

证券研究报告·纺织服装

李宁：国潮崛起，品牌焕新

叶乐
分析师

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 执证编号：S1440519030001

SFC 中央编号：B0T812

发布日期：2021年5月27日

李宁核心观点：国潮崛起、产品提升、品牌焕新

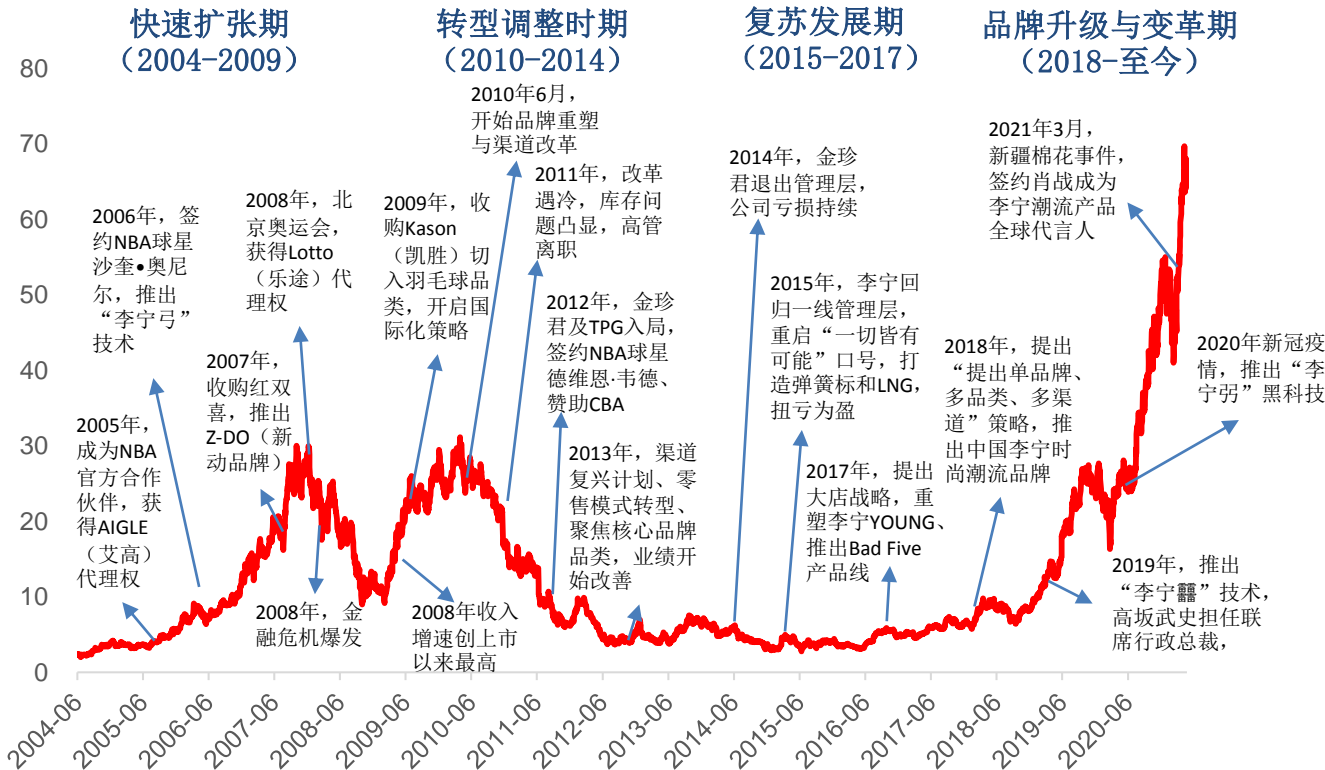
- 复盘李宁发展30年，公司经历了“兴起-成长-危机-变革-复兴”的发展历程，站在大时代背景下则是运动服装行业从渠道为王向产品、品牌为王转变的缩影，期间也夹杂着专业运动和时尚运动的交替发展。
- 2015年是公司新一轮发展的起点，创始人李宁回归一线管理，宣传语改回“一切皆有可能”，“单品牌、多品类、多渠道”策略逐步被验证，渠道和库存管理水平不断精进，专业运动品类产品力持续提升，弭、龘等核心技术赋能产品，篮球、跑步品类快速发展。
- 2018年是公司品牌向上突破的一年，定位高端的中国李宁品牌横空出世，凭借产品独特的潮流风格（传统文化、现代潮流、复古潮流三类）以及更具影响力的营销（跨界时装秀+联名款+流量明星代言），登上运动国潮之巅。Z世代的潮流消费趋势、国人文化自信提升等都将助推运动国潮服饰的浪潮。
- 盈利预测：预计2021-2023年实现营业收入182.5、223.4、270.0亿元，同比增长26.2%、22.4%、20.8%；实现归母净利润24.4、31.7、40.2亿元，同比增长43.6%、30.0%、26.8%；对应最新估值P/E为58x、45x、35x，维持“增持”评级。（截至2021年5月26日）



目录

- **第一章 概要：激荡30年，复盘李宁的兴衰及复兴之路**
- 第二章 2001-2009：国内运动鞋服市场繁荣，渠道扩张为王
- 第三章 2010-2014：行业低迷，李宁品牌重塑遇冷后的挫折与调整
- 第四章 2015至今：渠道变革、产品提升、国潮崛起、品牌焕新
- 第五章 盈利预测与风险提示

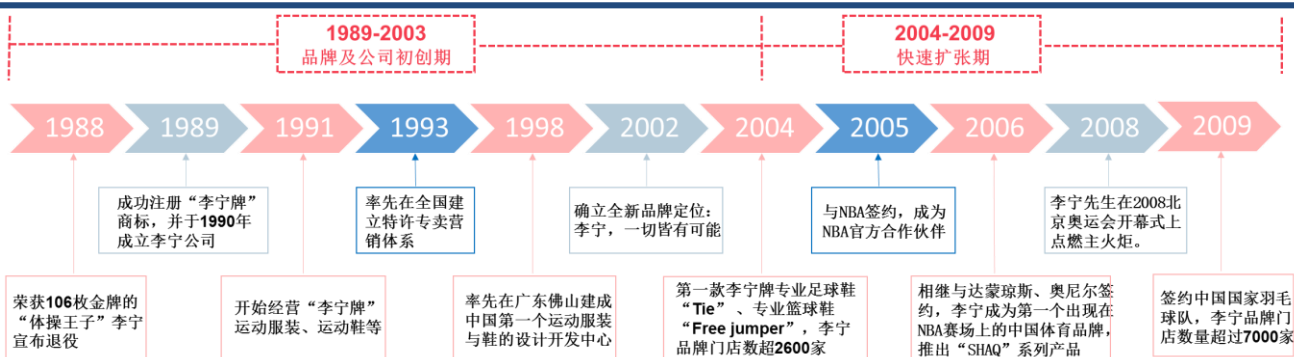
李宁股价复盘，2015年后股价腾飞



复盘李宁30年发展，1989-2009为品牌初创和快速发展期

- **品牌初创期，从运动员转型体育品牌（1989年-2003年）：**1988年，荣获106枚金牌的“体操王子”李宁宣布退役；1989年成功注册“李宁牌”商标，并于1990年成立李宁公司；1991年公司开始经营“李宁”牌运动服装、运动鞋等；1993年公司率先在全国建立特许专卖营销体系；1998年公司率先在广东佛山建成中国第一个运动服装与鞋的设计开发中心；2002年李宁公司确立全新品牌口号：“李宁，一切皆有可能”。
- **快速扩张期，乘国内运动服装发展东风（2004年-2009年）：**受益2001年申奥成功，2008年北京奥运会即将来临，国内运动服装行业进入快速发展期，在此阶段下渠道为王。2003年11月李宁E-POS项目正式启动，标志着李宁公司开始全面启动渠道管理信息系统；2004年公司推出第一款李宁牌专业足球鞋“Tie”、专业篮球鞋“Free jumper”；2005年与NBA签约，成为NBA官方合作伙伴；2006年李宁品牌联手NBA巨星之一奥尼尔先生，推出“李宁”SHAQ系列专业篮球产品线，开拓中国篮球市场；2006年公司与国际男子职业网球选手联合会ATP在北京宣布建立中国官方市场合作伙伴关系。2008年李宁在北京奥运会点燃主火炬，2009年李宁品牌门店数量超过7000家，位居国产运动品牌之首。

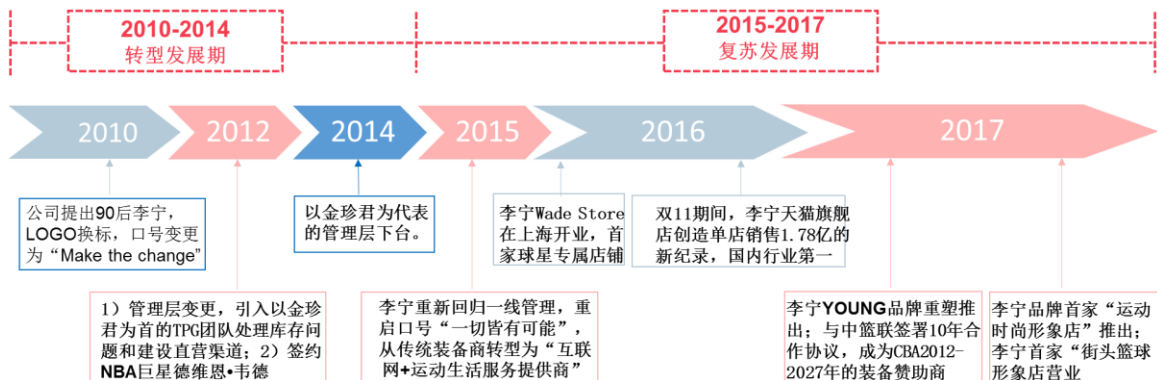
图表：李宁发展历史（1）



复盘李宁30年发展，2010-2017为转型调整和复苏发展期

- **转型调整时期，更换管理层，优化库存，聚焦篮球、跑步等5大品类（2010年-2014年）**：2008年全球金融危机的爆发及奥运会后运动热潮的退却，使得国内运动服装行业进入低谷，库存问题凸显。面对诸多难题，2010年公司提出90后李宁，LOGO换标，口号变更为“Make the change”，换标事件使得库存问题进一步爆发。2012年公司更换管理层，引入以金珍君为首的TPG团队，加速库存处理和直营渠道建设，专注于篮球、跑步、羽毛球、训练、运动生活五大品类产品。2012年公司宣布与NBA著名球星德维恩·韦德签约，打造韦德系列篮球服饰；2012年签约CBA成为CBA联赛官方合作伙伴；2013年李宁10K在全国9个主要城市的举办，参与的跑步爱好者接近6万人次。
- **复苏发展期，产品和渠道重塑品牌力（2015年-2017年）**：2015年李宁回归一线管理，李宁重启品牌口号“一切皆有可能”，从传统装备提供商转型“互联网+运动生活服务提供商”；2016年李宁首家以球星为主题的专属店铺李宁wade在北京开业；2017年李宁YOUNG品牌重塑推出。

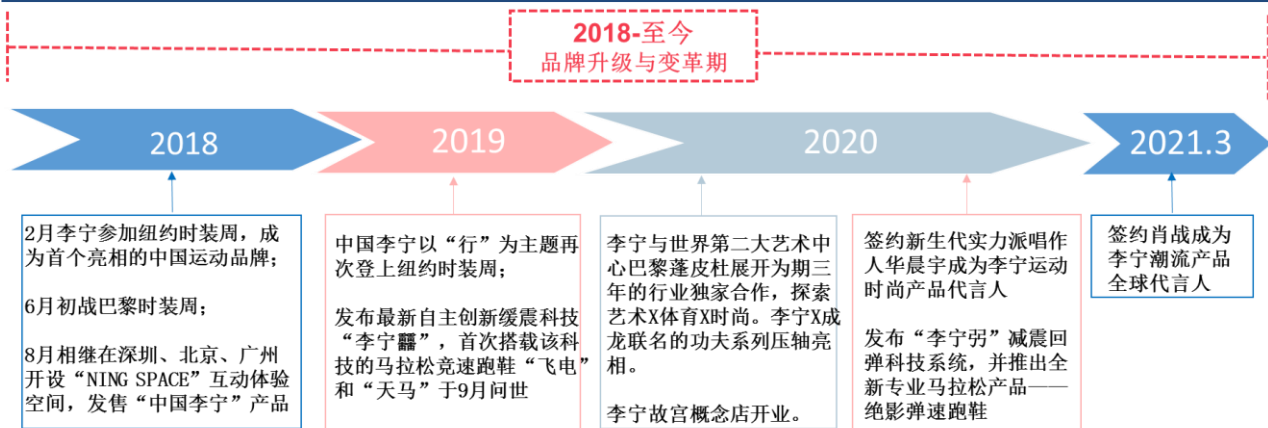
图表：李宁发展历史（2）



复盘李宁30年发展，2018年至今为产品、品牌升级与变革期

- 品牌升级与变革时期，中国李宁品牌的推出及李宁（运动系列）产品升级（2018年-至今）：有别于传统的专业运动系列，2018年开始李宁针对“国潮”热推出中国李宁品牌，通过潮流运动服装打造、跨界合作、参加巴黎时装周、特色门店开设等方式开展国货中国李宁的营销，成功塑造中国李宁高端运动潮牌的形象。2021年3月，签约肖战成为李宁潮流产品全球代言人。
- 在此期间，李宁主品牌（大货）仍然定位专业运动，通过技术研发、提高产品质量和口碑，如2019年，发布最新自主创新缓震科技——“李宁䨻”轻弹科技平台；2020年李宁发布发布“李宁弼”减震回弹科技系统，并推出全新专业马拉松产品——绝影弹速跑鞋。

图表：李宁发展历史（3）



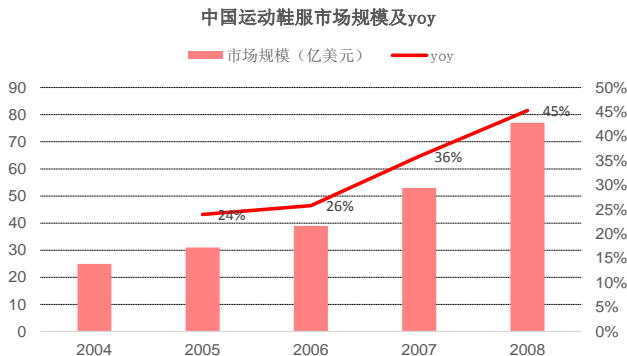
目录

- 第一章 概要：激荡30年，复盘李宁的兴衰及复兴之路
- 第二章 2001-2009：国内运动鞋服市场繁荣，渠道扩张为王
- 第三章 2010-2014：行业低迷，李宁品牌重塑遇冷后的挫折与调整
- 第四章 2015至今：渠道变革、产品提升、国潮崛起、品牌焕新
- 第五章 盈利预测与风险提示

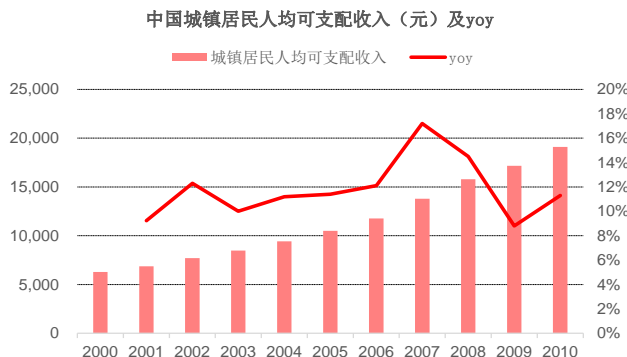
受益北京奥运会等，2001-08年中国运动鞋服市场快速增长

- 2001年7月，北京申办奥运会成功，是中国体育行业发展的标志性事件。伴随着我国经济的腾飞、运动参与度提升、2008年奥运会即将在北京举办的影响，二十一世纪初中国运动鞋服市场快速发展，据Frost & Sullivan统计，2004-2008年国内运动服装行业CAGR达25%+。
- 根据Euromonitor数据，2008年北京奥运会是此轮国内运动服装行业发展的顶峰，当年行业增速达32%。

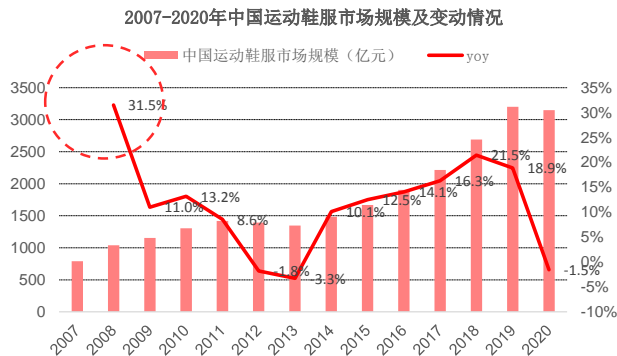
图表2：2004-2008年中国运动鞋服市场快速增长



图表1：中国城镇居民人均可支配收入不断提升



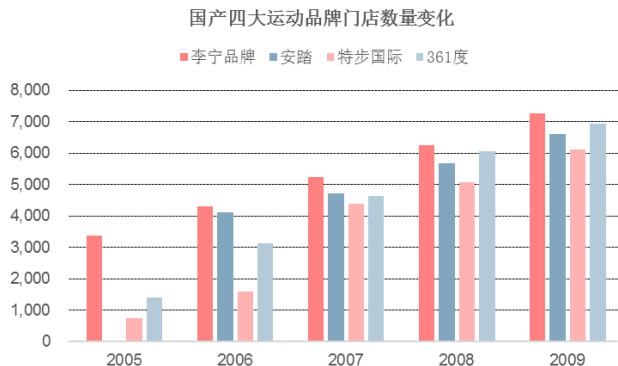
图表3：2008年奥运会推动国内运动鞋服市场至顶峰



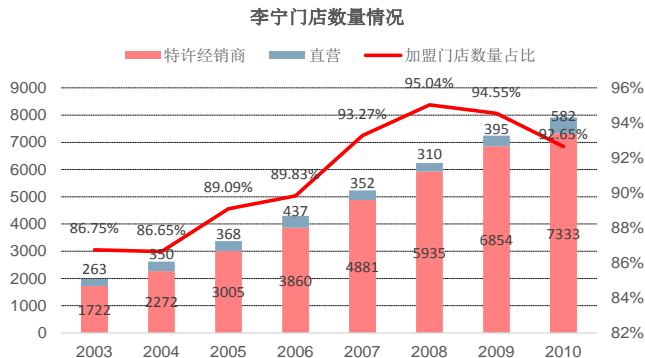
奥运热下，2003-2009年李宁通过批发模式快速扩张门店

- 2003年-2009年，在北京奥运会等催化下，国内消费者运动需求持续增长，李宁等国产品牌通过批发模式快速发展加盟店。门店数量从2003年的1985家迅速提升至2009年的7915家（在此期间始终维持国产第一），门店数量CAGR高达26%，2009年加盟门店占比达95%。
- 品牌力方面，公司通过奥运会进行积极营销，2008年李宁先生点燃北京奥运会主火炬更是将公司品牌影响推向高点。

