2020 年 12 月 21 日
证券研究报告•公司专题报告
李宁（2331.HK）

纺织服装

当前价：46.30 港元
目标价：——港元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

李宁公司 30 年经营复盘

投资要点

- 本篇专题从产品、渠道、营销、治理结构四个角度出发，结合行业发展变化梳理了李宁公司成立 30 年来的经营历程，并对公司各阶段业绩变化的驱动因素进行了分析。
- **公司发展历程可划分为 4 个阶段，期间经历了 2 个调整期与 3 个发展期：**
  1>初创阶段（1990-2003 年）：体育营销打开知名度，分销制奠定扩张基础。
  2>渠道扩张阶段（2004-2010 年）：公司改革叠加渠道扩张实现业绩高增长，该阶段收入、净利润 CAGR 分别为 31%、42%。
  3>经营调整阶段（2011-2014 年）：行业景气下行，库存危机爆发。公司经历了 90 后李宁、TPG 三阶段改革两次经营调整，该阶段收入、净利润 CAGR 分别为-9%、-227%。
  4>复苏发展阶段（2015 年-至今）：改革成效显现，品牌背书持续增强，该阶段收入、净利润 CAGR 分别为 18%、220%。
- **回顾公司成长经历借鉴海外运动龙头的发展历程，我们认为：**
  1>跑步综训篮球为主的大众品类是运动鞋服行业最宽的赛道。大众运动品类因受众广、穿着场景多元是运动鞋服市场空间最大的赛道，也是 NIKE、adidas 80-90 年代，李宁 2012 年从品牌多元化到回归核心品牌经营的重要原因。
  2>运动科技系列化、运动项目系列化、运动员系列化是建立产品壁垒的核心。运动技术升级、产品线迭代能加深专业运动品牌形象，运动员系列化将球星作为品牌和消费者的纽带可增强品牌认同，也是提升品牌力的有效手段。
  3>受众广、对抗激烈的运动项目的明星运动员、奥运金牌代表队以及奥运会官方合作伙伴是运动品牌投入产出效率最高的顶级体育营销资源。
- **投资结论：李宁是服装板块收入成长性与业绩弹性兼具的优质标的。**
  1>中短期看，收入端，对标竞品至少有 30%的店数扩张空间、15%的店效提升空间。**利润端，**净利率水平对标竞品至少有 3pp 的提升空间。公司产品力、渠道管理效率稳步提升，经营数据向好使成长逻辑持续得到验证。
  2>长期看，行业层面，运动赛道景气度较高，对标成熟市场人均消费有 3 倍提升空间，具备差异化竞争优势的品牌仍有市占率提升机会。**公司层面，**公司是全球为数不多做到运动技术/运动项目/运动员系列化迭代的品牌，体育营销资源投入产出效率高，看好公司产品力、渠道力、品牌力提升驱动下的长期增长实力。
- **风险提示：**疫情反复；行业竞争加剧；同店/新开店数据不及预期；库存积压。

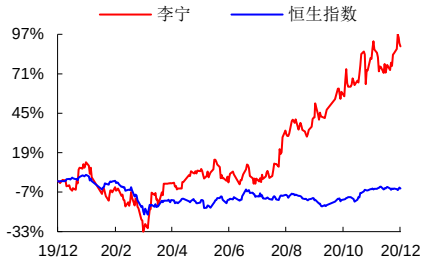
指标/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	13870	14791	17745	21624
增长率	32.0%	6.6%	20.0%	21.9%
归母净利润（百万元）	1499	1608	2057	2600
增长率	109.6%	7.3%	27.9%	26.4%
每股收益 EPS（元）	0.62	0.65	0.83	1.04
净资产收益率 ROE	23.2%	20.3%	21.8%	23.8%
PE	64.8	60.4	47.2	37.3
PB	13.6	11.1	9.6	8.3

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：王佳敏
执业证号：S1250520070003
电话：021-58351812
邮箱：wjm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	16.36-48.25
3 个月平均成交量(百万)	9.69
流通股数(亿)	24.89
市值(亿)	1,152.43

相关研究

目 录

1 投资摘要 1

1.1 投资结论 1

1.2 公司的竞争优势体现在哪？ 1

1.3 公司本轮的增长逻辑是什么？ 2

1.4 如何看待公司未来的成长空间？ 3

2 李宁公司 30 年经营历程回顾 5

2.1 初创阶段（1990-2003 年）：体育营销打开知名度，分销制奠定扩张基础 6

2.2 渠道扩张阶段（2004-2010 年）：经营改革渠道扩张下业绩高增长 16

2.3 经营调整阶段（2011-2014 年）：行业景气下行，库存危机爆发 21

2.4 复苏发展阶段（2015 年-至今）：改革成效显现，增长逻辑有迹可循 24

3 风险提示 28

图 目 录

图 1： 创始人代表的体育精神是公司宝贵的品牌财富 1
图 2： 李宁 14 代目驭帅系列篮球鞋鞋面及中底科技简介 2
图 3： 2009-2019 年公司经营策略变化 2
图 4： 2011-2019 年公司经营数据变化 3
图 5： 李宁公司的收入增长逻辑 4
图 6： 李宁公司的利润及运营效率提升逻辑 4
图 7： 2001 年-至今李宁经营数据及股价 P/E 变化 6
图 8： 内资运动品牌集中在 1990-2000 间成立 7
图 9： 1991 年李宁品牌的股权结构 7
图 10： 1990 年亚运会运动员身着李宁传递火炬 8
图 11： 1990 年亚运会上穿李宁牌运动服的创始人 8
图 12： 1994 年李宁公司股权结构 9
图 13： 1995 年李宁股权结构 10
图 14： 1996-2000 年中国体育用品市场规模 11
图 15： 1996-2000 年中国用品市场主要品牌市占率 11
图 16： 1996-2000 年中国体育用品市场主要品牌销售额（亿元） 11
图 17： 服装企业供应链流程 12
图 18： 经销商订货系统 SAP 应用案例 13
图 19： 2002 年 IBM 为李宁制定的长期发展战略 14
图 20： 2002 年李宁用户与运动鞋主力消费群特征比较 15
图 21： 2002 年李宁用户与运动服主力消费群特征比较 15
图 22： 2002 年李宁鞋品供应链时间 15
图 23： 2002 年李宁鞋品生产及流通时间 16
图 24： 2004-10 年内资主要运动公司收入规模（亿元） 16
图 25： 2004-10 年内资主要公司品牌店数（个） 16
图 26： 2004-10 年内资主要运动公司毛利率 17
图 27： 2004-10 年内资主要公司净利率 17
图 28： 李宁品牌矩阵变化时间轴 18
图 29： 李宁 logo 与标语历史变化 19
图 30： “90 后李宁”广告文案 20
图 31： 2010 年公司改革前后的订货会表现 20
图 32： 2010-2019 年运动鞋服市场零售规模 21
图 33： 2011-14 年内资主要运动公司收入规模（亿元） 22
图 34： 2011-14 年内资主要运动公司店数（个） 22
图 35： 2011-14 年内资主要运动公司毛利率 22
图 36： 2011-14 年内资主要公司净利率 22
图 37： 2004-2019 年内资主要运动公司存货周转天数变化 22
图 38： 2010-2019 年运动鞋服市场零售规模 24
图 39： 主要内资运动品牌经营数据复苏逻辑 25

图 40： 2015-19 年内资主要运动公司收入规模（亿元）.....25
图 41： 2015-19 年内资主要运动公司店数（个）.....25
图 42： 2015-19 年内资主要运动公司毛利率.....25
图 43： 2015-19 年内资主要公司净利率.....25
图 44： 2011-2019 年公司经营数据变化.....27
图 45： 2009-2019 年公司经营策略变化.....28

表 目 录

表 1： 李宁公司经营发展阶段划分.....5
表 2： 2002 年内外资体育品牌形象调查.....14

1 投资摘要

1.1 投资结论

公司所处赛道为服装品类中景气度最高的运动鞋服品类。作为行业领军企业，公司也是服装板块收入成长性与业绩弹性兼具的优质标的之一。

中短期看，收入端，公司目前大货+儿童店数对标内资一线竞品还有扩张空间（7 千家 vs 1 万家）、店效对标有提升空间（20 万元/月 vs 23 万元/月）。**利润端，**公司目前净利率水平约 11%，横向对标优秀同业指标仍有提升空间（11% vs 17%）。新 CEO 上任后公司加快供应链、渠道端、产品端的优化改革速度，运营效率持续提升，经营数据持续向好使公司的成长逻辑有迹可循。

长期看，行业层面，运动鞋服赛道在服装行业中成长周期长、行业天花板高且竞争格局优。**公司层面，**公司拥有独特的品牌内涵、出色的产品研发设计力及成熟的球鞋迭代体系，聚焦核心体育营销资源使得营销投入产出效率高，我们看好公司产品力、渠道力、品牌力提升驱动下的长期增长实力。

1.2 公司的竞争优势体现在哪？

运动品牌的品牌力主要由产品、营销、渠道三个要素构建。在产品力和营销力提升下公司品牌力持续提升，使李宁品牌在抢占未来高客流渠道、消费人群都具备相对竞争优势。

公司的营销优势主要体现在两方面，一是创始人代表的体育精神与品牌价值相连接，和其他内资运动品牌相比具备差异化营销优势，与普雷方丹早期带给 NIKE 的营销优势类似。二是重点投资 NBA 球星、奥运金牌队核心聚焦策略将公司营销资源投入产出效率较高。

产品是成功营销的基石，公司的产品优势主要体现在出色的产品设计及已形成迭代的球鞋体系。一是公司的产品多次斩获国际设计大奖，产品在球鞋圈认可度高。**二是李宁是全球为数不多能做到运动科技系列化、运动项目系列化、运动员系列化的运动品牌**。三是公司历史留下的优秀设计也是宝贵的资源，部分优秀设计的鞋款有望通过复刻（2020 年初拉塞尔上脚 2012/13 赛季推出的 wow1 引起广泛关注）继续增加品牌价值。

