8873.91	10510.90	13905.31	17428.21	20891.68	在直营店铺转经销等开店因素影响下, 加之零售表现较大程度超出预期, 19H1营收增速较高, 预计将较大幅度拉高全年营收增速
增速 (%)	13.06%	10.71%	18.45%	32.29%	25.33%	19.87%	综合各业务情况, 未来整体毛利率预计实现逐年稳步提升, 而根据公司管理层指引, 未来三年每年毛利率平均每年至少提升1pct左右。
整体毛利率 (%)	46.23%	47.06%	48.07%	49.11%	50.43%	51.22%	假设未来将持续下降; 19H1销售费率大幅下降, 主要系营销推广业务环节的优化升级加之直营渠道管理效率的强化带来资金投入效率提升, 带来更高的资金投入效率, 预计规模优势将不断体现, 同时参考其他可比本土公司情况。
销售费用率 (%)	36.96%	36.82%	35.23%	32.50%	31.60%	31.00%	假设未来将持续下降; 近两年管理费用率提升较快, 主要系在内部人才团队建设和激励方面进行了较大投入, 同时受到渠道架构优化调整带来的商誉减值影响, 预计规模优势不断体现, 同时参考历史水平和其他可比本土公司;
管理费用率 (%)	5.28%	5.64%	6.29%	6.70%	6.15%	5.95%	
净利润	255.51	515.16	715.26	1478.85	1821.16	2422.84	19H1子公司土地被政府回购, 带来2.34亿相关非经常收益, 对本年净利润产生较大正向影响, 同时也对2020年造成较高业绩基数。
净利润增速 (%)	>4000%	101.62%	38.84%	106.76%	23.15%	33.04%	

资料来源: 公司公告、调研资料, 国信证券研究所预测

注: 主品牌及童装的国内毛利率拆分为在管理层指引的范围内推算匹配所得, 海外收入毛利率为推算所得, 其他品牌2018年毛利率为估计; 2017年童装收入为推算, 2018年为根据管理层指引假定。

敏感性分析

综合收入和成本端,我们对公司的未来业绩做乐观、中性和悲观三种情景分析,得到的结果如下:

乐观假设:公司 2019-2021 年收入增速分别为 35.5%、27.9%、21.9%,净利润增速分别为 120.2%、25.8%、34.8%,EPS 分别为 0.68、0.86、1.15 元/股。

中性假设:公司 2019-2021 年收入增速分别为 32.3%、25.3%、19.9%,净利润增速分别为 106.8%、23.2%、33.0%,EPS 分别为 0.68、0.79、1.05 元/股。

悲观假设:公司 2019-2021 年收入增速分别为 29.1%、22.8%、17.9%,净利润增速分别为 96.0%、20.4%、31.2%,EPS 分别为 0.61、0.73、0.96 元/股。

表 38: 情景分析表

	2017	2018	预测值		
			2019E	2020E	2021E
乐观预测					
销售收入(百万元)	8,890	10,527	14267	18243	22231
增长%	10.7%	18.4%	35.5%	27.9%	21.9%
净利润(百万元)	515	715	1575	1982	2671
增长%	101.6%	38.8%	120.2%	25.8%	34.8%
EPS	0.22	0.31	0.68	0.86	1.15
现实的预测					
销售收入(百万元)	8,890	10,527	13927	17455	20924
增长%	10.7%	18.4%	32.3%	25.3%	19.9%
净利润(百万元)	515	715	1479	1821	2423
增长%	101.6%	38.8%	106.76%	23.15%	33.04%
EPS	0.22	0.31	0.64	0.79	1.05
悲观的预测					
销售收入(百万元)	8,890	10,527	13587	16685	19669
增长%	10.7%	18.4%	29.1%	22.8%	17.9%
净利润(百万元)	515	715	1402	1689	2215
增长%	101.6%	38.8%	96.0%	20.4%	31.2%
EPS	0.22	0.31	0.61	0.73	0.96
总股本(百万)	2,315	2,315	2,315	2,315	2,315

资料来源: wind、国信证券经济研究所预测

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2018 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司公司的成长性，对行业平均动态 PE 进行修正，最终给予公司 46 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

第一，我们在对毛利率进行拆分时较大程度参照了公司管理层给出的指引范围，并利用匹配性推算方式得结果，虽然经过了较充分合理的判断评估，但仍可能与真实结果存在偏差，以此为基础进行预测可能引入一定水平的误差。