图表1：2005-2009年期间李宁品牌门店数量位居国产第一



图表2：2003-2009年李宁品牌渠道高速扩张



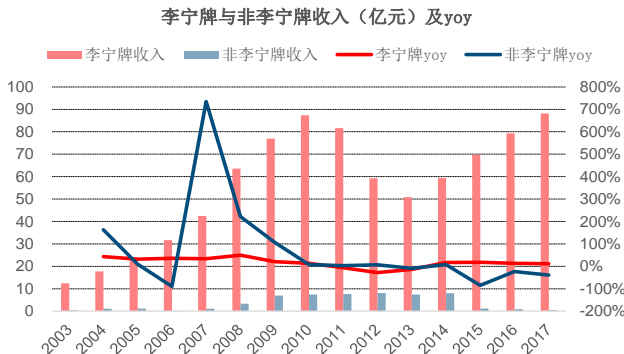
图表3：2008年北京奥运李宁飞天点燃北京奥运会主火炬



除李宁品牌之外，2002年后公司逐步开拓Kappa、AIGLE、红双喜、乐途、凯胜运动服饰及器材，探索多品牌矩阵

- 在李宁主品牌之外，2002年开始公司逐步开拓多品牌矩阵。2002年公司与Kappa合作，拿下中国内地5年独家经销权；2005年，公司正式确立了“多品牌策略”，当年与AIGLE建立长期战略性联盟，拥有其50年中国独家专营权；2008年7月、2009年1月分别完成红双喜和乐途品牌的收购。2009年李宁、红双喜、乐途、其他品牌收入分别占比91.7%、5.1%、0.9%、2.3%，在此期间多品牌探索取得一定成果，但是收入占比并不高。

图表1：2003-2008年非李宁品类收入快速增长



图表2：2002-2009年李宁公司多品牌拓展情况

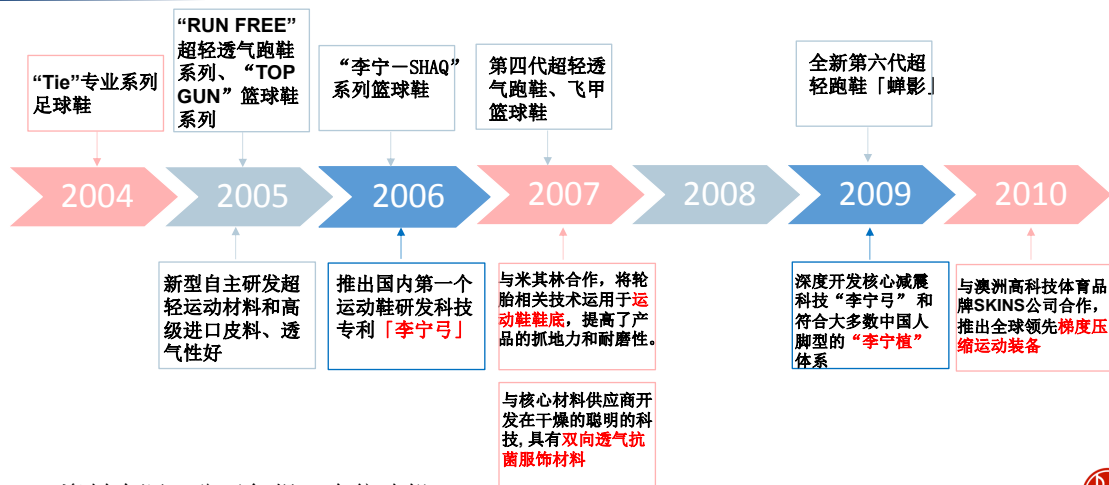
	2002	2005	2007	2008	2009
品牌拓展	获得Kappa中国内地5年的独家经销权	正式提出“多品牌策略”；出售Kappa代理业务；获得在中国AIGLE（艾高）独家代理权50年	推出全新李宁牌附属品牌Z-DO（新动）；收购红双喜57.5%股权	获得Lotto（乐途）为期20年的独家特许权	收购Kason（凯胜）开展Lotto（乐途）品牌运动时尚新业务
品牌介绍	KAPPA来自意大利，产品包括足球服装、滑雪服装等	AIGLE（艾高）为户外休闲服装及鞋类全球知名品牌	Z-DO（新动）为公司在商超、大卖场渠道销售品牌红双喜为高端乒乓球类产品供货商，具有乒乓球、羽毛球类器材	Lotto（乐途）为意大利知名体育品牌，足球与网球产品著名	Kason（凯胜）为中国知名羽毛球器材品牌之一
图示					

11 资料来源：公司年报（图表1、2），中信建投

快速扩张期中，公司逐步实现全运动品类布局，覆盖跑步、篮球、足球、网球、健身、乒乓球、羽毛球等

- 2004年起，李宁牌产品逐步将跑步、篮球、足球、网球及健身作为五大标杆品类（2006年正式提出），并通过并购红双喜、凯胜等品牌扩充乒乓球（2007年）、羽毛球（2009年）品类。
- 公司将篮球、跑步品类作为产品的研发重点，逐年推出新品。以跑步为例，公司于2005年推出“RUN FREE”超轻透气跑鞋系列后，到2009年已经推出第六代超轻跑步鞋；篮球方面，公司2006年签约NBA球星沙奎·奥尼尔，与其旗下品牌共同推出“李宁-SHAQ”系列。
- 首次推出“李宁弓”作为代表性的运动鞋技术。在鞋类研发方面，于2006年推出国内第一个运动鞋研发科技专利“李宁弓”，并运用于跑鞋等品类，并研制符合大多数中国人脚型的“李宁楦”体系。此外，公司在网球、羽毛球等品类研发用于专业运动员比赛用品。

图表：2004-2010年公司篮球鞋、跑步鞋新品及研发技术



快速扩张期中，公司营销资源主要围绕赞助国家运动队 (乒乓球、跳水、体操、射击)、篮球赛事、网球等

图表1：2004-2009年李宁主要赞助情况

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
赞助运动队	中国 乒乓球队 、 跳水队 、 体操队 、 射击队	中国乒乓球队、跳水队、体操队、射击队、 西班牙女子篮球队	中国乒乓球队、跳水队、体操队、射击队、 苏丹田径队 、 阿根廷篮球队	中国乒乓球队、跳水队、体操队、射击队	中国乒乓球队、跳水队、体操队、射击队	中国乒乓球队、跳水队、体操队、射击队、 羽毛球队
签约运动员		签约NBA球星 达蒙·琼斯	签约NBA球星 沙奎·奥尼尔 、 查克·海耶斯		签约NBA全明星球星 巴朗·戴维斯	签约NBA新秀 哈希姆·塔比特
赞助赛事	赞助雅典奥运会代表团	赞助 中国大学生篮球联赛 (CUBA)	CUBA	CUBA	CUBA、中国大学生 足球 联赛 (CUFL)	CUBA
合作体育组织		与 NBA 签署合作协议	男子职业 网球 选手联合会ATP合作，推出ATP联名产品		推出“李宁-ATP FEEL IT” 网球 推广活动	赞助约20名ATP 网球 球员
营销活动	“李宁带给中国运动飞的力量” 系列广告			“冠军荣耀，一路有你” 奥运冠军主题 巡展	“英雄会英雄-李宁08中国之旅”为主题的 奥运冠军全国性活动	

图表2：2005-2010年李宁签约NBA球星情况



2006年公司逐步引入具备跨国公司经验的管理人员，意图提高公司治理水平

- 2004年公司上市后，张志勇担任行政总裁及执行董事。2006年开始，公司确立副总裁兼任职能长官的模式，逐步引入具备跨国公司背景的高管承担李宁的产品、市场、设计等职务，提升公司的高管层次。如2006年引入的COO郭建新、2007年引入的CMO方世伟、CPO徐懋淳等，但此轮人事调整并未取得如期效果，多数空降高管于2011年公司低谷时离职。

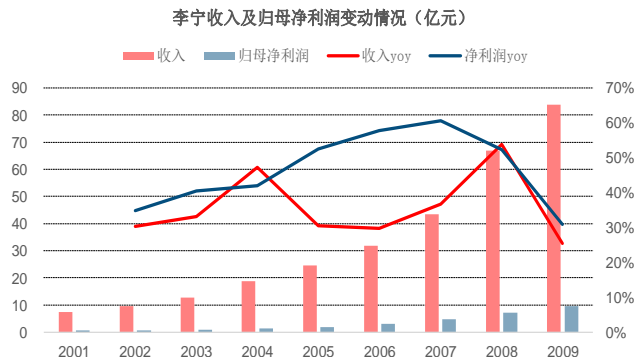
图表：2004-2011年李宁公司管理层及简历

核心高管	张志勇	陈伟成	郭建新	方世伟	徐懋淳	胡南	伍贤勇	
职务	行政总裁 (CEO) 及执行董事	首席财务官 (CFO) 及执行董事	副总裁兼首席运营官 (COO)	副总裁兼首席市场官 (CMO) 及李宁品牌市场系统总经理	副总裁兼首席产品官 (CPO) / 李宁品牌服装产品系统总经理	李宁品牌销售系统总经理	Lotto (乐途) 品牌事业部总经理/ 李宁品牌市场系统副总经理	
任职时间	2004-2012	2003-2008	2006-2011	2007-2011	2008-2011	2008-2010	2008-2011/2004-2008	
加入时间	1992	2003	1997	2007	2007	1993	2004	
简历	北京经济学院学士学位、北大光华管理学院行政工商管理硕士学位。1999年4月起担任 财务总监 ；2001年2月至2004年6月任 总经理	拥有逾27年财务、营运及业务管理经验，加入本集团之前曾在多家 跨国公司 担任管理职务	毕业于华南师范大学，拥有逾八年物流及采购管理经验，曾任李宁品牌运营系统副总经理	台湾大学硕士、美国Ohio University传播学硕士，曾在 多家跨国公司 任职，拥有丰富的市场及产品管理经验	毕业于University of California, Berkeley，曾任职于 国际著名运动品牌公司 ，拥有丰富的亚太地区市场及产品管理等经验	拥有逾十年的销售管理经验，负责李宁品牌全国销售计划的制定及完成等工作	西安交通大学及中国人民大学国际商务学士学位。曾任一家 跨国消费品公司 旗下多个品牌的管理职位	

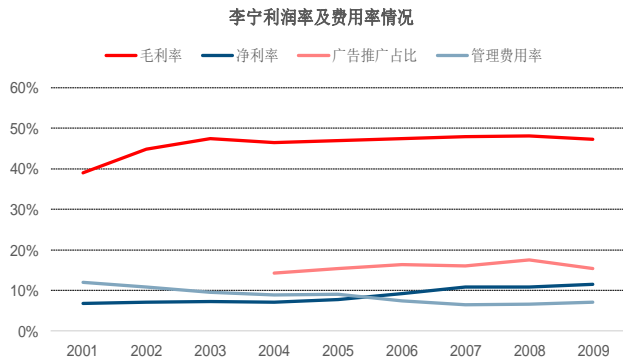
2001-2009年渠道为王时代下，李宁收入、业绩快速提升

- 2001-2009年间，伴随加盟门店迅速拓展，公司收入和业绩持续高增。公司收入从2001年的7.35亿元快速增长至2009年的83.87亿元，CAGR达到35.57%，归母净利润从2001年的0.5亿元大幅提升至2009年的9.45亿元，CAGR为44.35%。
- 2001-2009利润率呈上升趋势，毛利率和净利率分别提升8.2pct、4.7pct至47.3%、11.6%。

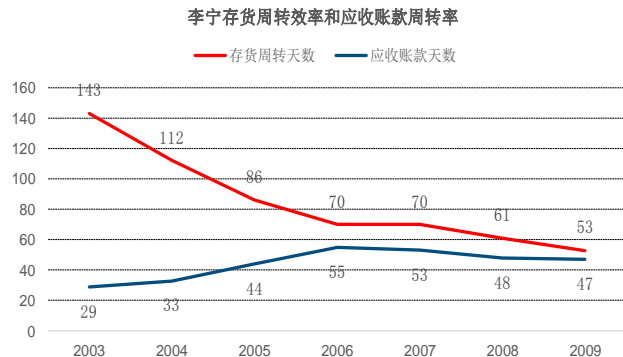
图表1：2001-2009收入及净利润快速增长



图表2：2001-2009利润率呈上升趋势



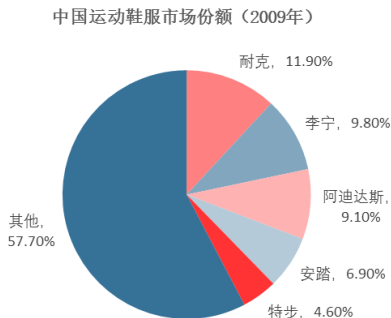
图表3：2003-2009存货周转效率大幅提升



2009年李宁位居国内运动品牌第一位，仅次于耐克

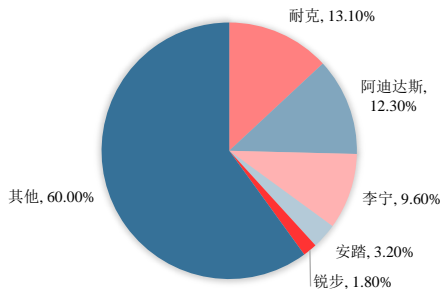
- 作为中国最早的国内体育品牌之一，李宁品牌依靠李宁本人体操王子的光环，自1989年成立以来在中国市场拥有强大的影响力。
- 以2005年收入估算李宁品牌在国内运动鞋服市场市占率为9.6%，市占率位居行业第三，国内品牌中第一。至2009年，李宁已提升至国内运动服装行业市占率第二名位置，仅次于Nike。

图表1：2009年年李宁为国内运动品牌第一，市占率9.8%



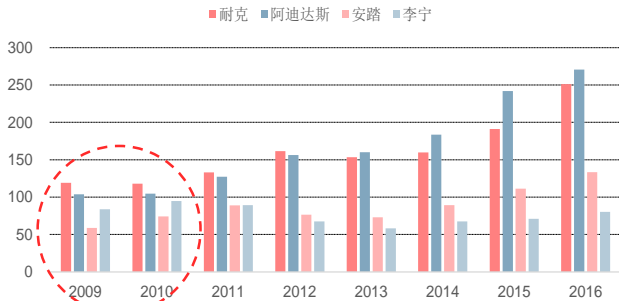
图表2：2005年李宁为国内运动品牌第一，市占率9.6%

中国运动鞋服市场按年销售收入估算市场份额（2005年）



图表3：2009-2010年李宁在中国市场与Nike、Adi接近

中国市场运动品牌收入情况(亿元)



注：Nike和Adi为大中华地区

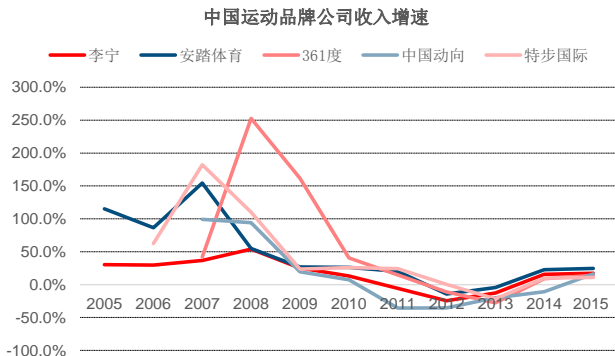
目录

- 第一章 概要：激荡30年，复盘李宁的兴衰及复兴之路
- 第二章 2001-2009：国内运动鞋服市场繁荣，渠道扩张为王
- 第三章 2010-2014：行业低迷，李宁品牌重塑遇冷后的挫折与调整
- 第四章 2015至今：渠道变革、产品提升、国潮崛起、品牌焕新
- 第五章 盈利预测与风险提示

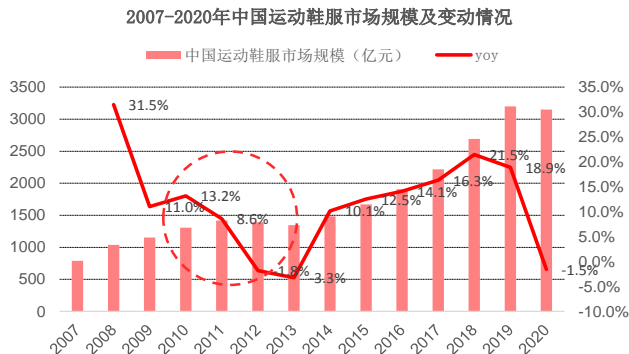
2008年金融危机来袭、奥运热退去，运动行业陷入低谷期

- 2008年金融危机来袭，中国宏观经济的复杂性加剧，经济增速总体呈放缓趋势，叠加奥运热的退去，国内运动服装行业陷入低谷期。2009年国内运动鞋服市场增速断崖式下滑（仍保持正增长），2012、13年国内运动鞋服市场规模分别同比下滑1.8%、3.3%。
- 在此期间，国内运动品牌在过去渠道快速扩张下库存压货等问题逐步显现，李宁、安踏、等公司收入增速快速下滑（在2011-2013年相继转为负增长）、库存周转天数急速上升（从40-60天提升至50-110天）。