图1：创始人代表的体育精神是公司宝贵的品牌财富



数据来源：搜狐新闻，人物杂志，西南证券整理

图2：李宁 14 代目驭帅系列篮球鞋鞋面及中底科技简介

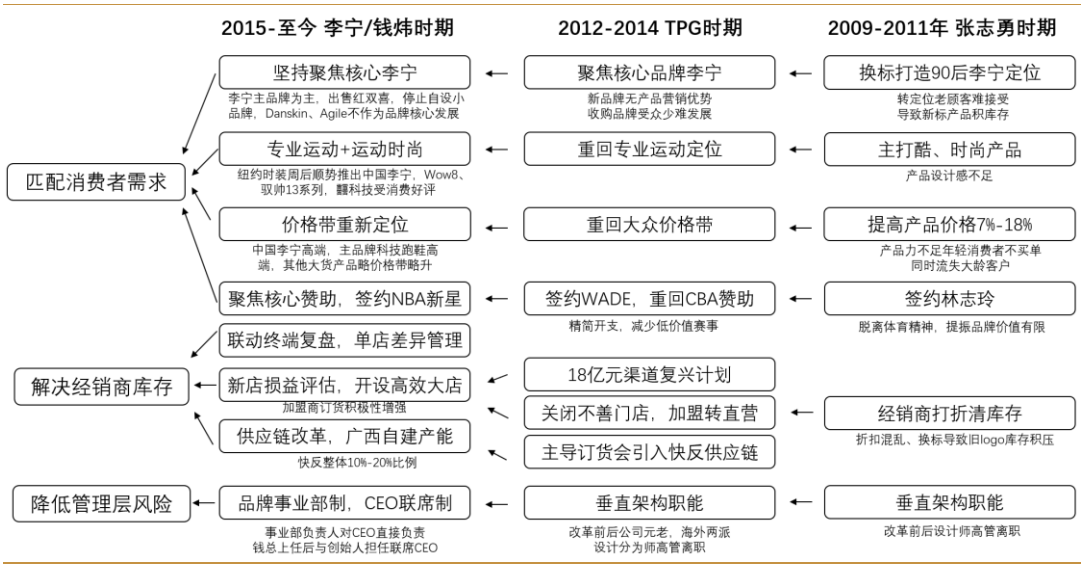


数据来源：公司公告，搜狐，网易，西南证券整理

1.3 公司本轮的增长逻辑是什么？

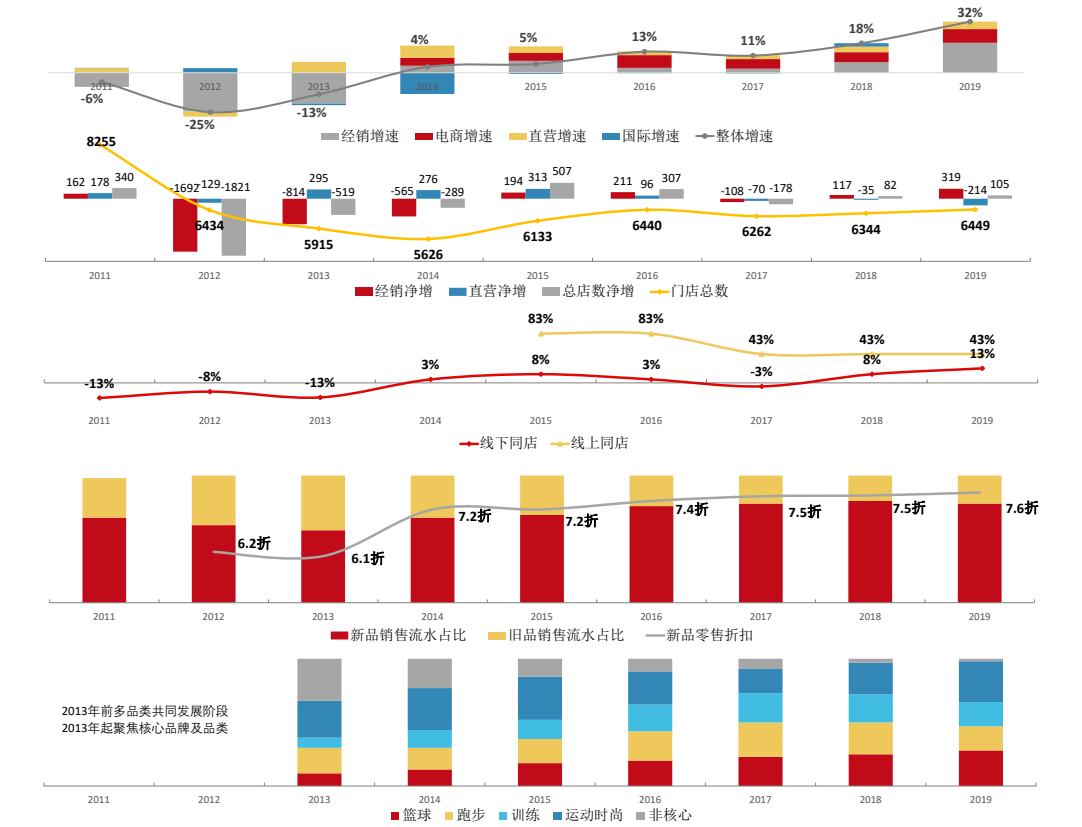
公司经营业绩的增长主要得益于电商收入增长以及经销业务的反弹。2012-2014 年 TPG 两阶段改革确立了公司复苏基调，2015 年创始人回归后在延续 TPG 改革方向的基础上优化了管理架构，奠定了 2016 年起收入、利润先后复苏基础，2019 年联席 CEO 上任后未来着手提升企业效率，建立可持续发展的肌肉型企业。**整体看，**2016-2019 年公司营收、净利润复合增速分别达 20%、33%。**拆分看，**收入端在经销、电商的发力下取得快速增长，利润端因新品、高价位产品销售占比增加带动毛利率提升、直营业务占比下降带动销售费用率下降，带动整体净利率稳步提升。

图3：2009-2019 年公司经营策略变化



数据来源：西南证券

图4：2011-2019 年公司经营数据变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.4 如何看待公司未来的成长空间？

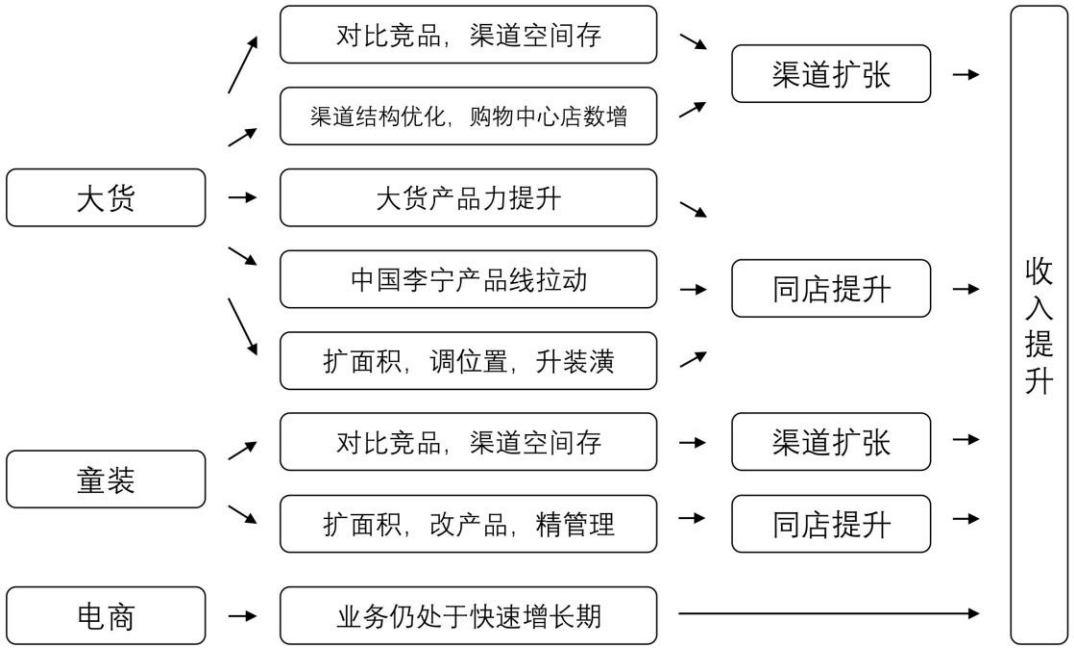
服装企业的规模增长主要来自渠道扩张和同店提升。新开店带来的发货额增长是服装企业的最主要增长动力，除去渠道改革力度较大的因素，如店面形象升级、营业面积大幅扩张、产品力改善明显，单店销货额的增速一般较为稳健。其他驱动因素包括经营直营业务模式转换带来的短期并表收入增加、线上趋势下的直营电商收入的增长。

和同业竞争对手比，公司在店数、店效以及利润率方面均有提升空间，中期增长空间存且增长逻辑通过经营数据改善持续验证。从门店数量看，公司大货店数和头部企业相比还有拓展空间。如果中国李宁产品线成熟后增加独立门店，店数对标 KAPPA、adidas classic、FILA 还有充足空间。通过门店面积和平效的提升，公司在单店销售额上分南北区和纵向历史数据比，整体店效和同业横向相比都有进步空间。李宁公司和同梯队的竞争品牌相比在营业利润率、净利率上还有一定差距。在聚焦主品牌、提升产品力、提高渠道管理效率后，公司后期的经营表现还有提升空间。

长期看，国内运动鞋服行业属于服饰类高景气赛道且行业天花板高。首先，体育是纺服行业最易诞生大市值公司的领域之一，全球前 20 的市值的服装公司体育类占 1/3。其次，体育产业长期天花板高，运动鞋服人均年消费为仅为发达国家 10%-30%。另外，运动行业个性化

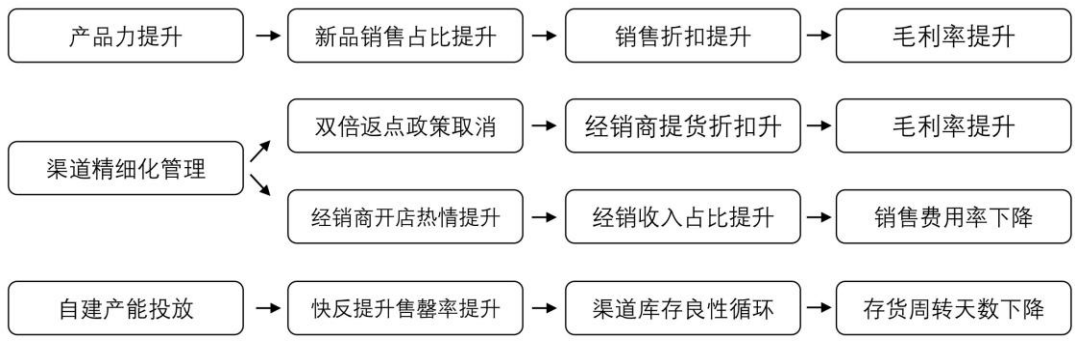
发展阶段，成熟运动市场全球前两大品牌占比更低，具备差异化竞争力的内资品牌仍有几率突围。

图5：李宁公司的收入增长逻辑



数据来源：西南证券

图6：李宁公司的利润及运营效率提升逻辑



数据来源：西南证券

2 李宁公司 30 年经营历程回顾

李宁公司 30 年的发展历程可大致划分为 4 个经营阶段，并伴随着 2 个调整期与 3 个发展期：

初创阶段（1990 -2003 年）：通过创始人影响力以及奥运会为主的体育营销李宁品牌快速打响全国知名度，并通过实行分销制度、规范公司治理、引入外部咨询机构从国企背景、家族治理的企业转为现代化治理的企业。

渠道扩张阶段（2004-2010 年）：运动鞋服市场蓬勃发展，空白市场还未填满，公司在强有力的品牌背书下通过分销模式实现渠道快速扩张，带动收入、利润快速增长。

经营调整阶段（2011 -2014 年）：鞋服市场单品牌渠道数接近饱和，服装品牌商仍继续扩张，短期市场供需失衡叠加电商冲击、宏观消费增速下滑，众多服装品牌库存压力陡增。

2010 年公司通过“90 后李宁”改革换定位提价格，短期增加库存压力的同时弱化了专业运动品牌定位，在行业景气下行阶段加重公司经营负担。

2012 年起的 TPG 三阶段改革与同业优秀体育公司的渠道改革举措类似，但因短期快刀斩乱麻的库存回购计划使报表业绩大幅下滑，叠加公司管理层变动，TPG 改革第三阶段还未实施完成金珍君团队就已离开公司。

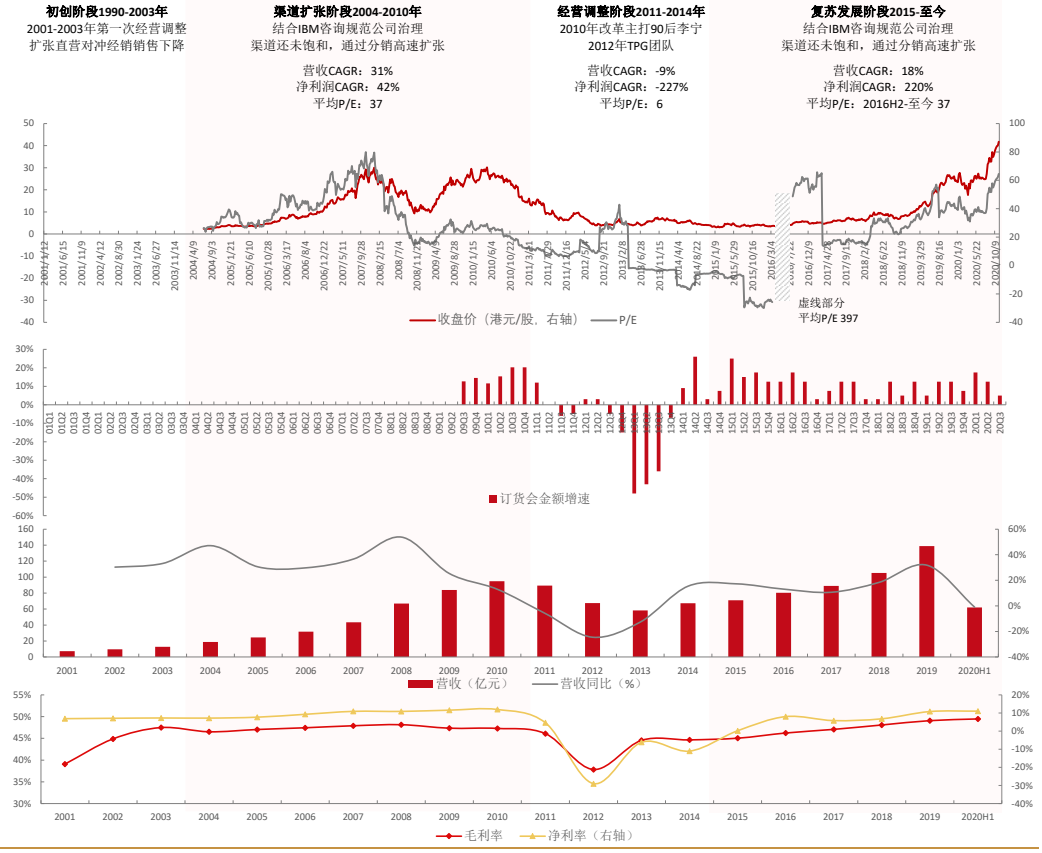
复苏发展阶段（2015 年-至今）：运动行业景气度上行，2015 年后创始人回归后实行事业部制度，管理团队趋于稳定。公司通过继续坚持核心聚焦策略、关闭低效店拓展高效大店、发力线上市场，经营业绩持续回暖。2019 年末新 CEO 上任后，公司着力在产品、渠道、供应链方面提质增效，打造可持续发展的肌肉型企业。

表1：李宁公司经营发展阶段划分

阶段	初创阶段			渠道扩张阶段	经营调整阶段	复苏发展阶段
时期	成立初始	第 1 次发展	第 1 次调整	第 2 次发展期	第 2 次调整期	第 3 次发展期
年份	1990-93	1994-96	1997-03	2004-10	2011-14	2015-至今
公司架构	从国企背景股改为民营企业，管理层包括创始人家族成员及原队友，合作咨询机构进行改革			规范公司治理，制定长期战略，引入外部管理人员	张志勇、TPG 金珍君相继出任 CEO 并实行相应改革举措	创始人回归，联席 CEO 制度，事业部制度
产品特征	运动鞋服为主，也通过皮带、手套等产品进行品类多元化探索			主品牌李宁为主，代理品牌+收购品牌+自设其他定位品牌，尝试产品系列多元化及品牌多元化		聚焦主品牌及核心品类
营销策略	创始人影响力+奥运会为主的体育营销			签约 NBA 体育明星，赞助五朵金花奥运队	主打“90 后李宁”形象，有娱乐明星代言，后回归专业定位	时装周+奥运金牌队+CBA 赛事合作+NBA 明星
渠道策略	博览会	分销开店	直营+分销	加盟为主，小部分直营	经销收回直营，直营占比升	电商加速，经销回暖
产品定位	大众性价比定位，但价格带略高于其他内资运动品牌				2010 年价格上移，14 年后回归性价比价格带	高端定位中国李宁+高科技专业运动款+大众定位一般鞋款
期末收入利润	--	6.7/--亿元	13/--亿元	95/16 亿元	67/-8 亿元	139/15 亿元
CAGR	--	--	13%/--	31%/42%+	-9%/-227%	18%/220%
增长驱动	订单驱动	渠道扩张为主，同店增长为辅			同店渠道双下滑	电商高增+经销销售回暖为主