第二，我们对公司核心主业的预测主要基于公司在业务变革升级较为成功的推进了一段时间后，产品力、零售运营、营销推广等核心环节实力获得全面持续提升，已基本步入效益稳定释放期的判断，相关判断可能最终在一个或多个方面与预期不符。

经营风险

虽然公司目前较为坚定的执行总体战略，但不排除未来对战略进行调整的可能性，例如改变对童装、其他品牌业务的投入力度、对核心品牌风格定位整体定位进行调整等。此外，公司引入的外籍新高管 CEO 虽然在服装相关领域和国内市场经验丰富，但仍不排除与原管理团队和经营理念出现不兼容的负面情况。

市场风险

目前来看，运动鞋服行业在国内景气度较高，消费者需求持续放大，预计行业整体将在较长时间内维持两位数以上的增速。但如果主要消费者的偏好发生变化，行业整体增长不达预期，则有可能加剧业内竞争。

其它风险

公司今年以来已积累了相当涨幅，估值在业内也处于相对较高水平，虽然基本面情况良好，股东中由长期投资者占据主导，但不排除部分较大资金获利了结可能带来的短期股价剧烈波动的情况。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	3672	5140	6682	8019	营业收入	10527	13927	17455	20924
应收款项	966	954	1100	1261	营业成本	5458	7088	8653	10208
存货净额	1240	1433	1703	1954	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	509	696	873	1046	销售费用	3708	4526	5516	6486
流动资产合计	6386	8223	10367	12287	管理费用	728	980	1120	1292
固定资产	830	1157	1481	1800	财务费用	(10)	(96)	(109)	(136)
无形资产及其他	234	225	217	212	投资收益	0	337	70	74
投资性房地产	474	474	474	474	资产减值及公允价值变动	0	39	39	39
长期股权投资	728	780	826	871	其他收入	161	0	0	0
资产总计	8653	10860	13366	15645	营业利润	802	1805	2385	3187
短期借款及交易性金融负债	0	700	1240	1152	营业外净收支	48	44	44	44
应付款项	1357	1375	1656	1926	利润总额	850	1849	2428	3230
其他流动负债	1421	1863	2263	2663	所得税费用	135	370	607	808
流动负债合计	2777	3938	5159	5741	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	715	1479	1821	2423
其他长期负债	130	141	151	153					
长期负债合计	130	141	151	153	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2908	4079	5310	5893	净利润	715	1479	1821	2423
少数股东权益	3	3	3	3	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	5817	6852	8127	9823	折旧摊销	411	162	186	211
负债和股东权益总计	8727	10934	13440	15719	公允价值变动损失	0	(39)	(39)	(39)
					财务费用	(10)	(96)	(109)	(136)
					营运资本变动	370	103	99	86
					其它	0	0	0	0
					经营活动现金流	1496	1704	2066	2681
					资本开支	(378)	(441)	(463)	(486)
					其它投资现金流	17	0	(10)	3
					投资活动现金流	(400)	(492)	(518)	(529)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(203)	(444)	(546)	(727)
					其它融资现金流	452	700	540	(89)
					融资活动现金流	46	257	(6)	(816)
					现金净变动	1142	1469	1542	1336
					货币资金的期初余额	2529	3672	5140	6682
					货币资金的期末余额	3672	5140	6682	8019
					企业自由现金流	935	890	1446	2015
					权益自由现金流	1396	1668	2068	2028

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.31	0.64	0.79	1.05
每股红利	0.09	0.19	0.24	0.31
每股净资产	2.51	2.96	3.51	4.24
ROIC	12%	19%	22%	24%
ROE	12%	22%	22%	25%
毛利率	48%	49%	50%	51%
EBIT Margin	6%	10%	12%	14%
EBITDA Margin	10%	11%	13%	15%
收入增长	18%	32%	25%	20%
净利润增长率	39%	107%	23%	33%
资产负债率	33%	37%	40%	38%
息率	0.4%	0.8%	1.0%	1.3%
P/E	79.6	38.5	31.3	23.5
P/B	9.8	8.3	7.0	5.8
EV/EBITDA	57.3	40.8	26.5	19.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但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，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

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头寸并进行交易，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。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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 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 楼
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