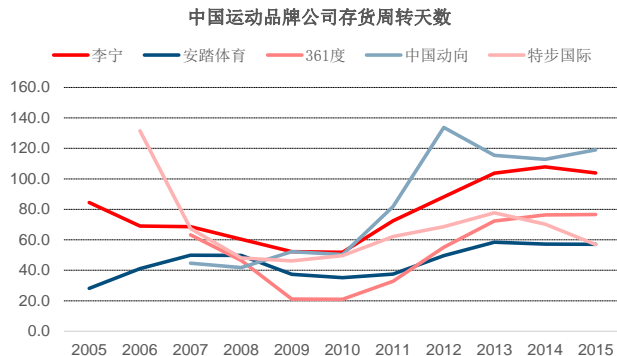
图表2：2008年以后国内运动品牌收入增速均快速下滑



图表1：2010-2013中国运动鞋服市场增速下降甚至负增长



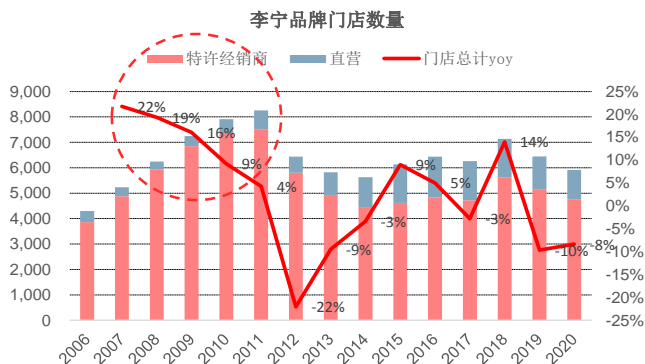
图表3：2010年开始国内运动品牌存货周转天数快速提升



2009年李宁仍在门店扩张并开启国际化，但风暴即将来临

- 在2008年北京奥运会带来的强势发展的势头下以及2009年“四万亿”政策刺激下国内经济强势反弹，2009年李宁业务仍处于扩张状态。2009年作为公司新五年战略（2009-2013）的开局之年，公司开始了国际市场扩张的尝试，2009年在新加坡、中国香港开设了李宁羽毛球旗舰店和专卖店，并于2010年在美国波特兰市的李宁牌专卖店；公司通过收购凯胜迅速切入羽毛球品类，并作为标杆项目发展。李宁品牌门店2009年较2008年净增加1004家，仍然保持19%的快速增长。
- 公司举办的2010年一、二季度李宁品牌订货会，订单金额分别同比增长11.6%、15.4%，公司在2009年年报中乐观认为2010年国内体育行业增长将高于2009年。

图表1：2009年公司门店数量保持快速增长



图表2：2009年7月李宁在新加坡开下首家海外旗舰店

CHINA 中国

地区: AP ● JP ● CN

营销, 新闻

Anita Davis | 2009年7月23日

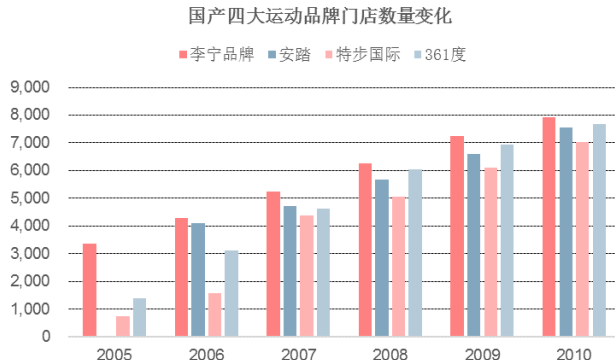
李宁国外首間旗舰店开业

新加坡 - 中国体育用品品牌李宁将依靠羽毛球体育用品作为其扩展海外的市场重心，宣布其在东南亚，包括新加坡的烏節路 ION Orchard 購物中心的主题旗舰店在内的70至100家海外的零售商店计划。李宁品牌的财务总监Nicholas Chong表示其扩张“为集团进军海外市场奠定了坚实基础。”

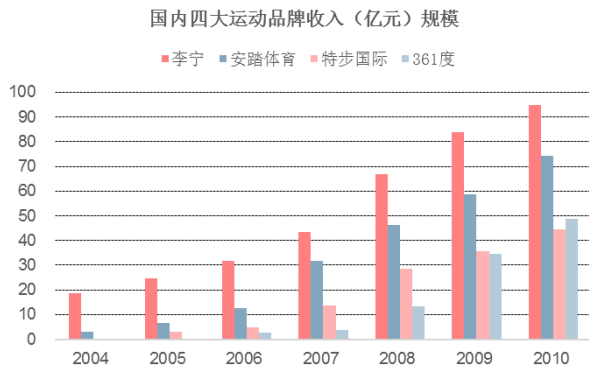
2010年调整的背后是国际品牌和晋江系对李宁的两面夹击

- 在2005-2010年间，Nike、Adi、Kappa为代表的国际大牌陆续在国内一二线市场发起强大攻势，安踏、361度、鸿星尔克等国产晋江系品牌则以低价同质策略在三四线城市和李宁展开激烈竞争。

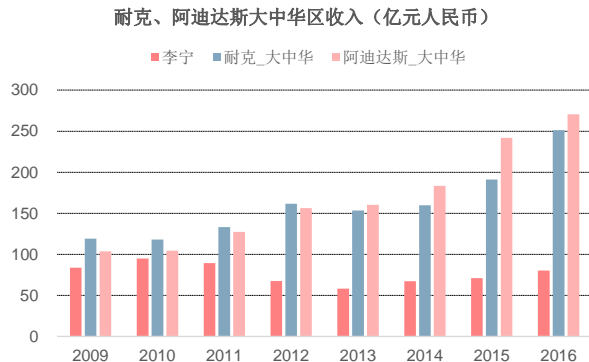
图表1：2005-2010年各运动品牌门店迅速扩张



图表2：2004-2010年各运动品牌均保持快速增长



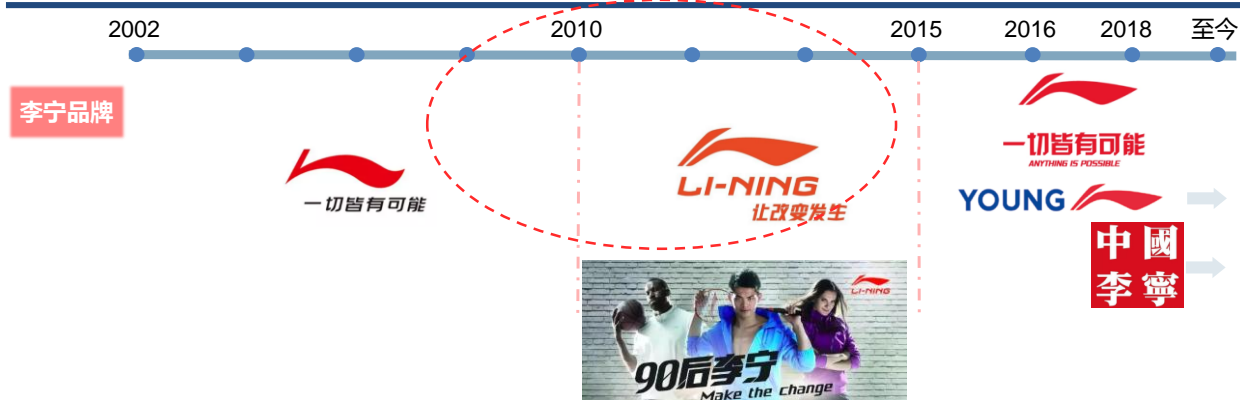
图表3：2009年起李宁与耐克、阿迪达斯收入逐步拉大



2010年渠道为王时代落幕，公司重新聚焦李宁主品牌，开启品牌重塑和渠道改革，客群瞄准更为年轻的90后

- 伴随国内运动服饰行业增速快速放缓，以2010年为界限，渠道为王时代正式落下帷幕。
- 2010年公司提出品牌重塑和渠道改革战略，品牌方面重新聚焦主品牌李宁，2010年7月在李宁成立20年之际，公司启动了李宁品牌重塑：1) **在标识与口号方面**，将logo在原有基础上融合体操动作“李宁交叉”与“人”形，鼓励通过运动自我表达，并推出新口号“**Make the change让改变发生**”；2) **在消费者定位方面**，公司意图实现品牌年轻化，推广“**90后李宁**”口号，将90后年轻人作为**核心消费群**；3) 产品层面，公司推出了专业运动顶级装备系列、都市轻运动系列等升级系列，意图多维度实现品牌差异化。
- 但是在产品力并无实质提升的背景下，轻易换标、改变客户群、提升价格带带给公司的只有更大的动荡。

图表：2010年李宁推出新LOGO、新口号“让改变发生”以及“90后李宁”



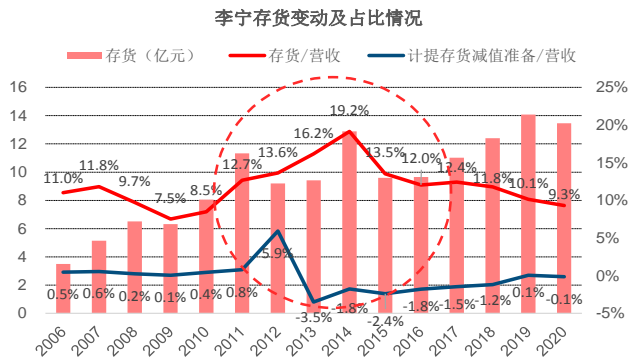
李宁换标下，2011年渠道库存堆积问题进一步加重

在行业不景气背景下，李宁换标事件导致渠道库存积压问题进一步加重。为配合公司品牌重塑，公司积极推广新品，淘汰旧产品，一定程度导致旧logo存货积压。为缓解终端库存压力，公司2011年主动从经销商处回收了部分旧库存，并通过工厂店、折扣店清理库存，将部分终端库存压力转移到公司，2011年公司库存11.33亿元，较2010年增长40.6%，库存在营收占比从8.5%迅速提升至12.7%，平均存货周期由2010年的52天快速增长至73天。

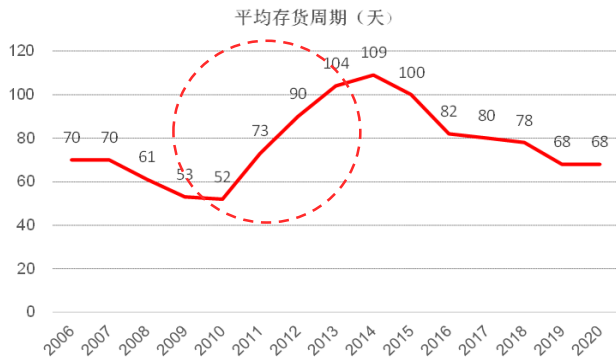
图表1：2010年李宁更换新的品牌LOGO



图表2：2011年李宁存货金额相比2010年大幅攀升



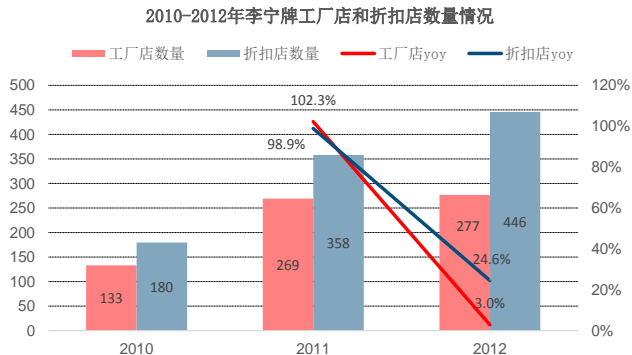
图表3：2011年李宁存货平均周转时间大幅提升



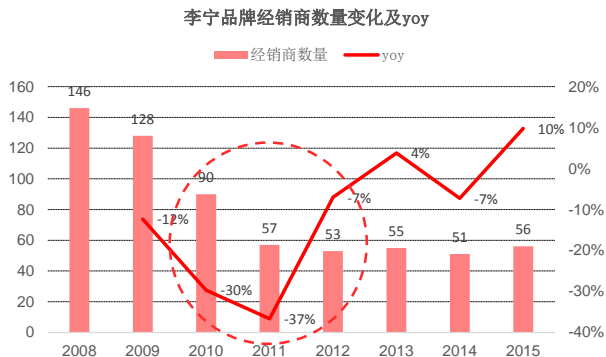
李宁品牌重塑遇冷，2011-2012年间李宁店效快速下滑

- 2011年公司继续进行渠道改革，李宁品牌经销商总数量从2010年的90家减少到2011年的57家，同比-37%。但整合低效门店对公司销售产生一定压力，叠加经销商对新LOGO产品的谨慎，2012年第三季度李宁品牌订货会录得中单位数百分比下降；
- 从批发加盟店店效来看，2009、2010、2011、2012年平均门店销售收入分别为104.2万元、103.2万元、87.0万元、64.1万元，2011-2012年间处在快速下滑阶段，反映品牌重塑遇冷。

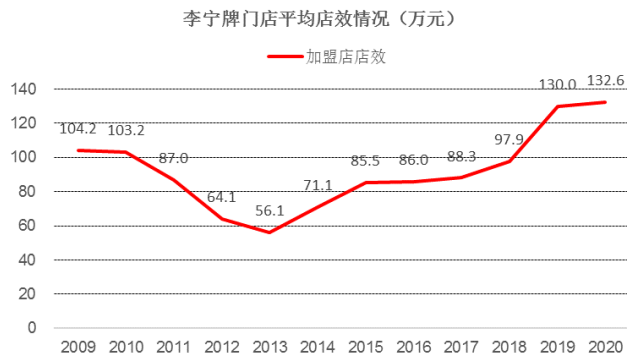
图表2：2011年工厂店、折扣店均翻倍增长



图表1：2010-2011年李宁经销商数量下滑明显



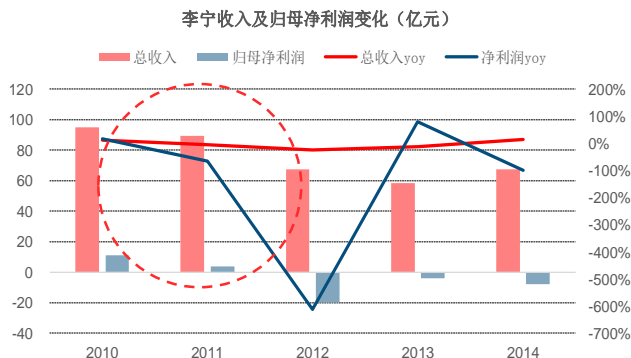
图表3：2010-2015年李宁牌店效逐步下滑



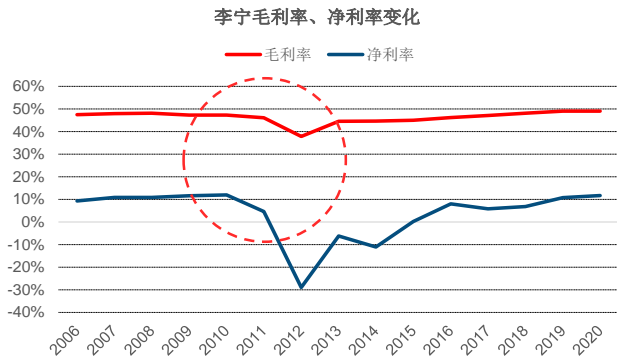
李宁品牌重塑遇冷，2011、2012年公司业绩大幅下滑

- 2011年开始，由于终端销售承压，库存问题凸显，而成本、费用端改善缓慢，公司业绩出现危机。
- 2011营业收入、归母净利润分别同比下滑5.8%、65.2%，公司毛利率/净利率由2010年的47.3%/11.9%下滑1.2pct/7.3pct至2011年的46.1%/4.6%。毛利率下滑主要由于给予经销商及终端折扣率下降和原材料成本（棉花等）提升；净利率下滑主要由于广告及推广开支率（17.6%，同比+2.5pct）、员工成本开支率（8.7%，同比+1.2pct）、土地及楼宇租金开支率（6.0%，同比+2.2pct）提升。

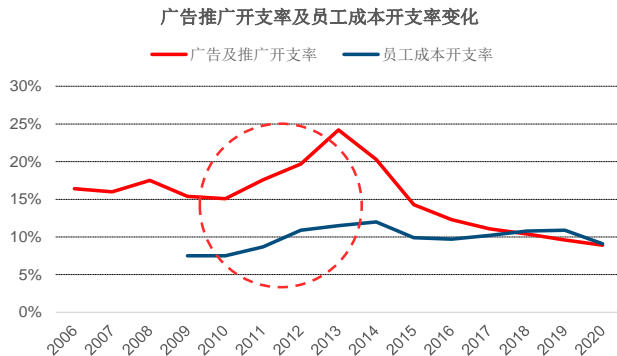
图表1：2011、2012李宁营业收入、净利润持续下滑



图表3：2011年毛利率、净利率出现下滑








图表3：2011年广告及推广、员工成本开支率提升



2012年刮骨疗伤：管理层更迭，引入金珍君TPG团队

- 在渠道动荡、业绩大幅下滑的背景下，2012年，李宁引入战略投资者TPG提供资金与管理支持，TPG合伙人金珍君担任执行副主席，李宁原CEO张志勇离职。
- TPG是全球领先的另类资产管理公司，在投资消费和零售行业有丰富经验，金珍君为韩裔美国人，拥有超过二十年全球零售业管理经验，曾经带领达芙妮、广汇汽车等多家公司成功转型。

图表：2004年以来李宁核心管理层变化

时期	2014-2011年	2012-2014	2015-2019	2019至今
管理层核心	张志勇 	金珍君 	李宁 	李宁+高坂武史（钱炜）  
出生日期	1968年	1967年	1962年	1971年
背景	北大光华管理学院行政人员工商管理硕士学位。1992年10月加入李宁集团，出任财务经理；1999年4月起担任财务总监；2001年2月至2004年6月任总经理；2004-2012担任行政总裁及执行董事	毕业于哈佛大学，能够流畅地讲韩语、中文、英语。曾在麦肯锡、戴尔等公司任职。2012年4月1日任李宁公司非执行董事；2012年7月5日任李宁公司执行董事及执行副主席。	品牌创始人，2014年11月至2015年3月任李宁有限公司行政总裁；2015年3月至2019年9月任李宁有限公司代理行政总裁；2019年9月至今任李宁有限公司联席行政总裁。	高坂武史：日籍华人，毕业于日本关西学院大学。1996年至2001年加入迅销有限公司（优衣库母公司）；2001年及2005年任中国优衣库副总经理及首席运营官；2019年9月至今任李宁有限公司联席行政总裁兼执行董事。

金珍君团队具备丰富的零售服装经验，开启渠道复兴计划

- 2012-2013年，执行副主席金珍君重组了公司管理团队，新管理团队成员大都拥有丰富的跨国零售/消费品企业工作经验，其中首席销售负责人、产品负责人等曾在耐克、阿迪达斯等国际运动巨头任职，为公司提供先进的国际管理经验。
- 2012年开始，在金珍君带领下，公司提出了三阶段的改革蓝图：1) 短期（一年内）关注零售终端销售及清理渠道存货、改善产品和运营的成本结构、聚焦核心产品和国内市场，以及加强品牌投入和改善营销效率等；2) 2013-2014年着重改善供应链、营销和产品规划模式；3) 未来2-4年将提高公司和渠道的利润结构，提高零售效率和现金/投资回报率等。根据最终表现，我们将公司改革分为三个方面：库存清理为主的渠道复兴计划、由批发向零售转型及渠道管理增效、聚焦核心品牌&市场&品类。

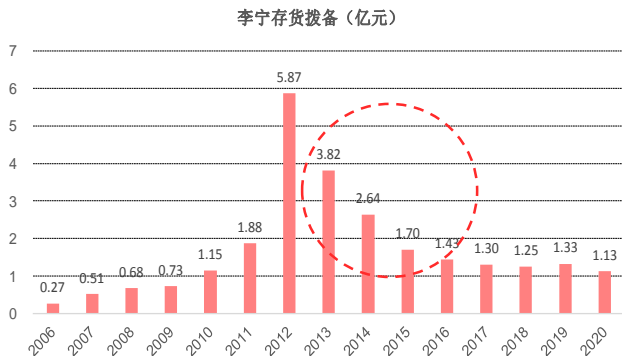
图表：2012-2014年李宁核心管理层及简历

核心高管	金珍君	Edwin Alexander JONKERS	邓红兵	邓晓华	曾华锋	孙铮铮
职务	行政副主席及执行董事	副总裁兼首席产品采购官	副总裁兼首席供应链官	副总裁兼李宁品牌首席市场官（CMO）	首席财务官（CFO）	副总裁兼李宁品牌首席人才官（CHO）
任职时间	2012-2014	2012-2014	2012-2014	2012-2014	2013-2021	2013-2014
加入时间	2012	2012	2012	2012	2013	2013
简历	哈佛大学文学学士学位、公共政策硕士学位。 全球领先私募股权投资TPG合伙人 ，2012年4月起担任执行副主席及执行董事	荷兰University of Applied Science TMO市场营销及工商管理文学学士学位。拥有逾20年 体育用品经验 ，2012年9月加入公司。	中欧国际工商学院工商管理硕士学位， 拥有19年供应链管理 经验，2012年8月加入公司	国立台湾大学行政人员工商管理硕士学位，在 美容护理及食品行业的品牌管理 方面拥有 20年丰富经验 ，2012年12月加入公司	纽约州立大学会计学理学士学位和工商管理硕士学位， 于会计、财务及业务管理 方面拥有 23年服装行业经验 ，2013年4月加入公司	北京外国语大学文学学士学位，并持有中欧国际工商学院管理文凭， 拥有超过17年跨国公司业务管理 及人力资源管理经验，2013年7月加入公司

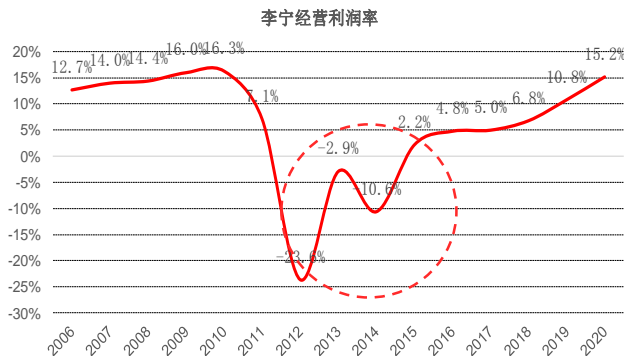
2012-2014年公司大力清理库存，短期出现巨额亏损

- 2012年7月，公司推出改革蓝图，12月推出“渠道复兴计划”，解决销售、库存和回款问题。在库存方面，公司支持经销商清理库存，开展一次性陈旧库存回购，公司2012年计提存货拨备5.87亿元（占存货净额的63.9%，占总收入的8.7%，帮助缓解渠道库存压力，2012年以后存货拨备逐年降低。在销售改善方面，公司加强对畅销产品（A+产品）的测试，推出快速反应产品，以“有指导性的订货(A+)+快速补货(QR)+快速反应(QS)”提升经销商的订单指引和库存管理水平。
- 公司2012年在库存回购、库存清理和应收账款管理方面投入巨大，在收入下滑情况下，产生**存货减值开支（4.0亿元，占总收入的5.9%）与应收账款减值（9.3亿元，占总收入的13.8%）**，对公司盈利能力产生影响，2012年经营利润率为-23.6%。新管理层短期刮骨疗伤，使得公司可以抛掉包袱重整旗鼓。

图表1：2012年李宁存货拨备达到顶峰



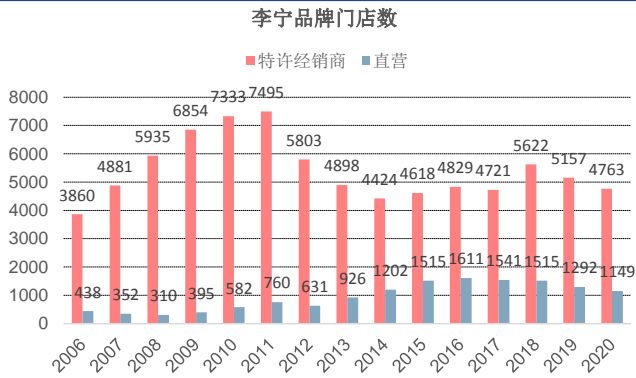
图表2：2012年公司计提存货减值导致大幅亏损



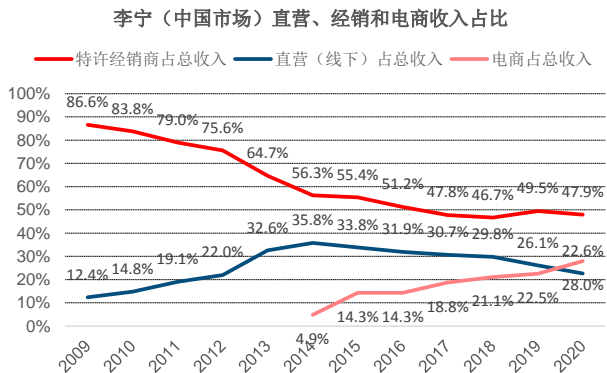
2012年渠道从加盟转型零售模式，供应链管理改革增效

- 2012年，公司正式提出由批发式经营向以零售（直营）为主导的模式转型。一方面，公司原有批发模式下门店质量良莠不齐，公司加大了低效店的关店力度，2012年门店净减少1821家，同比-22.1%，其中加盟店净减少1692家，同比-22.6%。2013年起公司加快了自营门店的建设，自营店数量2012-2014年从631家增至1202家，直营渠道收入占比由2012年的22%增长至2014年的35.8%。
- 在推动零售转型的同时，公司通过提升终端信息化水平和供应链快速响应，提升零售运营能力。2012年，曾任职戴尔、具备拥有19年供应链管理经验的邓红兵担任公司副总裁兼首席供应链官，着手终端信息化与供应链改革。至2014年，公司完成了在所有自营门店和部分经销门店的IT零售业务平台推广，将需求预测、商品规划、门店组货、供应链协同和零售运营等整合，提升终端运营效率；同时改进公司与供应商的合作，采用分段生产发货等模式，保障公司实现快速订单，提升供应效率。

图表1：2011-2014年李宁门店数量逐步减少



图表2：2012-2014李宁直营渠道收入占比快速提升



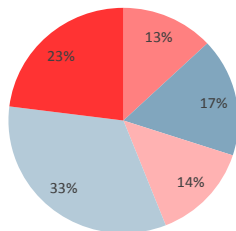
2013年李宁品牌聚焦核心品类，大力发展篮球等系列

- 2013年，公司正式提出发展篮球、跑步、训练、羽毛球和运动生活五项核心运动品类，全面停止Z-DO牌业务。2014年公司实现篮球、训练、运动生活和羽毛球零售流水和新品流水的增长，其中篮球、训练保持较高增速。
- 营销方面，公司赞助资源向核心品类聚集，2012年大力发展篮球，并于2014年停止赞助中国国家体操队。2012年，公司签约了正处于巅峰时期的NBA球星德维恩·韦德，并打造的“韦德”系列成为公司篮球品类畅销品；此外公司还成为CBA独家赞助商，助力公司篮球品类快速发展。

图表1：2014年核心品类流水占比超过70%

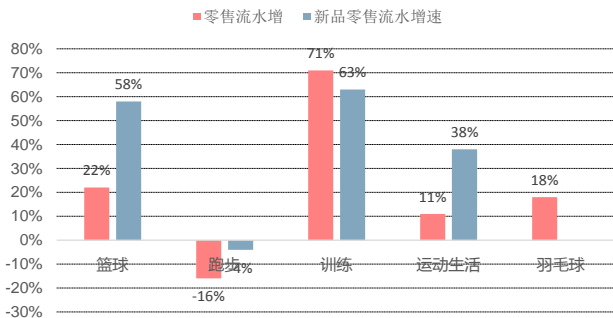
2014年核心品类零售流水占比情况

■ 篮球 ■ 跑步 ■ 训练 ■ 运动生活 ■ 其他



图表1：2014年篮球、训练等品类流水快速增长

2014年李宁核心品类零售流水及新品增长零售流水增长



图表3：2013年李宁篮球产品表现优异

类别	产品	销售表现	目标客户
高端产品 (拓展新业务)	韦德之道2 (韦德签名)	每次在美国上市，数小时内售罄韦德之道二代在中国的 平均批发销售率高达普通产品的两倍	韦德粉丝；半职业或资深业余选手；运动鞋收藏爱好者
核心产品 (提升业务表现)	篮球鞋云系列一	2014年第一季度最畅销量产鞋品上市 首7周售罄率达45%	CBA粉丝；资深业余选手；篮球爱好者
入门级产品 (重拾原有业务)	实战一场上、场下均可使用	2013年第一季最畅销鞋类产品上市 首12周售罄率达70%	热爱运动的学生群体；预算有限的篮球爱好者

2012-2014年改革结果：产品、销售、渠道逐步改善

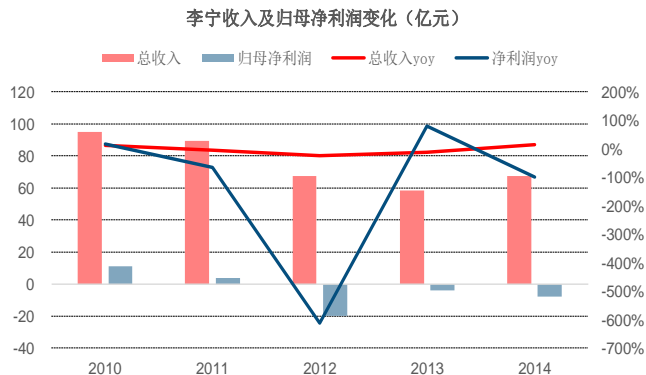
图表：2012-2014年李宁公司产品销售、驱动运营显著改善

		2012	2013	2014
渠道	库存金额（吊牌价） 按年变动	↓ 17%	↓ 15%	↓ 5%
	库存（按产品季度）占比	新品：高于30% 12个月以上：约40%	新品：高于45% 12个月以上：约40%	新品：高于55% 12个月以上：约25%
产品	零售新品*销售金额 按年同比增长率	↓ 高（10%-19%）	↓ 低（20%-29%）	↑ 中（10%-19%）
	零售新品* 销售金额占比	62%	61%	72%
零售 运营能力	整体折扣率 （占吊牌价百分比）	高（60%-69%）	中（60%-69%）	高（60%-69%）
	全年新品* 加权平均售罄率	3个月：26% 6个月：50%	3个月：30% 6个月：55%	3个月：32% 6个月：58%
	全年整体零售 同店销售增长率	↓ 高单位数	↓ 低（10%-19%）	↑ 低单位数

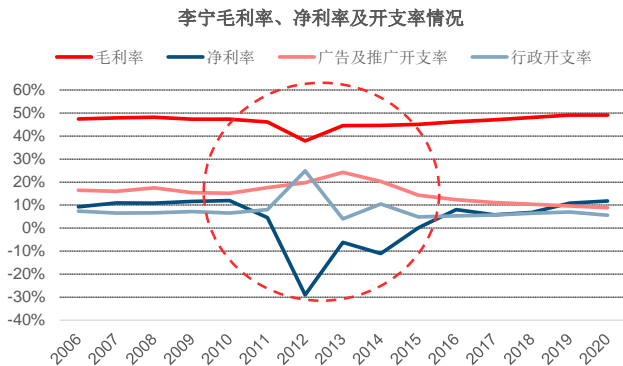
2012-2014改革结果：收入重回增长轨道，同店销售转为正增长，但2014年仍有较大亏损

- 在一连串的改革措施下，2013H2公司收入实现同比正增长，2013-2014年公司收入分别同比变动-12.7%、15.4%。2014年报中披露的订货会订单更是连续5个季度正增长，于2015年Q3季度订货取得15%+增长。同店方面，2014年下半年季度同店销售转为正增长，2014Q4同比录得中单位数增长。
- 盈利能力方面，由于公司加速库存清理导致库存拨备转出，及毛利率较高的自营店铺销售占比提升，2013年毛利率同比提升6.8pct至44.5%，2013年公司净利率为-6.7% (+22.9pct)，主要由于毛利率提升，以及2012年应收账款减值拨备转回（同比减少19.6pct）导致行政开支率同比下滑20.8pct。2014年净利率为-11.6%，同比下滑较大（-4.9pct），系行政开支率提升6.5pct至10.5%，主要由于应收账款拨备提升、员工成本开支提升。

图表1：2014年李宁营收重回增长轨道、亏损加剧



图表2：2013-2014年毛利率有所改善，净利率仍然为负



目录

- 第一章 概要：激荡30年，复盘李宁的兴衰及复兴之路
- 第二章 2001-2009：国内运动鞋服市场繁荣，渠道扩张为王
- 第三章 2010-2014：行业低迷，李宁品牌重塑遇冷后的挫折与调整
- 第四章 2015至今：渠道变革、产品提升、国潮崛起、品牌焕新
- 第五章 盈利预测与风险提示

2014年金珍君退出公司，15年创始人李宁回归管理一线

- 在2014年巨额亏损的背景下，2014年11月，金珍君及其管理团队退出公司管理层。2015年3月，公司创始人、执行主席李宁担任公司代理行政总裁，回归一线管理。2015年开始，部分在公司工作10-20年的老员工进入公司核心管理层。
- 2019年，公司聘请日籍华人高坂武史（中文名钱炜）担任公司联席行政总裁。公司核心管理层分工明确，在经营方面分为产品、品牌、供应链等，在业务方面分为直营、批发、时尚店及电商。