数据来源：公司公告，西南证券整理

图7：2001 年-至今李宁经营数据及股价 P/E 变化

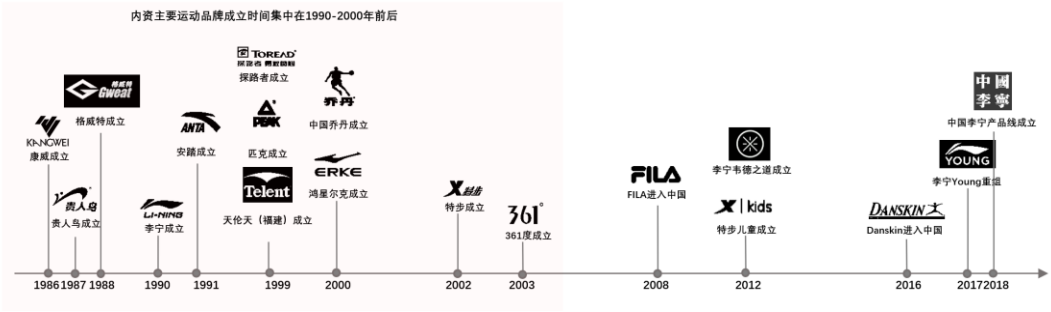


数据来源：公司公告，WIND，西南证券整理

2.1 初创阶段（1990-2003 年）：体育营销打开知名度，分销制奠定扩张基础

李宁成立时服装市场处于第一发展阶段：产品为王，品牌林立但竞争格局尚未形成。本阶段服装特征是产品质量好、能满足基本消费需求，目前大多一线服装品牌都诞生于这个时期。国际运动品牌 NIKE、adidas 于 1980、1997 年进入中国市场，并通过向运动队提供装备、赞助打响知名度。国际品牌的进入孵化出一批代工商，形成温州、莆田、晋江三大鞋都，代工商的转型诞生了安踏、特步、361、鸿星尔克、乔丹等国产运动品牌。从许海峰夺得首块奥运金牌到体操王子李宁的走红，国人民族自豪感在体育盛会中得到满足，也由此催生了康威、李宁这两个由运动明星黎伟权、李宁成立的品牌。

图8：内资运动品牌集中在 1990-2000 间成立



数据来源：《一切皆有可能》，西南证券整理

李宁品牌成立初始（1990-1993 年）健力宝支持下品牌迈出第一步

90 年代初及以前的体育赛事奖牌更多的是激发民族自豪感和爱国主义，内资品牌通过民族情感营销更能带动消费者的共鸣。1989 年李宁通过人民日报等渠道的征集 logo 只是小试牛刀，在健力宝集团的支持下 1990 年的北京亚运会的赞助让李宁品牌横空出世，1992 年亚特兰大奥运会李宁品牌结束了中国运动代表团领奖装备由国外品牌赞助的历史，公司通过当时传播效率最大化的奥运渠道扩大了品牌影响力。

关键字：健力宝集团；赛事营销；李宁个人 IP

健力宝是搭建李宁品牌的第一块砖。1988 年汉城奥运会后 25 岁的中国体操王子李宁正式退役，1989 年 4 月 21 日李宁加入健力宝集团担任总经理李经纬的特别助理。在健力宝的支持下李宁开启运动服饰事业，1989 年 12 月健力宝集团和新加坡康基实业在广东三水合资成立“健力宝运动服装公司”从事“李宁牌”运动服装的生产经营。健力宝运动服装公司注册资本 157 万美元，股权比例为中方 51%、外方 49%，由李宁出任总经理。**1990 年亚运会李宁 logo 亮相，李宁品牌正式宣告成立。**1991 年 2 月,广东李宁体育用品公司成立,独立负责“李宁牌”运动鞋服的经营。

图9：1991 年李宁品牌的股权结构



数据来源：《一切皆有可能》，西南证券整理

母公司健力宝集团拥有较强的体育营销资源。1984 年在洛杉矶奥运会意外走红后，几乎每次大型运动会都有健力宝参与的身影。1987 年健力宝成为第六届全运会最大赞助商，赞助金额达到 350 万。1988 年健力宝成为第 24 届奥运会中国代表团专用饮料。

李宁作为运动员是品牌营销的强有力背书。创始人李宁在运动员职业生涯中创造了世界体操史上的神话，先后摘取 14 项世界冠军赢得 100 多枚金牌，被誉为中国“体操王子”、“20 世纪 25 位最伟大的运动员之一”。观众通过体育项目感受竞技魅力、激发人类原始竞争欲望，与运动员共享胜利、共担失败并投射自身情感，因此签约明星运动员能够起到传播品牌信息、激发购买欲望的作用，而创始人辉煌的运动战绩本身就是李宁品牌的最强背书。

“李宁”牌成立初通过大型赛事营销迅速扩大知名度。1990 年的北京亚运会是中国首次举办国际综合性大赛，国民关注度不言而喻。李宁和李经纬联手“以健力宝推动李宁牌，以李宁牌促进健力宝”，利用李宁个人影响力和健力宝丰富赛事赞助经营经验击败了韩国厂商以约 250 万元夺得亚运会火炬传递权，“李宁牌”运动服成为圣火传递指定服装、中国国家代表队领奖服及中外记者的指定服装。1990 年李宁作为运动员代表身穿李宁牌运动服接过了亚运圣火火种，“李宁牌”伴随亚运会圣火传遍全国，中外观众从新闻媒体知道了健力宝和李宁牌。

图10：1990 年亚运会运动员身着李宁传递火炬



数据来源：中新网，西南证券整理

图11：1990 年亚运会上穿李宁牌运动服的创始人



数据来源：中新网，西南证券整理

“兵马未动粮草先行”，先做市场再投生产。亚运会闭幕后，李宁接到 1500 万元的订单。1990 年广东三水市 5000 平米的厂房竣工，工人 500 余名，年产运动服装 16 万件，8 月亚运会圣火传递结束期间工厂才正式投产，先通过市场营销的手段打开销路，避免了品牌知名度不足、销不对路带来的存货积压。**1991 年公司才开始生产鞋类产品**，投资 50 万元设计生产的李宁牌运动鞋 001 系列质量不达标，为保障品牌信誉这批 20 万元的货品全部被销毁。

初创探索中的第一次产品多元化。1992 年底李宁公司分别在北京、广东成立三家公司,各自从事运动服装、休闲服装和运动鞋的生产经营。**除了运动服，品牌还有李宁皮带、李宁领带、李宁皮手套等产品**，虽然一开始李宁品牌从休闲运动产品起家，但我们认为创始初期品牌向非运动领域进行产品拓展反而不利于专业体育形象的树立。

股改期（1994-1996 年）：建立现代企业制，借助分销制扩张

1994 年起的后 3 年，品牌继续进行体育营销，公司层面的变革主要围绕着现代企业平台的搭建：一是梳理股权，从国有企业转变为混合制企业，避免了健力宝产权不清带来的发展隐患；二是转让特许经营权，走向轻资产运营道路，为后期渠道扩张铺垫道路。1993-1996 年公司年均营收增速超过 100%，1995 年李宁成为中国体育用品行业的龙头。

关键字：自立门户；业务整合；特许经营权转让

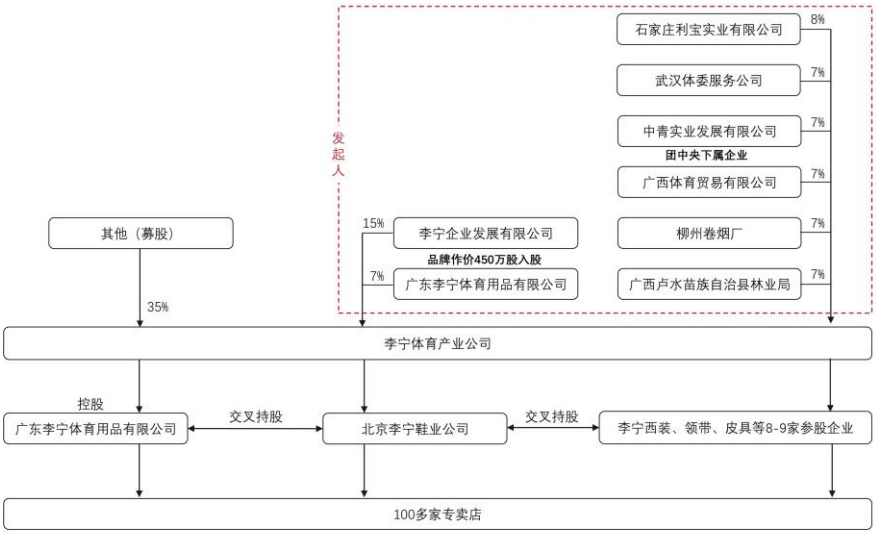
与健力宝分家建立现代企业制度。健力宝是三水市控股企业属于国企，1994 年在总经理陈义红的推荐下股改专家刘纪鹏开始帮助李宁公司进行股份制改革：

第一步是与健力宝划分清股权。1994 年底李宁从健力宝体系脱离，分三次现金偿还健力宝 1600 万元的投入，而对于健力宝运动服饰公司李宁已经掌握 80%股权。

第二步是成立控股母公司与资本市场对接。同年成立李宁体育产业公司，总股本 3000 万股，8 个发起人占 65%，募股占 35%。除了李宁家族持股 22%以外其余股东持股较分散，形成了家族控股局面。第二步计划完成后，一个庞杂的“李宁”体系形成，李宁股权结构仍然比较混乱，参股控股子公司交叉持股，结算、融资、投资难以统一。

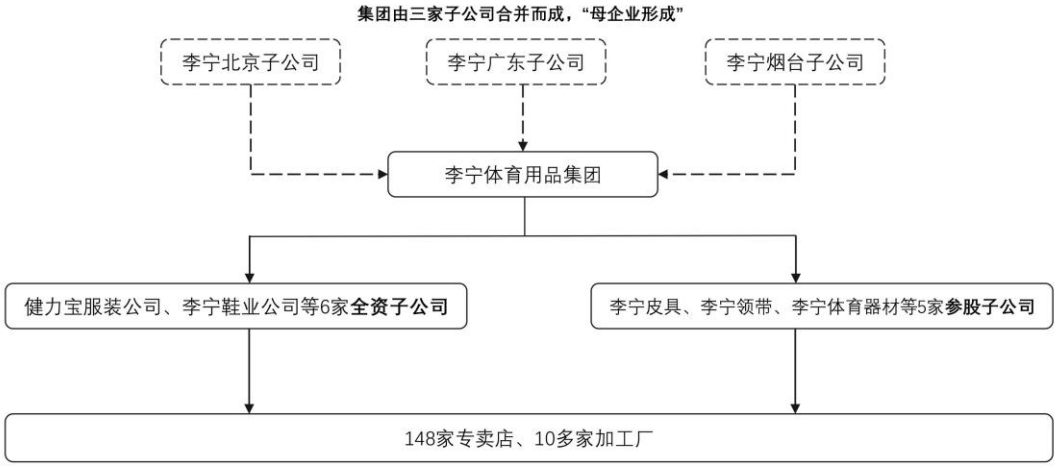
第三步是使股权结构规范化、集团化。1995 年底，李宁集团由北京、广东、烟台三家公司合并成立，“母企业”形成，李宁亲任集团董事长兼总经理。健力宝服装、李宁鞋业等交叉持股的控股公司被收回部分股权后变为全资子公司，1996 年初集团总部北上，从广东迁到北京。

图12：1994 年李宁公司股权结构



数据来源：《让一切管理皆有可能》，西南证券整理

图13：1995 年李宁股权结构



数据来源：《让一切管理皆有可能》，西南证券整理

转让特许经营权扩大分销网络。1995 公司在体育用品博览会获得 4.5 亿元的订单，而当年收入为 3.6 亿元，侧面反映公司该时期的收入主要来自博览会订货。1995 年春节后公司通过《中国体育报》、中央电视台《经济信息联播》等渠道发出李宁独家专卖权招标转让通告，并选择河南作为拓展试点第一站，9 月最后敲定 16 位商家作为独家经销商，直接供货并给予特别优惠权，与此同时公司不再给该区域内其他商人供货。得益于分销网络的扩张，1996 年公司收入达到 6.5 亿元。

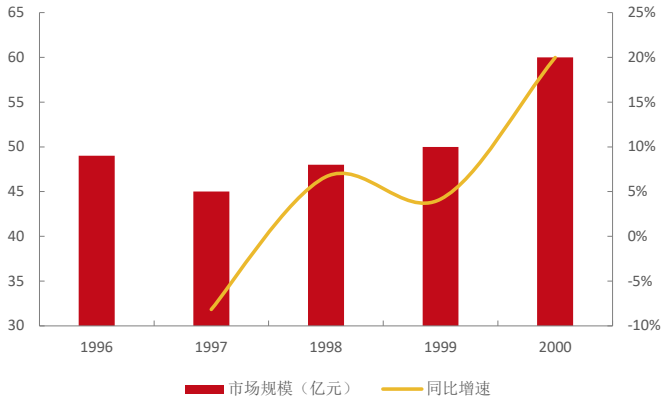
第一次经营调整（1997-2000 年）：体育行业下行，公司增长停滞

1996 年以来受宏观等因素影响体育用品市场进入调整期，这一阶段经销商体系不成熟的问题暴露，公司通过扩张直营渠道对冲经销渠道销售的下滑，行业也经历了第一次洗牌，康威、格威特等品牌受到影响。1996 年去家族化的管理层改革绑定了高管和公司利益，1998 年引进 SAP 系统、建立国内第一个运动产品研发中心为后期稳定运营奠定了基础。然而产品体系复杂、品牌定位模糊的问题仍然存在。

关键词：体育行业下行；去家族化；直营渠道建设

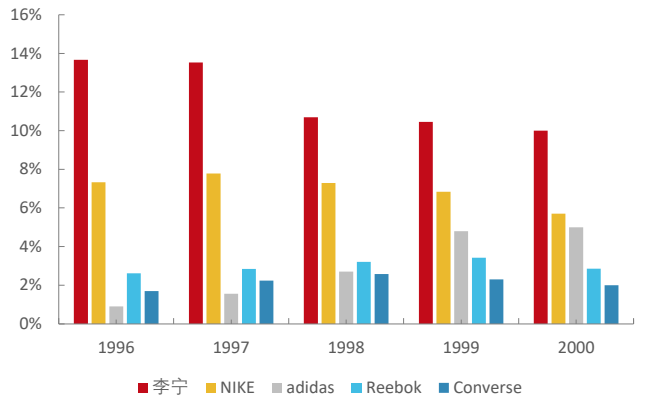
增长停滞来自市场、公司多方面因素影响。宏观方面，一是 1996 年起国内经济表现不佳，国家开始调整宏观经济政策对国企进行兼并重组，加上亚洲金融危机影响，团体消费大幅下滑。二是实行市场经济体制后其他体育品牌如国际龙头 NIKE、adidas，晋江系安踏、匹克不断涌现，行业竞争更加激烈。**公司层面，品牌运营陷入多元化陷阱，公司产品线已延伸至鞋帽、西服、健身器材、化妆品、文具，经营成本增加，经销网络出现串货，经销商因利润缩小转为其他品牌代理。**销售的低迷在店数方面也同样有体现，1997 年 9 月公司店数 300 家，至 2001 年店数仍为 304 家。而这一时期，NIKE、adidas、Reebok 在中国的收入表现为持平或持续增长。

图14：1996-2000 年中国体育用品市场规模



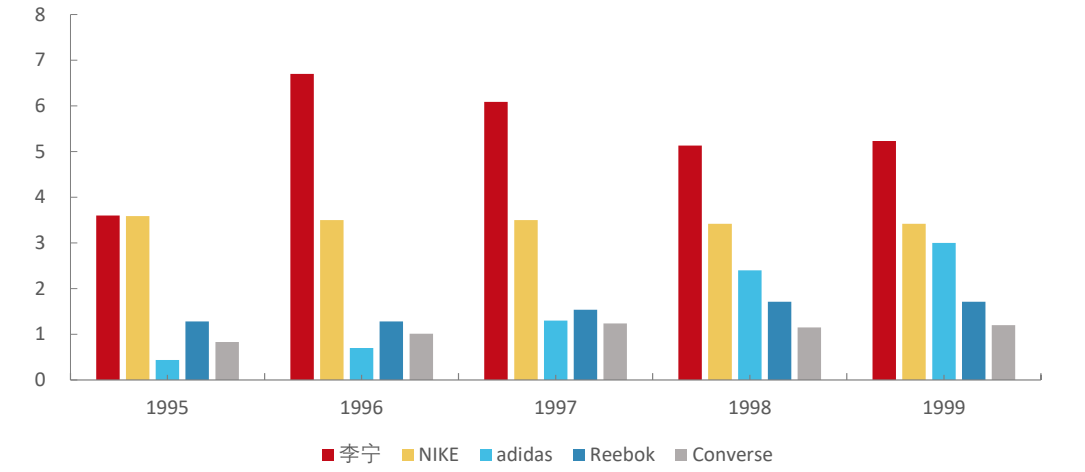
数据来源：《李宁公司品牌营销策略》，西南证券整理

图15：1996-2000 年中国用品市场主要品牌市占率



数据来源：《李宁公司品牌营销策略》，西南证券整理

图16：1996-2000 年中国体育用品市场主要品牌销售额（亿元）



数据来源：《李宁公司品牌营销策略》，西南证券整理

面临当期问题，公司就以下方面做出调整：

1>设立全资子公司，加强零售网络建设。1998 年起公司在一、二线省会城市建立 12 家子公司进行直营门店的建设，第二年这些子公司销售额就占到了营收 50%。直营体系的搭建一方面稳定了公司的收入，另一方面为二、三线经销商开店起到引导示范作用。

2>经营权与所有权分离，对高层实行股份激励。1996 年初陈义红任常务副总经理后李宁总不再分管具体事务，公司出现“李派”、“陈派”，形成以同学、老乡划分的小团体（《让一切管理皆有可能》）。李宁决定让双方亲属都离开公司，集团办公室副主任（李宁嫂子）柳宁、集团销售中心常务副总经理（李宁表弟覃谦）、销售部副经理陈义勇（陈义红胞弟）及创业时期的队友等相继离职。1998 年的改制中，陈义红、张志勇、孙建军等 5 位管理层合计持有公司 15%股份，其中陈义红约占 7%。

但公司仍然面临着其他问题：

1>产品线冗长，品牌定位仍模糊。1990-2002 年李宁的广告主题诉求换过 8 次，品牌仍没有一个清晰定位。且李宁牌产品已经形成 30 多个大类，2000 多个品种，但却缺少专业功能性产品，2001 年推出的暴风雪系列走起了时尚路线。品牌背书不足时容易面临其他低价品牌冲击。张志勇曾回忆："1997 年前后公司有一款年销百万的平纹 T 恤，第二年广东很多公司低价同类产品推出后，这款产品的库存积压就到了 60 多万件。"

2>公司分成陈、李两派，高管成员流失。1998 年李宁总退居二线后两派相争时期高管频繁离职，格威特挖走了公司的部分管理和销售人员，包括常务副总经理、总经理助理、市场管理部经理、鞋业部经理，山东、河南、山西区域销售经理及负责 26 届奥运会中国代表团领奖服的首席设计师。

第二次发展期（2001-03 年）：规范公司治理，确定战略方向

中国体育用品市场自 2000 年起每年都以双位数增长，作为行业龙头的李宁在享受行业 Beta 的同时加速自身渠道扩张，收入规模摆脱前几年的颓势一路高歌。2001 年张志勇就任 CEO 后带领公司开启一系列改革，通过引入职业经理人与国际管理理念接轨、引入专业咨询机构对公司进行调查，公司逐步从粗放式发展向现代化经营模式过渡。

关键词：外部咨询；职业经理人；上市准备

整体销售回暖，代理国际品牌。通过直营渠道对整体销售的支持和体育行业的消费回暖，千禧年后公司收入快速回升，2001-2003 年收入复合增速达到 31.8%。2002 年起公司开始代理意大利运动品牌 KAPPA，2002、2003 年 KAPPA 品牌分别实现销售收入 1374、4006 万元。

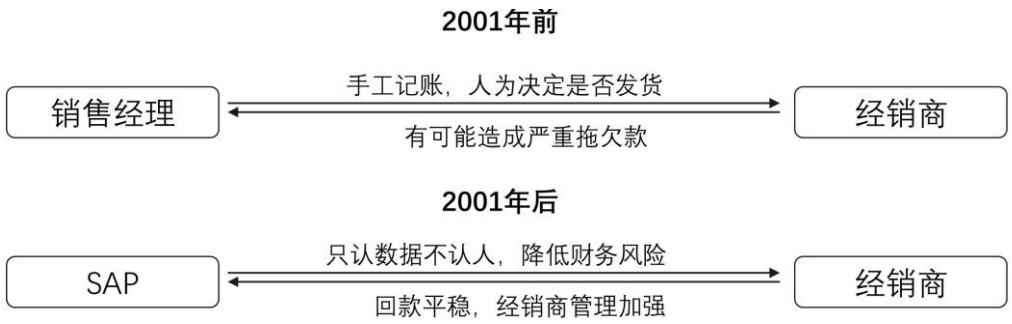
重视信息化建设，引进 SAP 系统。2000 年李宁公司 SAP R/3 系统覆盖了财务会计、管理会计、销售与分销、生产计划与控制、物料管理部门。2000 年李宁公司 SAP 系统数据量还不到 20GB 而到 2002 年 6 月系统数据量增 5 倍至 100 多 GB。负责订单管理的销售内勤人数从 1999 年的 15 个减少到 2000 年初的 7 个。应用 ERP 后也加强了对经销商订单的治理，降低了应收周转成本。但这一阶段经销商的 POS 机还不能和销售、库存数据连接，这些数据都由门店手动计算。

图17：服装企业供应链流程



数据来源：《让一切管理皆有可能》，西南证券整理

图18：经销商订货系统 SAP 应用案例



数据来源：《让一切管理皆有可能》，西南证券整理

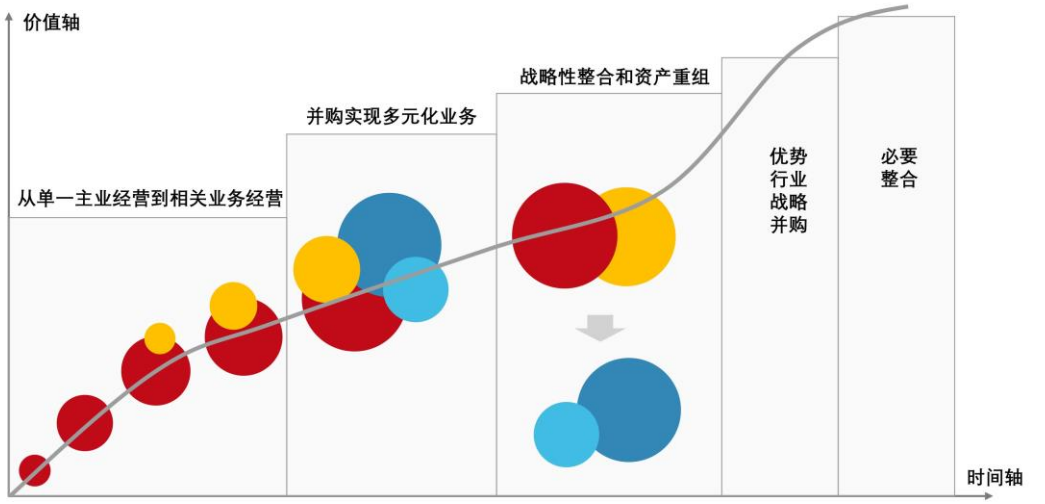
去家族化后引入职业经理人。2001 年陈义红调岗至动向，张志勇升至 CEO 后引入大批职业经理人。CFO 陈伟成来自路透集团，多品牌战略的 CMO 徐伟君曾供职可口可乐，鞋和服装产品副总经理伍贤勇来自宝洁，李宁公司的 6 位总监和 1 位总经理助理平均年龄不到 40 岁，本科以上学历。职业经理人大规模取代创业元老。

第一次试水国际化。1999 年李宁成立国际贸易部，通过 ISPO 体育用品博览会接触海外经销商尝试开拓欧洲市场。到 2000 年，李宁已经在西班牙、希腊、法国等 9 个欧洲国家拓展了自己的特许经销商。2001 年，李宁开始尝试赞助国外体育队伍，如世界体操锦标赛上的法国、西班牙代表团，以及足球、篮球项目的意大利、捷克队伍。但因缺乏国外市场经验、缺少操盘人员、品牌认知度不高，李宁在海外销售额始终低位徘徊。

2001、2002 年合作盖洛普、IBM 剖析公司当前存在的问题：

1>企业发展缺乏长期战略。IBM 建议从单品牌向多元化扩张，需要公司在现阶段发展核心业务的同时代理国际品牌，在代理品牌步入成熟期后通过并购实现业务多元化，后期通过资产重组优化经营。IBM 的咨询结果在公司的后期经营实践中逐一兑现，但从最终经营结果看，李宁体育品牌多元化的收效与 adidas、NIKE 上世纪 80-90 年代的多元化战略结果一致。目前横向业务多元化如非凡中国、堡狮龙、Clarks 的收购项目均通过创始人的其他商业实体运作。

图19：2002 年 IBM 为李宁制定的长期发展战略



数据来源：IBM Consulting Service，西南证券整理

2>产品科技性不足。休闲产品线过多的结果造成消费者认为李宁产品在科技含量、创新、提高运动表现方面均落后于竞争对手。IBM 同时认为李宁产品不能横跨多个运动项目，这一时期李宁旗下产品仍没有细分为篮球、跑步等运动大类。我们认为公司后期发展超轻、驭帅为核心系列的跑步、篮球产品是有必要的，但其他如高尔夫等小众高端运动品类，在运动项目不够普及、缺乏强有力代言人的背景下并不是品类多元化的最佳选择。

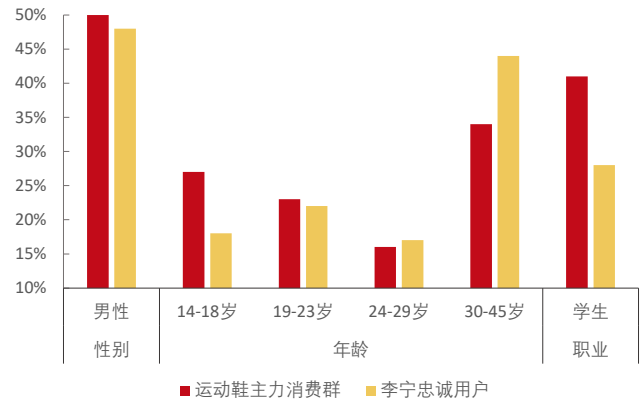
表2：2002 年内外资体育品牌形象调查

	NIKE	Adidas	李宁	安踏	最高值与李宁差
体育用品行业的领导品牌	76%	73%	48%	22%	28%
提供“酷”产品的品牌	69%	65%	42%	24%	27%
产品质量高	79%	74%	53%	30%	26%
有较高的科技含量	70%	66%	45%	24%	25%
有很好的外观设计	72%	69%	48%	29%	24%
提供“时尚”产品的品牌	72%	67%	48%	29%	24%
是具有技术创新的品牌	64%	62%	43%	24%	21%
穿着舒适	76%	74%	57%	35%	19%
值得信赖的品牌	78%	75%	59%	33%	19%
是著名的品牌	84%	81%	65%	35%	19%
适合运动，能提高我的运动表现的品牌	63%	61%	45%	26%	18%
有多种产品适应不同的运动项目	65%	63%	49%	26%	16%
店内环境和陈列很好的品牌	68%	67%	54%	33%	14%
产品种类多的品牌	65%	64%	51%	26%	14%

数据来源：IBM Consulting Service，西南证券整理

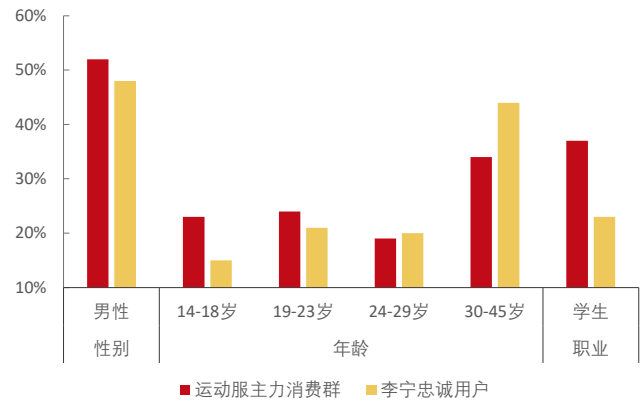
3>品牌形象老化。体育用品最主要的消费人群是 14-25 岁的年轻人，以学生群体为主，而李宁品牌的忠实用户和运动主力消费人群在年龄、职业方面的差异性较大。调查显示款式不新颖、传统、没创新是消费者不喜爱李宁的主要原因，而这三方面正是年轻消费者购买运动产品最关注的三项内容。

图20：2002 年李宁用户与运动鞋主力消费群特征比较



数据来源：IBM Consulting Service 2002，西南证券整理

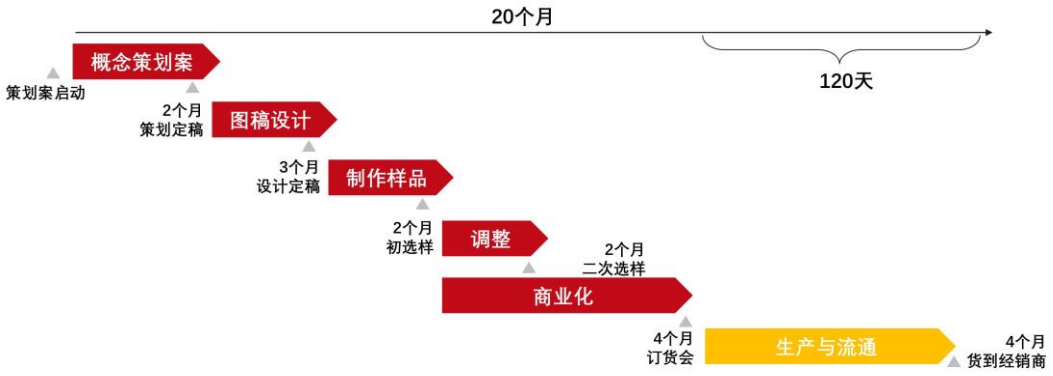
图21：2002 年李宁用户与运动服主力消费群特征比较



数据来源：IBM Consulting Service 2002，西南证券整理

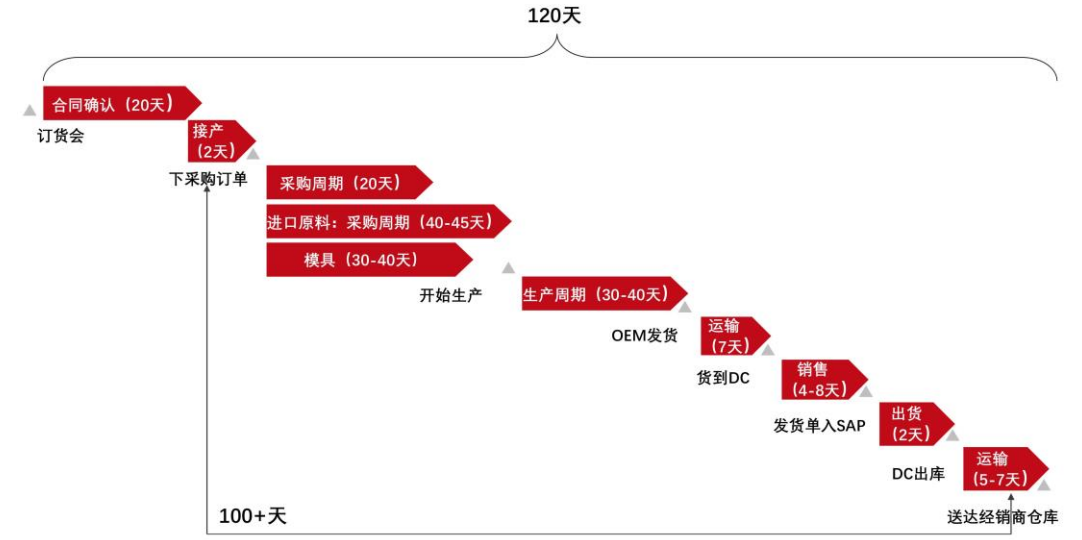
4>供应链效率较低。①供应链时间长：每季产品从策划到经销商需要 20 个月，如缺货再补货又需要 100 天，季节转换后销售机会已经消失。**②物流分拨流程不合理：**鞋产品在广东生产，但统一全部运至北京再发货。**③产品设计效率较低：**设计师设计的产品投入生产的不到 30%，造成大量无效劳动。2002Q1 80%的收入来自 42%的产品，20%的最少收入款色仅占总收入 2.3%。

图22：2002 年李宁鞋品供应链时间



数据来源：IBM Consulting Service 2002，西南证券整理

图23：2002 年李宁鞋品生产及流通时间

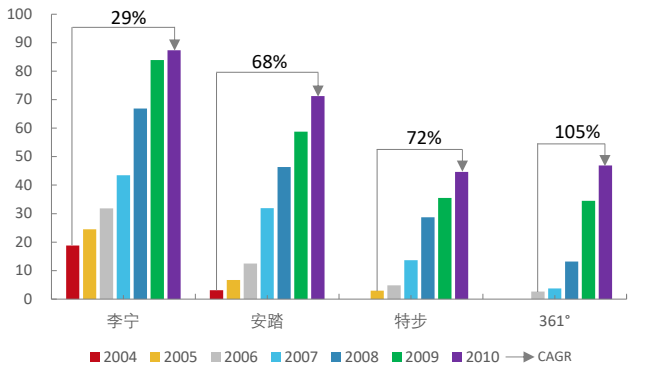


数据来源：IBM Consulting Service 2002，西南证券整理

2.2 渠道扩张阶段（2004-2010 年）：经营改革渠道扩张下业绩高增长

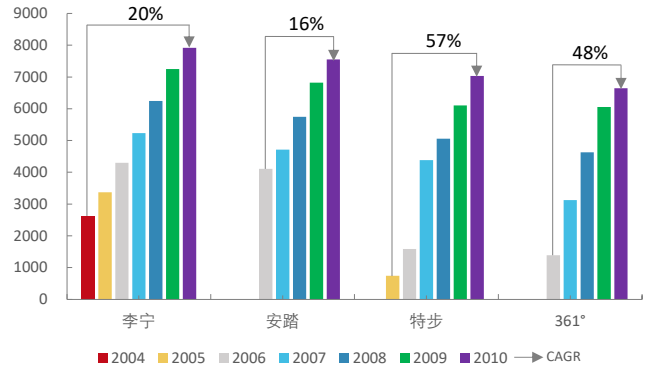
服装市场进入第二发展阶段：渠道为王，各品牌通过分销模式快速扩张。服装行业进入成长期，各细分品类开始分化，但单品牌的渠道数量远未饱和。各细分品类的内资服装品牌纷纷通过分销模式抢占渠道资源，线下零售渠的道扩张成为行业发展的核心驱动力。该阶段的内资运动品牌通过运动/娱乐明星代言+分销渠道扩张进行跑马圈地式的门店扩张，抢占国际品牌未充分渗透的低线市场份额，其中由代工商向品牌商转型的公司盈利能力明星提升。

图24：2004-10 年内资主要运动公司收入规模（亿元）



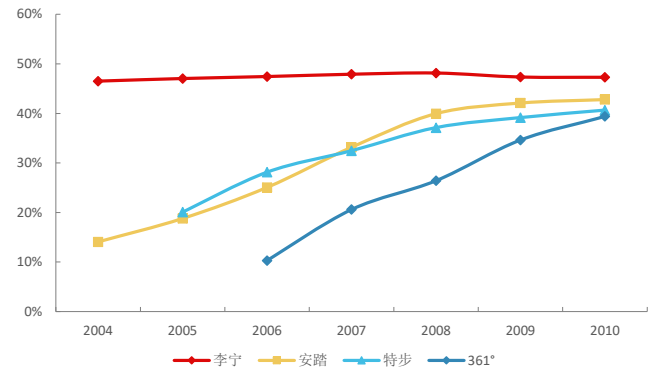
数据来源：公司公告，西南证券整理

图25：2004-10 年内资主要公司品牌店数（个）



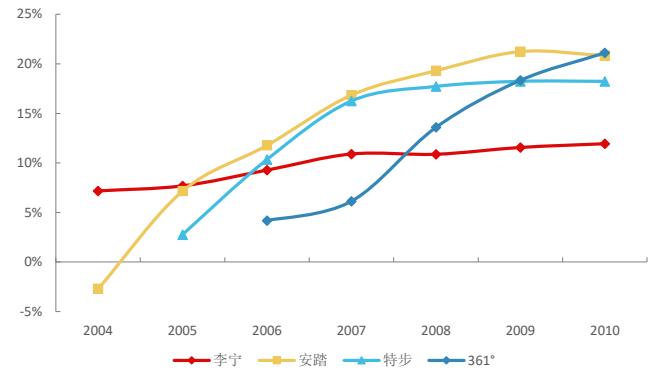
数据来源：公司公告，西南证券整理

图26： 2004-10 年内资主要运动公司毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图27： 2004-10 年内资主要公司净利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

体育行业整体景气度高，核心品牌乘势加速扩张渠道带动订货额增长。体育品牌营销效果最明显的打法是核心品类+顶级球星，在顶级资源被国际品牌封死、与 adidas 竞争奥运赞助商失利后，李宁的奥运围城打法和篮球成功营销效果同样优秀。公司在运营方面遵从了 IBM 的大部分建议进行了一系列改革，公司现代化的管理体系更加完善。

渠道高速扩张带来持续增长的业绩，但景气背后仍潜伏着风险，在市场饱和后继续进行门店扩张必然会出现供需失衡进而反噬关店。多品牌仍在培育阶段处于亏损且收入增量贡献有限；国际化试水再次受阻；体育营销过于分散投放造成部分资源浪费，管理方面品牌经理乐淑钰上任仅 1 年离职、ZIBA、PPT 项目组处境尴尬后期停滞解散，这些问题被持续上升的经营业绩掩盖，待服装行业危机爆发后这些问题将会逐一显露。

关键字：专业化；国际化；渠道扩张

渠道扩张推动营收高增，继续试水国际市场。

一方面，国内大力拓店。2003-2009 年是公司门店加速拓展期，门店复合增速 25%。这一时期的开店速度远高于品牌其他发展阶段，2007-2009 年每年净开店数就达到 1000 家。高速拓展的店数拉动了产品订货额的增长从而带动营收高速增长。

另一方面，从三个方向进行国际市场试水。一是以西班牙为代表的欧洲授权商模式，二是以新加坡为代表的东南亚自营优势品类店，三是收购国外电子商务公司、进行网上销售。然而 2012 年西班牙的签约商濒临破产、美国门店倒闭。在品牌国际影响力较弱、国际化品牌运营经营有限的情况下，公司的全球化拓展步伐较缓。

体育营销多管齐下，篮球营销效果明显。

李宁 2006 年成为首个签约 NBA 球星的国内运动品牌，与 NBA 结盟、签约达蒙琼斯、奥尼尔，李宁在新一代消费者心中的品牌形象也与日俱增。

为迎接北京奥运，2007 年后公司继续赞助跳水乒乓等奥运金牌队、签约伊辛巴耶娃等知名运动员、阿根廷男篮及瑞典奥运代表团。adidas 成为奥运赞助商后李宁品牌开展曲线营销策略，与 CCTV5 签订合作协议后主持人/记者出境均身穿李宁、创始人作为最后一棒圣火传递

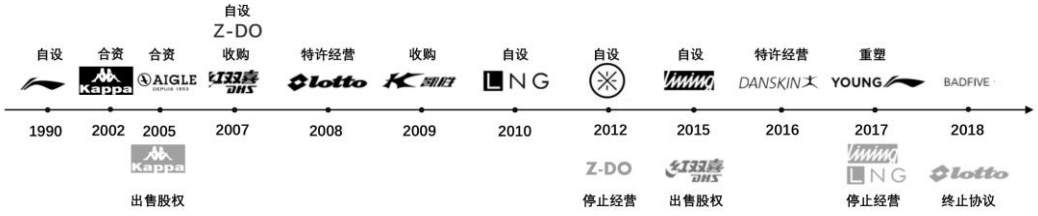
者。**根据多份调查报告显示，认为李宁是 2008 年北京奥运会官方赞助商的消费者与阿迪达斯是奥运赞助商的消费者数量相当。**

对 IBM 的咨询建议回应，优化产品、调整供应链，管理体系逐步成熟。

1>加强专业产品的开发。2004 年李宁在香港成立了李宁体育科技发展有限公司，集中负责设计李宁品牌服装产品。2004 年李宁在香港中文大学建立国内第一个脚型数据库与美国 Exeter 研发公司合作开发球鞋核心技术的研发，同年第一批专业篮球鞋、足球鞋产品面世。2007 年美国研发中心成立，聚集了 NIKE 前设计师何艾伦，匡威前全球创意总监麦特瑞克斯，飞甲等斩获 IF 大赏的篮球鞋也是在这一时期推出的。但此时主品牌的产品并没有摒弃多元化的道路，同时拥有小众的高尔夫、网球、健美操等小众领域产品。

2>通过代理、收购实现品牌多元化。从 2005-2015 年 10 年期是李宁集团进行品牌多元化的重点建设时期，KAPPA 代理 4 年后交给李宁公司的元老陈义红创业打理，2005 年从李宁体系出表。其他新增品牌中 AIGLE 是户外运动品牌，红双喜、凯胜是乒乓球、羽毛球装备品牌，LNG、弹簧标均主打运动时尚风格，集团旗下的品牌矩阵的运动项目、价格带更为完善。

图28： 李宁品牌矩阵变化时间轴



数据来源：公司公告，西南证券整理

3>订货会改革，供应链优化。①增加订货会次数：订货会 1 年 2 次改为 1 年 4 次后存货周转效率明显改善。**②DC 仓增加提升物流模式效率：**物流中心增加武汉仓至 4 个，改变原先产品由广东生产运送至北京再发回广东的模式，选择规模中等物流供应商，保证作为核心用户商品优先得到分拨。**③建立工业园整合供应商：**供应商淘汰机制运行，在湖北荆门建立的工业园 2008 年开始分批投产。

1997 年以来公司第 2 次提出品牌重塑理念，更换 Logo 标语打造“90 后李宁”。我们认为 2010-2011 年时任 CEO 的张志勇主导品牌重塑战略更贴近公司战略的梳理，并非解决公司库存矛盾。改革的内容主要涵盖品牌形象、产品设计、渠道优化几个方面。

关键字：90 后李宁、时尚、提价

1>更换标识和标语。

新的 logo 运用了“人”形创意，“一切皆有可能”变成了英文“Make the change”。设计师认为新口号体现一个年轻、自信，敢想敢为的品牌，很明显地与其竞争对手 adidas 的口红区分开来。

我们认为，体现消费者个人价值观的服装品牌和实用快消品不同，更换 logo 容易被不了解品牌的人认为是 A 货，国际服装、奢侈品品牌在更换 logo 往往更细微，从改变字体、大小写字母下手，消费者更容易接受。**李宁的旧标产品也产生了库存。一方面新品的滞销增加了新库存，另一方面未换标的产品又推高了整体库存水平。**

图29： 李宁 logo 与标语历史变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

2>通过娱乐营销树立年轻品牌形象吸引新一代消费者。

此次品牌形象的改变主要围绕国际化、年轻化、时尚化三个方向。李宁的电视广告代言人换成了当红的模特/演员林志玲；推出了个性 90 后的广告宣传片和标语，广告上主要是戴维斯、伊辛巴耶娃、林丹三位 80 后国际体坛名人。

公司早在 2006-2007 年的市场调研显示，超过 50%的李宁消费者年龄在 35-40 岁之间，这与公司的期望不符，聘请当红的影星和年轻个性的广告本意是主攻年轻人的市场，提价是为了与国际品牌接轨。

体育消费者的核心受众群体是 15-24 岁年轻人，公司根据目标人群做出调整的本意没错，但是非体育领域的代言人使品牌又在时尚和专业运动间的定位摇摆不定。

图30： “90后李宁”广告文案



数据来源：百度图片，西南证券整理

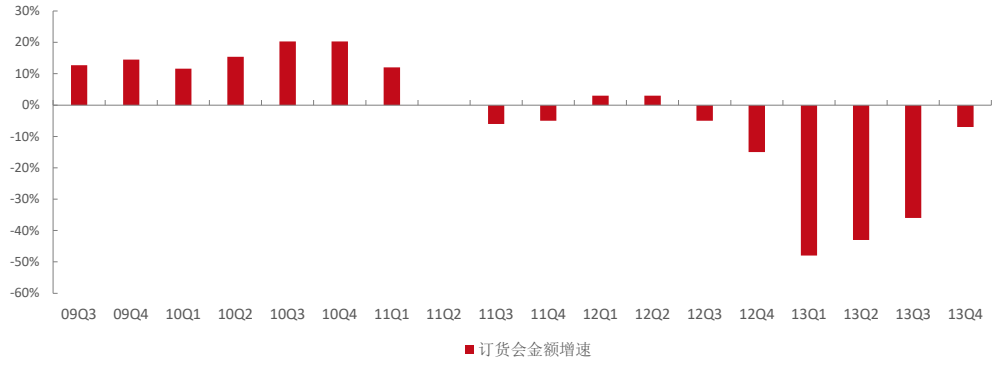
3>通过提价与国际品牌接轨。

为了与国际品牌对标，主力价格带从250-300元拉高至400元附近，2010年鞋服分别提价8%-18%不等，产品偏重时尚、色彩。

一方面，更换新商标，用意在通过品牌形象的提升来获取品牌溢价，进而推高吊牌价。另一方面，各类成本比如生产、销售等费用上升，零售通路成本的加大，产品时尚性更强后每年的设计费用增加、代言费用也在增加，都需要通过提价摊销。

在一线内资品牌大多数产品设计水平相差不大的情况下品牌提价留给其他竞品竞争空挡，同时期adidas、NIKE为了处理库存都在打折销售，2010年两大国际运动龙头都提出大中华区降价及渠道下沉再次冲击了李宁的高定价策略。李宁2010年前后的订货会数据反映了部分事实，体现在订货量下跌，平均零售价上升。

图31： 2010年公司改革前后的订货会表现



数据来源：公司公告，西南证券整理

4>整合小经销商，鼓励直营。

公司认为大部分分销商的零售管理能力、货品采购能力及产品周期管理都较弱，导致店效及经营利润率不理想，2010年李宁有129个经销商及超过2000个分销商，公司目的是通过129家大经销商直接收购、直营并购掉500-600家单月收入低于7万元的小型加盟店。

下级分销商必须按照每年规定的速度增加订货量，使得分销商生意难以为继。被砍掉的经销商当季订下的货品又回到上一级手中变为库存。长期看，渠道精细化管理是行业开店红利结束后转型发展的必经之路。

5>继续引入外部优秀人才。

2009 年开始董事会进行架构改革推行 CXO 治理结构，增设了 CMO、CPO 等职务。引入具有全球视野的经理人可以学习国际先进的管理经验，但同时造成部分中坚力量上升空间遭遇天花板而离开公司，新领导的融入和公司文化磨合也需要一定时间。

2.3 经营调整阶段（2011-2014 年）：行业景气下行，库存危机爆发

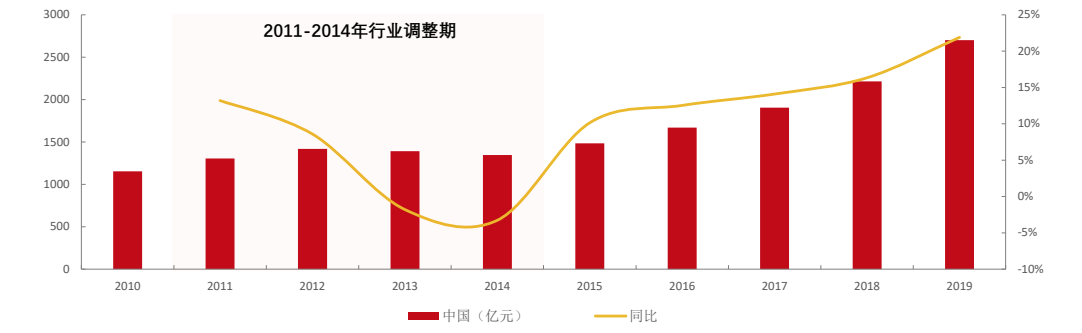
服装市场进入第三发展阶段：调整期，品牌渠道数量从扩张转为收缩。头部服装品牌在全国渠道饱和后仍积极拓店，在消费需求疲软、线上电商冲击下的环境下库存出现积压。2013 年前后，头部服装公司开始加强渠道管理和存货流转效率，并通过优化 SKU 矩阵、聘请海外优秀设计人员提高自身产品力。

2011-2014 年是运动鞋服品牌的下行周期。

2009-2010 年：库存隐患出现，国际品牌先知先觉受损较少。各大运动品牌过高估计 2008 年奥运会的带货效应导致备货过多，加上金融危机影响，2009 年起 adidas、NIKE 出现存货积压并开始消化奥运前较多的存货，乐淘、名鞋库等正品折扣网兴起，百丽 2009 年报也显示其代理的两大国际运动龙头收入仅增长 2.5%，KAPPA、PUMA 等二线品牌收入下降 11.3%。国际品牌的代理商百丽、达芙妮均开始关店并削减代理商数量，此时的国内一线运动龙头仍在进行门店扩张。

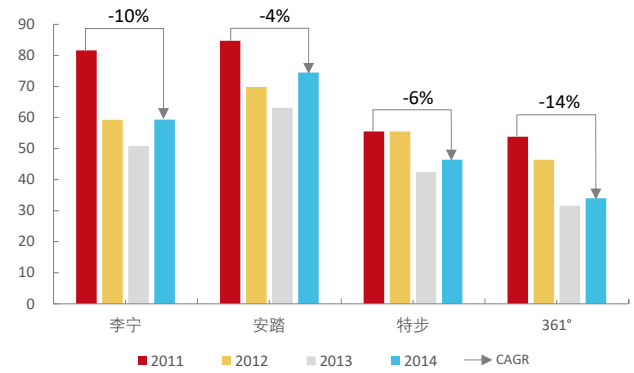
2011-2014 年：库存危机爆发，行业洗牌，一线品牌通过渠道改革逆境反转。2010 年后国内运动品牌开始经历存货积压。安踏在内资运动行业内最先开启零售导向改革，也比同业提前步入复苏期。李宁引入 TPG 团队改革、特步进行类直营体系的搭建后也相继走出存货危机，稳住了自己的市场份额。而渠道仍粗放式管理、或并购业务不成功、现金流吃紧的二线及以下内资运动品牌的市占率持续下滑。

图32：2010-2019 年运动鞋服市场零售规模



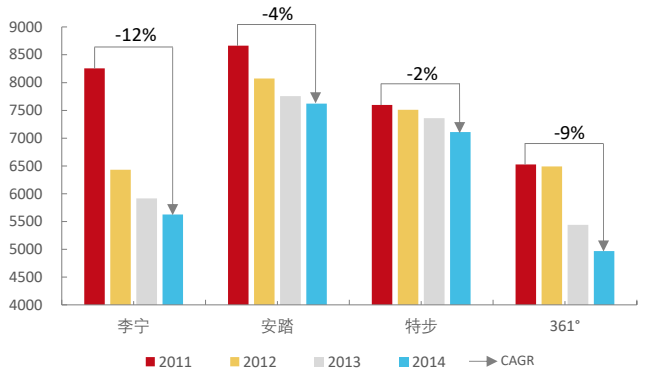
数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图33：2011-14 年内资主要运动公司收入规模（亿元）



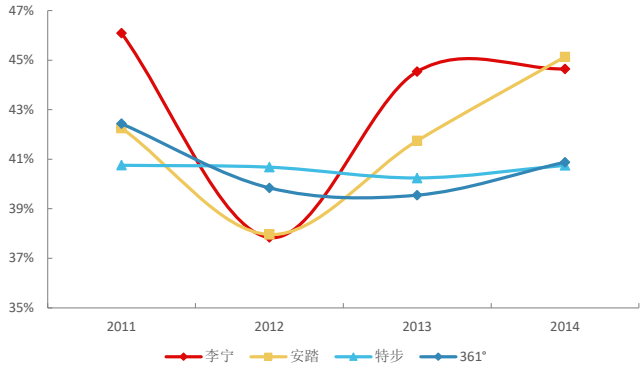
数据来源：公司公告，西南证券整理

图34：2011-14 年内资主要运动公司店数（个）



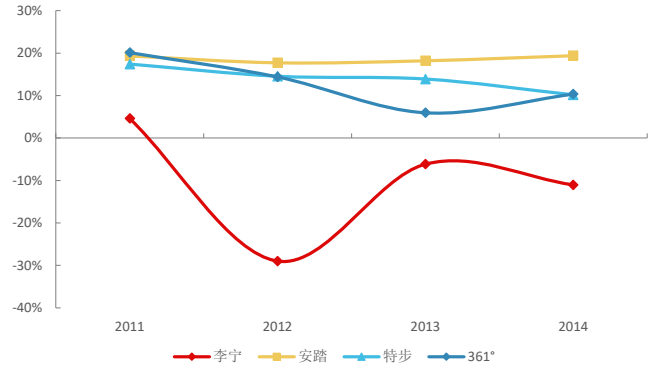
数据来源：公司公告，西南证券整理

图35：2011-14 年内资主要运动公司毛利率



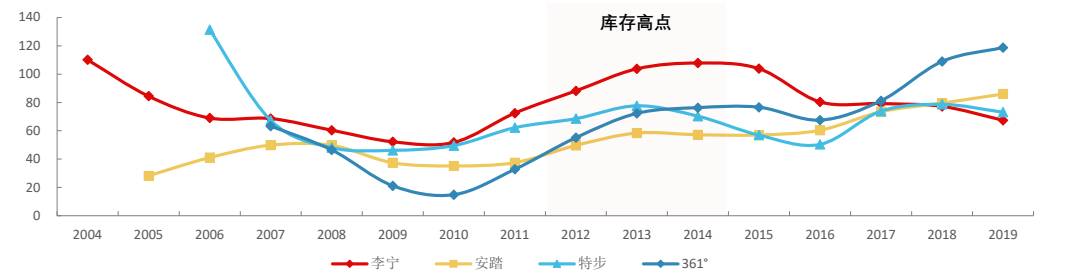
数据来源：公司公告，西南证券整理

图36：2011-14 年内资主要公司净利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图37：2004-2019 年内资主要运动公司存货周转天数变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

2012 年起金珍君主导的 TPG 团队接手改革重任后提出以零售导向的三阶段改革措施，聚焦核心品牌/品类/体育资源精简开支、搭建快反系统，公司从粗放扩张的经营阶段逐步转入渠道精细化管理阶段。

关键词：行业下行；库存危机；TPG 改革

2012 年公司通过可转债引入私募股权投资机构 TPG，TPG 当时在中国有 17 年的投资经验，在消费品和零售行业都有较强的资源，也有成功帮助达芙妮脱困转型的成功案例。TPG 团队入驻后，由新任 CEO 的金珍君主导以“三个聚焦”、“渠道复兴计划”为核心的三阶段改革正式拉开序幕。

第 1 阶段：是用 6-12 个月解决存货、成本、组织执行能力、渠道、专注核心业务和改善营销效率 6 个方面的短期问题。

1>快刀斩乱麻的“渠道复兴计划”。公司斥资 14-18 亿元一次性大规模收购经销商过季库存，购买库存的款项由经销商的应收账款抵消。短期看数十亿元的回购资金支出冲击了财报数据，造成了大额亏损。但**通过回购计划支持经销商清理库存，下游经销商改善财务状况和现金流后会增加新品的订货，逐步摆脱“库存积压-减少订货-收入下滑-关闭门店-库存积压”的恶性循环。**

2>回归体育品牌定位的“三个聚焦”策略：聚焦核心品类、核心品牌、体育特性。重新聚焦大众参与度高的篮球、跑步项目，签约 NBA 球星韦德、不再续约林志玲，放弃非核心品类、大众参与度低、关联产品少的营销资源；聚焦李宁主品牌，将主要资源投放到品牌力最强的核心品牌中；回归专业运动定位，推出了 CBA 和韦德之道系列产品，开发具有先进设计和具备科技含量的产品如李宁弓、李宁弧等。聚焦策略在提高体育营销效率的同时回归了运动品牌的本质，在报表上体现为销售费用率的下降和研发费用率的上升。

3>高管换血，国际团队入驻。TPG 团队入驻后又更换了大部分管理层，包括首席财务官、首席产品官、首席市场官、首席供应官、首席销售官等，而新的团队来自 NIKE、adidas、ZARA 等国际服装龙头、拥有丰富管理和国际化背景。新任 CEO 或职业经理人引进后原管理团队经历了又一轮动荡，在公司面临困境时新团队的激烈改革措施难免受阻。

第 2 阶段：2013-2014 年，改善供应链管理、营销和产品规划模式，巩固公司市场地位。

1>重新回归大众价格带和中高端运动市场。李宁运动产品在专业性、功能性都领先同业平均水平，但由于价格高出同业 30%，消费者反而认为公司产品性价比不高。针对 2010 年改革上调的价格带，公司通过降价向同业一线品牌的价格带靠拢，为了兼顾中高端市场，WADE 系列仍维持中高端的定位。

2>多品牌收缩，聚焦核心品牌/品类。将已连亏 3 年 Lotto 品牌的 20 年合作协议谈判提前 10 年至 2018 年终止。停止卖场大众品牌 Z-DO 的销售。缩减同质化、非核心的时尚休闲产品线，聚焦篮球、跑步、羽毛球、训练、运动生活 5 大品类。

3>由批发模式向零售导向业务模式转型。走向“库存改善-售罄率提升-订单增长”的正循环，核心在于能推出适销对路的商品，而这需要设计-生产-渠道多个部门共同协作。曾任职 DELL 供应链部门的邓红兵出任供应链负责人后建立了公司的大数据中心，推进了门店的数据收集工作。公司通过前台零售店 POS 和后台 ERP 系统结合大数据，得出分析后提供给经销商有指导性的季前订货和当季补货建议。通过收回经销商门店，扩大自营网络在一定层面上提高了终端运营效率、带动同店销售增长。

第 3 阶段：通过 2-4 年改造业务模式，在产品及消费者品牌体验上更切合市场需求，提高零售效率。

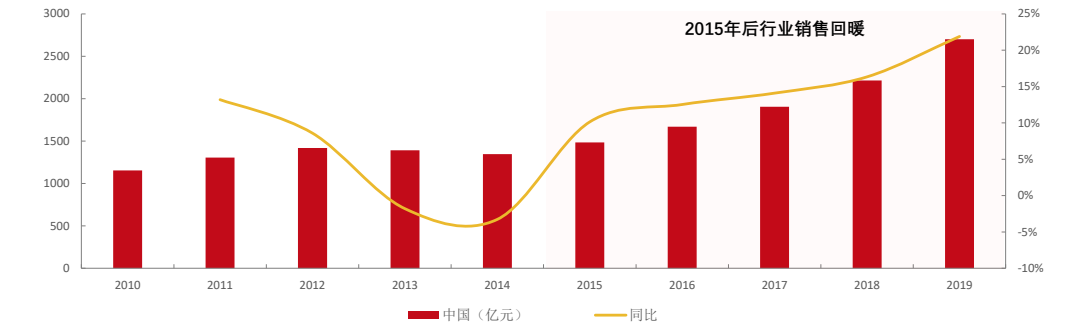
2014 年 11 月，金珍君宣布离任。原计划的第三阶段 2-4 年改造业务模式预计与提升直营比例、加强供应链效率增加发货频次、通过大店、体验店提高消费者购物体验有关。

业绩亏损、改革冲突、文化冲突、股东和资本市场的质疑或许是 TPG 团队离开的原因。但我们认为 TPG 团队的改革思路为公司下阶段的业绩复苏做出了积极的指引。

2.4 复苏发展阶段（2015 年-至今）：改革成效显现，增长逻辑有迹可循

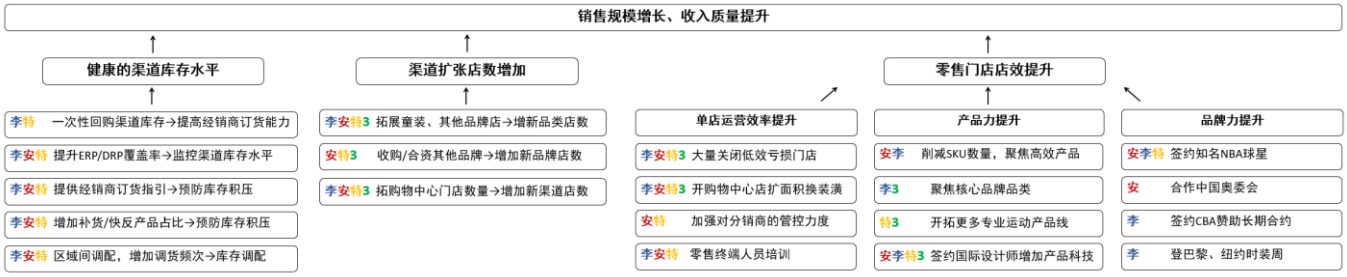
服装市场进入第四发展阶段：复苏期，店数触底回升、渠道精细化管理下同店提升。各服装品牌通过一系列的改革举措后收入在店数、同店双升的带动下重回增长轨道。部分鞋服头部公司的主品牌店数已达到较理想水平，未来渠道拓展空间有限，因此收购新品牌、发展主品牌的童装副牌成为集团整体店数增长的主要因素。同店的销售增长中，单店销售面积提升、门店位置调换、高客流购物中心店数占比提升占主要因素，产品力提升带来的客单价、连带率增长驱动下的坪效增长占次要因素。

图38：2010-2019 年运动鞋服市场零售规模



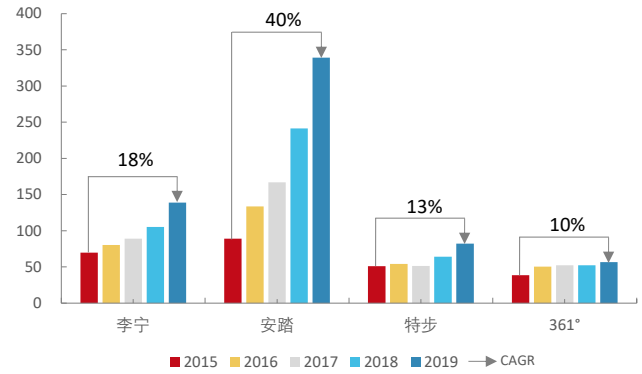
数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图39：主要内资运动品牌经营数据复苏逻辑



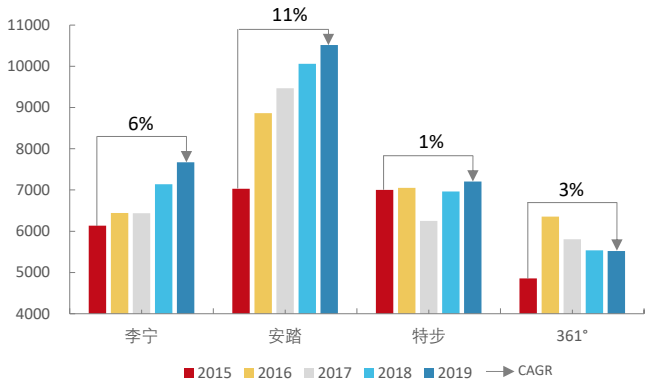
数据来源：西南证券

图40：2015-19 年内资主要运动公司收入规模（亿元）



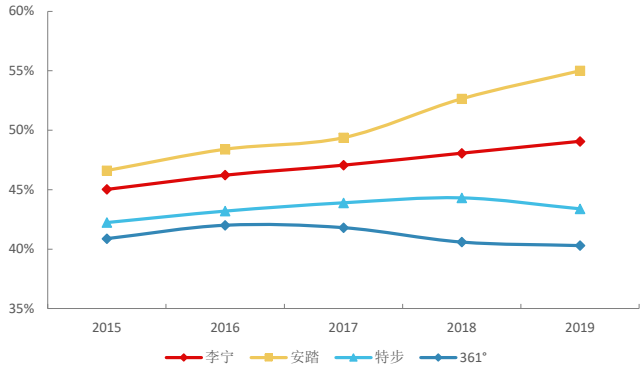
数据来源：公司公告，西南证券整理

图41：2015-19 年内资主要运动公司店数（个）



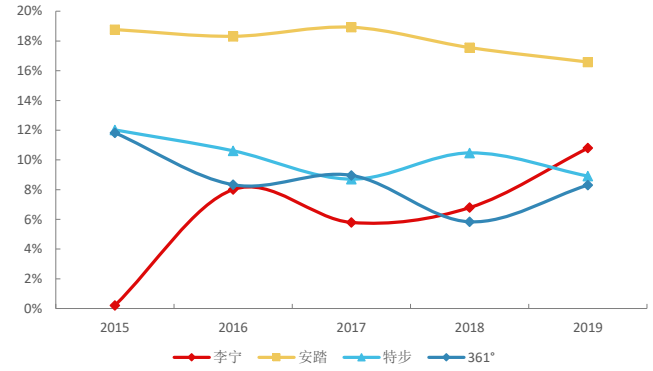
数据来源：公司公告，西南证券整理

图42：2015-19 年内资主要运动公司毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图43：2015-19 年内资主要公司净利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

李宁公司前期改革的铺垫效果已 2014-15 年从零售折扣提升、店数触底反弹、核心品类流水占比提升等运营层面反映，但利润表的改善自 2016 年起才逐步体现。一方面，创始人回归后经营管理架构趋于稳定，各项改革政策执行较前期更加到位。在中国李宁在海外时装周爆红后积极抓住李宁产品优秀设计的单元进行推广，2019 年新联席 CEO 上任后公司着力打造“肌肉型”企业，提质增效、稳健经营成为这一阶段的经营核心，改革成效望在未来的商品管理、渠道优化、供应链效率、利润率提升等方面体现。

关键字：创始人回归；扭亏为盈；专业运动+运动时尚

创始人回归后取其精华继续坚持 TPG 时期重要的品牌、渠道、供应链策略。

1>坚持聚焦核心品牌品类。公司聚焦核心品牌的理念不变，2016 年以来 LNG、弹簧标的经营规模主动收缩，2017 年红双喜出表经营，专注效益最高的核心主品牌李宁及 5 大产品品类经营，期间推出了自主研发中底技术䨻。

2>坚持零售导向和高效大店模式。公司通过进驻客流更高的购物中心、关小店开大店拉动同店增长，另外通过开设运营效率高、品牌形象更佳的直营形象店为经销商下一步的店面升级起到示范作用，通过折扣店布局解决部分过季产品积压。

3>坚持快反模式的搭建。门店零售运营项目除了更换陈列方式，也有畅销 SKU 的补货、非畅销品的减货。预计 2018 年的快反比例在 10%-20%之间。

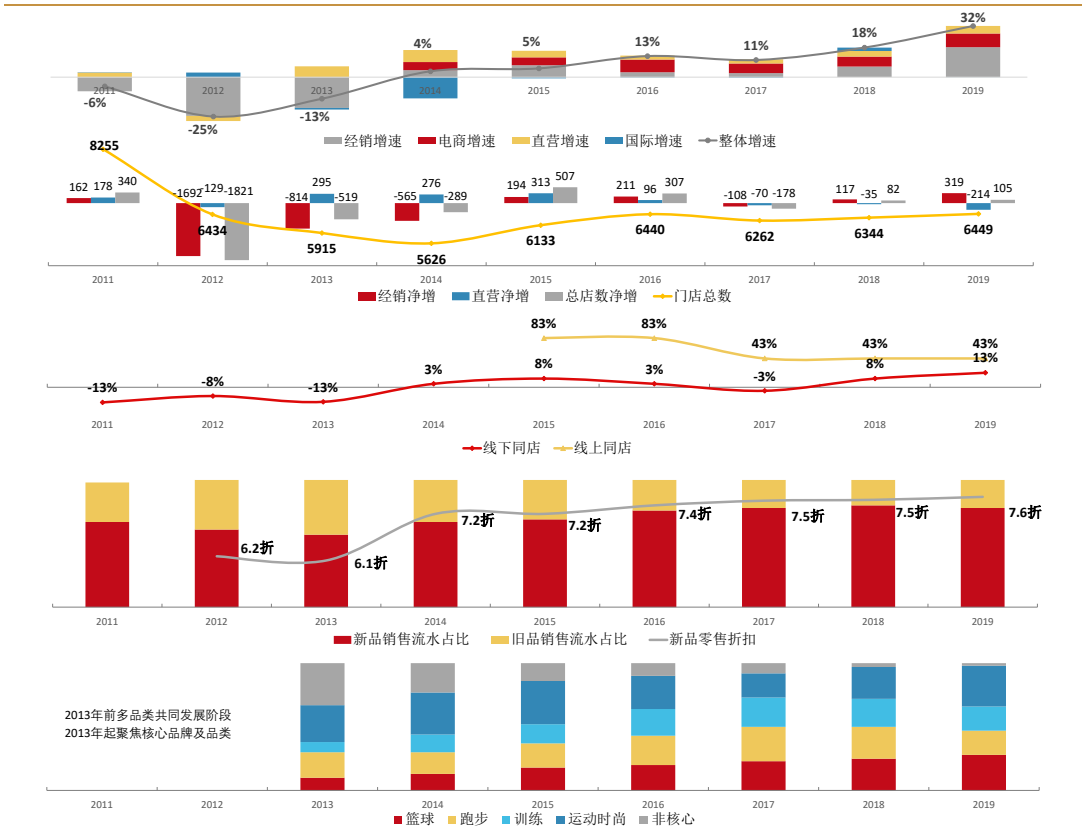
4>坚持减少非核心费用开支。公司继续集中营销资源投放给篮球、跑步等核心产品品类，减少收效不明显的营销活动。

在 TPG 管理政策基础上公司也做了其他新的调整。

1>建立事业部制，组织结构扁平化。创始人李宁在金珍君团队离职后重回公司任代理 CEO，一些离职的公司元老也回到重要岗位。2015 年初公司改变原先以职能为导向的组织架构，向以篮球、跑步、综训、羽毛球及运动生活品类的事业部导向架构转型，对旗下部门垂直整合。而此前市场分析、产品设计、渠道销售、宣传推广等部门既做篮球系列产品又做跑步、羽毛球等其他系列产品。新的组织结构有利于降低沟通成本，提高组织效率。

2>顺应市场趋势，布局新兴品牌。2013 年后全球运动时尚和女性运动市场崛起，二胎政策逐步开放后童装市场景气向好。在此基础上，2017 年公司战略引进美国女性舞蹈瑜伽服饰品牌 Danskin、收回李宁童装经营权进行品牌重塑。2018 年纽约时装周中国李宁产品线大放异彩后，公司顺势推出高端时尚运动副牌中国李宁。新品牌加入后公司并没有进行激进的渠道扩张，而是将大部分资源集中在核心主品牌李宁身上。

图44：2011-2019 年公司经营数据变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

2019 年末联席 CEO 上任后提出六大效率提升措施：商品运营效率、店铺运营效率、成本效率、库存效率、全渠道效率和组织架构效率，着手打造 “肌肉型”企业。

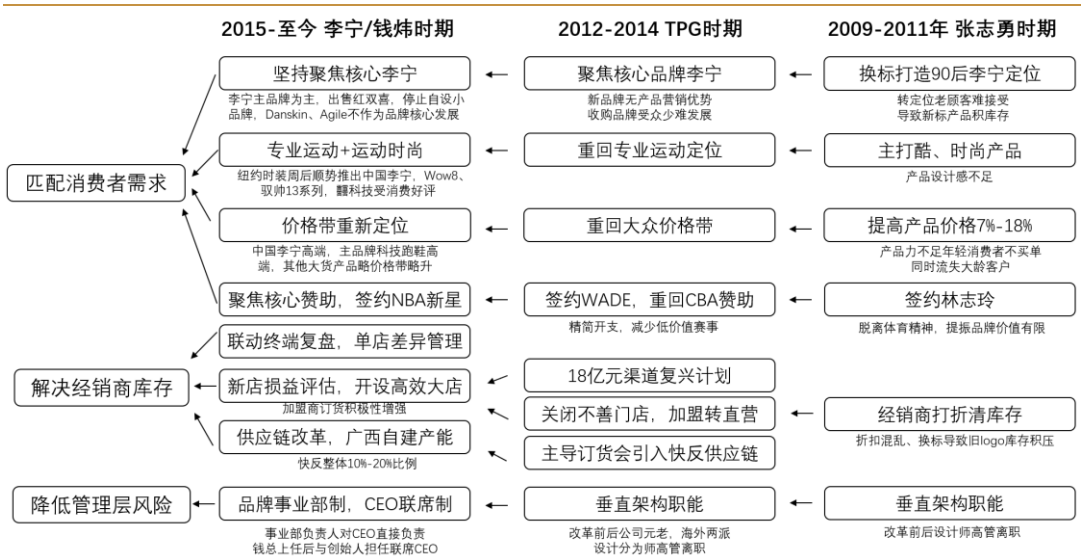
1>精简产品结构。为解决产品线宽度过宽、深度过浅的问题，公司 2020 年以来减少 20%+的 SKU 款数，增加约 10%的单款深度，重点面料减少 10%的种类；减少 30%+的颜色使用。

2>提升渠道管理效率。整合渠道规划、设计、施工业务，针对批发、直营业务公司对每一家新店进行损益评估，保证有盈利能力再开新店，针对低效、亏损店加快关店。**在渠道数量下降的情况下，整体的营业面积、平均单店面积均有 10%+的增长。**建立直营业务团队和批发业务团队，联动总部职能部门和一线销售现场人员进行每周生意复盘，参考优衣库试点大店长负责制，通过单店差异化管理提升门店经营效率的同时调动终端销售人员工作积极性。

3>供应链优化。整合系统架构将分散在各部门的供应链整合至鞋、服两个部门下，大货、电商、童装供应链整合共享，开发、成本、品质、交期重新规划。**优化供应商矩阵，引入退出机制，供应商数量减少 30%+。**新建鞋、服研发中心，未来强化鞋服研发投入。

4>继续控费提效：短期受到疫情冲击 2020H1 公司收入、净利润增速有所下滑，但在控费提效的举措下我们预计公司 2020 全年净利润率目标继续保持 10%-11%的水平，中长期的利润水平提升也将成为新 CEO 上任后继续推进的工作内容。

图45：2009-2019 年公司经营策略变化



数据来源：西南证券

3 风险提示

1>疫情反复。局部地区疫情爆发或对当地消费需求造成一定程度的负面影响。

2>同店增速不及预期。单店营收提升效率低于预期将对公司整体收入产生不利影响。

3>新开店数量不及预期。店数增长是服装企业收入增长的重要驱动因素，公司门店净增数低于预期将对整体收入带来负面影响。

4>渠道库存积压。经销渠道库存积压或会造成未来几季经销渠道订货额下滑，对公司整体收入产生一定负面影响。因处理过季库存造成的打折促销行为或对公司品牌形象带来负面影响。

5>行业竞争加剧。行业折扣促销力度增加、同业品牌竞争力提升等会对公司的行业地位产生负面影响。

附录：财务预测

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**13870**	**14791**	**17745**	**21624**
营业成本	7064	7504	8881	10694
毛利	6805	7287	8864	10930
销售费用	4445	4659	5536	6660
管理费用	968	828	994	1233
其他收入	151	227	193	173
营业利润	**1543**	**2026**	**2526**	**3211**
财务收入	-30	-30	-35	-43
投资收益	343	79	81	83
除税前溢利	**1857**	**2075**	**2571**	**3250**
所得税	357	467	514	650
少数股东权益	0	0	0	0
净利润	**1499**	**1608**	**2057**	**2600**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	**8539**	**9800**	**11240**	**12899**
现金	5961	6495	7513	8970
应收账款	687	1009	1210	1254
其他应收款	39	61	71	77
存货	1407	1769	1956	2082
其他流动资产	445	467	490	515
非流动资产	**4008**	**4407**	**4620**	**4803**
固定资产净值	1039	1139	1204	1237
权益性投资	1057	1163	1279	1407
商誉及无形资产	1175	1203	1165	1111
土地使用权	72	170	166	162
其他非流动资产	666	732	806	886
总资产	**12547**	**14208**	**15859**	**17702**
流动负债	**4717**	**4723**	**4983**	**5125**
应付账款及票据	1348	1391	1551	1590
应交税金	610	519	534	550
其他流动负债	2758	2813	2898	2985
非流动负债	**707**	**742**	**779**	**818**
长期借贷	0	0	0	0
非流动负债	707	742	779	818
总负债	**5423**	**5465**	**5762**	**5943**
普通股权益总额	**7122**	**8740**	**10095**	**11756**
少数股东权益	**3**	**3**	**3**	**3**
股东权益合计	**7124**	**8743**	**10097**	**11759**
负债+所有者权益	**12547**	**14208**	**15859**	**17702**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1499	1608	2057	2600
折旧摊销	818	938	1007	1025
营运资本变动	1176	-721	-560	-360
其他调整	10	53	-88	-141
经营现金流净额	**3503**	**1878**	**2416**	**3124**
投资现金流净额	**-573**	**-765**	**-791**	**-806**
筹资现金流净额	**-649**	**-579**	**-607**	**-861**
现金及等价物期初值	3672	5961	6495	7513
现金及等价物期末值	2290	534	1017	1457
现金及等价物净增额	**5961**	**6495**	**7513**	**8970**

财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	32.0%	6.6%	20.0%	21.9%
营业利润增长率	98.6%	31.3%	24.7%	27.1%
净利润增长率	109.6%	7.3%	27.9%	26.4%
获利能力				
毛利率	49.1%	49.3%	50.0%	50.5%
营业利润率	11.1%	13.7%	14.2%	14.8%
净利率	10.8%	10.9%	11.6%	12.0%
ROE	23.2%	20.3%	21.8%	23.8%
ROA	14.1%	12.0%	13.7%	15.5%
营运能力				
流动资产周转率	2.5	1.6	1.7	1.8
总资产周转率	1.3	1.1	1.2	1.3
应收账款周转率	17.2	17.5	16.0	17.5
存货周转率	5.3	4.7	4.8	5.3
应付账款周转率	11.2	10.8	12.1	13.8
偿债能力				
资产负债率	43.2%	38.5%	36.3%	33.6%
流动比率	1.8	2.1	2.3	2.5
速动比率	1.5	1.7	1.9	2.1
每股指标				
每股收益	0.62	0.65	0.83	1.04
每股净资产	3.1	3.5	4.1	4.7
每股经营现金	1.5	0.8	1.0	1.3
估值指标				
P/E	64.8	60.4	47.2	37.3
P/B	13.6	11.1	9.6	8.3
P/S	7.0	6.6	5.5	4.5

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn