

李宁 (02331)

承运动基因，融国潮精髓，促品牌升级

证券研究报告

2021 年 01 月 27 日

投资评级

行业 非必需性消费/纺织及服饰

6 个月评级 买入 (维持评级)

当前价格 50.4 港元

目标价格 63.8 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	2,489.14
港股总市值(百万港元)	125,452.70
每股净资产(港元)	3.07
资产负债率(%)	40.01
一年内最高/最低(港元)	57.60/14.80

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《李宁-公司点评:流水中单位数增长 电商亮眼, 体育入中考政策刺激产业消费》 2020-10-20
- 2 《李宁-公司点评:20H1 业绩优于预期, 控费率+融渠道助力业绩回升》 2020-08-18
- 3 《李宁-公司点评:19 年业绩超市场预期, 净利率持续提升》 2020-03-30

深度复盘公司发展: 行业危机-调整改革-复苏调整三部曲

1) 行业危机: 2012 年公司经历运动行业库存危机, 主要系渠道无序扩张、新业务过度拓展、多品牌运营效率低下等多方面因素造成:

渠道无序扩张: 传统经销批发型运动零售无序扩张, 行业原材料、劳动力成本及零售租金快速上涨是经销渠道盈利端承压, 公司费用率快速上升, 同时大批新开门店店效尚处于爬坡提升阶段, 营收增速低于渠道整体规模增速。

新业务过度拓展: 基于传统批发运动经销渠道, 李宁采取激进超前的年轻化、高端化品类拓展策略, 相继推出 Inner Shine 女子健身推广平台以及李宁 Yoga Workshop, 超前的业务拓展计划与健康产业较低发展水平不符。

2) 调整改革: ICG 入主李宁, 金珍君执掌公司, 推行渠道复兴计划

制定并推进公司渠道复兴计划, 渠道政策及资源投放调整, 推动从传统批发式经营向零售为主导经营, 提升整体渠道竞争力, 措施包括:

1) 公司出资直接回购, 2) 应收账款可变现金额大幅削减 (由 9.33 亿元削减至 4.00 亿元), 3) 拓展完善品牌工厂店折扣店等清货渠道, 分别由 2011 年 269 间、358 间拓展至 277 间、446 间; 4) 改革传统批发式渠道季度订货会制度, 为广大经销商提供弹性可自由选择订货模式, 并因地制宜提出 “A+” 畅销款产品及具有区域特色产品计划等, 协助经销商优化订单减轻存货积压风险; 5) 2012 年 10 月始, 通过提升消费数据分析判断能力推出一系列快速反应产品线, 其产品设计准确对接市场潮流、客群需求变化, 应对经销商自身订货不足等风险。

3) 复苏调整: 打造 “互联网+运动生活体验” 品牌

2015 年品牌创始人李宁先生回归管理层, 公司步入快速恢复发展阶段, 品牌定位层面, 伴随着线上购物平台用户流量快速积聚, 线上渠道业务占比呈现快速上升趋势, “互联网+” 概念进入公司日常经营业务; 新兴渠道与传统渠道之间交流日趋频繁, 国内客群消费水平及运动需求稳步提升, 公司着眼于提升产品体验、购买体验、运动性能全方位品牌重塑, 立志升级成为运动生活场景体验提供者。整体来看, 公司在金珍君时代的直营零售转型升级的基础上, 向 “互联网+运动生活体验” 品牌进一步转型迈进。

具体来看, “互联网+” 概念融入到公司渠道端、营销端、运营端及产品端, 同时公司相继布局弹簧标、LNG 中高端潮牌领域, 完成了新兴运动时尚产品及品牌运营初步积累, 通过立足性价比、中高端市场差异化定位策略, 较为高效地覆盖不同类别客群。另一方面, 在李宁大众运动品牌的基础上, 弹簧标及 LNG 系列对品牌文化进行有力补充, 李宁品牌自身潮流基因实现了初步积累, 为后续 “中国李宁” 系列推出奠定了坚实基础。

品牌潮流基因发扬传承, 积淀孵化打造 “中国李宁” 高端国潮系列

在弹簧标尝试性价比运动休闲市场、LNG 植根中高端运动潮牌的基础上, 公司完成了多价位区间运动时尚市场品牌运营经验积累, 我们认为新品牌系列推广调整过程中, 借助互联网+、大数据分析精准把握消费者心智变化趋势, 为公司 2018 年春季纽约时装周 “中国李宁” 成功推广奠定了坚实的基础。

运动时尚细分市场多级竞争格局确立, 时尚度成为运动品牌力重要元素

1) Lululemon 开创运动时尚风潮

Lululemon 通过其面料开发及加工工艺优势, 确立现代瑜伽装备标准, 较好地贴切中高收入女性客群部分日常穿着需求, 展现了较好的多场景普适性; 瑜伽装备自瑜伽核心客群开始逐步渗透日常出行穿搭, 同时借由社交平台、

直播渠道逐步扩展至日常关联生活场景，开创现代运动时尚风潮。

2) Adidas、Nike 等头部运动品牌稳步提升产品时尚度，运动产品配色较 1970/1980 年代多样化、对比度增强，更能彰显使用者个性风格；另一方面，鞋面线条设计在新材料技术的支持下，逐步突破传统跑鞋设计瓶颈，成为运动产品终端造型时尚度提升的基础，产品设计风格在传统设计框架基础上实现突破创新。

承接品牌运动基因&挖掘潮流元素，中国李宁引领国潮构筑品牌壁垒

李宁在原有的 LNG 中高端潮牌、AIGEL 中高端户外品牌运营经验的基础上，创造性地首次展示“中国传统文化潮流”新概念，进一步发掘品牌内在潮流元素。中国李宁系列面世，顺应运动产品时尚度稳步提升趋势，加速切入运动时尚这一增量细分市场。

中国李宁成功孵化成长的原因我们客观总结有以下两点：

- 1) 中国文化国际影响力提升，国际市场潮流需求推动
- 2) 民族自信力、情怀提升及客群需求提升，

李宁具备针对“国潮”开发运营多条运动时尚产品线的能力，中国李宁将是李宁直面消费者打造“国潮”概念的开端但不会是终点，“国潮”3.0 升级创新、公司旗下“国潮”相关系列或将持续扩容，或将助力李宁整体品牌力稳步提升，巩固李宁国产体育行业龙头地位。

看好公司业绩未来业绩增长空间：多因素改善+多业务协同

渠道端：渠道端运营持续升级改善，未来店效有望延续增长

产品端：产品创新研发积淀深厚，国潮元素多方位渗透产品设计

品牌端：切入中高端运动时尚，品牌调性稳步提升

营销端：携手优质 KOL、明星资源推进品牌年轻化，积极拓展覆盖各亚文化圈

运营管理：内部精细化综合管理能力稳步提升，渠道管控、费用控制能力逐年提升

中国李宁重塑品牌形象，未来持续贡献业绩增量

中国李宁目前仍然处于渠道高速拓展发展阶段，基于客观平稳的门店增速预期及店铺运营效率提升预期，中国李宁系列有望未来成为公司业绩长期增长重要来源。

李宁 young 迎接童装消费需求升级红利，未来有望成为业绩新增长点

国内童装市场尚处于稳定扩容阶段，受益于“二胎红利”政策红利及人均消费需求升级等因素，同时未来李宁 young 渠道规模有望持续扩大，李宁 young 未来将有望延续渠道扩张态势，我们客观预计李宁 young 2021 有望保持 1300 家门店，品牌在童装整体行业中市占率有望继续提升，公司青少年童装业务有望延续高速增长。

维持“买入”评级，维持原有盈利预测，长期跟踪关注：预计公司 2020~2022 年营业总收入分别为 149.42、176.18、204.46 亿元，增速分别为 7.7%、17.9%、16.1%；2020~2022 年归母净利润分别为 15.73、19.94、24.50 亿元，增速分别为 4.9%、26.8%、22.9%，对应 20~22 年 EPS 分别为 0.64、0.81、1.00 元，对应 P/E 分别为 68.27、53.85、43.82X。

我们采用 DCF 绝对估值法得到公司 2021 年内在价值为 1323.58 亿元，对应目标价格为 53.17 元人民币/63.80 港元，对应 2021 年目标 P/E 为 65.64X。

风险提示：新冠疫情局部反复加剧风险，线下渠道客流受到影响；新品发售销量不及预期，渠道端费用率压力；客群受审美偏好、竞品折扣等因素影响，对李宁品牌黏性不及预期等。

内容目录

1. 公司成长深度复盘：行业危机-调整改革-复苏回升三部曲	6
1.1. 危机并存：公司超前提价拓展与行业库存堆积	6
1.2. 2012~2014 年：TPG 金珍君执掌李宁品牌渠道转型，精简聚焦主赛道	7
1.3. 2015~至今，李宁掌舵，引领国潮风尚，品牌力&渠道运营稳步提升	10
2. 运动时尚细分多极竞争确立，李宁品牌基因与优势凸显	12
2.1. 起：Lululemon 开启运动时尚风潮，瑜伽装备渗透日常穿搭	12
2.2. 承：头部品牌稳步提升产品时尚度，时尚度成为品牌力重要构件	13
2.3. 转：品牌运动基因&潮流元素挖掘，中国李宁引领国潮构筑品牌壁垒	16
2.4. 合：中国李宁开启品牌潮流征程，国潮 3.0 推进、X 潮流因素催化	20
3. 渠道升级、品牌重塑、内控成熟、业务拓展构筑业绩增厚基石	22
3.1. 渠道端持续改善，直营零售转型深化，渠道效率持续提升	22
3.2. 中国李宁重塑品牌形象，未来持续贡献业绩增量	26
3.3. 李宁 young 迎接童装消费需求升级红利，未来有望成为业绩新增长点	27
4. 盈利预测及估值	28
5. 风险提示	29

图表目录

图 1：李宁 2008~2012 年门店数量（家）及对应店效（万元）	6
图 2：李宁 2008~2013 年门店总数（家）及销售费率、管理费率	6
图 3：李宁“Inner Shine”女子健身平台宣传概念	6
图 4：李宁与北京青鸟瑜伽签署合作协议	6
图 5：李宁及国内外竞品 2009~2012 年签约赞助 NBA 球星示意	7
图 6：公司签约林志玲与传统公司赞助运动员风格对比	7
图 7：李宁渠道复兴计划期间公司运营能力变化示意图	8
图 8：李宁 2012~2016 年直营加盟门店数（家，左轴）及店效（万元，右轴）	8
图 9：李宁签约赞助 NBA 实力球员维恩·韦德	8
图 10：渠道复兴计划期间公司推出端对端零售业务平台	8
图 11：公司 2010~2014 门店数量及费用率变化情况	9
图 12：李宁“运动生活系列” Jessica 联名与同期 FILA 宣传海报对比	9
图 13：李宁弹簧标相关产品效果示意	11
图 14：LNG 相关产品线效果示意	11
图 15：李宁多板块品牌布局示意图（弹簧标目前已归入李宁大货系列）	11
图 16：Lululemon 自核心品类挖掘拉伸市场需求并开创“athleisure”运动休闲风尚示意图	12
图 17：中国运动时尚服饰预计销售规模及增速（%）	12
图 18：中国运动时尚鞋服市场整体预计销售规模及同比增速（%）	12
图 19：Adidas 及旗下关联品牌新近鞋品系列矩阵示意图	13
图 20：Adidas 新款产品线与经典产品系列对比示意图	14
图 21：NIKE 新款日常跑鞋及专业跑鞋线条设计风格与经典款型 Tailwind、Waffle Iron 对比	

.....	14
图 22: 侃爷演唱会现场与纯白款 Ultraboost	15
图 23: Adidas-Yeezy 跨界合作系列产品	15
图 24: NIKE Air Force 跨界联名部分展示	15
图 25: 余文乐在《春娇与志明》中脚着 NB996 出镜	15
图 26: New Balance1970、1980、2010 年代产品线对比	16
图 27: 中国国内运动鞋市占率(%) 历史数据	16
图 28: 中国李宁 2018 纽约时装周走秀“悟道 2.0”设计元素拆分	17
图 29: 中国李宁 2018 纽约时装周中西结合、多元化设计示意	17
图 30: 2018 年纽约时装周“中国李宁”鞋履潮流设计示意	17
图 31: 老爹鞋风潮兴起, 各类奢侈品、运动品牌爆款老爹鞋设计示意图	18
图 32: 中国李宁 2019 纽约时装周走秀“行之所至”设计风格展示	18
图 33: Lululemon 与中国李宁细分先发优势确立及品牌成长逻辑对比	19
图 34: 中国李宁 2020 春夏系列与敦煌元素	20
图 35: 李宁“溯”X 敦煌博物馆系列产品	20
图 36: 李宁品牌多产品系列与国潮设计元素	21
图 37: All Birds 品牌故事性要素展示	21
图 38: 中国李宁重庆北城天街购物广场旗舰店形象	22
图 39: 李宁天津 M-PLAZA 全品类战略旗舰店 2018 年开幕盛况	22
图 40: 2015~2019 年公司渠道门店数量(家) 及平均店效(万元)	22
图 41: 各渠道业务贡献占比变化示意图(%)	22
图 42: 公司线上渠道营收(亿元)、占比(%)、同比增速(%)	23
图 43: 李宁青紫白溯系列、胭脂念系列示意图	23
图 44: 李宁䨻轻弹科技与最新发售韦德之道 9 无限	23
图 45: 中国李宁系列售价及李宁传统系列售价对比	24
图 46: 公司历年产品销售毛利率(%) 级终端净利率(%) 变化	24
图 47: 李宁明星代言年轻化、各细分领域扩大覆盖	24
图 48: 李宁 WOW 限量款式风格与安踏高端篮球鞋对比	24
图 49: 广告投放费用率(%) 及经营成本中占比(%)	25
图 50: 李宁韦德之道 9 X 达达星人系列及李宁 X MAC 系列	25
图 51: 公司存货规模(亿元) 及存货规模周转周期(天) 变化	26
图 52: 公司应收账款规模(亿元) 及应收账款周转周期(天) 变化	26
图 53: 公司盈利及销售、管理费率、毛利率及归母净利率变化	26
图 54: 与同行可比标的安踏体育相比销售费率、管理费率情况	26
图 55: 李宁“溯”系列悟空成长概念鞋与安踏潮流休闲鞋对比	27
图 56: 李宁韦德之道与安踏 KT 高端篮球系列对比	27
图 57: 我国童装市场规模(亿元) 及逐年同比增速 YOY(%)	27
图 58: 李宁 young 2021 年春季新品“牛”转乾坤	27
图 59: 李宁 DCF 绝对估值(单位: 人民币百万元, %)	28

表 1：李宁品牌 “互联网+” 迈进进程表.....10

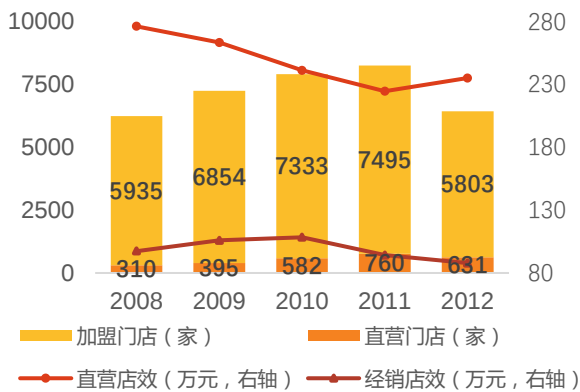
1. 公司成长深度复盘：行业危机-调整改革-复苏回升三部曲

1.1. 危机并存：公司超前提价拓展与行业库存堆积

李宁品牌基因植根于李宁先生本人专业运动精神、106 块金牌英雄气质，经历过 2008 年北京奥运会对中国国内运动行业成长催化，公司在 2010 年迎来业绩高峰，彼时公司正针对高端新兴细分市场积极拓展自身产品线，并在渠道端延续高速增长模式，达到提升产品整体品牌力的目标。

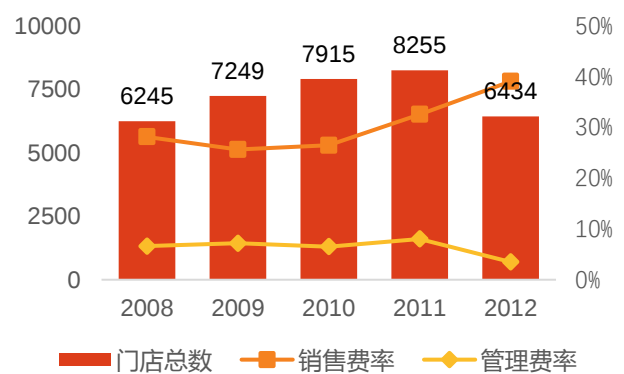
渠道过度扩张：在 2008 年北京奥运会对国内体育运动产业的催化作用下，人民运动参与度逐年提升，运动意识不断增强，公司在产品端与渠道端以传统经销模式为主体架构，采取激进扩张的策略，2008~2011 年公司整体门店数量自 6245 家上升至 8255 家，门店规模年均增加 670 家，其中直营渠道受益于低基数实现翻倍快速增长，加盟渠道深入覆盖低线市场。另一方面，随着渠道整体规模的扩充，渠道盈利质量并没有得到同步提升，直营门店随着渠道快速拓展（受到新拓展门店效率爬坡成熟期影响），门店店效呈现下滑趋势，经销门店店效则是倒 V 波动下滑趋势。

图 1：李宁 2008~2012 年门店数量（家）及对应店效（万元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 2：李宁 2008~2013 年门店总数（家）及销售费率、管理费率



资料来源：公司年报，天风证券研究所

运营效率层面：传统经销批发型运动零售无序扩张，行业原材料、劳动力成本及零售租金快速上涨使经销渠道盈利端承压，公司费用率快速上升，同时大批新开门店店效尚处于爬坡提升阶段，营收增速低于渠道整体规模增速。另一方面，公司采取与线下渠道快速拓展类似的激进市场营销策略，2009~2012 年公司广告及市场推广开支分别达到 11.91、12.92、14.27、15.68 亿元，CAGR 为 9.6%，赛事赞助、运动员签约合作范围较广，涵盖传统核心项目足球、篮球、网球等。

图 3：李宁“Inner Shine”女子健身平台宣传概念



资料来源：sports.cctv.com，天风证券研究所

图 4：李宁与北京青鸟瑜伽签署合作协议



资料来源：新浪女性，公司公告，天风证券研究所

产品业务层面：品牌年轻化失误&业务品类超前拓展

1) **品牌年轻化转型失误：**2010 年李宁公司以“Make the change”替代原有的“一切皆有可能”品牌口号，品牌 logo 则由经典红旗团替换成为“李宁交叉动作”，公司认为“90 后”将成为品牌主力消费客群，品牌年轻化策略加速推进。但受制于自身大众体育运动品牌定

位，成长环境相对国际化开放的 90 后客群，对于李宁品牌的接受度在短期内难以提升。另一方面，李宁品牌年轻化对于 70~80 后品牌核心客群，产品设计风格、品牌文化，核心客群品牌认可度受冲击下滑，品牌年轻化策略在短期内难及预期效果。

2) 业务品类超前拓展：基于传统批发运动经销渠道，李宁采取激进超前的年轻化、高端化品类拓展策略，从面向传统的大众化性价比运动品牌拓展至彼时刚刚兴起的瑜伽健身运动市场，相继推出 Inner Shine 女子健身推广平台以及李宁 Yoga Workshop，同期与 Vivienne Tam 联名打造“时尚瑜伽”女子健身系列产品。切入市场壁垒明显且面料加工技术含量较高的瑜伽健身细分赛道使李宁在品牌定位及资源回报面临两重困境：彼时李宁聚焦大众性价比运动产品市场定位差距明显，且细分龙头 Lululemon 面料技术、渠道铺设先发优势较为明显，相反李宁品牌在相对陌生且壁垒明显的瑜伽细分领域运营经验及技术积淀较为薄弱；李宁基于传统大众性价比市场地位塑造的产品力，与瑜伽运动面向的中高收入女性群体需求无法精准匹配；国内健身市场规模尚处于成长扩张阶段，2011 年国内人均穿着支出为 1674.70 元，相比欧美发达国家相对成熟健身市场差距较为明显，同时国内缺乏健身服饰品牌成熟系统的运营经验。

多元品牌矩阵与品牌运营效率：2009~2012 年间公司旗下品牌矩阵构成较为繁杂，各品牌市场需求聚焦点存在较大差异，从聚焦国内专业运动装备品牌红双喜（乒乓球）、Lotto（羽毛球、足球）、Kason（羽毛球装备），到高端运动休闲品牌 AIGLE，各品牌之间聚焦目标市场较为独立，且部分品类业绩表现远低于预期，公司于 2011 年率先暂停 Z-DO 及红双喜鞋服业务。

图 5：李宁及国内外竞品 2009~2012 年签约赞助 NBA 球星示意



资料来源：NBA 官网，cbssports.com，thebiglead.com，nikeleborn.com，
天风证券研究所

图 6：公司签约林志玲与传统公司赞助运动员风格对比



资料来源：新浪女性，腾讯体育，搜狐体育，天风证券研究所

代言赞助策略：NBA 明星“彩票”式广泛赞助签约，NBA 新秀埃文·特纳，巴朗戴维斯、沙奎奥尼尔、何塞卡尔德隆、哈希姆塔比特组成李宁品牌较为庞大充实的篮球赞助资源，同时与西班牙及阿根廷国家篮球队保持合约赞助合作，反映出李宁在渠道快速扩张期间切入篮球运动；安踏体育 08~12 年间签约凯文加奈特，李宁选择新秀潜力股加入自身篮球赞助，对于李宁品牌宣传作用较为有限。此外，受到李宁品牌自身年轻化、高端化品牌定位策略的影响，公司选择与超模林志玲签约代言，客观上较为盲目的追求短期流量的明星代言投入对于公司整体品牌力提升无法带来实质提升。

1.2. 2012~2014 年：TPG 金珍君执掌李宁品牌渠道转型，精简聚焦主赛道

公司上层管理架构调整，前任行政总裁张志勇等离职，战略投资人 TPG 及新加坡政府投资有限公司 GIC 入股，为李宁管理层注入新鲜血液与资金支持；新任 CEO 金珍君积极制定并实施新发展策略，聚焦中国市场、李宁品牌及核心体育产品全面变革，加强公司管理层面执行能力。

制定并推进公司渠道复兴计划，渠道政策及资源投放调整，推动从传统批发式经营向零售为主导经营，提升整体渠道竞争力。

经销商渠道改革升级，公司为存货压力较大的经销渠道提供存货处理相应办法，包括：

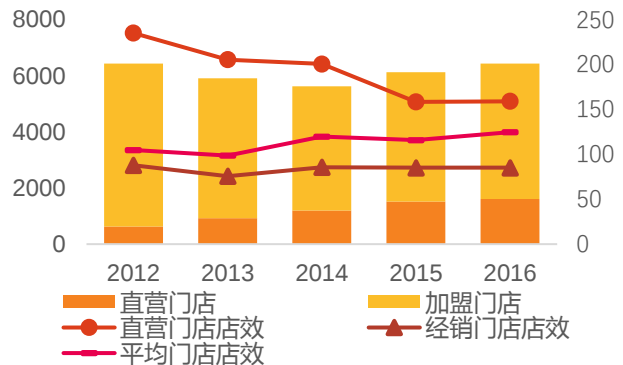
1) 公司出资直接回购，2) 应收账款可变现金额大幅削减（由 9.33 亿元削减至 4.00 亿元），3) 拓展完善品牌工厂店折扣店等清货渠道，分别由 2011 年 269 间、358 间拓展至 277 间、446 间；4) 改革传统批发式渠道季度订货会制度，为广大经销商提供弹性可自由选择订货模式，并因地制宜提出“A+”畅销款产品及具有区域特色产品计划等，协助经销商优化订单减轻存货积压风险；5) 2012 年 10 月始，通过提升消费数据分析判断能力推出一系列快速反应产品线，其产品设计准确对接市场潮流、客群需求变化，应对经销商自身订货不足等风险。

图 7：李宁渠道复兴计划期间公司运营能力变化示意图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：李宁 2012~2016 年直营加盟门店数（家，左轴）及店效（万元，右轴）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

直营渠道稳步拓展，部分克服传统国内运动品牌省级代理制度带来的渠道控制力较弱、产品折扣、品牌定位提升较为困难等缺陷。

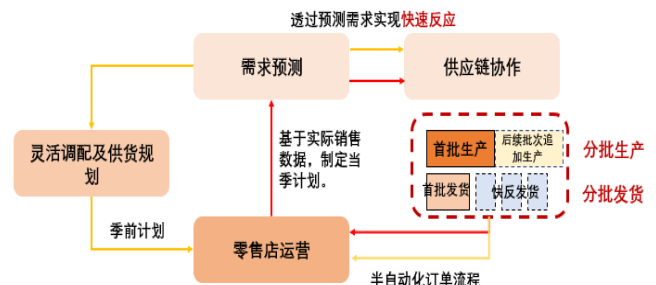
从门店数量变化来看，公司全国范围内直营门店持续拓展，截至 2016 年已达到 1611 家，同时经销门店数量得到了及时汰换调整，从 2011 年 7495 家稳步缩减调整至 2016 年的 4829 家。从门店店效变化来看，公司直营门店渠道运营管理仍处于拓展探索阶段，新拓门店店效仍处于爬坡提升阶段，2016 年直营门店店效保持在 159.08 万元/年，加盟门店店效受益于货品发货弹性化机制等改革举措，整体店效实现了平稳恢复，由 2011 年 104.82 万元/年增至 2016 年 124.75 万元/年。

图 9：李宁签约赞助 NBA 实力球员维恩·韦德



资料来源：腾讯体育-羊城晚报，天风证券研究所

图 10：渠道复兴计划期间公司推出端对端零售业务平台



资料来源：公司年报，天风证券研究所

聚焦核心品类，研发设计&宣传营销效率提升：

伴随 TPG 合伙人金珍君执掌李宁，公司更加注重篮球、跑步、训练、运动生活及羽毛球五大核心品类产品研发，并着手巩固公司传统优势品类，提振品牌在大众运动装备品类中的影响力。

1) 产品设计研发突破：篮球运动装备研发设计方面，紧跟国内国际多级联赛，与 CBA、

CUBA、CUBS 职业及校园运动联赛建立紧密合作关系。国内各级联赛水平的稳步提升以及国内篮球运动的受众规模较广，2013~2014 赛季 CBA 观众人数达到 5.1 亿人，累计收视人数达到 5.4 亿次；公司同期间在专业篮球鞋方面持续积累，相继推出 500 元中低价位高性能 BBlite2、主打技术创新“CBA 灵和力”专业篮球鞋，并同时尝试将中国风、传统文化元素融入篮球设计研发当中，推出 WOW 新年限量系列产品。

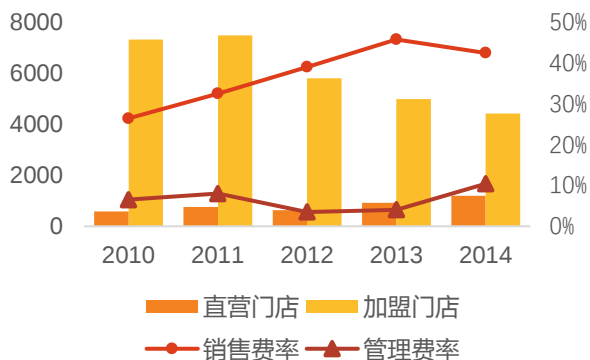
2) 赞助宣传效率提升：2012 年公司签约 NBA 热火球星维恩·韦德，与此前渠道扩张时期相比，韦德在 NBA 历史影响力更强，场均得分能力更为突出，客观上较此前签约球星能带来短期粉丝关注流量，提升李宁品牌影响力。

短期费用率提升，进入短期“增收不增利”过渡期：

公司自 2012 年渠道复兴计划提出以来，从传统批发式经营转变为快速时尚零售直营运营模式，直营门店数量快速增长，自 2012 年 631 家稳步提升至 2016 年 1611 家。客观上，直营渠道新拓门店经营效率及门店店效普遍较成熟门店更低，存在爬坡上升阶段，短期对公司整体费用率带来一定的压力，2014 年公司销售费率及管理费率分别达到 42.52%、10.44%。

与此同时，公司在金珍君的引领下品牌形象塑造宣传方面进行了大量探索，**对公司旗下运动生活品类进行塑造宣传**，例如 2014 年李宁透过韩国少女时代明星 Jessica（郑秀妍）跨界合作尝试粉丝营销，挖掘年轻消费者产品需求及沟通模式；另一方面，公司品牌文化内涵“运动员精神”与 Jessica 所处潮流文化圈层存在较大差异，客观来看，跨界粉丝营销效果可能不及预期，新粉丝群体品牌黏性较李宁传统客群更低，对品牌文化认同相对较低。

图 11：公司 2010~2014 门店数量及费用率变化情况



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 12：李宁“运动生活系列”Jessica 联名与同期 FILA 宣传海报对比



资料来源：人民网-韩国频道，vogue.com，观潮网，天风证券研究所

我们认为从细分市场需求来看，2014 年 Lululemon 凭借在瑜伽细分市场先发优势，以及瑜伽装备日常穿着普适性，开启**运动时尚市场风潮**。国内运动时尚细分市场稳步成长，同行竞品 FILA 在安踏集团全直营渠道铺设及精细化运营背景下业绩取得稳定提升，**公司将该细分市场划归“运动生活”核心品类且处于调整起步阶段，与竞品相比处于相对滞后阶段，同时挖掘运动时尚元素需要时间积累及资源投入**。我们客观认为，公司着眼于运动时尚细分市场的“运动生活”品类初期开发市场投放会带来为公司整体费用率带来影响，但是初期品牌宣传、产品设计研发、客群需求收集分析等方面的积累为公司日后推出 LNG、中国李宁等高端运动时尚系列奠定基础。

2014 年 11 月，TPG 合伙人兼公司代理行政总裁金珍君离开公司管理层，渠道复兴计划下直营渠道快速拓展短期费用增长及店效爬坡，经销渠道存货回购、应收账款计提损失增加、核心产品品类设计研发推广营销投入提升等因素影响，公司业绩层面仍然处于波动亏损状态。从长远角度来看，聚焦主品牌，快速拓展直营渠道，实现零售型渠道转型，核心品类布局为公司后期新产品系列孵化奠定坚实基础。

1.3. 2015~至今，李宁掌舵，引领国潮风尚，品牌力&渠道运营稳步提升

2015 年品牌创始人李宁先生回归管理层，公司步入快速恢复发展阶段，品牌定位层面，伴随着线上购物平台用户流量快速积聚，线上渠道业务占比呈现快速上升趋势，“**互联网+**”**概念进入公司日常经营业务**；新兴渠道与传统渠道之间交流日趋频繁，国内客群消费水平及运动需求稳步提升，公司着眼于提升产品体验、购买体验、运动性能全方位品牌重塑，立志升级成为**运动生活场景体验提供者**。整体来看，公司在金珍君时代的直营零售转型升级的基础上，向“**互联网+运动生活体验**”品牌进一步转型迈进。

“互联网+”渠道构建加速推进：

公司整体线上渠道规模自 2015 年以来快速拓展，线上业务占比由 2015 年 8.60%快速提升至 2020H1 的 27%。公司着手推进全渠道库存一体化建设，致力于打通线上线下渠道，积极推进 O2O 信息及流量连接，提升消费者购物体验。

表 1：李宁品牌“互联网+”迈进进程表

年份	拓展举措
2015	全渠道库存一体化建设，O2O 战略稳步推进
2016	一体化商品管理营销，O2O 线上线下渠道互通联动
2017	数字化运营及店铺自媒体化升级
2018	构建 O2O 会员运营系统；大数据应用赋能内容营销与事件性营销
2019	发力直播电商，专注产品力与消费体验升级

资料来源：公司年报，天风证券研究所

在公司品牌“互联网+”改革方略的指引下，渠道端、营销端、产品端及运营端与快速更迭升级的互联网科技形成互补，成为李宁品牌转型升级重要支撑点。

互联网+渠道端：公司历来重视 O2O 线上线下渠道融合联动，公司自 2015 年开始即致力于全渠道库存一体化系统建设，实现线上线下渠道货品互通，提升消费者购物体验。

互联网+运营端：公司持续优化柔性供应链，提升市场需求预测精准度，借助全国性物流中心（NDC）向终端门店支配发货，至 2017 年终端门店直配数量达到 300 家，2018 年全国总仓实现了向全国超过 800 家门店铺货直配，常青款货品向全国超过 1500 家门店每周补货。

互联网+营销端：核心业务产品方面利用线上渠道、新兴社交渠道积极推广，以公司跑步市场产品营销为例，2016 年推出“超轻十三代”跑鞋，借助创新性广告与微信朋友圈等社交平台投放引流获 4500 万次的播放量。营造智能跑步生态系统，大数据科技赋能内容营销、事件性营销，通过移动互联网终端将智能跑鞋产品深入客群日常生活场景，与客群紧密连接，培育客户的品牌黏性。

互联网+产品端：利用大数据云计算及时收集市场潮流变化动向，分析客群偏好变化，对未来产品设计研发方向提出指导意见，并提升对未来市场需求预测精准度。

开发“弹簧标”、LNG 发力运动生活新领域，打造运动生活体验品牌：

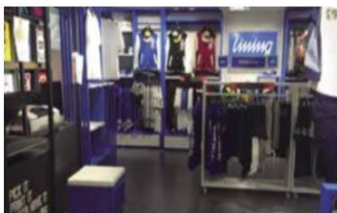
李宁在 2012 年零售渠道改革的基础上，进一步提出深入对接客群生活场景，为客群提供

独特体验。为此公司在原有李宁主品牌多品类产品矩阵基础上，挖掘自有潮流属性，陆续推出“李宁弹簧标”、LNG 中高端潮牌系列产品，对新兴运动时尚市场进行了大胆尝试。

图 13：李宁弹簧标相关产品效果示意



植根于高性价比运动休闲市场，凸出运动生活品牌概念，适应日常生活场景下休闲着装需求，凸出“运动X快时尚”概念。



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 14：LNG 相关产品线效果示意



高色彩对比度，前卫设计；街头潮流文化X中国传统文化；国潮与运动元素紧密融合。

资料来源：天猫 LNG 官方旗舰店，天风证券研究所

2015 年下半年李宁弹簧标产品相继面世，产品以蓝色为主调，定位低价位高性价比运动时尚市场，探索运动快时尚模式，兼顾产品运动功能，售价低于李宁经典运动生活产品，突出“运动生活”概念，渠道以二三线商圈、购物中心为主。

同时期公司推出 LNG 中高端运动时尚产品系列，以都市时尚商务白领人士为目标客群，渠道立足于特大城市及一线城市核心商圈，在满足运动服饰功能性及舒适度的同时，兼顾面料材质，时尚感、产品细节及色彩搭配等多方面诉求。

整体来看，公司相继布局弹簧标、LNG 中高端潮牌领域，完成了新兴运动时尚产品及品牌运营初步积累，通过立足性价比、中高端市场差异化定位策略，较为高效地覆盖不同类别客群。另一方面，在李宁大众运动品牌的基础上，弹簧标及 LNG 系列对品牌文化进行有力补充，李宁品牌自身潮流基因实现了初步积累。

发力童装及青少年装备市场，李宁 KIDS & 李宁 Young 完成整合稳步拓展

2016H2 以来公司针对原有的李宁童装品牌 Lining KIDS 进行细分规划，针对 3~12 岁青少年目标客群，推出李宁 Young 新产品系列，旨在对接国内日益拓展青少年运动市场需求，借助李宁主品牌市场影响力拓宽销售，挖掘新的目标消费群体，进一步提升李宁品牌的竞争优势。

图 15：李宁多板块品牌布局示意图（弹簧标目前已归入李宁大货系列）



资料来源：公司公告，公司品牌官网，天风证券研究所

2. 运动时尚细分多极竞争确立，李宁品牌基因与优势凸显

2.1. 起：Lululemon 开启运动时尚风潮，瑜伽装备渗透日常穿搭

近年兴起的运动时尚风潮起源于 Lululemon 瑜伽核心品类，在实现吸湿、速干、透气的基本功能的基础上，通过其自身开发的 Luon 及 Luon 衍生面料带来的性能优势，良好的伸展弹性及躯体包覆性，在出勤着装休闲化及远程办公普及度逐步提升的市场背景下，瑜伽装备较好贴切中高收入女性客群部分日常穿着需求，展现了较好的多场景普适性。瑜伽装备自瑜伽核心客群开始逐步渗透日常出行穿搭，同时借由社交平台、直播渠道逐步扩展至日常关联生活场景，开创现代运动时尚风潮。

图 16：Lululemon 自核心品类挖掘拉伸市场需求并开创“athleisure”运动休闲时尚示意图



资料来源：公司官网，pgpf.org，educe.edu，vogue.com，天风证券研究所

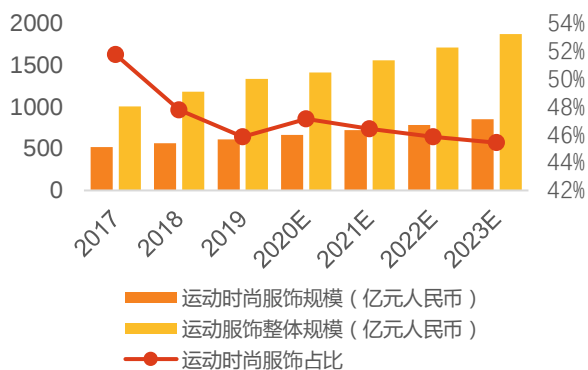
从运动时尚市场规模来看，目前仍然处于稳步增长阶段，prnewswire 市场报告预测数据显示，2018 年全球 athleisure 市场规模为 1552 亿美元，2026 年预计升至 2571 亿美元，2019~2026 年全球 athleisure 市场 CAGR 将达到 6.7%。

从运动时尚市场扩容因素来看，我们归纳认为运动时尚整体市场增量源于人均消费水平的提升，及关联市场需求替代需求。运动时尚市场规模扩充直接受益于人均运动消费支出的提升，另一方面，运动时尚品牌概念将产品时尚度及运动功能性融为一体，兼顾产品功能性与日常穿着搭配需求，对于关联细分市场低端运动休闲，传统居家休闲等细分市场产品设计上存在部分重合度，运动时尚产品相较于其他关联细分市场产品独有的运动功能优势，对关联细分市场产品产生部分替代作用。

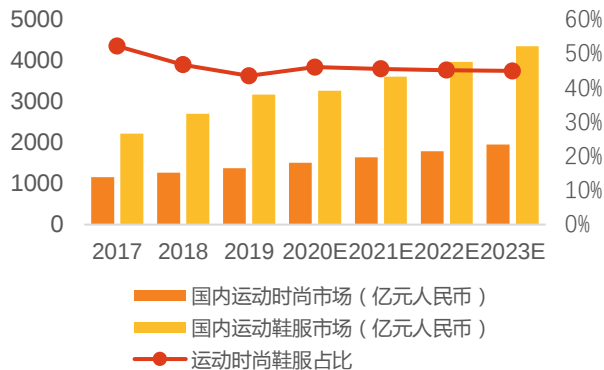
新兴经济体目前成为全球运动时尚市场规模增量另一重要来源，以中国国内运动时尚市场发展状况为例，据前瞻产业研究院数据，2017 年国内运动时尚服饰销量规模已经达到 520.06 亿元，若以欧睿国际 2017 年中国运动服装市场规模数据 1005 亿元计算，当年市场规模占比已经达到 51.75%。从运动时尚鞋服整体市场规模增速来看，2018~2023 年市场规模 CAGR 预计将达到 9.13%，2020 年运动时尚市场规模预期将会达到 1502.46 亿元，占运动鞋服市场比例维持在 45%左右。

图 17：中国运动时尚服饰预计销售规模及增速（%）

图 18：中国运动时尚鞋服市场整体预计销售规模及同比增速（%）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

2.2. 承：头部品牌稳步提升产品时尚度，时尚度成为品牌力重要构件

我们可以从头部运动品牌的产品时尚度及品牌时尚度两个维度来对比探讨运动时尚细分市场对于品牌的影响：

产品时尚度：运动时尚风尚的兴起与市场需求的迅速扩大对运动品牌设计提出了新的考验，客群对运动产品时尚度要求逐步提升，头部运动品牌如 Adidas、NIKE 等近年来在新款鞋品设计方面更加重视时尚度。从两大品牌 2015 年以来推出的新款鞋品来看，均采用经典基础上搭配个性感强烈、色彩对比明显的颜色配置，运动品牌对于产品时尚属性的积累构建逐步加强。

图 19：Adidas 及旗下关联品牌新近鞋品系列矩阵示意图



资料来源：Adidas 官网，天风证券研究所

运动产品时尚度的提升主要可以从**产品配色（色彩对比度）、产品设计线条样式**等两方面进行对比分析：

以 Adidas 于 1970s、1980s 分别发布的经典款跑鞋 SL72、ZX8000 两款为例，SL72 仍然保留传统跑鞋较为正式的**蓝白红灰**等基础色调构成的配色，**突出专业跑步需求**；1988 年首次发售的 ZX8000 系列则是针对后起慢跑运动客群进行了针对性设计，配色设计更加鲜明，主色调为**靛色配黄色条纹**。2015 年以来发售的跑鞋款型配色与 1970s、1980s 早期传统跑鞋相比视觉观感对比度强烈，以 Adidas 目前主力产品 Ultraboost 系列为例，以主色调**纯白色**为基础，相继衍生出了**艳色配色、渐变配色、高对比度突出配色**等不同样式，为客群呈现出不同的视觉观感体验，满足不同性格类型的客群需求。

图 20: Adidas 新款产品线与经典产品系列对比示意图



资料来源: liveabout.com, complex.com, kicks-box.com, Adidas 官网, 天风证券研究所

另一方面, 鞋面线条设计在新材料技术的支持下, 逐步突破传统跑鞋设计瓶颈, 成为运动产品终端造型时尚度提升的基础。以 NIKE 在 1970 年代及 2010 年代发售的跑鞋产品 Tailwind、Waffle Iron 月亮跑鞋及今年来推出的 NIKE Air Max、NIKE Air Zoom Alphafly 作为对比, 受制于品牌创业初期技术条件限制, 月亮跑鞋对于鞋面轻量化、鞋底抓地能力进行了大胆尝试与改进, 成为现代专业跑鞋设计典范; NIKE 近年来推出的 React、Air Zoom 系列中广泛使用 Zoom Air 气垫缓冲、React 泡棉加厚缓冲、ZoomX 缓冲垫片, 较公司 1970 年代早期产品技术及生产工艺均更加成熟, 助力 NIKE 产品创新型设计。NIKE Air Zoom Alphafly 鞋底利用 Zoom Air 气垫、ZoomX 碳板缓冲技术, 前后部分突破常规进行分区设计, 创新版型设计较早期产品时尚元素更为明显。

图 21: NIKE 新款日常跑鞋及专业跑鞋线条设计风格与经典款型 Tailwind、Waffle Iron 对比



资料来源: NIKE 官网, 天风证券研究所

根据头部运动品牌近年来部分新品发售频率、货品配色情况进行总结分析, 对比 1970、1980 年代所发售主力跑鞋情况, 我们客观认为头部运动品牌在核心产品品类对于产品时尚度的兼顾重视程度不断提升。同时运动时尚市场规模逐步增长, 客群对终端运动产品时尚度要求提升背景下, 头部运动品牌发力提升时尚度, 成为市场竞争品牌参考借鉴重要来源, 侧面带动整体运动装备市场时尚度的提升。

品牌时尚度：

随着智能终端设备逐渐普及，社交平台 KOL 与粉丝两大群体之间通过推荐关注关系流量获取效率进一步提升，社交平台 KOL、潮流网红等流量中心节点在品牌时尚度建设、品牌力推广方面扮演重要角色。头部运动品牌在升级自身核心产品科技的基础上，近年来加大了跨界联名合作力度，与时尚界、潮流达人等关联 KOL 合作频率保持在较高水平，运动品牌营销模式已由传统的一维“广告-媒介-客群”投放输出模式转变成为多渠道方式多维营销模式。

图 22：侃爷演唱会现场与纯白款 Ultraboost



资料来源：sneakerhistory.com，天风证券研究所

图 23：Adidas-Yeezy 跨界合作系列产品



资料来源：Adidas 官网，flightclub.com，BBC 新闻，天风证券研究所

以 Adidas、NIKE 近年来新品系列设计推出为例，Adidas 于 2013 年发布自身新锐跑步 boost 科技（TPU 发泡科技）为例，2014 年 boost 系列第一代产品问世。此后，Adidas 携手 boost 系列与美国说唱嘻哈红人侃爷 Kanye、推特 INS 社交红人卡戴珊展开跨界合作，合力打造 Adidas-Yeezy 联合品牌，相继推出 Yeezy 750、以及潮鞋经典 Yeezy 350 系列。得益于侃爷在北美 rap 说唱圈强大的个人影响力及数量较为庞大的粉丝群体，头部潮流 KOL 地位，Yeezy 系列一经面世即遭遇粉丝抢购，短时间在潮鞋圈内确立经典地位。

从技术角度来看，Yeezy 可以视作美国街头流行文化包装，boost 发泡科技技术支持，深受粉丝认可的潮流鞋品代表系列。

从品牌营销角度来看，Adidas 与侃爷这类潮流文化中心 KOL 合作，在自身专业高端运动的定位基础上，丰富自身产品时尚潮流属性。

从销售业绩促进角度来看，侃爷成为 Adidas 新锐产品 ultraboost 引流窗口，2015 年 powerhouse 演唱会期间脚穿纯白色 ultraboost 系列，该款配色鞋品受到广大歌迷追捧，对整体 ultraboost 系列产品销售产生良好的宣传带动。

另一运动巨头 NIKE 在产品时尚度宣传方面，高频率推出跨界联名合作产品，以 1980 年代低帮篮球鞋演化而来的 Air Force 系列为例，从纯白基本经典配色扩展至较为庞大的多元文化配色体系，例如 NIKE X 蜘蛛侠、NIKE X Levi's 等系列，品牌合作伙伴涵盖潮流文化 IP（漫威英雄、好莱坞元素等）、潮流文化设计师资源（如现 Burberry 首席设计师 Riccardo Tisci）、潮流品牌资源（Supreme、Off-white、Levi's 等），客观上活用当今不同种类潮流元素为品牌经典注入新鲜元素，保持与潮流主题消费群体之间的产品黏性。

整体来看，1970、1980 年代慢跑、篮球、网球等运动热潮相继兴起，细分运动在大众日常生活渗透影响逐步增强，运动产品完成了从专业化到大众化的转型。随后运动产品设计日渐趋于成熟，产品时尚度逐渐提升，2010 年以后，随着运动时尚穿着风潮日渐兴起，头部运动品牌为巩固提升自身品牌定位，跨界联名合作等、品牌产业强强联合等多种形式下，运动与潮流融合程度逐步加深，时尚度成为运动品牌力的重要组成部分。

图 24：NIKE Air Force 跨界联名部分展示

图 25：余文乐在《春娇与志明》中脚着 NB996 出镜



资料来源: flightclub.com, 腾讯体育, sneakerfiles.com, 天风证券研究所



资料来源: 新浪体育, 天风证券研究所

New Balance 经验与反思:

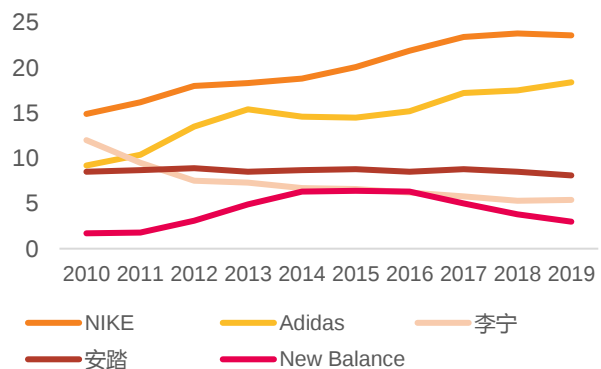
百年历史运动品牌 New Balance 在产品时尚度与产品经典文化方面, 做出与 NIKE、Adidas 不同的选择, New Balance 在慢跑运动鞋领域积淀丰厚, 被誉为“总统的慢跑鞋”。随着 2012 年余文乐主演的《春娇与志明》热映, 剧中多次出镜的 New Balance 996 系列跑鞋获得众多粉丝影迷的热捧, New Balance 在国内运动鞋市占率迅速提升, 2015 年品牌市占率达到 6.4%。

图 26: New Balance 1970、1980、2010 年代产品线对比



资料来源: runrepeat.com, hypebeast.com, thatshoeguy.com, 天风证券研究所

图 27: 中国国内运动鞋市占率 (%) 历史数据



资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

随着智能终端设备普及、各类细分 APP 逐渐满足大众各类生活场景需求, 客群流量实现了从搜索引擎自主搜索获取流量时代, 升级到大数据 AI 推荐、各类细分 KOL 与粉丝关注推荐关系构成流量分发新机制, New Balance 营销策略仍然集中在传统广告推广及关联流量获取方式;

New Balance 以经典鞋品为主线, 更加重视自身产品文化传承, 时尚度提升及客群流量营销方面存在较大提升空间。受限于 NB 公司自身营销政策及产品开发规划, 公司新品国内发布关注较低, 产品时尚性更新缓慢。整体时尚度提升较慢, 新品流量曝光度较低, 客群对产品时尚度要求无法得到 New Balance 在国内市占率逐年下滑, 2019 年运动鞋业务国内市占率下滑至 3.0%。

2.3. 转: 品牌运动基因&潮流元素挖掘, 中国李宁引领国潮构筑品牌壁垒

面对国际运动行业时尚度稳步提升的行业趋势, 李宁在原有的 LNG 中高端潮牌、AIGEL 中高端户外品牌运营经验的基础上, 创造性地首次展示“中国传统文化潮流”新概念, 进一步发掘品牌内在潮流元素。中国李宁系列面世, 顺应运动产品时尚度稳步提升趋势, 助力

李宁品牌切入运动时尚这一增量细分市场。

中国传统文化融合现代潮流表现元素，中国李宁崭露头角

2018 年 2 月中国李宁与天猫 强强联手 “Tmall China Day” 登录纽约时装周舞台，“悟道 2.0” 系列登上走秀舞台，在西方现代潮流框架基础上融会中国传统文化，透露出李宁品牌 “自省、自悟、自创” 的精神，中国李宁采用黄红独有中国元素色调，搭配黑白基础色调，创造出中国文化特色的高对比配色设计，包含经典复古风（致敬 90 年代复古潮流设计），运动员精神（照片印形式展现品牌核心李宁先生经典动作），浓烈街头潮流风（多口袋设计&多功能面料赋能实用主义街头潮流），哲学包容之道（中西设计灵感结合），中国传统艺术精髓（飞天壁画配色）等不同组成元素。

图 28：中国李宁 2018 纽约时装周走秀 “悟道 2.0” 设计元素拆分



资料来源：李宁官方公众号，天风证券研究所

中国李宁成功塑造以中国古今文化经典配色为核心，融合现代西方设计理念，顺应运动品牌潮流化趋势，向广大客群展示独特大胆的配色方式、多元文化融合设计理念、自省自创未来主义设计风格等品牌形象。中国李宁凭借此次纽约时装周成功重塑自身运动品牌时尚性，同时多元化设计为后续产品创新丰富预留了足够的想象空间。

图 29：中国李宁 2018 纽约时装周中西结合、多元化设计示意



资料来源：李宁官方公众号，天风证券研究所

图 30：2018 年纽约时装周“中国李宁”鞋履潮流设计示意



资料来源：李宁官方公众号，天风证券研究所

“国潮” 1.0=覆盖主要潮流趋势+中国传统文化元素打造差异化产品

李宁 2018 年纽约时装周明星鞋款阵容（悟道 2 ACE、Reburn 高帮篮球休闲鞋、WOW 韦德之道高端篮球系列、蝴蝶 2018 老爹休闲鞋）涵盖 2018 年主要运动鞋潮流趋势，老爹复古造型休闲鞋（起源于巴黎世家 Triple S 爆款复古休闲鞋）、泡棉软底运动鞋（对应 NIKE react

跑鞋系列、Adidas ultraboost 跑鞋系列)、高端专业篮球运动鞋(对应 Nike Air Jordan 系列)等多种潮流。在覆盖主流运动鞋潮流趋势的基础上,利用独有的中国传统文化元素对产品进行差异化设计,提升产品时尚度。

以蝴蝶 2018 走秀款老爹休闲鞋为例,在 2015 著名奢侈品品牌巴黎世家 triple S 系列掀起老爹复古风潮的基础上,李宁蝴蝶 2018 取材蝴蝶图鉴,强对比配色营造出蝴蝶轻盈形态,红黄青三色配色衬托中国李宁主题黄红特色中国系配色,在老爹鞋中配色设计中独树一帜。

图 31: 老爹鞋风潮兴起,各类奢侈品、运动品牌爆款老爹鞋设计示意图



资料来源: 李宁官方微信公众号, hypebeast.com, 巴黎世家官网, runrepeat.com, 天风证券研究所

“国潮” 2.0=维系与创新营造日常系运动时尚品牌形象+品牌形象持续深化

公司在 2018 年相继登录纽约、巴黎时装周,并成功更新“中国李宁”品牌设计定义的基础上,继续深化中国李宁系列设计理念,保持设计元素及时更新,同时深度挖掘中国传统文化元素,使中国李宁系列设计风格更新、保持生机。

例如 2019 年 2 月秋冬季纽约时装周上,将中国传统扎染、天然汉麻材料及运动感设计细节有机融为一体,在红黄品牌经典配色、标志性廓形设计等核心品牌文化的基础上,凸显城市自然场景旅行产品主题。

图 32: 中国李宁 2019 纽约时装周走秀“行之所至”设计风格展示



资料来源: 李宁官方公众号, 天风证券研究所

中国李宁成功孵化成长的原因我们客观总结有以下几点:

1) 中国文化国际影响力提升，国际市场潮流需求推动

伴随着中国综合国力持续提升，中国文化软实力、世界范围内影响力稳步提升，截至 2018 年底中国在全球范围内 154 个国家建立起共计 548 座孔子学院，雇员人数达到 47000 人。同时中国近年积极参与国际事务，提倡并维护全球多元文化格局，从建立亚投行 AIIB、推动 RCEP 贸易合作伙伴关系签署落地，到节能减排应对全球气候变化，这对于中国文化软实力积累、中华文化全球范围内增强影响起到了良好的助推的作用。

我们结合国外部分中华文化潮流现象，认为国潮的兴起与成功与国际市场潮流细分群体需有关，逻辑正如麻将文化深入欧美娱乐市场，汉字造型引领纹身潮流新风尚等中国文化输出现象类似，国潮正在通过世界顶级时装走秀进入全球潮流文化圈视野。

2) 民族自信力、情怀提升及客群消费需求提升

国潮追随者多以 Z 时代及 90 后为主，对传统中国文化及国民身份认同拥有自发强烈的认同感，伴随着 1990 年代国家综合国力的快速提升，Z 时代为代表的中国新青年对于国产品质的偏见正在消减。在此背景下，融入中国传统文化的设计元素打造潮流亮点，易与年轻消费客群产生文化与情感共鸣。

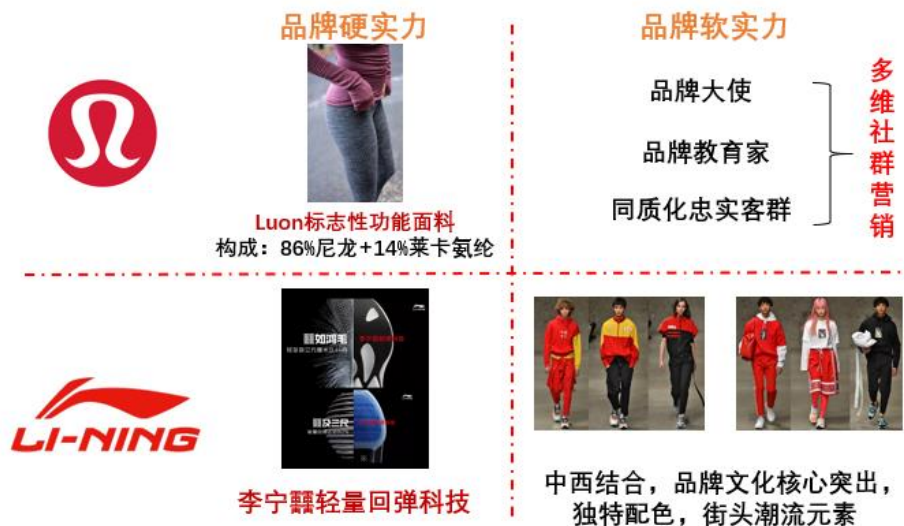
中国经济向消费引导型经济转型，2020 年全年 GDP 经初步核算已首次突破 100 万亿元，国民可支配收入逐年稳步提升，消费需求稳步提升趋势有望继续深化。另一方面，在中美贸易争端等国际贸易争端背景下，国产/中国质造替代进口似乎已成为国内多数消费者的选择，据尼尔森 2019Q2 调查数据显示，68%中国本土消费者更青睐国产品牌，一二线城市 67%的消费者会因传统文化图标而选择国产品牌。

3) 细分先发优势，优秀渠道合作资源，短期难以替代超越

① 中国李宁系列确立公司在“国潮”细分市场先发优势，与 Lululemon 成长逻辑类似

与 Lululemon 首创现代瑜伽裤切入瑜伽健身细分市场实现品牌力积累与成长逻辑类似，中国李宁在自身产品设计端稳步积累的基础上，国内运动品牌中首推中国元素运动时尚设计风格，将“国潮”概念与中国李宁品牌形象紧密融合，细分市场上先发确立先发优势。

图 33：Lululemon 与中国李宁细分先发优势确立及品牌成长逻辑对比



资料来源：agentathletica.com, vox.com, retail-insider.com, 李宁官方微信公众号, 天风证券研究所

另一方面，Lululemon 通过自身面料研发(Luon 及衍生复合面料系列)及生产工艺升级(Flat Seaming) 确立现代瑜伽装备新兴行业标准，以品牌硬核实力确立细分先发优势；公司旗下中国李宁系列则是通过中国古今文化元素设计风格确立“国潮”设计基调，客观来看属

于品牌软实力奠定细分先发优势。

运动细分领域品牌软硬实力拓展兼备是确立长期竞争优势重要因素，Lululemon 前期技术优势通过多维社群营销体系转化成为客群对 Lululemon 品牌文化的认同及忠诚度，实现了品牌硬实力向软实力的拓展延伸，从而巩固了瑜伽领域先发优势。中国李宁在“国潮”领域的通过独特设计风格确立的品牌软实力，将“国潮”概念融入品牌形象，同时公司在国产运动品牌当中研发优势明显，经典李宁弧、李宁弓、李宁云技术等较为丰厚的技术优势积累，新发李宁䨻轻量回弹科技广泛，我们认为李宁凭借自身创新研发实力积累，同样具备将“国潮”细分市场品牌软实力延伸至品牌硬实力领域，保持在“国潮”细分领域的长期先发优势的能力。

② 优质文化 IP、技术及渠道合作资源赋能中国李宁优质前卫设计产出

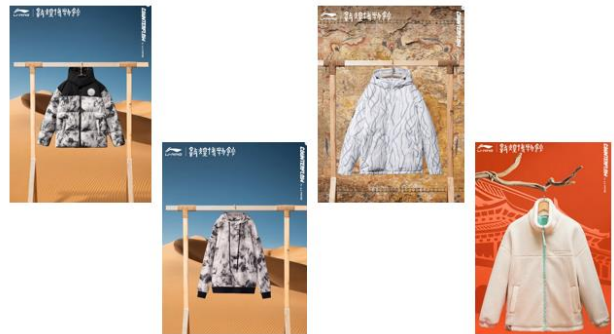
公司积极把握文化 IP 合作，中国多元传统文化元素成为国潮设计较为广泛的灵感来源，中国李宁在此基础上积极开拓优质热点 IP 资源，确立前卫独特设计风格优势，例如传统文化精髓代表敦煌博物馆展开联名合作，在李宁 CF“溯”系列中进行联动展示，并在中国李宁 2020 春夏展秀款中多次将敦煌壁画融入到服装整体图案设计当中。

图 34：中国李宁 2020 春夏系列与敦煌元素



资料来源：李宁官方微信公众号，天风证券研究所

图 35：李宁“溯”X 敦煌博物馆系列产品



资料来源：李宁官方微信公众号，天风证券研究所

推动产品研发合作，产品面料科技作为产品凸显品牌形象、产品差异化设计的重要一环，公司积极拓展技术面料合作资源，2020 年 11 月首发搭载 GORE-TEX 功能面料的盘古休闲运动鞋，以 GORE-TEX 面料升级科技属性，赋予产品出色的防水防风性能。GORE-TEX“盘古”在坚持中国传统神话文化的背景下，与世界头部面料品牌 GORE-TEX 深入合作，构建自身品牌硬核实力。

中国李宁的走红离不开优秀的渠道合作资源，所参加的纽约时装周持 CFDA（美国设计师协会）与迅驰时尚及天猫平台联合打造“中国品牌日”，参与品牌包括李宁、太平鸟、CLOT 和 CHENGPENG 世家中国品牌，全球范围内具有较高关注度。

2.4. 合：中国李宁开启品牌潮流征程，国潮 3.0 推进、X 潮流因素催化

我们根据公司 2018 年以前发布相关产品、2018~2020 年纽约、巴黎时装周多次亮相的中国李宁系列、及公司近年来推出的 CounterFlow“溯”系列，以及传统轻跑等系列产品更新迭代规律对比分析得到，李宁具备针对“国潮”开发运营多条运动时尚产品线的能力，中国李宁将是李宁直面消费者打造“国潮”概念的开端但不会是终点，“国潮”3.0 升级创新、公司旗下“国潮”相关系列或将持续扩容，或将助力李宁整体品牌力稳步提升，巩固李宁国产体育行业龙头地位。

李宁旗下目前有以中国李宁为核心，CF“溯”敦煌专题系列，BD5 反伍街头篮球系列设计风格及款式均从传统佛教壁画、街头不同角度呈现出中国传统文化元素，“国潮”概念与李宁品牌不断融合深化，将成为李宁品牌文化未来重要组成部分，助力公司整体品牌力稳步提升。

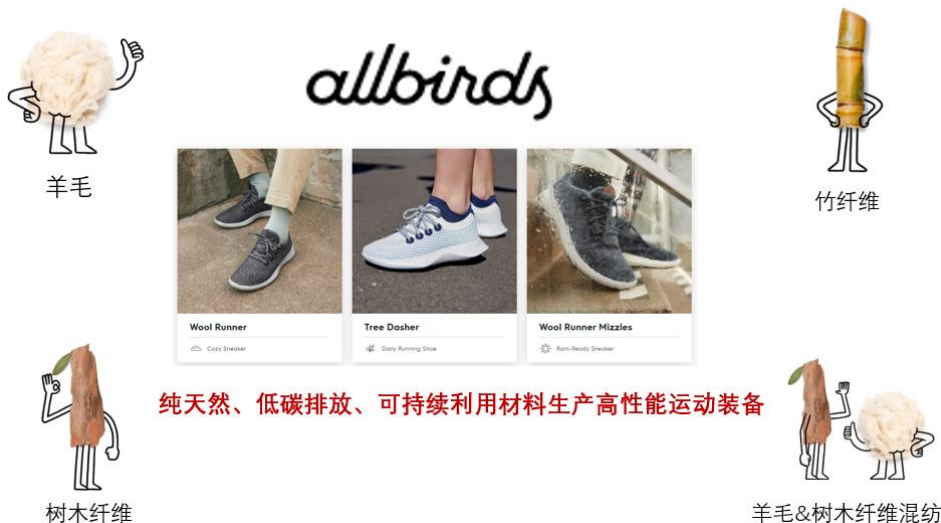
图 36：李宁品牌多产品系列与国潮设计元素



资料来源：李宁官网，李宁官方微信公众号，天风证券研究所

另一方面，国潮形象助力提升公司整体品牌定位及形象，稳步提升公司内部整体渠道规模，丰富品牌文化内涵，未来李宁整体有望保持这一态势，借助未来国潮关联产品系列拓展升级，丰富自身品牌故事性，形成对日常各类生活场景的高效覆盖。

图 37：All Birds 品牌故事性要素展示



资料来源：All Birds 官网，天风证券研究所

从同行业新兴故事型运动品牌“All Birds”成长案例来看，该品牌立足于羊毛靴、羊毛运动鞋核心品类，以天然羊毛、绿色环保（回收塑料、纸板等）原材料提供高性能舒适穿着体验，目前已经推出羊毛跑鞋、天然树脂跑鞋，在细分市场中丰富充实品牌故事性，确立自身品牌壁垒。“国潮”系列对于李宁整体品牌力提升意义与此类似，国潮关联系列产品的拓展催化，将“国潮”与李宁品牌文化有机融合，丰富充实李宁品牌故事性。

3. 渠道升级、品牌重塑、内控成熟、业务拓展构筑业绩增厚基石

3.1. 渠道端持续改善，直营零售转型深化，渠道效率持续提升

1) 渠道端运营持续升级改善，未来店效有望延续增长

2015 年李宁先生回归执掌公司以来，针对渠道复苏计划带来的公司整体费用率提升，直营渠道扩充、渠道营运管理、新业务拓展等因素带来的费用率上升，盈利波动亏损等情况，确立公司“互联网+运动生活体验”提供商的战略转变，线上渠道实现快速拓展，线上线下 O2O 业务延伸扩大，全渠道库存管理系统建立并完善，公司整体渠道端营运逐步改善。

伴随着国内人均收入水平稳步提升，消费需求升级将成为市场长期趋势，国内大众消费习惯发生转变，90 后中青年潮流消费主力群体更加倾向中心商圈综合型购物中心，传统街边店铺店效空间局限凸显。公司积极优化渠道机构，提升渠道效率，持续关闭亏损店铺，针对传统部分传统街铺等低效店铺进行升级装修，着重开辟核心商圈、购物中心高效大店。

图 38：中国李宁重庆北城天街购物广场旗舰店形象



资料来源：李宁官方微信公众号，天风证券研究所

图 39：李宁天津 M-PLAZA 全品类战略旗舰店 2018 年开幕盛况



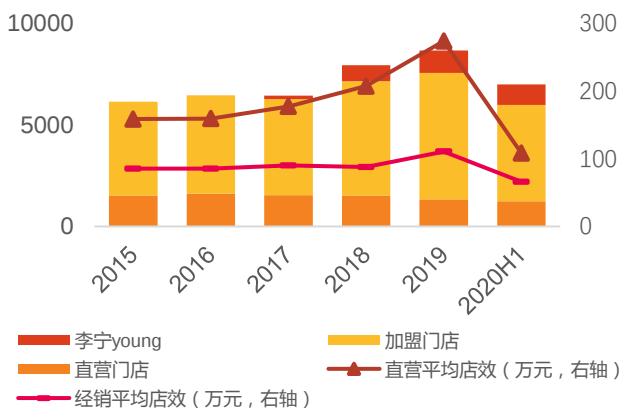
资料来源：李宁官方微信公众号，天风证券研究所

从李宁主品牌（不包含李宁 young）门店数量及店效方面来看，

李宁直营渠道门店数量自 2016 年达到 1611 家增至顶峰，2017 年以来公司直营渠道保持精简升级提效的策略，整体规模有所缩减，2019 年底减至 1325 家，但是得益于公司整体运营效率的提升，直营门店平均年单店效率实现逐年稳步提升，自 2015 年 158.5 万增至 2019 年 273.41 万元，4 年 CAGR 达到 14.61%。

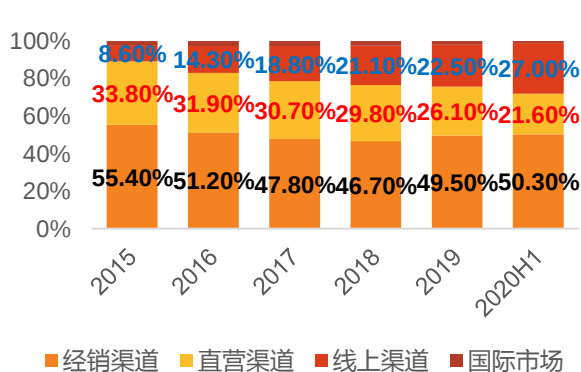
公司经销渠道在经历 2012 年行业库存危机以后，2012~2014 年渠道复苏计划期间门店数量大幅精简，2015 年以来公司整体经销门店数量恢复稳定增长态势，至 2019 年公司经销门店数量已稳定增至 6225 家。2015 年以来经销渠道平均年店效维持在 90 万元左右波动。

图 40：2015~2019 年公司渠道门店数量（家）及平均店效（万元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

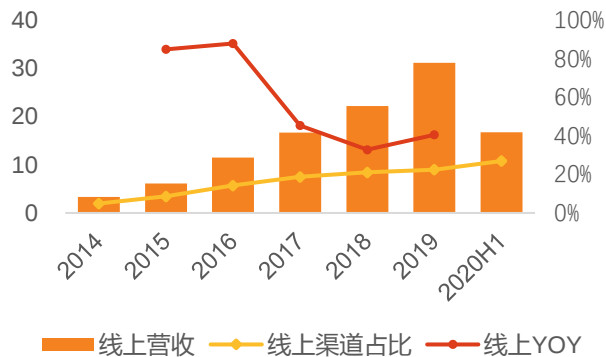
图 41：各渠道业务贡献占比变化示意图（%）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

线上渠道方面，公司自 2015 年即着手推进全渠道库存一体化建设，致力于打通线上线下渠道，提升渠道中存货管理能力；2017 开始，公司电商进一步在数字化运营和店铺自媒体化工作中取得突破，通过自身自媒体平台搭建，将线上平台打造成为融品牌产品信息、市场活动、明星、赛事互动全方位体验平台。

图 42：公司线上渠道营收（亿元）、占比（%）、同比增速（%）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

2) 产品创新研发积淀深厚，国潮元素多方位渗透产品设计

产品端：国潮独特元素深化渗透多品类，形成品牌独特风格，多细分品牌深耕特定细分市场。产品设计方面，在 2015~2018 年公司在“前中国李宁时期”，即通过对核心品类产品创新研发，逐步尝试探索传统文化在运动产品方面的不同表现方法，例如 2017 年中国风山水画配色原创产品青紫白溯系列斩获鞋包类金麦奖，2018 年 2 月初限量发售“胭脂念”惊艳全红造型对传统文化元素深层挖掘尝试。

同时李宁坚持运动产品专业性设计基础，针对篮球、跑步、训练、羽毛球等核心产品品类积极创新探索，2019 年初推出“极致轻量&高效回弹”为核心的李宁䨻科技，通过超临界流体发泡成型，重量较业务广泛使用的 TPU 发泡中底材料降低 50%，同时保证 80%能量反弹回馈，已陆续采纳吸收至轻便跑鞋“驭帅”，以及高端专业篮球系列“韦德之道”系列。

图 43：李宁青紫白溯系列、胭脂念系列示意图



资料来源：李宁官方公众号，天风证券研究所

图 44：李宁䨻轻弹科技与最新发售韦德之道 9 无限



资料来源：李宁官方公众号，天风证券研究所

同时公司与业界专业面料研发机构展开合作，丰富自身专业细分材料领域产品技术储备，例如李宁户外运动风“盘古”系列休闲运动鞋，与 GORE-TEX 展开技术合作，推出李宁盘古 GORE-TEX 系列。又如公司 2017 年推出的韦德之道 6 高端篮球运动系列，首次采用与德国巴斯夫公司联合研发的 Drive Foam 反弹科技，保证产品专业机能表现。

我们认为公司在 2018 年纽约时装周“中国李宁”国潮系列发布以前，公司即陆续推出多款原创传统文化元素取材的产品，即将“国潮”概念提前铺设至产品设计风格当中，如上述提及的限量发售的胭脂念系列、珀之心系列，为后续中国李宁系列在产品端积淀奠基。

3) 品牌端：切入中高端运动时尚，品牌调性稳步提升

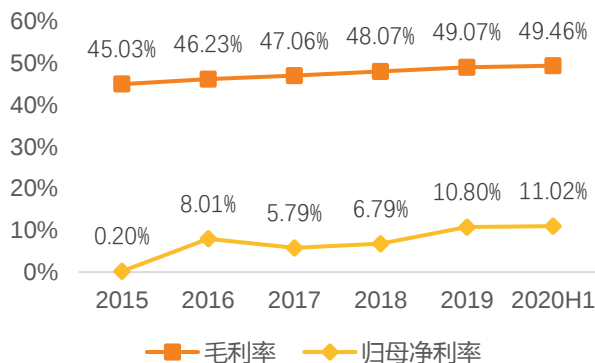
2018 年公司首推中国李宁高端运动时尚系列以来，均价区间天花板提升明显，以李宁官方商城售价为据，秀款外套、连帽卫衣价格分别达到 1199、899 元，李宁传统系列外套及连帽卫衣售价仅为 258~600 元，整体来看，中高端中国李宁系列售价区间提升明显，有利于整体货品销售毛利率提升：2017~2019 年公司整体销售毛利率分别为 47.06%、48.07%、49.07%，整体呈现稳步提升态势。

图 45：中国李宁系列售价及李宁传统系列售价对比



资料来源：李宁官方商城，天风证券研究所

图 46：公司历年产品销售毛利率（%）级终端净利率（%）变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们客观认为中国李宁中高端运动系列通过独有的中国古今文化元素，融入品牌原创设计，首推“国潮”概念，并将国潮概念融入李宁品牌文化，在品牌核心文化“运动员精神”的基础上，稳步提升李宁品牌整体品牌调性，以中国李宁系列为核心的国潮设计元素目前已经拓展至“反伍”、“CounterFlow 溯”等细分专题系列，国潮有望深化成为李宁品牌文化新核心。

4) 营销端：携手优质 KOL、明星资源推进品牌年轻化，积极拓展覆盖各亚文化圈

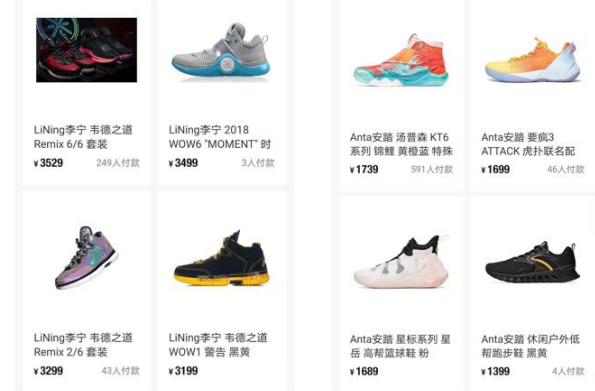
品牌营销方面，采用年轻化明星、细分领域 KOL 代言策略，将运动时尚元素融入李宁品牌文化，90 后著名流行歌手华晨宇、抖音时尚女主播仙女酵母、英雄联盟女解说 Rita 冯雨、95 后新生代美声歌手蔡程昱等年轻一代明星 KOL 与公司合作，推进品牌年轻化宣传策略。与传统一维明星代言策略不同的是，公司明星 KOL 阵容背景覆盖范围较广，流行音乐圈、时尚红人圈、电竞圈等不同领域均由覆盖，借助年轻消费者关注的不同细分领域红人 KOL 合作营销，与“国潮”品牌新形象更加贴切。

图 47：李宁明星代言年轻化、各细分领域扩大覆盖



资料来源：李宁官方微信公众号，天风证券研究所

图 48：李宁 WOW 限量款式风格与安踏高端篮球鞋对比



资料来源：得物 APP，天风证券研究所

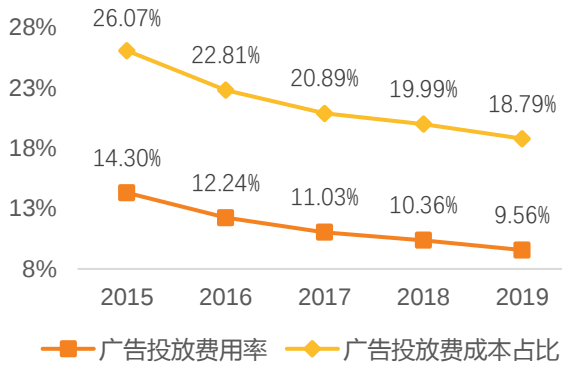
产品营销方面，公司持续深化“运动” & “潮流”核心产品文化，饥饿营销、限量销售及产品文化打造多线并举，相继推出 WOW 韦德之道高端篮球限量系列，CF 溯系列胭脂念、珀之心等国潮限量发售款式，广受粉丝好评。另一方面，与不同文化 IP 进行跨界联名合作，在产品固有运动属性及传统文化设计元素的基础上，丰富产品设计风格，例如李宁 X 达达

星人系列，李宁韦德之道 ∞ XMAC 系列。

关联赛事营销方面，公司已于 2017 年与 CBA 等核心运动赛事达成长期合作赞助协定，双方对原有的官方战略合作伙伴关系进行了拓展。公司在篮球赛事领域创办草根篮球赛事及青训体系，加深与学生及年轻人沟通渠道，在篮球运动推广领域持续投入，有利于进一步巩固李宁在篮球运动领域专业形象和品牌领先地位。

我们认为“国潮”文化设计元素赋能李宁产品差异化设计，相对其他国产运动品牌，更便于实施跨界联名合作、限量销售差异化营销策略，使营销与设计正面反馈互相促进。

图 49：广告投放费用率（%）及经营成本中占比（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 50：李宁韦德之道 ∞ X 达达星人系列及李宁 X MAC 系列



资料来源：李宁官方微信公众号，天风证券研究所

从广告投放费用率及其在经营成本中占比来看，公司整体广告投入比例逐年削减，这与公司调整原有的传统电视传媒推广方式有关，增加线上渠道广告投放及社交平台获取流量投入有关；另一方面，广告营销投放效率随着宣传模式的调整逐步提升，也是李宁品牌力稳步提升的表现。

5) 运营管理：内部精细化综合管理能力稳步提升，渠道管控、费用控制能力逐年提升

供应链管理：2012~2014 年，在时任总裁金珍君的带领下，公司积极应对运动行业存货危机，推行渠道复兴计划，首次提出快速反应、货品分级及特色货品针对性柔性订货发货机制，实现对传统批发式季度订货会式渠道初步调整。2015 年李宁先生入主公司以来，公司积极推进 O2O 战略，着手并完善全渠道库存一体化建设，实现线上线下渠道物流信息共享，严格控制渠道内存货规模，并通过工厂店、折扣店渠道协助处理经销商库存压力。

此外，公司稳步增强产品组货规划能力，针对每季货品制定结构规划指引，提出“因需而动”的产品供应模式，提升货品供应匹配精准度。2018 年，公司为提升自有产能供应能力，逐步启动上游资源整合，在广西南宁开辟鞋履产品自有产能，提升产品品质管理及交期速度。

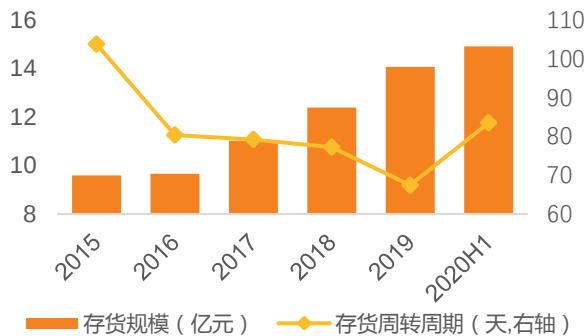
物流管理：李宁打造全国性物流中心 NDC 向门店发货的直配模式，提升新品上市速度。截至 2017 年底，已经有 300 多家门店参与直配，缩短了从商品出厂至送达门店的时间，提升整体的物流运作效率。2018 年公司实现总仓向全国超过 800 家门店带铺货直配，以及常青款每周滚动铺货，缩短新品在库时间，提升仓储效率及周转速度。截至 2019 年，公司整体仓储已经具备同时 B2B、B2C 作业能力，能有效应对节假日需求高峰时段配送需求能力。

存货管理能力：公司自建一体化渠道存货管理系统，针对渠道各环节库存压力进行动态监控，整体来看，公司库存规模维持在合理水平，同时库存管理能力稳步提升。

从存货规模来看，公司 2020H1 期末存货规模升至 14.93 亿元，较 2019 年底增长 6.07%，2015~2019 年存货规模保持在 9~15 亿元之间波动上行，4 年 CAGR 为 10.04%，低于同期公司整体营收增速。同时公司存货周转效率逐年稳定提升，周转周期已由 2015 年 103.88

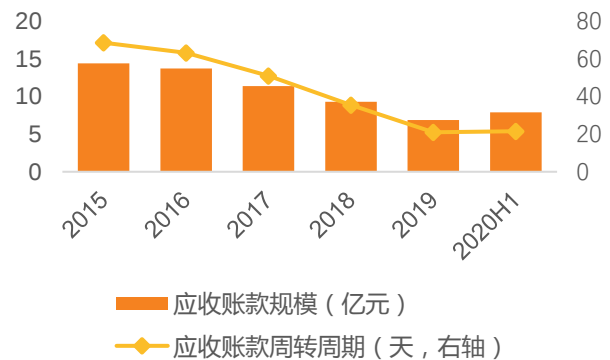
天缩减至 2019 年 67.45 天。

图 51：公司存货规模（亿元）及存货规模周转周期（天）变化



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

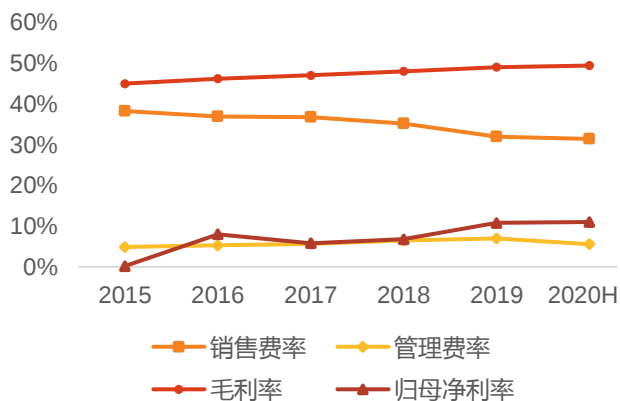
图 52：公司应收账款规模（亿元）及应收账款周转周期（天）变化



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

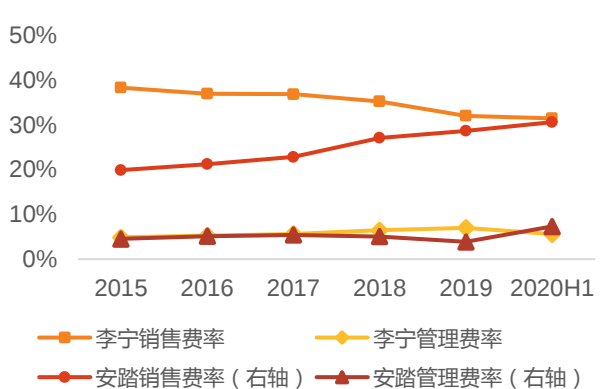
受惠于全渠道一体化存货管理能力提升、低效门店汰换升级工作稳步及营销策略线上多元化转变等多方面因素，公司 2015~2019 年销售费用率及管理费用率均呈现稳步缩减改善态势，销售费用率与同行可比标的安踏体育差距逐步缩小。

图 53：公司盈利及销售、管理费率、毛利率及归母净利率变化



资料来源：公司年报，wind，天风证券研究所

图 54：与同行可比标的安踏体育相比销售费率、管理费率情况



资料来源：公司年报，wind，天风证券研究所

3.2. 中国李宁重塑品牌形象，未来持续贡献业绩增量

定位国潮特定细分市场，渠道尚处于高速扩张阶段：2018 年纽约时装周以来，中国李宁首次将“国潮”概念公开展示给广大客群，卡位中高端运动时尚赛道，截至 2019 年中国李宁时尚店总数达到 120 家，运动时尚行业 FILA 品牌 2020 年门店数量已经达到 1900 家以上，考虑到国潮市场与广义运动时尚之间的规模差异等因素，中国李宁目前仍然处于渠道高速拓展发展阶段，基于客观平稳的门店增速预期及店铺运营效率提升预期，中国李宁系列有望未来成为公司业绩长期增长重要来源。

中国李宁系列借“国潮”概念为品牌引流，提升公司产品客群关注度，有助于公司品牌力稳步提升及品牌效应的确立。从客群关注数据来看，2018 年至今社交平台中国李宁成为服装品牌热议话题之一，截至 2021 年 1 月 20 日阅读量达到 4.3 亿次，规模与 Adidas 潮鞋话题 Yeezy（6.4 亿次，2015~2021 累计）同级。公司通过纽约巴黎时装周走秀高曝光高规格走秀活动，在公司前期“CF 潮”系列积累完善的基础上，首次确立国潮设计风格概念，以品牌软实力（品牌文化&品牌设计能力）确立国潮特定细分市场先发优势，高规格走秀&独有潮流设计风格短期内难以被国产体育竞品复制。

图 55：李宁“溯”系列悟空成长概念鞋与安踏潮流休闲鞋对比



李宁X CHI ZHANG
悟空系列可生长运动鞋



安踏 星标系列高端潮流运动鞋

资料来源：李宁、安踏集团官方微信公众号，天风证券研究所

图 56：李宁韦德之道与安踏 KT 高端篮球系列对比



李宁韦德之道9



安踏KT6

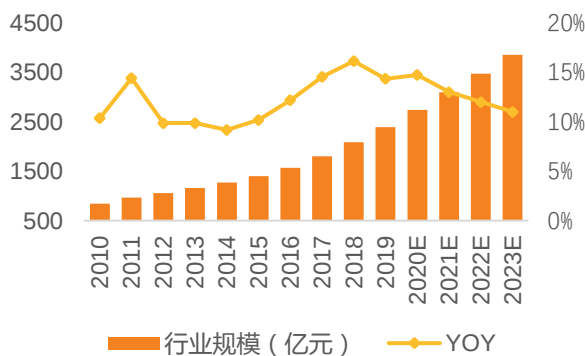
资料来源：李宁官方微信公众号，安踏官方商城，天风证券研究所

同时，公司具备开发运营多个国潮相关产品系列能力，目前以“中国李宁”为核心植根中高端运动时尚市场，形成较为完善的品类矩阵对接不同潮流亚文化圈：“CF 溯”系列利用优质文化 IP 合作资源，深化李宁品牌文化与传统文化元素融合，胭脂念、珀之心及敦煌博物馆文化主题、联名 IP 系列稳步深化李宁品牌穿跑文化内涵，反伍街头篮球系列通过系列传统通俗文化热点完成产品设计更新，顺应运动品牌时尚化市场趋势，公司原有运动生活潮流系列 LNG 品牌完成品牌重塑，主要聚焦电竞文化、都市运动潮流等特定细分领域。我们依据公司历史产品系列开发进度及推广情况，客观认为李宁未来或延续挖掘国潮新品类，对接不同亚文化圈审美需求。

3.3. 李宁 young 迎接童装消费需求升级红利，未来有望成为业绩新增长点

国内童装市场规模整体保持稳定增速，据欧睿国际数据，我国 2020 年童装市场规模有望达到 2744.23 亿元，同比增速 14.75%，2015 以来 CAGR 达到 14.40%，2020~2023 年市场规模 CAGR 预计将维持在 12.01%左右，整体来看童装市场增速保持相对稳定。童装市场稳定增速主要受益于“二胎红利”带来的短期市场需求增量，同时人均收入提升背景下大众消费需求升级或将成为市场长期发展趋势。

图 57：我国童装市场规模（亿元）及逐年同比增速 YOY（%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 58：李宁 young 2021 年春季新品“牛”转乾坤



资料来源：李宁 young 官方微博，天风证券研究所

渠道端：截至 2020H1 期末，李宁 young 线下门店总数达到 1010 家，整体门店规模稳定增长，同时公司注重多元化渠道铺设，积极拓展购物中心门店及清货渠道。店铺日常运营商品陈设持续优化，店铺形象持续更新升级，终端店铺效率得以回升。考虑到国内童装市场规模增速较为稳定，李宁 young 未来将有望延续渠道扩张态势，我们客观预计李宁 young 2021 有望保持 1300 家门店，品牌在童装整体行业中市占率有望继续提升。

营销端：李宁 young 同样重视数字化营销方式推广，在传统社交平台微博、微信保持与品牌忠实用户的沟通交流，并积极布局新兴社交电商平台，借助母婴圈 KOL、运动达人、明星资源加强品牌宣传；线下面向客群推出“韦德中国行”、“杭州马拉松”、“家庭趣跑节”

等会员活动，深化品牌与客群之间交流，推动李宁 young 品牌及产品推广。

4. 盈利预测及估值

关于公司整体盈利预测我们有以下假设：

- 1) 公司旗下中国李宁品牌门店数量保持稳定增长，考虑到 2020H1 国内新冠疫情的影响，2020 年全年渠道铺设速度客观上会有所延缓，在 2019 年全年 97 家门店的基础上我们预计 2020 年全年门店数量净增 80 家门店，2021~2022 年预计平均门店净增数量分别达到 120、150 家；同时受益于国潮市场的成熟与元素迭代，未来中国李宁整体门店店效会保持稳定增长。
- 2) 李宁大货整体门店数量有望保持稳定增加，公司继续推进门店提效、高效大店拓展策略，大货店效我们预计会保持稳定增长态势，2020~2022 年预计门店净增数量分别为 246、120、180 家。
- 3) 李宁 Young 青少年运动及童装运动业务保持稳定增长态势，在 2020H1 疫情期间部分关店调整的基础上，2020~2022 年门店数量预计分别净增加 80、250、250 家，门店店效保持稳健增长。
- 4) 公司渠道整体情况预计 2020~2022 年直营门店总数分别为 1459、1529、1609 家，加盟门店总数分别为 5925、6225、6576 家。
- 5) 2023~2028 为公司快速增长期，归母净利润 CAGR 保持在 20%，2029~2033 年为稳定增长期，公司整体归母净利润 CAGR 保持在 15%，2034 年以后为永续期，归母净利润及 FCFE 增速恒定为 3%。
- 6) 选取 2015~2019 年恒生综指与公司股价进行回归分析，得到 β 为 0.82，公司股权资本成本为 15.27%，同时基于公司历史财务支出数据预估债务成本为 8.35%，基于历史税率预估公司平均税率为 25%，据此得到 WACC 为 11.66%。

图 59：李宁 DCF 绝对估值（单位：人民币百万元，%）

自有现金流预测	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
营业收入	149.31	176.07	204.32	235.003	270.253	310.791	357.409	411.021	472.674	543.575	625.111	718.878	826.71	950.716	979.238
YOY	7.65%	17.92%	16.06%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	3.00%
净利润	15.7269	19.9373	24.5045	30.6306	38.2883	47.8604	59.8254	74.7818	93.4772	107.499	123.624	142.167	163.492	188.016	197.417
YOY	4.91%	26.77%	22.91%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	5.00%
净利率	10.53%	11.32%	11.99%	13.03%	14.17%	15.40%	16.74%	18.19%	19.78%	19.78%	19.78%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
利息费用	-0.61	-0.61	-0.61	-0.61	-0.61	-0.61	-0.61	-0.61	-0.61	-0.61	-0.61	-0.61	-0.61	-0.61	-0.61
税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
折旧摊销	1.02	1.17	1.30	1.49	1.72	2.02	2.38	2.83	3.40	3.83	4.32	4.89	5.53	6.28	6.57
资本支出	-1.02	3.20	3.47	4.66	5.82	7.28	9.10	11.38	14.22	10.67	12.27	14.11	16.22	18.65	7.15
自由现金流 FCFE	17.3134	17.4506	21.8749	27.0068	33.7299	42.1383	52.6465	65.7829	82.2028	100.206	115.222	132.49	152.348	175.18	196.375
YOY	11.60%	2.29%	24.98%	23.26%	24.69%	24.77%	24.81%	24.85%	24.88%	21.75%	14.95%	14.96%	14.96%	14.99%	12.10%
预测公司内在价值 1323.58亿人民币 公司目标股价：53.17人民币/63.80港元															
DCF 参数															
目标负债比率	40%						权益成本预测	15.27%							
β	0.82						债务成本预测	8.35%							
无风险收益率	2.91%						税后债务成本预测	6.26%							
风险溢价	15.00%						永续增长率	5%							
WACC	11.66%						永续自由现金流现值	93637							

资料来源：wind，天风证券研究所

维持“买入”评级，维持原有盈利预测，长期跟踪关注：预计公司 2020~2022 年营业总收入分别为 149.42、176.18、204.46 亿元，增速分别为 7.7%、17.9%、16.1%；2020~2022 年归母净利润分别为 15.73、19.94、24.50 亿元，增速分别为 4.9%、26.8%、22.9%，对应 20~22 年 EPS 分别为 0.64、0.81、1.00 元，对应 P/E 分别为 68.27、53.85、43.82X。

我们采用 DCF 绝对估值法得到公司 2021 年内在价值为 1323.58 亿元，对应目标价格为

53.17 元人民币/63.80 港元，对应 2021 年目标 P/E 为 65.64X。

5. 风险提示

- 1) 新冠疫情局部反复加剧风险，线下渠道客流受到影响：国内 2020 年末河北省级东北地区局部新冠疫情复发，部分地区线下门店受疫情隔离政策影响暂时封闭，
- 2) 新品发售销量不及预期，时装走秀可能受到国外疫情影响延期。
- 3) 渠道端费用率压力，部分地区新拓门店效率爬坡尚需时间；
- 4) 客群受审美偏好、竞品折扣等因素影响，对李宁品牌黏性不及预期等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com