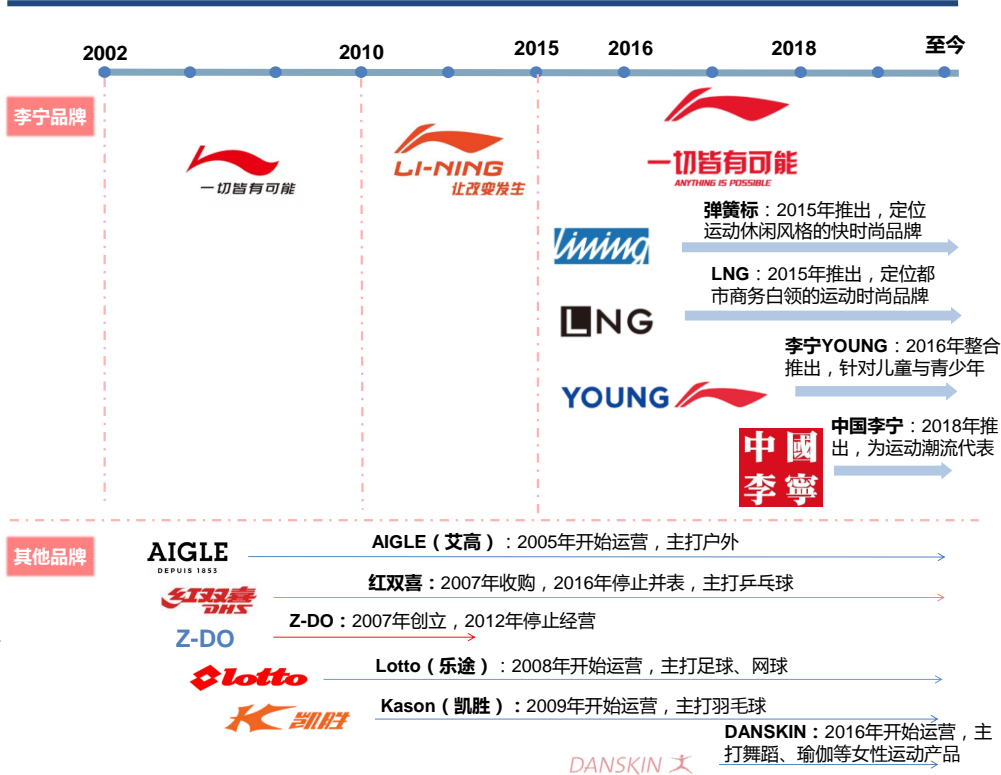
图表：2015-2021年李宁核心管理层及简历

核心高管	曾华锋	杨海威	洪玉儒	廖斌	金翟宣	张向都	冯晔	
职务	首席财务官 (CFO)	副总裁，负责批发业务、团购以及时尚店管理工作	副总裁，负责本公司产品设计、规划、上市及市场营销工作	副总裁，负责本集团人力资源、法律事务及行政管理工作	副总裁，负责本集团直营零售管理工作	品牌项目管理中心总经理，负责本集团公关、媒介管理、市场研究及金牌队运动营销	电商事业部总经理，负责本集团电商和新零售业务	
任职时间	2013-2021	2016-2021	2016-2021	2016-2021	2020-2021	2016-2021	2016-2021	
加入时间	2013	2000	1990	2016	2020	1991	2008	
简历	纽约州立大学会计学学士学位，北京物资学院管理和工商管理硕士学位，于会计、有逾22年销售工作财务及业务管理经验，曾担任本公司方面拥有23年服装行业经验，2013年4月加入公司	1990年3月加入本集团，负责本公司产品设计、规划、上市及市场营销工作。入职本集团前曾有8年羽毛球专业运动员经验。	中国人民大学学士和硕士学位，拥有逾14年体育用品和服装行业经验，负责本集团人力资源、法律事务、行政管理、信息技术管理、质量体系及供应商管理工作	中国科学院大学硕士，曾在数家知名跨国及本土企业中担任零售高级管理职务	负责本集团公关、媒介管理、市场研究及金牌队运动营销。拥有逾39年经验，曾担任集团董事长特别助理、代理首席市场官等	上海海事大学电子信息工程学士学位，在互联网和电子商务领域有逾11年经验，彼先前曾任职多家知名互联网公司		

2015年重启“一切皆有可能”口号，聚焦李宁主品牌

图表：2015-2021年李宁核心管理层及简历

- 2015年，在公司成立25周年之际，公司重启“一切皆有可能”的品牌口号，开始聚焦李宁核心品牌。
- 2016年，公司出售红双喜品牌部分股权，停止并表，此后李宁主品牌收入占比在99%左右。
- 围绕李宁品牌，公司前后推出了弹簧标、LNG、中国李宁系列，探索在运动时尚领域的品牌。此外，公司整合童装业务，于2016年推出李宁YOUNG，主打童装于青少年服饰。



2015年后“单品牌、多品类、多渠道”战略进一步夯实

- ▶ 尽管2018年公司才正式提出“单品牌、多品类、多渠道”的发展策略，实际上这一战略延续自公司2012年以来的改革思路（以金针君为首的管理层）。“单品牌”的策略自13年剥离与公司品牌价值不符的业务便开始；“多品类”中的五大核心品类在13年已确立；“多渠道”策略在不同时期含义不同，12-15年渠道发展重点在于终端库存管理、直营渠道的扩展，帮助公司摆脱库存周转危机。2015年后随着库存问题基本解决，渠道策略重点转为结构优化（大店）、同店效益提升。
- ▶ 结合公司发展经营，我们认为2015年后公司核心策略可以归纳为：（1）**聚焦李宁核心品牌**，推出衍生子品牌李宁YOUNG、中国李宁，精简原有其他非李宁品牌（如红双喜等）；（2）**以篮球、跑步、训练、羽毛球以及运动时尚作为五大核心品类**，围绕专业运动和运动时尚两大定位，在产品研发、营销投入等方面聚焦和差异化运营；（3）**在零售、批发、电商等多渠道发力**，不同阶段采用不同策略，目前公司线下渠道以优化提效为主，关闭及改造低效店和亏损店，推动高效大店建设，探索高效率、可复制的单店盈利模型，线上渠道收入占比持续提升。

图表：李宁公司“单品牌、多品类、多渠道”策略的形成过程（各阶策略情况）

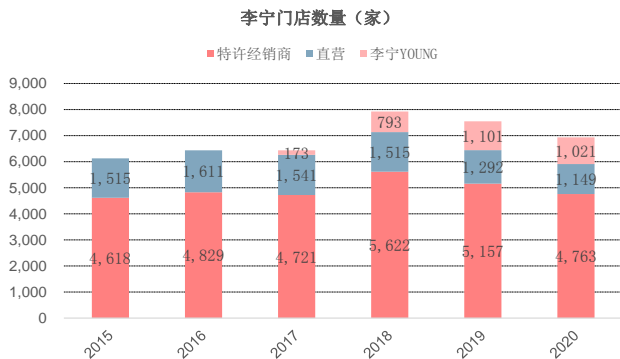
	2012	2013	2015	2017	2018
品牌	多品牌运营（李宁牌、红双喜、其他）	摒弃与李宁价值不符的业务	剥离红双喜业务	李宁核心品牌收入占比超过99%	
品类	重点发展篮球、跑步、羽毛球、乒乓球四大核心运动品类	正式提出篮球、跑步、训练、羽毛球以及运动时尚“五大核心品类”	聚焦五大核心品类	五大核心品类	正式提出“单品牌、多品类、多渠道”
营销	聚焦篮球、羽毛球，签约韦德、CBA	重点发展篮球、乒乓球、羽毛球	针对不同核心品类进行差异化营销	针对不同核心品类进行差异化营销	
渠道	开展渠道复兴计划，帮助经销商库存清理	发展零售业务	发展电商渠道，持续提升零售渠道运营	关闭及改造低效店和亏损店，推动高效大店建设，探索高效率、可复制的单店盈利模型	

-
- 4.1 终端运营改善，渠道、营销变革增效

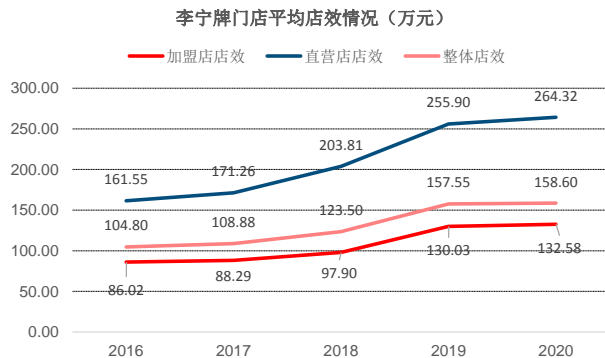
线下门店优化增效：推进高效老店战略，精简低效门店

- 为顺应年轻消费流量向高端商圈综合型购物中心集中，公司自2017年提出老店战略，即建立“**高店效、可盈利、可复制**”的单店运营模式，不再简单追求店面的总体数量和面积，将精力投入高效店的经营与拓展。
- 公司一方面整改或关闭低效店铺，另一方面优化新开店流程及标准，推动门店店效提升。门店数量由于关闭位置较差的低效店和亏损店，总体上有所减少，2017至2020年，直营店净减少了366家，加盟店净减少了859家。从店效来看，2016-2020年直营店平均店效CAGR为13.10%；加盟店平均店效CAGR为11.42%，均实现显著改善。

图表1：李宁线下渠道以结构调整为主



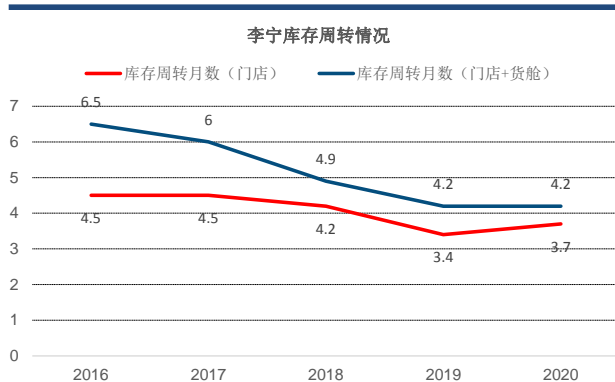
图表2：李宁门店平均店效显著提升



线下优化增效：强化一二线城市门店，库存周转加速

- 在大店战略下，公司对大店层级类型进行合理细分，门店的差异化定位增强了市场覆盖质量。旗舰店作为主力店铺，主要分布于一二线城市，以中高端客户为主要目标；标杆店定位为全品类，涵盖李宁所有产品线，聚焦于购物中心人群；中国李宁时尚店主打复古运动潮流风格，分布于超大至二线城市的高端商圈，主要覆盖年轻时尚消费人群；常规店和综合大店广泛分布在全国主要城市的所有渠道。
- 公司不断强化大店商品管理能力，精准规划大店经营目标，门店经营效率大幅提升。2016年以来，公司渠道库存周转效率逐步改善。

图表1：李宁渠道存货周转效率逐渐改善



图表2：李宁线下店铺层级与定位

分类	定位/特色	聚焦对象	城市及区位	面积 (m ²)
旗舰店	主力店铺	中高端客户	一二线城市	400-900+
标杆店	全品类	购物中心人群	购物中心黄金楼层	500-2000
中国李宁时尚店	主打复古运动潮流风格	年轻时尚消费人群	超大至二线城市的高端商圈	200-1000
常规店 & 综合大店	覆盖重点品类	所有消费者	一二线区域商圈、三线成熟商圈	100-300

线下优化增效：门店形象持续升级，提升购物体验

- 配合高效大店战略，打造店铺全新视觉形象。2020年，基于品牌发展方向和产品方向，公司推出第八代形象店、中国李宁2.0形象店铺。在全新店铺形象中，公司采用更具科技感的物料和手法推广专业产品的核心科技和功能体验；采用潮流搭配、时装周和时尚故事包等方式进行焦点展示，提升时尚生活产品的购物体验；进一步加强店铺电子化呈现，与产品紧密结合，凸显品牌调性。
- 第八代店铺形象获得缪斯国际设计大奖，是2020年唯一获奖的国内运动品牌。2020年正式开业的广西柳州和拉萨万达全品类标杆店均采用了第八代店铺形象设计，未来李宁第八代终端店铺将继续不断的深化、补充及完善，形成一套动态化、持续化的店铺形象标准。

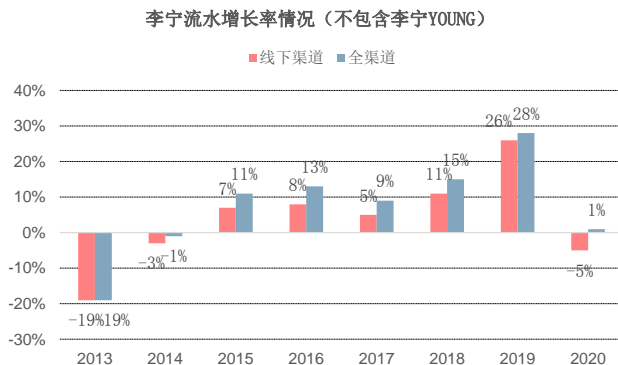
图表：李宁品牌第八代店铺形象平面设计图



门店层面：15年来同店增流水不断好转，17年后增长提速

- 2015年以来，公司各渠道经营逐步改善，线上销售保持快速增长，线下渠道销售不断改善，2017年后同店、流水增长明显提速，2020年受疫情影响暂时放缓。
- 从同店销售增速来看，2015年以来总体处于增长态势，尤其2018、2019年线下渠道增长提速。
- 从流水来看，各渠道自15年以来均保持正增长，尤其17年以后提速，2020年由于疫情影响，线下渠道暂时出现下滑。

图表1：2017年以来李宁销售流水增长提速



图表2：2015-2020年李宁同店销售变动情况

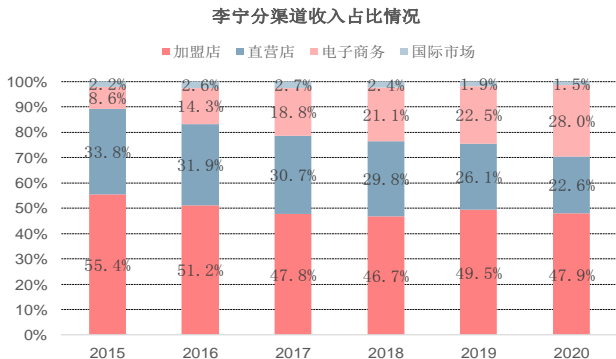
年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020
整个平台	高单位数 ↑	低双位数 ↑	中单位数 ↑	10-20%低段 ↑	10-20%高段 ↑	中单位数 ↑
零售	高单位数 ↑	中单位数 ↑	持平 ▬	高单位数 ↑	10-20%低段 ↑	中单位数 ↓
批发	低单位数 ↑	低单位数 ↑	低单位数 ↓	中单位数 ↑	10-20%低段 ↑	中单位数 ↓
电子商务	超过80% ↑	超过80% ↑	40-50%低段 ↑	40-50%低段 ↑	40-50%低段 ↑	30-40%低段 ↑

线上快速发展，顺应电商化趋势，打造线上独立产品线

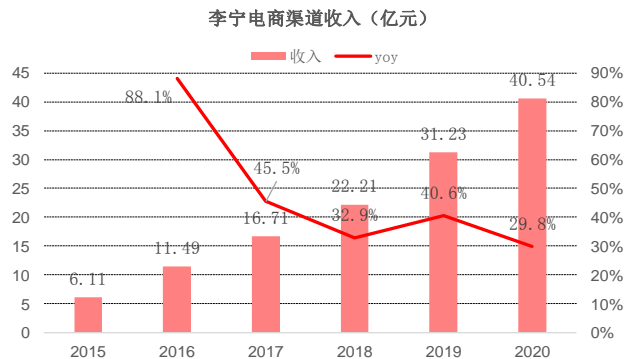
- 公司电商占比快速提升与行业发展趋势相对趋同。2015-2020年公司线上收入从6.1亿元提升至40.5亿元，CAGR为46.0%，收入占比从8.6%提升至28.0%。
- 在线上，公司深入打造“Counterflow-溯”系列，为基于运动时尚打造以文化为主旨的线上独立产品线，实现线上产品差异化。



图表1：2015年以来李宁线上渠道收入占比快速提升



图表2：李宁电商渠道收入表现持续靓丽



营销提效：抖音等自媒体粉丝数行业前列，流量明星带货

- 在平台覆盖广度方面，公司自2019年起，全面发力新零售领域，利用LBS、微店、抖音、微信小程序等平台 and 工具，实现无边界的全场景服务和销售，实现各个流量平台的全面覆盖，如公司在微博粉丝数123万（仅次于耐克中国），抖音粉丝数292万、位居运动品牌第一。
- 在流量运营方面，一方面公司聘用青春流量明星（如华晨宇、肖战等），打造现象级消费事件，全年直播时长、观看人数、用户互动等数据都处于行业领先水平。另一方面重视私域流量的运营，推动消费者在公域及私域的社交DTC参与度，促进用户在微信小程序或天猫旗舰店的转化率。



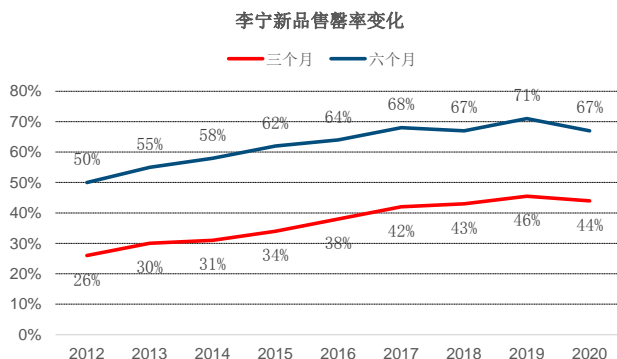
图表：李宁在微博、抖音的粉丝数、话题量位居行业头部（数据截止2020年4月6日）

		耐克中国	阿迪达斯中国	李宁	FILA	安踏	特步	361度
微博	粉丝数	166万	55万	123万	74万	77万	26万	73万
	发帖量（至今）	1741	4387	10373	5198	5563	8799	6111
抖音	粉丝数	51万	54.6万	292.3万	65.1万	228.8万	92万	8.8万
	视频获赞数	286.2万	156.5万	1035.1万	66.5万	1719.3万	714.3万	75.6万

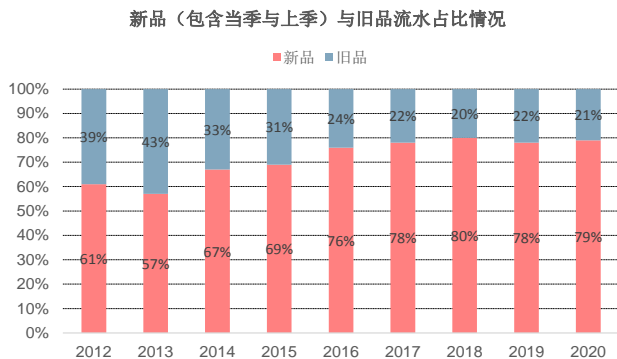
经营改善的三个维度：折扣率、新品售罄率、新品占比

- 消费者对李宁新品接受度逐步提升。2015年以来公司新品售罄率逐步提升，六个月新品售罄率在70%左右，三个月售罄率在45%左右，新品流水占比逐步提升至80%左右。
- 2015年以来，李宁产品终端折扣率不断提升。15-20年新品折扣率从68%提升至73%，同时2019-2020年公司平均件单价保持个位数增速。

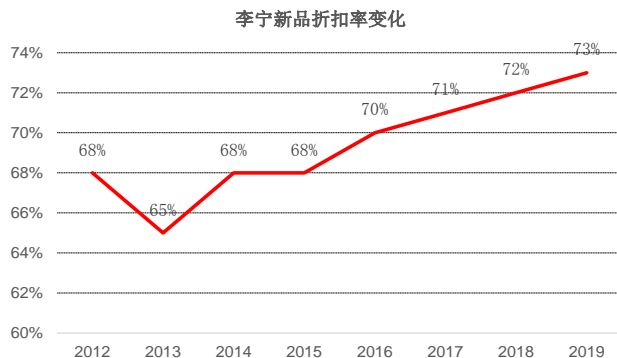
图表1：李宁新品售罄率逐步提升，新品周转效率提升



图表2：李宁新品流水占比持续增长提升



图表3：李宁新品终端折扣率逐步提升

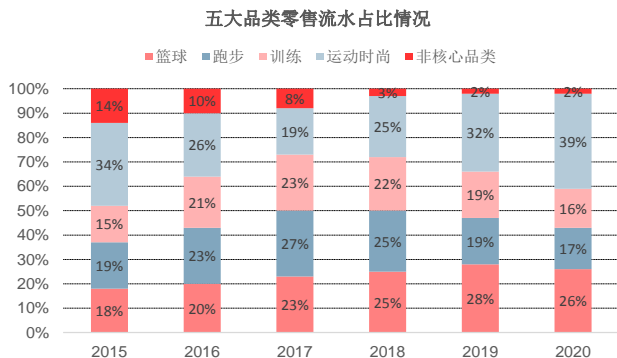


-
- 4.2 专业运动复苏，篮球、跑步快速成长

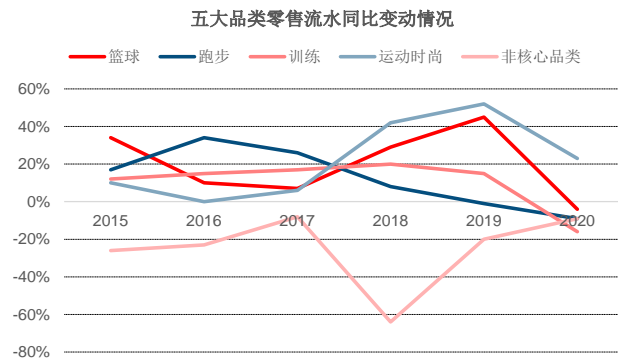
专业运动：15-17年跑步亮眼、18-20年篮球系列崛起

- 2013年起公司确立了篮球、跑步、训练、羽毛球以及运动时尚五大核心品类，针对不同品类，从产品、技术、营销等各方面进行差异化运营。
- 专业运动方面，主要为**篮球、跑步、训练**。15-17年跑步系列增长迅速，18年起篮球系列快速发力，成为专业运动第一大品类。2015-2020篮球零售流水占比大幅提升，由18%快速增长至2020年的26%，累计提升8pct。2018、19年篮球流水同比增速分别高达29%、45%，增长显著。

图表1：篮球零售流水占比稳步提升



图表2：篮球系列流水同比快速增长



专业运动：13年后赞助精细化投入，篮球/跑步为重点

- 签约体育明星、赞助或举办体育赛事一直是李宁专业运动产品的主要营销方式。
- 2013年起，随着五大核心品类确立，李宁的品牌赞助资源主要聚焦在篮球、跑步等核心品类。以往李宁的营销资源比较分散，涵盖篮球、足球、跑步、羽毛球、网球、撑杆跳、标枪等多个项目，自13年公司确立五大核心品类后，公司一方面收缩非核心品类运动项目（网球、乒乓球、射击等）的赞助数量，另一方面取消了非核心品类项目的赛事和其他赞助形式，仅保留少量顶级运动员和运动队的赞助。
- 同时，李宁提升了对篮球、跑步赞助资源投放的质量，并结合当年产品推广进行精细化营销，羽毛球资源投放近年来有所收缩。篮球方面，2012年公司签约处于生涯巅峰期的NBA球星韦德，推出了李宁篮球鞋核心系列“韦德之道”。跑步方面，2014年起公司减少了对专业运动员和专业田径赛事的赞助，转向对大众参与程度更高的马拉松等体育赛事的赞助。

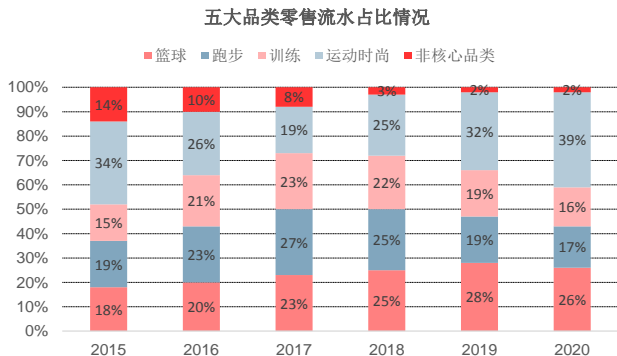
图表：2013年后跑步/田径项目赞助侧重从专业运动向大众运动转变

	2012	2013	2014	2015	2016
赞助运动员/运动队	叶琳娜·伊辛巴耶娃等5人 国家少年田径队	叶琳娜·伊辛巴耶娃等9人 国家少年田径队等12队	克里斯蒂安·泰勒等3人 国家少年田径队等4队	尼高尼马库沙等2人 广东省田径队等3队	李铁 广东省田径队等3队
赞助赛事	李宁10k、 北京国际长跑节、 田径协会高原地区耐力对抗赛共计3项赛事	李宁10k、 北京国际长跑节、 全国田径耐力项目高原地区对抗赛、 深圳国际马拉松、 大理100公里越野赛、 贵州环雷山超100公里跑国际挑战赛， 共计6项赛事	李宁10k、 全国田径耐力项目高原地区对抗赛、 深圳国际马拉松、 大理100公里越野赛， 共计4项赛事	李宁10k、 全国田径耐力项目高原地区对抗赛、 深圳国际马拉松、 南宁国际半程马拉松、 香港全城街马， 共计5项赛事	李宁10k、 全国田径耐力项目高原地区对抗赛、 荆门国际马拉松、 南宁国际半程马拉松、 香港全城街马， 共计5项赛事

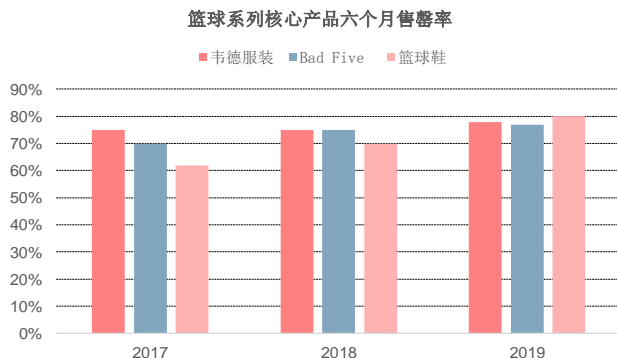
篮球系列：销售快速增长，成为零售流水第二大品类

- 公司篮球系列自2015年以来成长快速，消费者对李宁篮球鞋认可度提升，目前已经成为流水中第二大品类。
- 流水端，2015-2020篮球零售流水占比显著提升，由18%提升至2020年的26%，累计+8pct。同时2018、19年篮球流水同比增速分别高达29%、45%，增长明显。售罄率端，篮球系列的三大核心产品韦德服装、篮球鞋、BadFive6个月新品售罄率稳步提升，17-19年分别累计提升3、7、18pct，体现了消费者对篮球新品认可度持续提升。

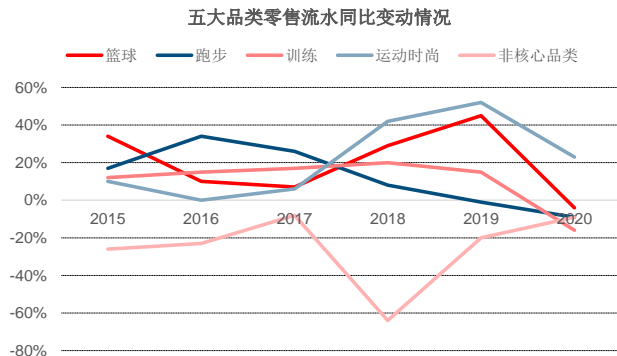
图表2：篮球零售流水占比稳步提升



图表1：2017-2019篮球核心产品售罄率表现



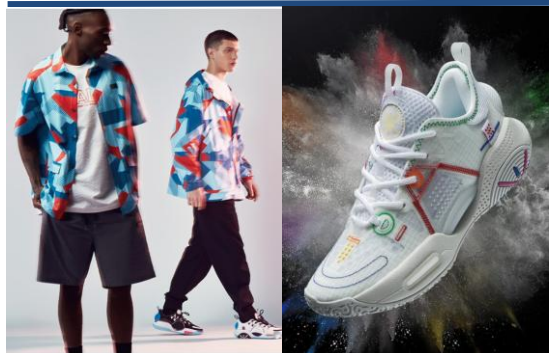
图表3：篮球系列流水同比快速增长



篮球代言人方面，2012年签约韦德成为关键一步、 2017年后加大投入

- 2012年，公司签约正处于职业生涯巅峰的NBA全明星超级球星德维恩·韦德(Dwyane Wade)，并共同打造了全新的篮球鞋服产品系列“韦德之道”，成为公司篮球业务的发展的关键一步。
- 2017年后公司签约球星阵容与影响力超出以往。自2017年以来，李宁改变过往单一签约球星的格局，CJ·麦科勒姆、弗雷德·范弗里特、德安吉洛·拉塞尔、吉米·巴特勒多位实力球员相继成为旗下签约球星。全明星球员数量增至3位，且新签约球星的球场实力和影响力均大幅提升。

图表1：李宁与韦德共同打造“韦德之道”产品系列



图表2：2017年后李宁签约球星的实力和影响力大增



何塞·卡尔德隆
场均8.9分



埃文·特纳
场均9.7分



德维恩·韦德
场均22分，13次全明星



CJ·麦科勒姆
场均18.8分



弗雷德·范弗里特
场均10.9分



德维恩·韦德
场均22分，13次全明星



德安吉洛·拉塞尔
场均17.6分，1次全明星



吉米·巴特勒
场均17.3分，5次全明星

2009

2012

2017

2020

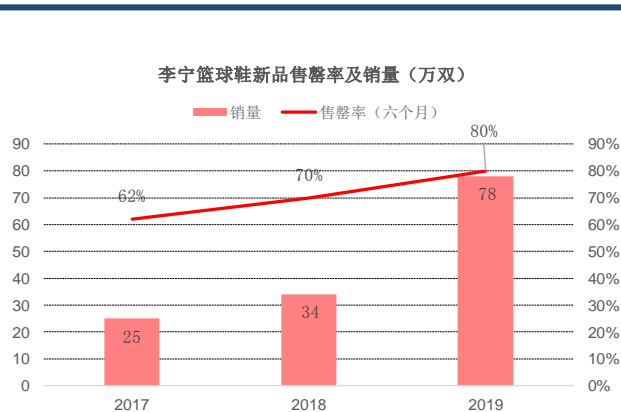
NBA球星代言和产品提升，篮球系列新品售罄率显著提升

- 据企鹅调研数据显示，约有78%的球迷曾有过体育相关消费，其中球星/球队相关的代言商品占比为29.1%，篮球领域明星效应显著。李宁旗下的韦德篮球签名系列在2017年和2018年均位居福布斯NBA球星签名鞋收入第九位，2019年排名第八，全年签名球鞋收入为1,200万美元，是其中唯一上榜的中国运动品牌。
- 2017年以后，公司篮球鞋品类销售显著提升。尤其是2017年10月麦科勒姆成为音速的首席代言人后，李宁的篮球鞋新品（音速系列等）销量和售罄率显著提升，两大功能性篮球鞋销量由2017年的25万双大幅提升至78万双，六个月售罄率由2017年的62%显著提升至2019年的80%。

图表1：2019年福布斯NBA球星签名鞋收入

排名	球星	签名鞋收入 (万美元)	品牌
1	迈克尔乔丹	13,000	Jordan
2	勒布朗詹姆斯	3,200	Nike
3	凯文杜兰特	2,600	Nike
4	斯蒂芬库里	2,000	Under Armour
5	科比布莱恩特	1,600	Nike
6	詹姆斯哈登	1,400	Adidas
7	蔡恩威廉姆斯	1,300	Nike
8	德韦恩韦德	1,200	Li-Ning
9	维斯布鲁克	1,200	Jordan
10	凯里欧文	1,100	Nike

图表2：篮球鞋新品销量及售罄率显著提升



启用新设计师，韦德之道、驭帅经典系列焕发生机

- ▶ 产品开发负责人接棒，树立创新设计理念。自2016年洪玉儒接任成为产品开发总负责人以来，他坚持打破原先设计团队的思维局限，摒弃过往“国际品牌之下，国内品牌之上”的战略定位，在“国际化视野，引领、创造但不能跟随”的新要求下给予设计团队充分的设计自由。同时洪玉儒经常带领设计团队去各地采风，观察当地人士风情，激发团队创造力，帮助打开设计天花板。
- ▶ 经典系列启用新设计师，李宁原创设计广受好评。2017年，篮球鞋设计师周世杰取代美方设计师埃里克·米勒成为“韦德之道”第六代的主设计师，这是首次由中方设计师设计的“韦德之道”正代鞋款，周世杰将当下时尚元素和韦德黑标logo巧妙融合，这一元素搭配深获韦德本人及消费者一致好评。除外，2015年由李宁自我培养的设计师孙明旭接手驭帅系列，将驭帅风格从复古迈向了现代潮流。

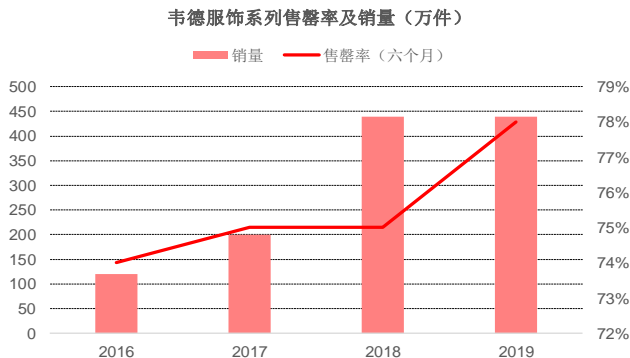
图表：韦德之道系列设计变化



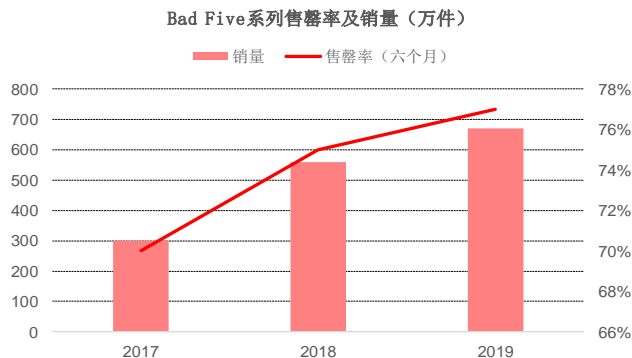
韦德、BadFive融合时尚元素，驱动篮球品类多元增长

- 公司于2016年推出融合时尚元素的韦德服饰产品、2017年推出街头篮球系列BadFive，深受年轻消费者认可，驱动公司篮球品类的快速增长。
- 融入新潮时尚元素，韦德服饰系列表现亮眼。李宁在保有韦德服饰篮球基因的前提下，从面料、结构、轮廓剪裁等方面入手添加时尚属性，成功完成其从篮球赛场到生活场景的探索。2016-2019年韦德服饰系列销量由120万件大幅提升至440万件，新品六个月售罄率累计提升4pct至78%。
- 融合中国文化+说唱文化，深入打造城市系列IP，BadFive零售表现强劲。BadFive是李宁于2017年打造的街头篮球产品线，随后结合城市本土潮流文化元素，相继打造“少不入川”、“江湖好汉”等城市限定主题系列；2018年与说唱歌手GAI推出联名服饰，2020年与国内5位Rapper联合推出同名单曲《BADFIVE》，将说唱、街头、体育完美融合，品牌影响力大幅提升，积极带动销售表现。

图表1：韦德服饰系列销量大幅提升



图表2：Bad Five系列销量大幅提升



2019年全新技术 䨻 助推李宁篮球鞋提升科技含量

- ▶ 在篮球鞋领域，缓震回弹科技是各品牌差异较明显且对于整体性能至关重要的核心科技。公司致力于缓震回弹科技的不断升级，以韦德之道为例，1-3代主要采用“Bounce”科技，4-5代采用了比bounce反弹力增加27%的“Bounce+”科技，6代采用了“DriveFoam”科技，7代(2019年)之后采用了全新的“䨻”科技。
- ▶ 2019年李宁推出全新的轻弹运动科技——䨻。该科技使用的是新型中底材料E-PEBAX，相比传统EVA材质重量减轻52%，显著提高回弹性能，能量反馈高达80%，助推力增加10%，并且拥有更长的使用期限。伴随中底缓震技术的大幅升级，产品的整体穿着脚感亦明显改善，极大提升了消费者的购物体验。李宁在韦德之道7上首次搭载了䨻，后续又逐步将其应用于韦德之道8、韦德全城9、驭帅13、驭帅14等篮球鞋中，提升了篮球运动鞋品类的整体科技含量。

图表：韦德之道系列中底缓震科技持续升级



跑步系列，硬核缓震科技赋能，跑步产品线持续升级

- 2018年以来李宁科技研发水平不断提升，尤其是核心中底缓震科技显著升级，公司相继推出“追风”、“飞电”、“天马”、“绝影”等专业跑鞋系列，为运动人士提供高专业度的专属体验。2019年公司发布自主创新缓震科技——“李宁䨻”轻弹科技，兼具“高效回弹”与“轻量化”的两大特性。2020年深入应用“李宁䨻”科技，发布全新升级的竞速跑鞋“飞电2.0”，助推力较上一代提升10%。同时发布“李宁弎”减震回弹科技系统，并推出全新专业马拉松产品——绝影弹速跑鞋，兼顾减震、轻量、回弹、减少跑步耗能、提升跑步经济性多重功能于一体，突破性能天花板，为跑者带来双倍回弹感受。

图表：近年硬核缓震科技助推李宁专业跑步产品持续升级



-
- 4.3 中国李宁横空出世，登上运动国潮之巅

潮流服饰文化起源海外，历史悠久，美潮、日潮是潮流先锋

- 美潮是出现时间最早的潮牌服饰，其出现与上世纪70年代美国的街头文化、极限运动等有着密不可分的联系。美潮的设计中包含大量有街头文化特色的滑板、说唱、涂鸦、极限运动等元素，整体风格比较夸张、张扬，凸显个性。比较知名的美潮品牌有Stussy、Supreme（20年作价21亿美元被收购）和Off-White，以及价格相对平民的Vans、Converse（FY20收入18亿美元）等。
- 日潮是将美国街头文化与日本自身文化特色相结合的产物。1990年代，日式潮牌发源于日本原宿，整体风格相对美潮来说比较低调内敛，设计中融入了较多的工装、军事风元素，同时非常注重细节的打磨，因此其售价往往较高，较为知名的日潮品牌有Bape、EVISU等。
- 国潮是将中国文化元素融入到服饰设计当中而形成的潮流风格。在2018年中国李宁登陆纽约时装周使得运动过国潮获得了广泛关注。

图表：美潮、日潮和国潮都有各自的独特风格



美潮










日潮



国潮

与美/日潮相比，中国李宁等国潮融入大量中华文化元素

	品牌名称	关键词	品牌描述
美潮	Stussy 	潮牌始祖	最早的潮牌之一，诞生于1980年，创立之初主要围绕冲浪运动进行设计，自1985年在产品中融入了更多滑板、街头文化元素，将滑板服、工作服、旧校服的设计加入到服装设计中，从而形成了一种有别于原有风格的街头服装。
	Supreme 	街头文化叛逆	最有代表性的街头文化潮牌，诞生于滑板运动在保守派的阻挠下艰难发展的时期，与滑板文化有着密不可分的联系，表达特立独行、不守规则束缚的价值观，曾经将印有品牌logo的砖头作为产品发布。该品牌虽然在潮牌中地位极高，但是却坚持不大规模开店，全球门店目前仅有11家，中国目前尚未有门店。
	Off-White 	街头潮流 高端时尚	创立于2012年，品牌理念是将街头潮流与高端时尚进行融合，打造潮流与奢侈的结合体，因此其产品价格远高于一般美潮，一件卫衣的平均价格在4500元左右。
日潮	Bape 	迷彩 军事	日本原宿街头潮流品牌，创立于1993年，是二战后美国文化与日本本土文化碰撞的产物，较具代表性的设计为猿人logo配合迷彩等军事元素，属于日潮中偏美潮的品牌
	EVISU 	复古 牛仔	1991年创立于日本大阪，注重细节，主打复古风格，是引进日本优质镶边牛仔布及定制式做旧细节的原创牛仔品牌。
国潮	Clot 	国潮鼻祖之一	由艺人陈冠希及合伙人创立于2003年，致力于将欧美街头文化带到中国，产品设计中也融入了中国元素，同部分知名国际潮牌有过联名。
	中国李宁 	运动国潮 传统文化	李宁于2018年推出的运动国潮品牌，在登上纽约时装周后受到广泛关注，设计中融入了大量有中国特色的传统文化元素和80/90年代复古元素。背靠李宁，中国李宁品牌在大众中有较高的知名度。

中国李宁横空出世的背后是国潮时代的全面到来

- ▶ 伴随国产品牌竞争实力提升，国潮消费趋势不断强化。国产美妆品牌完美日记在2019年成为天猫“双11”彩妆销售榜第一名，是天猫“双11”创办以来登顶彩妆销售榜第一个国产品牌。2019年上映的国产动漫电影《哪吒之魔童降世》取得50.36亿元票房的骄人成绩，排名最高达到过影史第二（目前位列第三）。国产饮料品牌元气森林在2020年双11活动中超越长年“霸榜”的可口可乐、百事可乐等国际品牌，同时斩获天猫和京东水饮品类销量第一。
- ▶ 2018年2月，中国运动品牌李宁携中国李宁系列亮相纽约时装周，在国际舞台上展示了融合中国传统文化的时尚潮流服饰，引起了人们对国潮服饰的广泛关注。

图表：国产美妆、动漫和服饰等“国潮”代表近年来受到了极大地关注



灯塔专业版-影片票房总榜

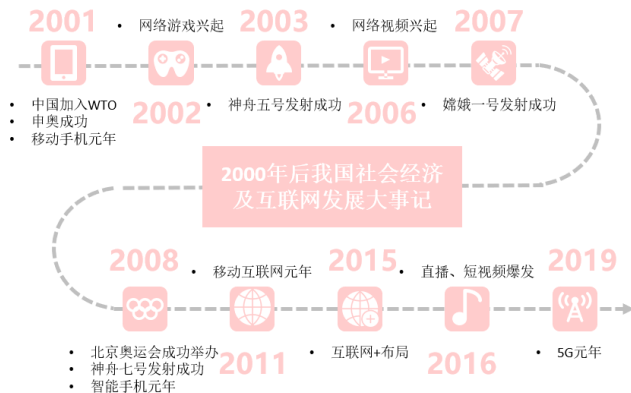
影片	票房	场均人次	平均票价
1 战狼2 2017-07-27	56.94 亿	38	35.6
2 哪吒之魔童降世 2019-07-26	50.36 亿	23	35.7
3 流浪地球 2019-02-05	46.88 亿	29	44.6
4 复仇者联盟4：终局之战 2019-04-24	42.50 亿	23	49.0
5 唐人街探案3 2021-02-12	37.67 亿	59	49.6
6 红海行动 2018-02-16	36.51 亿	33	39.3
7 唐人街探案2 2018-02-16	33.98 亿	38	38.8
8 美人鱼 2016-02-08	33.93 亿	43	36.7
9 你好，李焕英 2021-02-12	32.65 亿	68	48.5
10 我和我的祖国 2019-09-30	31.70 亿	35	38.1



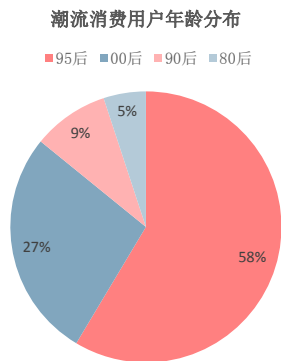
Z世代是中国风、潮流服装、手办的主要消费群体

- Z世代是指出生于1995-2009年的人群，我国Z世代约有2.6亿人。Z世代的成长环境与80后截然不同，具备以下特征：1) Z世代成长于移动互联网时代，对新潮事物接受度更高，更加注重自我个性表达；2) Z世代成长于经济更为富裕的年代，消费能力更强，品牌认同感更强；3) Z世代生长在中国经济与社会文化的快速发展，文化自信程度高，对传统文化、国产品牌认同感更强。
- Z世代是中国风、潮流消费的主要追求群体。**Z世代有丰富多元的兴趣爱好，并在中国风、二次元、电竞、潮玩手办等兴趣爱好群体中找到归属感。**CBNData显示，B站近九成国风爱好者是Z世代，国风视频UP主中有70%是Z世代，Z世代古风服饰销售额增长连续两年超300%。得物APP显示，Z世代同样是潮流消费的主力，95后、00后潮流消费用户占比超过80%。

图表1：Z世代与中国的经济、社会、技术相伴成长



图表2：95后、00后是当代潮流消费主力

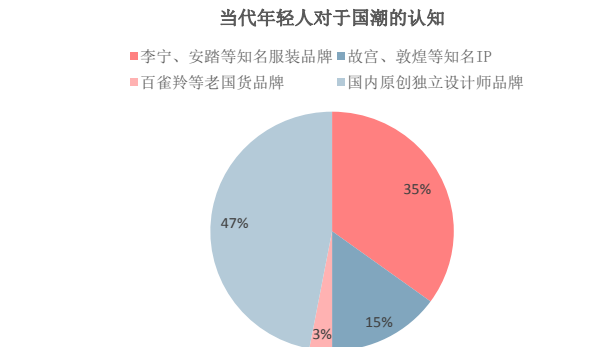
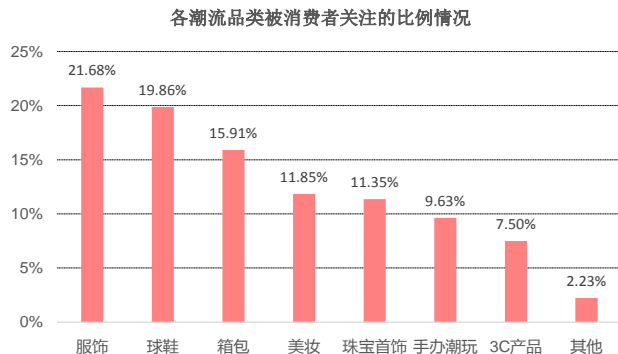


服饰、球鞋是最受年轻一代消费者关注的潮流品类

- 服饰、球鞋是最受年轻一代消费者关注的潮流产品，超过箱包、美妆、珠宝首饰等。国潮服饰设计新颖，产品质量过硬，并具备丰富的文化内涵，更符合当下年轻人追求与众不同、凸显个性的需求。过去多年，主流的时尚风格一直被欧美、日韩风格所占据，国潮服装将传统中华文化元素与现代时尚潮流相融合时尚品类更加新颖，更容易吸引年轻消费者的关注。
- 国产运动鞋服头部品牌成为年轻消费群里认定的国潮代表。根据新浪调查数据显示，35%的年轻消费群体将李宁、安踏等国产服饰品牌作为国潮代表，占比仅次于国内原创设计师品牌，体现出国产服饰的国潮属性。

图表1：服饰和球鞋是最受消费者关注的两大潮流品类

图表2：国产服饰龙头被年轻消费群体视为国潮代表



中国李宁分为传统文化、复古潮流、现代潮流三大系列

- 中国李宁服装于2018年的巴黎时装周秀场大放异彩，产品风格创新前卫，包含传统文化、复古潮流、现代潮流三类。
- 传统文化风格的服装在设计中融入了有代表性的中华传统文化元素，如青花瓷、山水画、敦煌壁画等，**传统文化设计风格是中国李宁产品同国际潮牌相比的独特之处，在历次产品发布中均有所体现**。复古潮流服装主要是通过撞色拼接方式并结合有时代特色的设计元素来打造具有80/90年代复古风格运动服装；该风格服装在现代潮流风格服装主要是在设计中主要体现当下流行的时尚元素，如幻彩渐变手法、创意图案印花等，自2021年春夏系列开始，该风格的服装所占比重有所提升。2019年春夏系列中占比较高，自2021年春夏系列开始占比有所下降。

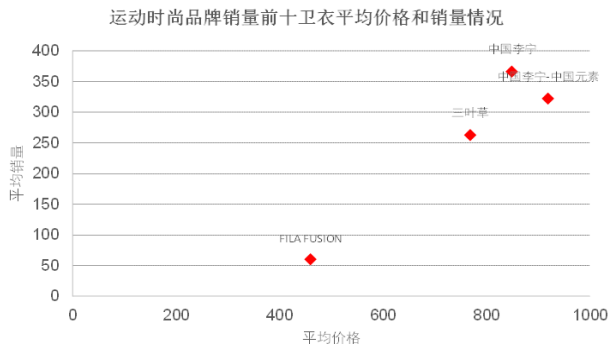
图表：中国李宁产品的设计风格主要分为传统文化、复古潮流、现代潮流



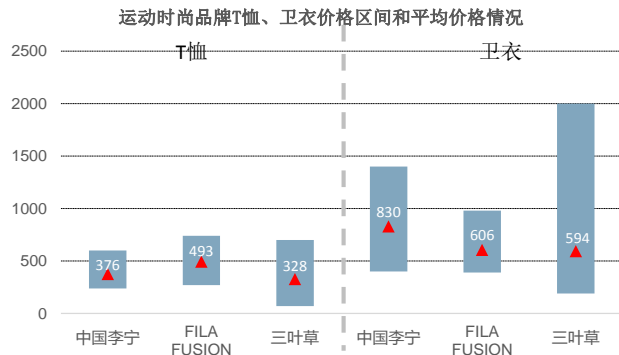
中国李宁服饰产品定价较高，仍深受消费者认可

- 包含中国元素的中国李宁服饰受到了消费者的认可，销量与售价均处于更高序列。以卫衣为例，中国李宁官方店中总销量前十的产品中，有7个是包含中国特色元素的，并且这7款产品中，有5款的价格水平高于卫衣平均价格，说明消费者认可这种“国潮”设计且愿意为此支付溢价。
- 对比月销量（2021年4月）前十的FILA FUSION、三叶草、中国李宁以及含有中国元素的中国李宁卫衣，中国李宁的卫衣在价格较高的情况下依然取得了较好的销售效果，月销量前十的含有中国元素的中国李宁卫衣也在定价高于其他运动时尚品牌的基础上同样实现了较好的销量结果，说明消费者对于中国李宁在产品设计中融入中国文化元素还是相当认可的。

图表1：中国李宁服装的中国设计元素受到消费者认可



图表2：中国李宁服饰价格水平高于三叶草



中国李宁鞋类包含复古运动、专业运动和潮流运动风格

- 中国李宁的鞋产品设计风格包含复古运动鞋、专业运动鞋和设计比较前卫的潮流运动鞋。
- 中国李宁的复古运动鞋产品主要以李宁早年推出的经典运动鞋为蓝本，配合时下流行的设计元素以及更加丰富的配色，代表产品有001系列、蝴蝶和极光系列等；专业运动鞋以李宁的专业运动鞋为基本框架，融合潮流设计元素，实现对专业运动产品的重新演绎，代表产品有烈骏系列、游侠系列等。潮流运动鞋以时下流行的潮流元素为主体，整体更有未来感，是比较有自身特色的产品系列。此类产品一般含有独特的原创设计元素，如水波纹鞋底、机甲设计风格以及拼接解构手法等。

图表：中国李宁运动鞋主要有三种设计风格



中国李宁鞋类设计风格多元，李宁运动科技赋能产品

- 中国李宁鞋的设计风格更加多样化，相较于竞品具备更广的产品风格矩阵。中国李宁的鞋类产品拥有致敬经典的复古运动款、时尚与实用结合的专业运动款、造型前卫的潮流休闲款，相较于竞品具备更广的风格矩阵。
- 受益于近年来李宁运动科技的持续进步，中国李宁鞋科技含量高于普通运动时尚品牌，带来更优穿着体验。该特点在中国李宁的专业运动鞋中体现较多，例如中国李宁的游侠CRC跑鞋，搭载了全掌䨻科技，兼顾潮流时尚的外观设计与强大的运动性能，能满足消费者在日常和运动两大场景的需求。

图表1：中国李宁鞋产品设计风格多样



图表2：FILA FUSION以复古运动为主要设计风格



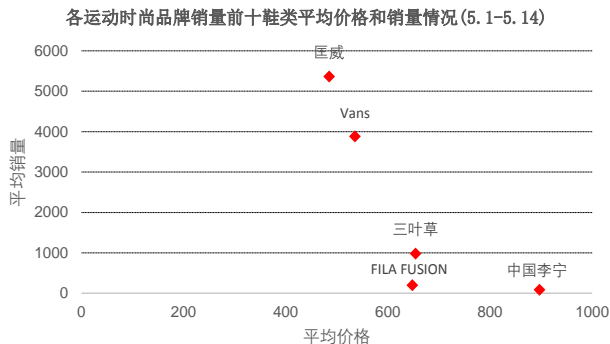
中国李宁鞋类产品富有设计感，吊牌价是李宁牌两倍以上

设计风格	产品	设计元素	发售时间	吊牌价	图示
复古运动 + 现代潮流	001系列	以李宁第一双球鞋为原型，融入现代拼接解构设计	2019冬季	799	
	蝴蝶系列	以2000年奥运会国家队领奖鞋为原型，引入魔术贴等元素	2018秋季	699	
	极光系列	以2004年奥运会中国国家队领奖鞋为原型	2018夏季	899	
	V8系列	以1998年发布的雷鸟跑鞋为原型，融入现代拼接解构设计	2020秋季	899	
	唯吾HBRO	复古运动风格的老爹鞋加上解构设计、反向logo	2020春季	899	
现代运动 + 现代潮流	烈骏系列	以烈骏系列专业跑鞋为原型，融入户外机能风格设计	2019夏季	1299	
	游侠系列	以游侠系列专业跑鞋为原型，鞋面融入透明加盖设计，配色更丰富	2021春季	1199	
创新设计	悟道系列	包含了时下流行的解构风格、袜套设计以及做旧、水洗等细节	2018春季	899	
	盘古系列	以解构手法演绎户外机能风格	2019夏季	999	
	幻刺	中底使用了比较夸张的波纹造型，袜套设计	2021春季	799	
	五行II乾	抽拉式绑缚系统结合水波纹造型鞋底，袜套设计	2021春季	999	
	玄空	将机甲风格融入产品设计中	2021夏季	1499	

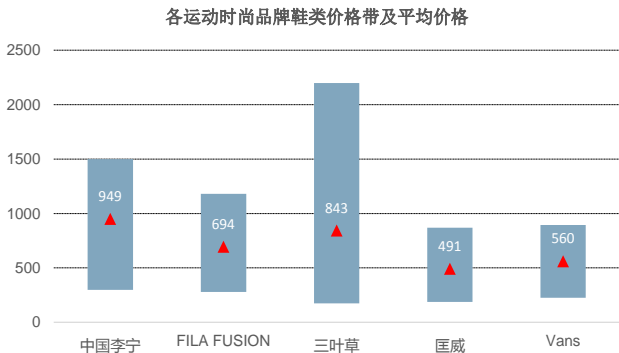
中国李宁鞋类产品定位高端，成功跻身一流运动时尚品牌

- 中国李宁鞋类产品价格带处于较高水平。以天猫平台为例，中国李宁鞋类产品零售价在400-1500元/双，均价约900-1000元/双，价格带高于匡威、Vans，平均售价高于FILA FUSION，与三叶草系列相似。
- 中国李宁鞋类中现代潮流风格与创新设计风格产品价格带与均价更高。

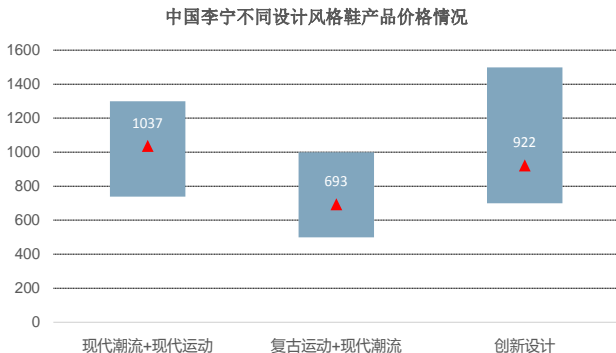
图表1：中国李宁鞋类销量较其他品牌规模较小



图表2：中国李宁鞋类价格带、均价与三叶草相似



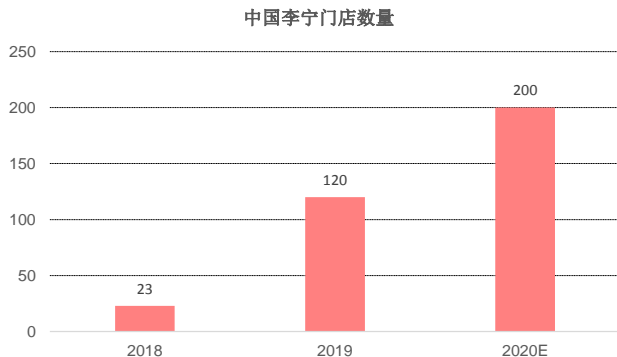
图表3：中国李宁鞋类中现代潮流、设计创新系列价格更高



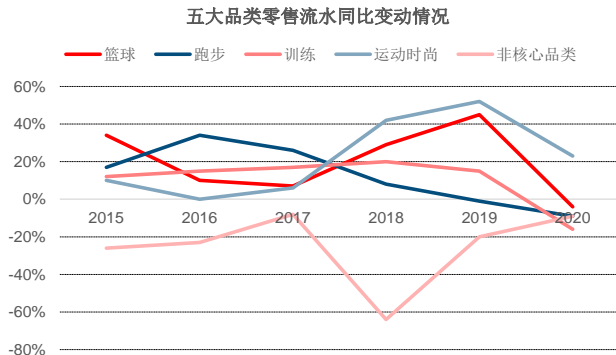
中国李宁门店快速扩张，助力公司运动时尚品类高增长

- 中国李宁自2018年成立以来门店实现了有序拓展。2018-2019年末中国李宁门店数量分别为23、120家（预估），预计2020年底门店数量200+家，未来预计按照每年新增100家的节奏拓展。
- 中国李宁门店主要集中于一二线城市的核心商圈，开店选址较为严格。由于中国李宁定位国潮消费，产品价格带更高，门店选址主要为购买能力强、潮流消费接受度更高的一、二线重点城市的核心商圈，而且店面标识“中國李寧”，区别于其他门店。目前中国李宁单体门店平均面积约200平方米，头部门店平均月店效最高超过300万（2019年），我们预计平均月店效接近80万。
- 在中国李宁的推动下，公司运动时尚品类流水实现快速增长，同时销量、新品售罄率均出现大幅提升。2018-2020年，公司运动时尚品类流水占比从25%提升至39%（累计+14pct），2019年运动时尚系列零售流水增幅约50%+。

图表1：中国李宁门店数量按照每年新增100家扩张



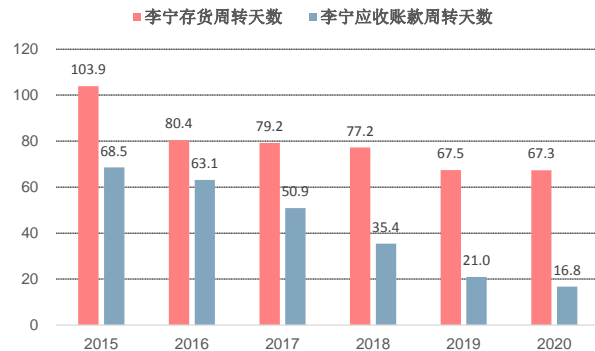
图表2：2018-2019年公司运动时尚系列收入增速最快



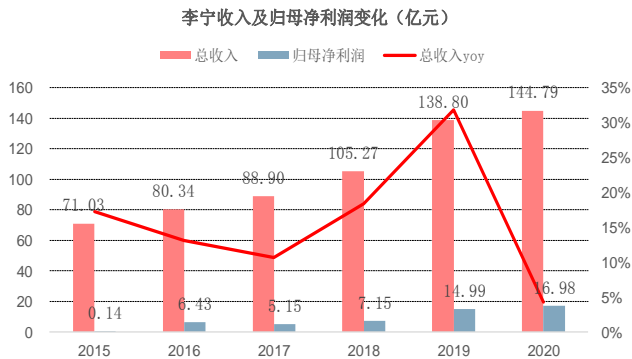
多维度变革效果显现，2015年后李宁经营业绩大幅改善

- 2015年后，公司品牌焕新、产品提升、渠道结构优化及营销多元化等改革逐渐兑现成效，经营业绩持续回暖。2015年公司营收71.03亿元，2020年增长至144.79亿元，CAGR达15.3%。2018、19年营收更是分别同比增长18.4%、31.8%，归母净利润分别同比增长38.8%、109.6%。
- 盈利端，2015-2020年公司毛利率和净利率稳步改善，毛利率由45.0%提升至49.1%，净利率由0.2%大幅提升至11.7%。
- 运营端，2015-2020存货、应收账款周转天数从104、69天分别下降至67天、17天。

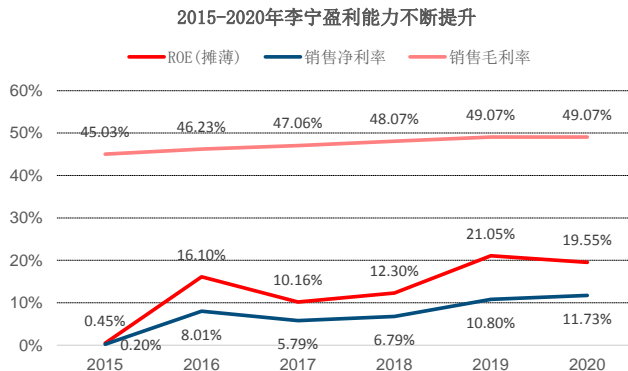
图表1：李宁收入及归母净利润快速增长



图表2：李宁收入及归母净利润快速增长



图表3：李宁毛利率和净利率稳步改善



目录

- 第一章 概要：激荡30年，复盘李宁的兴衰及复兴之路
- 第二章 2001-2009：国内运动鞋服市场繁荣，渠道扩张为王
- 第三章 2010-2014：行业低迷，李宁品牌重塑遇冷后的挫折与调整
- 第四章 2015至今：渠道变革、产品提升、国潮崛起、品牌焕新
- 第五章 盈利预测与风险提示

李宁：盈利预测之收入拆分

李宁营收拆分 (人民币亿元)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	105.3	138.8	144.8	182.8	223.8	270.4
yoy	18.4%	31.9%	4.3%	26.2%	22.4%	20.8%
线下渠道收入	80.5	104.9	102.1	127.5	153.5	182.9
yoy	15.4%	30.3%	-2.7%	24.9%	20.4%	19.2%
占比	76.5%	75.6%	70.5%	69.7%	68.6%	67.6%
李宁主品牌收入	78.4	97.2	93.1	107.1	121.4	134.7
yoy	15.4%	23.9%	-4.2%	15.0%	13.4%	11.0%
占比	74.5%	70.0%	64.3%	58.6%	54.3%	49.8%
门店数 (家)	6,344	6,449	5,912	6,100	6,250	6,400
月店效 (万元)	10.3	12.6	13.1	14.6	16.2	17.5
yoy	13.9%	21.9%	4.5%	11.5%	10.7%	8.3%
直营店收入	31.4	36.2	32.7	36.5	41.9	47.1
yoy	14.9%	15.5%	-9.7%	11.6%	14.7%	12.4%
年末门店数	1,506	1,292	1,149	1,200	1,250	1,300
平均门店数	1,524	1,399	1,221	1,175	1,225	1,275
平均月店效	17.2	21.6	22.3	25.9	28.5	30.8
yoy		25.8%	3.5%	16.0%	10.0%	8.0%
加盟店收入	47.1	60.9	60.4	70.6	79.5	87.6
yoy	15.7%	29.5%	-0.9%	16.9%	12.7%	10.2%
年末门店数	4,838	5,157	4,763	4,900	5,000	5,100
平均门店数	4,780	4,998	4,960	4,832	4,950	5,050
平均月店效	8.2	10.2	10.1	12.2	13.4	14.5
yoy	13%	23.8%	-0.2%	20.0%	10.0%	8.0%
李宁Young收入	2.1	3.9	4.3	5.1	6.6	8.0
yoy		84.6%	11.8%	17.7%	29.2%	20.5%
占比	2.0%	2.8%	3.0%	2.8%	3.0%	2.9%
年末门店数	793	1,101	1,021	1,150	1,400	1,500
平均门店数	483	947	1,061	1,086	1,275	1,450
平均月店效	3.6	3.4	3.4	3.9	4.3	4.6
yoy		-6%	0%	15.0%	10.0%	6.0%
中国李宁收入		3.9	4.6	15.2	25.4	40.2
yoy			19.2%	229.0%	66.7%	58.1%
占比		2.8%	3.2%	8.3%	11.4%	14.9%
年末门店数	23	120	190	300	400	550
平均门店数		72	155	245	350	475
平均月店效		45.3	24.9	42.3	52.9	60.9
yoy			-45%	70.0%	25.0%	15.0%
线上渠道收入	22.2	31.2	40.5	52.7	67.5	84.3
yoy	32.9%	40.6%	29.8%	30.0%	28.0%	25.0%
占比	21.1%	22.5%	28.0%	28.8%	30.1%	31.2%
国际市场收入	2.5	2.6	2.2	2.6	2.9	3.2
yoy	5.3%	4.4%	-17.6%	20.0%	10.0%	10.0%
占比	2.4%	1.9%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%

- 核心假设：
- 1、李宁主品牌线下直营店与加盟店数量将保持平稳增长，经历了2019-20年的低效店关店，预计未来分别以年均50家、100家的数量稳定拓展；店效方面，由于2020年疫情影响，以及门店优化增效、实行大店战略等，预计2021-2023年直营店、加盟店店效有望保持10%左右复合增长。
- 2、公司打造的中国李宁目前处于快速扩店阶段，预计2021-2023年收入将保持100%+的复合增速。中国李宁门店数量较小、店效高，预计将保持100家/年的扩张节奏，店效有望保持35%+的复合增速（考虑21年疫情后反弹）。
- 3、线上销售方面，受益于疫情催化、线上独立产品线增长、中国李宁销售增长，我们预计2021-2023年线上收入将保持25%+的复合增速。

李宁：盈利预测概要与风险提示

- **盈利预测：**我们预计2021-2023年实现营业收入182.5、223.4、270.0亿元，同比增长26.2%、22.4%、20.8%；实现归母净利润24.4、31.7、40.2亿元，同比增长43.6%、30.0%、26.8%；对应最新估值P/E为58x、45x、35x，维持“增持”评级。（截至2021年5月26日）

李宁重要财务指标	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入(百万元)	13,870	14,457	18,249	22,344	26,995
增长率(%)	32.0	4.2	26.2	22.4	20.8
归母净利润(百万元)	1,499	1,698	2,439	3,171	4,021
增长率(%)	109.6	13.3	43.6	30.0	26.8
毛利率(%)	49.1	49.1	50.4	51.4	52.0
净利率(%)	10.8	11.7	13.4	14.2	14.9
ROE(%)	23.2	21.5	25.0	26.3	27.0
EPS(摊薄/元)	0.65	0.68	0.95	1.21	1.52
P/E(倍)	94.8	83.7	58.3	44.8	35.3
P/B(倍)	19.9	16.4	13.1	10.7	8.6

- **风险提示：**新冠疫情反复、中国李宁发展不及预期

李宁盈 利预测 三张表

资料来源：公司公告、
中信建投预测
(截至2021年5月26日)

李宁盈利预测 (单位: 百万人民币)

2021年5月26日

利润表	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E	现金流量表	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入	13,870	14,457	18,249	22,344	26,995	经营活动现金流净额	3,503	2,763	3,616	4,490	5,539
营业成本	7,064	7,363	9,050	10,867	12,960	年内利润	1,857	2,248	2,439	3,171	4,021
毛利	6,805	7,094	9,199	11,477	14,035	折旧摊销	821	1,013	592	716	853
销售费用	4,445	4,425	5,428	6,557	7,786	经营性财务支出及投资收益	-242	-16	118	125	133
管理费用	968	805	1,024	1,253	1,514	经营性营运资金增加	1,177	142	589	597	655
营业利润	1,543	2,196	3,203	4,186	5,328	其它	-108	-623	-121	-119	-123
财务费用	30	32	35	42	50	投资活动现金流净额	-573	-992	-981	-1,527	-1,833
投资收益	343	83	83	83	83	固定资产购建	-636	-594	-767	-916	-1,080
其他	-	-	-	-	-	无形资产购置	-50	-152	-274	-268	-324
利润总额	1,856	2,248	3,252	4,228	5,361	其它	112	-246	60	-342	-429
减: 所得税	357	549	813	1,057	1,340	筹资活动现金流净额	-649	-513	-639	-994	-1,199
净利润	1,499	1,698	2,439	3,171	4,021	归母分红	-215	-378	-469	-673	-876
少数股东损益	-	-	-	-	-	支付租赁负债	-326	-325	-326	-325	-326
归母净利润	1,499	1,698	2,439	3,171	4,021	融资	-	-	-	-	-
						其他	-108	189	156	5	2
						净现金流	2,282	1,258	1,996	1,969	2,507
资产负债表	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E	关键指标	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
流动资产	8,539	9,777	12,377	15,002	18,280	业绩表现					
货币资金	5,961	7,187	9,183	11,153	13,660	营业收入增长率	32.0%	4.2%	26.2%	22.4%	20.8%
应收账款	687	659	832	1,018	1,230	归母净利润增长率	109.6%	13.3%	43.6%	30.0%	26.8%
预付账款	-	-	-	-	-	毛利率	49.1%	49.1%	50.4%	51.4%	52.0%
存货	1,407	1,346	1,639	1,947	2,322	净利率	10.8%	11.7%	13.4%	14.2%	14.9%
其他	484	585	722	885	1,069	OPM	11.1%	15.2%	17.6%	18.7%	19.7%
非流动资产	4,008	4,817	5,449	6,481	7,672	销售费用率	32.0%	30.6%	29.7%	29.3%	28.8%
非核心资产(非流动)	1,172	1,368	1,727	2,115	2,555	管理费用率	7.0%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
固定资产	1,039	1,065	1,289	1,545	1,835	财务费用率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
无形资产	1,247	1,423	1,648	1,861	2,121	ROE	23.2%	21.5%	25.0%	26.3%	27.0%
长期待摊费用	-	-	-	-	-	ROA	14.1%	12.5%	15.0%	16.1%	17.0%
其他	551	961	784	960	1,160	有效所得税率	19.3%	24.4%	25.0%	25.0%	25.0%
资产总计	12,547	14,594	17,826	21,483	25,952	EPS (摊薄)	0.65	0.68	0.95	1.21	1.52
流动负债	4,717	5,015	6,206	7,444	8,853	BPS (摊薄)	3.08	3.49	4.22	5.09	6.23
短期借款	-	-	-	-	-	价值评估					
应付账款	3,553	3,768	4,655	5,590	6,666	PE	94.8	83.7	58.3	44.8	35.3
预收款项	-	-	-	-	-	PB (摊薄)	19.9	16.4	13.1	10.7	8.6
其他	1,163	1,247	1,551	1,855	2,187	流动性					
非流动负债	707	889	1,095	1,296	1,485	总负债 / 总资产	43.2%	40.5%	41.0%	40.7%	39.8%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.81	1.95	1.99	2.02	2.06
其他	707	889	1,095	1,296	1,485	速动比率	1.51	1.68	1.73	1.75	1.80
负债合计	5,423	5,904	7,301	8,740	10,337						
少数股东权益	3	3	-	-	-						
归母股东权益	7,122	8,687	10,813	13,315	16,463						
负债和股东权益	12,547	14,594	18,114	22,056	26,800						

分析师介绍

叶乐：中信建投轻工纺服&教育行业首席分析师，复旦大学金融硕士专业毕业，2016年加入中信建投证券研究发展部，2017年“新财富”中小市值最佳分析师第3名团队核心成员，2019年“水晶球”中小市值入围，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名。目前专注于轻工纺服、医美日化、教育人力资源、宠物等消费服务产业研究。联系方式：18521081258，yele@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
	行业评级	卖出	相对跌幅15%以上
		强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
	弱于大市	相对跌幅10%以上	

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其中中信建投客户。

本报告的信息均来自于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必能以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B
座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李仕瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南
塔2106室
电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中
心B座22层
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk