



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

功能领先、引领潮流，国货运动龙头穿越周期

—李宁 深度报告

2023 年 6 月 15 日

汲肖飞 纺服行业首席分析师

S1500520080003

jixiaofei@cindasc.com

证券研究报告

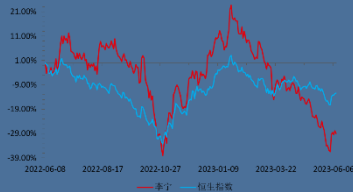
公司研究

深度报告

李宁 (2331. HK)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (港元)：49.80
52 周内股价
波动区间 (港元)：40.6-77.6
最近一月涨跌幅 (%)：-3.30%
总股本 (亿股)：26.36
流通港股比例 (%)：100
总市值 (亿港元)：1313

资料来源：万得，信达证券研发中心

汲肖飞 纺服行业首席分析师
执业编号：S1500520080003
邮箱：jixiaofei@cindasc.com

功能领先、引领潮流，国货运动龙头穿越周期

2023 年 6 月 15 日

本期内容提要：

- ◆**本土优质运动鞋服代表，业绩稳健增长。**公司主营以“李宁”品牌为主的运动鞋服、器材配件等产品，同时不断拓展品牌广度，相继建立童装品牌“李宁 YOUNG”、高端运动时尚品牌“LI-NING 1990”。此外公司亦经营其他品牌包括红双喜、AIGLE、Danskin 及 Kason。近年来公司坚持“单品牌、多品类、多渠道”战略，不断强化产品研发、设计、营销投入，以渠道和供应链优化，巩固竞争优势，并升级为本土优质运动鞋服代表。2022 年公司实现收入、归母净利润 260.13 亿元、40.64 亿元，同增 14.76%、1.32%，疫情影响下公司盈利能力保持稳健。
- ◆**运动鞋服长期需求稳健，国产品牌发展势头良好。**运动鞋服行业需求稳健增长，2022 年国内运动鞋服市场规模同增 2.2%至 3627 亿元。一方面与发达国家相比，我们认为国内人均运动鞋服消费仍处于较低水平，未来提升空间较大，另一方面疫情后消费者健康意识提高，更注重运动。从国内市场格局来看，目前国际一线运动品牌耐克、阿迪达斯占据市占率前二，本土品牌市占率不断提升。需求端，年轻消费群体更注重质价比、低线市场消费崛起；供给端，近年来本土优质运动品牌在产品端研发、设计、营销等方面竞争力不断提升，产品性能相对于国际品牌差距缩小，本土运动品牌崛起。
- ◆**专业度与时尚感并进，运营能力行业领先。**1) 产品方面，公司专注核心品类，持续增加研发投入，扩展人才选拔，推动产品品质、功能性与时尚属性并进，以专业性和设计实力获得年轻消费群体认同。2) 营销方面，公司致力于品牌形象的升级与年轻化转型，通过跨界联名、联动娱乐资源等方式吸引年轻消费者，树立品牌“新国潮”的认知。3) 运营方面，公司在前端积极推行渠道升级，实行线上线下一体化，实现向新零售转型；在后端公司不断完善供应链结构与物流体系，以消费者需求为导向进行主动生产，库存管理水平与快速反应能力业内领先。
- ◆**优渠道拓品类，穿越周期韧性增长。**短期看，参考海外防疫管控逐步放开后，相较休闲服饰品牌，主要运动品牌销售复苏节奏及弹性更快、更强。我们认为，在 22Q4 国内疫情防控政策调整后，经过短暂大规模阳性居家，23Q1 以来疫情影响逐步减弱，线下出行恢复，公司积极改善全渠道销售，流水有望逐级改善。长期看，国产替代前景可期、多维度发力打开成长空间。行业方面，阿迪达斯在中国市场业绩的持续下滑，为本土运动鞋服品牌的发展带来机遇，本土品牌有望凭借制造与设计能力不断升级，进一步抢占海外品牌市场份额。公司方面，1) 公司渠道结构持续优化，相较于其他国产头部运动品牌，公司直营门店占比、中大店、旗舰店标杆店占比提升空间广，未来高质量可盈店铺比例的提高有望带动整体店效、坪效的增长。2) 一方面公司聚焦科技与材料，持续加强已有产品的专业度；另一方面在优势类目基础上，加强高增长潜力的健身训练品类，扩展新的收入增长点。3) 未来中产阶层群体扩大、下沉市场崛起及青少年体育学科要求提升，运动童装消费增长动能强劲。公司积极布局李宁 young，确定其时尚性的运动童装定位，门店升级打造沉浸式购物体验，有望推动收入规模持续扩大。
- ◆**盈利预测与投资评级。**我们看好公司成长性，公司运动产品竞争优势明显，近年来品牌势能持续向上，产品设计、性能获得更多年轻用户群体认可，市场份额有望提升。未来公司将进一步优化产品专业性，受益于国潮趋势，业绩增长确定性较强。我们预计 2023-2025 年公司收入为 308.33/364.89/418.89 亿元，同增 19%/18%/15%，归母净利润为

48.88/59.03/70.38 亿元，同增 20%/21%/19%，目前股价对应 23 年 24.52 倍 PE。公司长期发展空间较大，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险因素：**新品效果不及预期、行业竞争加剧风险、成本上涨风险。

重要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	25803	30833	36489	41889
增长率 YoY%	14%	19%	18%	15%
归属母公司净利润(百万元)	4064	4888	5903	7038
增长率 YoY%	1%	20%	21%	19%
毛利率%	48.38%	51.00%	51.50%	52.00%
净资产收益率 ROE%	16.70%	17.02%	17.30%	17.31%
EPS(摊薄)(元)	1.54	1.85	2.24	2.67
市盈率 P/E(倍)	43.91	24.52	20.31	17.03
市净率 P/B(倍)	7.33	4.17	3.51	2.95

资料来源：Wind，信达证券研发中心，股价为 2023 年 6 月 15 日收盘价

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031



目录

公司分析：本土优质运动鞋服代表，业绩稳健增长.....	6
公司概况：聚焦核心品类，引领行业发展.....	6
财务分析：盈利能力稳健提升，存货周转持续优化.....	8
公司治理：股权结构相对分散，李宁家族为最大股东.....	10
行业分析：运动鞋服长期需求稳健，国产品牌发展势头良好.....	12
行业空间：运动鞋服市场稳步发展，国内品牌发展空间广阔.....	12
竞争格局：行业集中度提升，本土运动品牌崛起.....	13
未来趋势：供给推动需求，优质国潮运动品牌值得期待.....	14
竞争优势：专业度与时尚感并进，运营能力行业领先.....	18
技术优势：持续加强研发投入，产品专业度不断提升.....	18
设计优势：挖掘优秀设计力量，以中国文化融入产品设计.....	21
营销优势：跨界同娱乐圈联动，聚焦年轻消费群体.....	22
渠道升级：优化渠道结构，提升渠道经营效率.....	23
运营模式：以供应链资源驱动增长，化“被动生产”为“主动生产”.....	25
未来成长：优渠道拓品类，穿越周期韧性成长.....	26
短期逻辑：消费复苏预期之下，零售表现边际改善.....	26
长期逻辑：国产替代前景可期，多维度发力打开成长空间.....	27
盈利预测及假设.....	31

表目录

表 1：公司管理层基本情况介绍.....	10
表 2：公司业绩与盈利预测（百万元）.....	31

图目录

图 1：公司旗下品牌情况.....	6
图 2：近年来公司各品类销售流水占比.....	7
图 3：近年来公司各渠道销售占比（不含国际）.....	7
图 4：2004-2014 公司门店数.....	7
图 5：2004-2014 存货和存货周转情况.....	7
图 6：2015-2022 门店数量.....	8
图 7：2015-2022 存货和存货周转情况.....	8
图 8：公司股价、PE、收入、利润复盘.....	8
图 9：2015-2022 公司营业收入变化情况.....	9
图 10：2015-2022 李宁牌产品分品类收入（亿元）.....	9
图 11：2015-2022 公司毛利率情况.....	9
图 12：2015-2022 公司各项费用率情况.....	9
图 13：2015-2022 公司归母净利润变化情况.....	10
图 14：2015-2022 公司存货及存货周转天数.....	10
图 15：公司股权结构图.....	10
图 16：全球运动鞋服市场规模，增速及其预测.....	12
图 17：国内运动鞋服市场规模，增速及其预测.....	12
图 18：近年来不同国家人均运动鞋服消费额对比（美元）.....	13
图 19：近年来不同国家运动鞋服人均消费占鞋服消费比重.....	13
图 20：2022 年各品牌在国内的市场占有率（%）.....	13
图 21：近年来中国运动鞋服行业品牌市占率对比.....	13
图 22：近年来国际一线品牌在中国收入增速情况.....	14
图 23：近年来双十一运动鞋服品牌销售排名情况.....	14
图 24：国潮受众人群分布.....	14
图 25：青年群体消费观发生的改变.....	14
图 26：下沉市场人口占比.....	15
图 27：近年来城镇、农村居民人均消费支出情况.....	15
图 28：阿迪达斯，耐克，李宁，特步，安踏跑鞋中底技术发展史.....	16
图 29：氮科技性能提升图.....	16
图 30：李宁 PEBAX 中底材料抗冲击性能优异.....	16
图 31：ANTA X NASA 虫洞跑鞋.....	17
图 32：18 年李宁推出番茄炒蛋色设计成为新国潮象征.....	17
图 33：国内外品牌与体育明星签约情况.....	18



图 34: 2021-2022 赛季 NBA 球员所穿球鞋中各品牌占比	18
图 35: 研发投入占比	18
图 36: 打造专业实验室	18
图 37: 公司的重点中底、大底、鞋面科技和特点的整理	19
图 38: 公司跑鞋矩阵持续, 四大系列共同构成专业跑鞋矩阵	20
图 39: 公司的几个中底、大底、鞋面科技和特点的整理	21
图 40: 䟽枕科技	21
图 41: 阿巴特穿飞电 3ultra 登上柏林马拉松大满贯领奖台	21
图 42: 李宁旗下主要设计师及其成就	22
图 43: 2018 年时装周李宁番茄炒蛋配色设计获得广泛关注	22
图 44: ACU x LI-NING 50/50 联名鞋款	22
图 45: 李宁签约高人气明星肖战	23
图 46: 签约肖战后李宁百度搜索指数快速增长	23
图 47: 公司坚持全面智能化转型五部曲	23
图 48: 公司智能化门店能够实现人流热力图监控	24
图 49: 近年来公司线上及电子商务收入及增速	24
图 50: 近年来公司各渠道店铺数量	24
图 51: 近年来公司直营门店店效情况	24
图 52: 门店形象持续升级截至 22 年 6 月第八代形象店铺占比已超过 50%	25
图 53: 公司加强供应链优化打造快速反应模式	25
图 54: 公司湖北荆门物流园升级为荆门李宁中心	25
图 55: 近年来安踏、特步、李宁库存周转天数对比	26
图 56: 近年来公司存货周转情况	26
图 57: 近年来公司库龄结构情况	26
图 58: 2020 年美国发生疫情后主要运动服饰品牌和休闲服饰品牌季度收入同比变动 (%)	27
图 59: 近年来李宁逐季度零售表现增长情况	27
图 61: 近年来 adidas 收入及中华区收入及增速 (欧元)	28
图 62: 近年来 adidas 库存情况	28
图 63: 近年来公司直营与经销收入增长情况 (亿元)	29
图 64: 近年来公司直营与经销店铺比例	29
图 65: 全球健身服饰市场规模快速提升	30
图 66: 公司推出李宁女子健身系列揉柔裤、翘俏裤	30
图 67: 近年来国内童装市场规模增速及预测	30
图 68: 李宁 young 旗舰店设计运动体验区	30

公司分析：本土优质运动鞋服代表，业绩稳健增长

基本概况：聚焦核心品类，引领行业发展

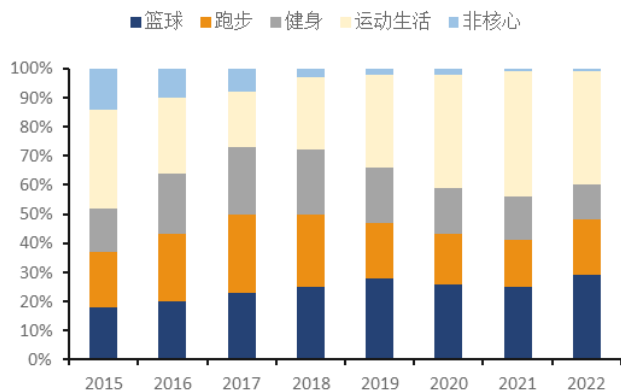
公司成立于1990年，在国内率先打造自有运动鞋服品牌，并快速成长为行业龙头。近年来公司坚持“单品牌、多品类、多渠道”战略，不断拓展品牌广度，2017年公司对原有李宁KIDS进行品牌重塑，升级为李宁YOUNG，定位3-14岁青少年为目标消费群；2021年公司推出高级运动时尚子品牌“LI-NING 1990”，专注于为消费者提供风格独特的专业运动产品。此外公司生产、开发、推广、销售多个自有、特许或与第三方共同经营的其他品牌产品，包括红双喜乒乓球产品、AIGLE户外运动产品、Danskin舞蹈和瑜伽时尚健身产品及Kason羽毛球产品等。

图 1：公司旗下品牌情况

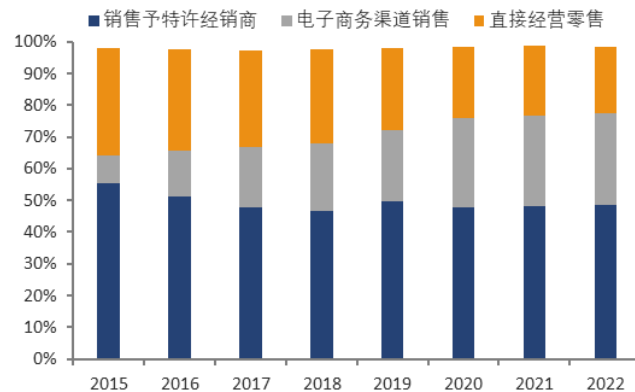
品牌分类	品牌名称	Logo	品牌介绍
李宁主品牌	李宁		“体操王子”李宁在1990年创立的专业体育品牌，以经营李宁品牌专业及休闲运动鞋、服装、器材和配件产品为主。
	LI-NING 1990		创立于2021年，致力于为消费者提供风格独特的专业运动产品。
	李宁YOUNG		2017年公司对原有李宁KIDS进行品牌重塑，升级为李宁YOUNG，并锁定3-14岁青少年为目标消费群。
其他品牌	红双喜		收购于2007年，是中国少数几个具有国际影响力的运动品牌之一，其乒乓球类产品世界闻名。
	AIGLE		法国知名户外休闲品牌，专精于提供具有时尚设计感的功能性休闲外套、手工时尚雨靴。2005年李宁与AIGLE合作成立艾高(中国)。
	DANSKIN		美国专业运动品牌，是全球领先的女性舞蹈及运动服装生产商。2016年李宁收购DANSKIN国内运营权。
	KASON		创立于1991年的运动器材品牌，专注羽毛球领域超过20年。2009年李宁收购凯胜。

资料来源：公司官网，公司年报，信达证券研发中心

公司旗下产品主要覆盖篮球、跑步、健身、运动生活和非核心产品五大品类，近年来公司聚焦于核心品类，篮球、跑步和运动生活的零售流水占比整体呈增长态势，2022年篮球、跑步、健身、运动生活和非核心产品流水占比分别为29%，19%，12%，39%，1%，其中篮球、跑步产品流水同比增长25%、13%；健身、运动生活产品流水同比降低17%、6%。渠道方面，公司致力于渠道结构的优化升级，推进线上销售与直营门店一体化转型，电子商务渠道销售收入占比逐步提升，2022年电子商务渠道销售收入占比29.0%，直接经营零售与销售予特许经销商收入占比保持在相对稳定的水平，2022年直接经营零售收入占比20.7%、销售予特许经销商收入占比48.5%。

图 2：近年来公司各品类销售流水占比


资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心

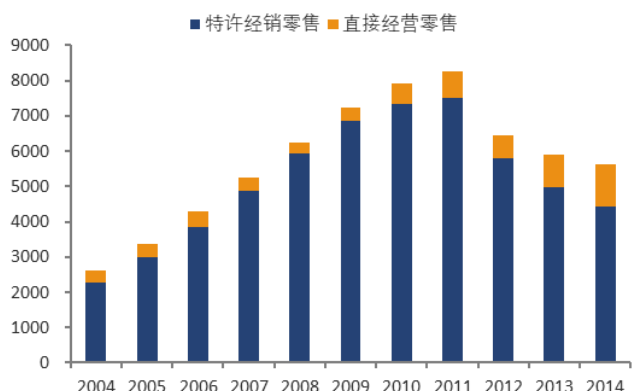
图 3：近年来公司各渠道销售占比（不含国际）


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

从发展历史来看，我们将 2004 年公司上市后发展历程分为以下三个阶段：

第一阶段（2004-2010 年）快速扩张期：期间公司立足于李宁主品牌，横向拓展篮球、跑步、足球、网球、健身等细分领域，借助经销商资源，实现门店数量迅速增长，业绩快速提升。公司门店数量由 2004 年的 2622 家上升至 2010 年的 7915 家，营业收入由 2004 年的 18.78 亿元上升至 2010 年的 94.85 亿元，年均复合增速 30.99%。

第二阶段（2011-2014 年）战略调整期：2010 年后经济增速逐年放缓、奥运会催化效果结束，运动鞋服行业进入调整期，各大品牌面临门店扩张过度、库存积压问题。为此公司推行两轮改革，2010 年公司提出“品牌重塑、渠道整合”战略，一方面通过提价、砍掉低价 SKU 以推动品牌高端化升级，另一方面推出“90 后李宁”定位，将口号“一切皆有可能”变为“make the change”，推动品牌年轻化转型。2012 年公司引入新管理团队，金珍君出任公司 CEO，并推出“渠道复兴战略”，通过关闭低效店铺、增加工厂店和折扣店，以加快积压存货处理、提升渠道盈利能力、打造以零售为导向的商业模式。2014 年公司门店数由 2011 年的 8255 家降至 5626 家，其中零售店由 760 家提升至 1202 家。在“渠道复兴战略”指引下，2011-2013 年公司库存水平持续优化。2014 年公司存货水平上升为 12.90 亿元，较 2011 年上升 13.8%，存货周转天数为 107.87 天，较 2011 年上升 35.35 天，存货管理能力有所下滑。但由于公司产品竞争力仍处于培养阶段，消费群体国潮意识较弱，战略调整期李宁品牌升级遇到瓶颈。在渠道持续调整下公司收入同比持续下降，库存清理导致利润亏损较大。

图 4：2004-2014 公司门店数


资料来源：Wind，公司财报，信达证券研发中心

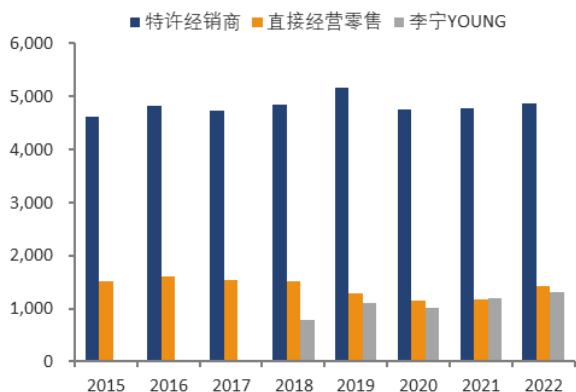
图 5：2004-2014 存货和存货周转情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

第三阶段（2015-至今）恢复增长期：2015 年李宁重新出任公司 CEO，并提出由“体育装备提供商”转变为“互联网+运动生活体验提供商”的战略规划，重新启用品牌口号“一切

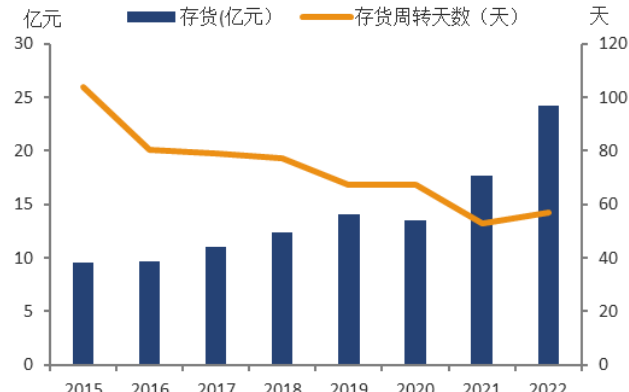
皆有可能”。2015年后政府大力推动体育产业发展，运动鞋服行业恢复快速增长，消费者更加青睐国产品牌，公司专注于原创设计，不断强化产品设计、研发、营销投入，巩固产品竞争优势，并成功升级为本土优质运动国潮代表，2015-2022年公司盈利水平进入上行通道，营业收入恢复快速增长，库存周转效率稳健提升，在22年疫情期间收入、利润水平仍保持稳健增长。

图 6：2015-2022 门店数量



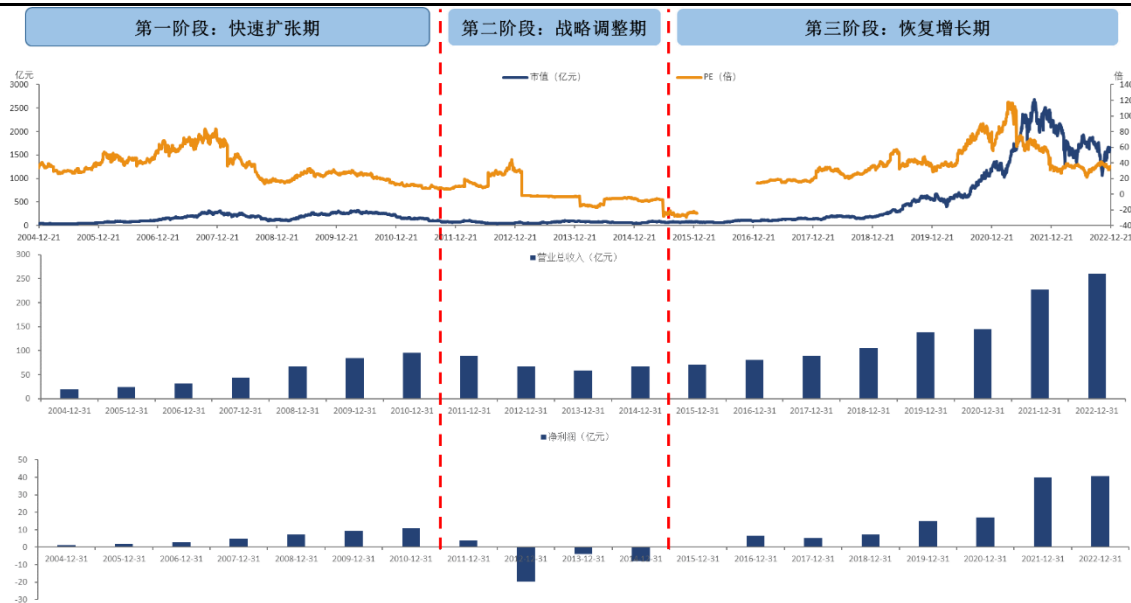
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：2015-2022 存货和存货周转情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：公司股价、PE、收入、利润复盘



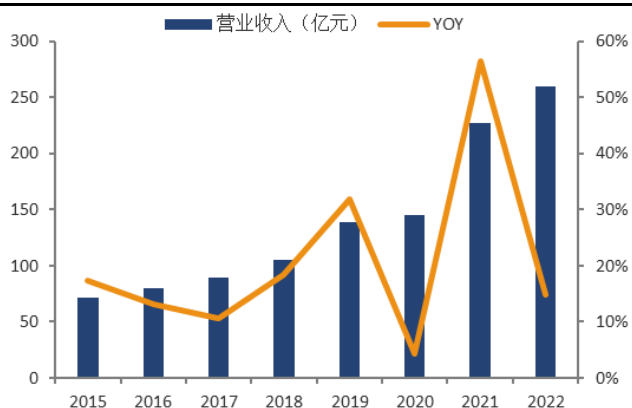
资料来源：Wind，信达证券研发中心（2012-2014 年净利润为负值；15、16 年净利润数值较小，部分异常 PE 未列示）

财务分析：盈利能力稳健提升，存货周转持续优化

近年来公司营收快速增长，2015-2022 年收入由 71.03 亿元增至 260.13 亿元，年均复合增速为 20.37%，2020 年由于新冠疫情影响，公司收入增速有所减缓。2021 年公司营业收入同增 56.55% 至 226.67 亿元，主要系在 20 年低基数背景下，公司持续推动产品升级、提升品牌形象，且新疆棉事件推动国潮消费趋势，带动销售收入快速增长。2022 年国内多地疫情散发，互联网+健身及居家健身成为新常态，公司持续优化产品力、提升品牌认可度，收入同增 14.76% 至 260.13 亿元，保持稳健增长。分品类看，近年来公司鞋类和服装产品是

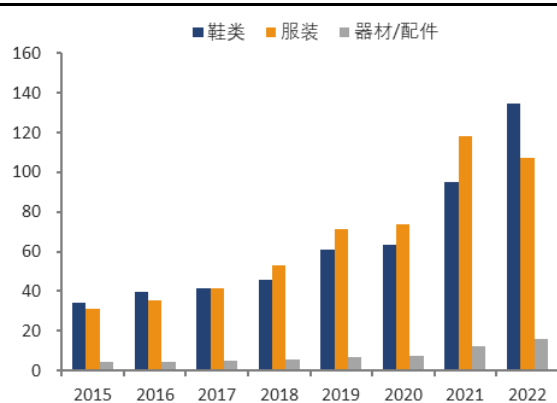
收入增长的主要驱动力，2022 鞋类和服装分别实现收入 134.79 亿元、107.09 亿元，占总收入的 52.2%、41.5%，鞋类收入实现同比增长 41.8%、服装收入同比降低 9.4%。

图 9：2015-2022 公司营业收入变化情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 10：2015-2022 李宁牌产品分品类收入（亿元）

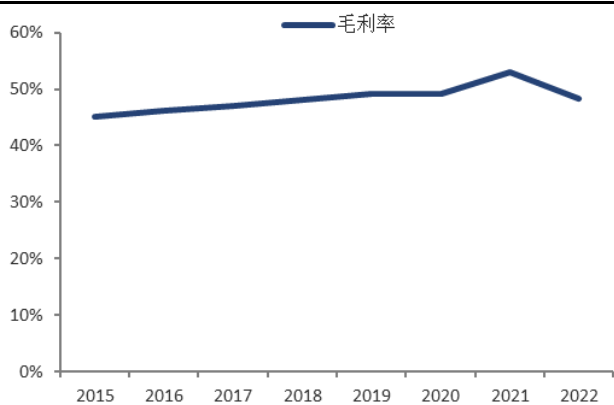


资料来源：Wind，信达证券研发中心

毛利率方面，得益于公司持续聚焦产品的优化升级、提升经营效率和零售运营能力，近年来毛利率稳步提升，2021 年公司毛利率为 53.03%，同增 3.96PCT。2022 年国内疫情扩散，线下门店营业受限制、线上物流受阻，高毛利率的直营和电商收入占比下降，同时公司在零售端加大折扣力度，导致毛利率同降 4.65PCT 至 48.38%。

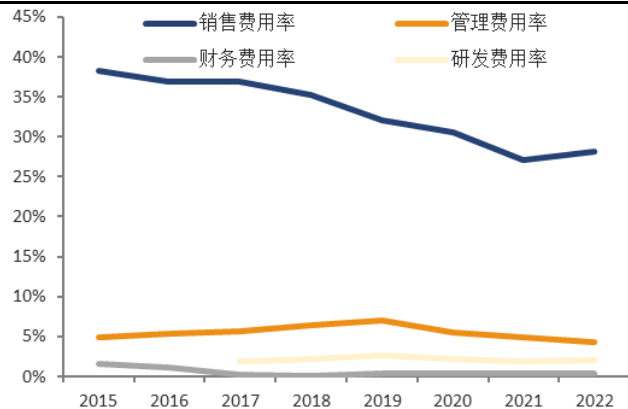
费用率方面，得益于营业收入的快速增长，2015-2021 年公司销售费用率持续下降，由 38.03% 降至 27.08%，规模效应凸显；2022 年公司加大营销投入，销售费用率同增 1.04PCT 至 28.12%。公司持续加强费用管控，近年来管理费用率、财务费用率、研发费用率水平较为稳定，基本保持在 7%、1%、3% 以下。

图 11：2015-2022 公司毛利率情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

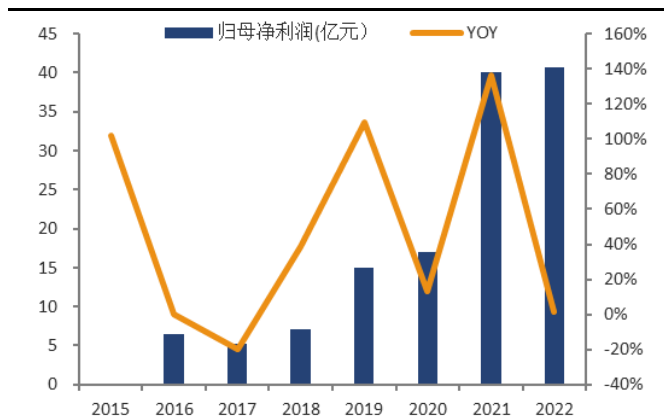
图 12：2015-2022 公司各项费用率情况



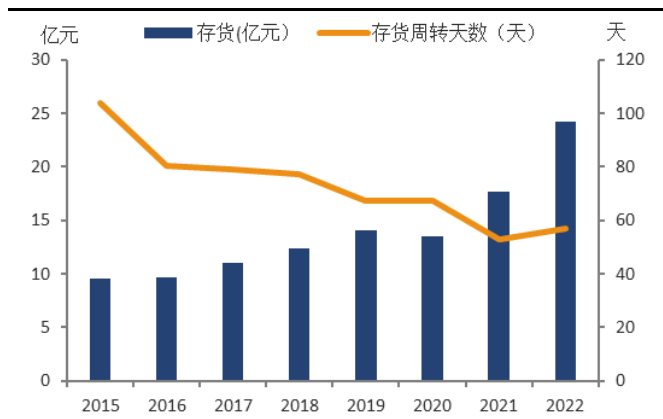
资料来源：Wind，信达证券研发中心

净利润方面，近年来公司归母净利润保持快速增长，2015-2022 年归母净利润年均复合增速达 124.82%。在 20 年低基数背景下，得益于收入的快速增长和费用的合理管控，2021 年公司归母净利润同增 136.14% 至 40.11 亿元。2022 年在局部疫情反复与高基数的背景下，公司归母净利润同增 1.32% 至 40.64 亿元，表现出较强韧性。

存货方面，伴随公司主品牌升级后业务规模持续扩大，存货规模持续增长，2022 年公司存货为 24.28 亿元，同增 36.94%，但整体库龄结构处于健康水。存货周转方面，公司持续推进供应链改革、升级物流策略，库存周转效率保持较高水平。得益于零售运营和库存管理能力的提升，2022 年公司存货周转天数为 56.77 天，同比增长 7.23%，在同行业中保持较强的存货周转能力。

图 13：2015-2022 公司归母净利润变化情况


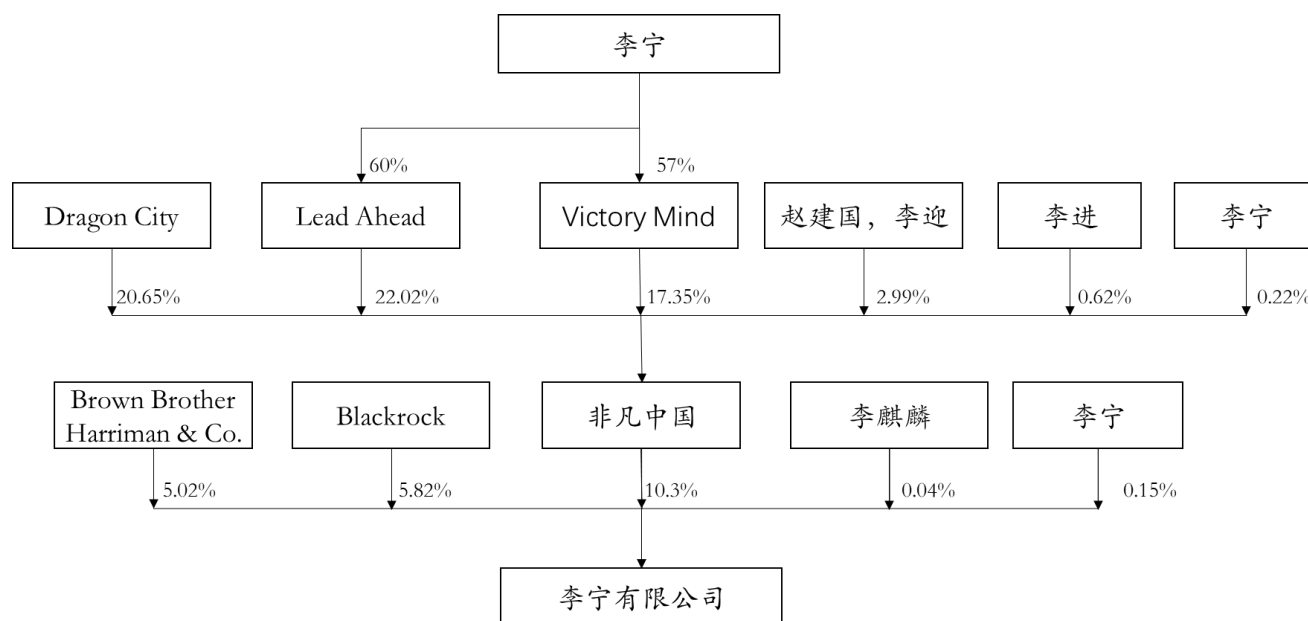
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 14：2015-2022 公司存货及存货周转天数


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司治理：股权结构相对分散，李宁家族为最大股东

截至 2023Q1，李宁家族共计持有公司 10.49%的股权，为公司实际控制人，对公司掌控能力较强。其中，公司创始人兼联席行政总裁李宁、其胞兄李进和其侄子李麒麟三人共同通过非凡中国持有 10.3%的股份，李宁个人直接持有 0.15%的股份，李麒麟个人直接持有 0.04%的股份。

图 15：公司股权结构图（截至 2023 年 Q1）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

管理层经验丰富且专业知识扎实。公司创始人李宁担任联席行政总裁，负责制订集团整体企业策略及规划；钱炜负责公司的日常运营管理，曾在优衣库任中国区副总经理和韩国区首席运营官等职位，在中国市场的开拓及管理方面经验丰富。首席财务官赵东升、电商事业部总经理冯晔等高管均有超过 10 年的管理经验，多年一线运营经验以及对行业的深度了解使得公司管理团队间能够默契配合、高效协同，具有较强的战略执行力。

表 1：公司管理层基本情况介绍

姓名	职务	简历
李宁	联席行政总裁	1963 年出生，二十世纪最杰出运动员之一，李宁品牌创立人、集团主席及执行董事，主要负责领导董事会及制订集团整体企业策略及规划。
高坂武史	联席行政总裁	1971 年出生，毕业于日本关西学院大学，在加入公司前，彼为南韩优衣库之行政总裁。于 1996 年加入迅销，曾于不同部门及多个亚洲地区工作，在供应链，产品和销售以及零售管理方面具丰富经验。彼曾分别于 2001 年及 2005 年出任中国优衣库副总经理及首席运营官，在中国市场的开拓及管理方面拥有超过 15 年经验。
赵东升	首席财务官，副总裁	在快速消费品行业拥有逾 24 年经验。先前曾任职于太古可口可乐（中国）有限公司，担任财务总经理。彼为中华人民共和国高级会计师，澳洲资深注册会计师，全球特许管理会计师，英国皇家特许管理会计师公会资深会员。
冯晔	副总裁，电商事业部总经理	于 2008 年 8 月加入集团，负责集团电商业务。冯先生在互联网和电子商务领域有逾十年经验，彼先前曾任职多家知名互联网公司。
洪玉儒	副总裁	于 1990 年 3 月加入集团，负责公司产品设计、规划、上市及市场营销工作，羽毛球、足球及国际销售业务。洪先生入职集团前曾有 8 年羽毛球专业运动员经验。
王楠	副总裁	负责集团批发业务工作，在快消和体育用品销售领域拥有逾 16 年工作经验，彼先前曾任职于国际知名体育用品品牌企业。王先生在其职业生涯中曾担任知名跨国企业高级管理职务。王先生持有北京工业大学学士学位和法国诺欧商学院硕士学位。
戴嘉莉	公司秘书	戴嘉莉女士于公司秘书方面拥有超过 20 年的经验，为英国特许秘书及行政人员公会以及香港特许秘书公会资深会员。
董兴太	广西供应基地总经理，鞋供应链管理系统总经理	于 2018 年 3 月加入本集团，负责鞋产品开发及采购及广西供应基地发展等业务。董先生在体育用品供应链领域拥有逾 21 年经验。
何灿玉	服装研发生产总经理	何灿玉先生，本集团服装供应链管理系统总经理，于 2002 年 1 月加入本集团，负责服装和配件类产品研发生产、生产、采购等业务。何先生在体育用品供应链领域拥有逾 27 年经验，彼先前曾任职于国际知名体育用品制造企业。
胡南	童装事业部总经理	于 2015 年 4 月加入本集团，负责本集团童装事业部零售运营、渠道运营、产品规划及市场营销等管理工作。胡先生在体育用品和服装行业拥有逾 28 年经验。彼先前曾于 1993 年至 2010 年任职于本公司。胡先生在其职业生涯中曾担任多家公司高级管理职务。胡先生持有华中师范大学硕士学位。
徐剑光	鞋研发生产总经理	于 1998 年 3 月加入本集团，负责鞋产品研发业务。徐先生在运动鞋行业拥有逾 28 年经验。彼先前曾任职于国际知名体育用品品牌企业。徐先生持有南昌大学的工学学士学位和中国人民大学的企业管硕士学位。
张向都	品牌项目管理中心总经理	于 1991 年 11 月加入本集团，负责本集团公关、媒介管理、市场研究及金牌队运动营销。张先生在服装行业拥有逾 39 年经验。曾任职北京大华衬衫厂副厂长。张先生曾担任李宁衬衫公司经理、李宁服装公司总经理、北京李宁公司副总经理、本集团董事长特别助理、代理首席市场官等。张先生持有北京广播电视大学政治管理专业大专学历及北京广播电视大学经济管理专业大专学历。

资料来源：wind，信达证券研发中心

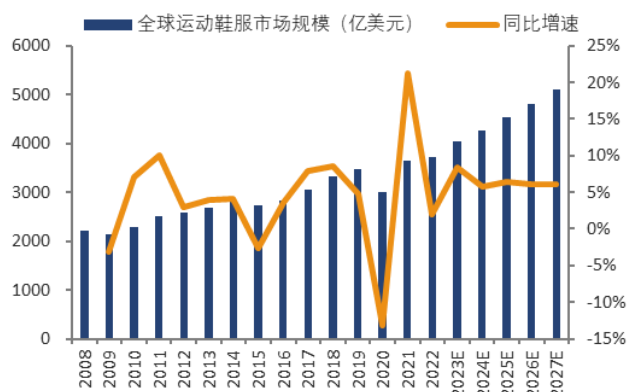
行业分析：运动鞋服长期需求稳健，国产品牌发展势头良好

行业空间：运动鞋服市场稳步发展，国内品牌发展空间广阔

复盘国内运动鞋服市场来看：

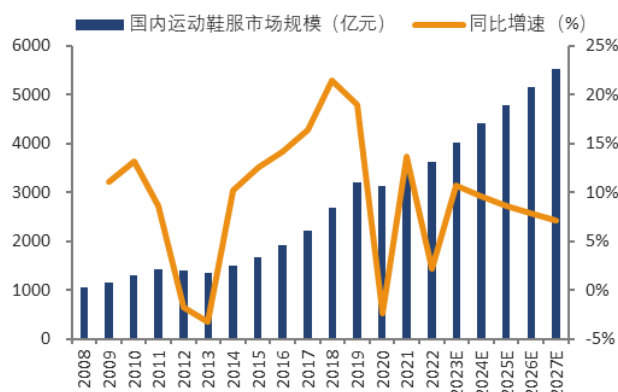
- 1) 2001 年到 2010 年，中国加入 WTO 后，经济高速增长，大众消费能力显著提升，叠加奥运会等赛事带来的运动热潮，本土运动鞋服品牌迅速发展。其中李宁作为本土第一运动品牌，销售规模快速攀升，于 2010 年实现收入近百亿。
- 2) 2011 年至 2013 年，受奥运会热潮褪去、次贷危机等影响，运动鞋服行业增速放缓、需求减少、库存积压。同时前期行业品牌商过于乐观加速扩张，导致渠道过剩、业内竞争激烈，运动鞋服企业业绩出现下滑，进入去库存周期。2013 年后多数公司开始着手整顿渠道及库存，行业逐步出清，优质公司不断提升精细化运营能力。
- 3) 2014 年之后，我国居民收入逐步提升，政府发文支持体育产业发展，消费升级下运动鞋服需求释放，2019 年我国运动鞋服市场规模达到 3199.28 亿元，2014-2019 年年均复合增速为 15.57%。2020 年受疫情影响国内鞋服市场规模同比下降 2.4%，2021 年后国内市场规模逐步复苏，消费者更加注重体育锻炼，据欧睿统计，中国运动鞋服市场规模同增 13.66% 至 3549.47 亿元，预计 2023-27 年行业规模将以 5%-12% 的增速稳定增长。

图 16：全球运动鞋服市场规模，增速及其预测



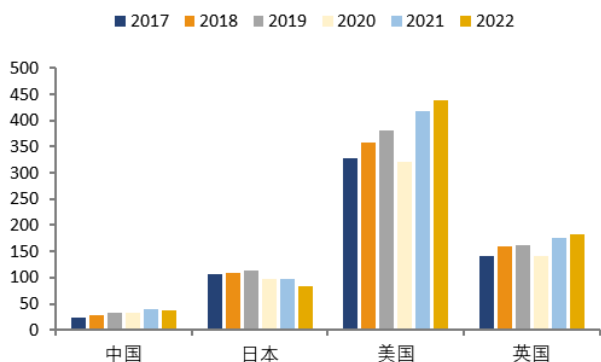
资料来源：euromonitor，信达证券研发中心

图 17：国内运动鞋服市场规模，增速及其预测

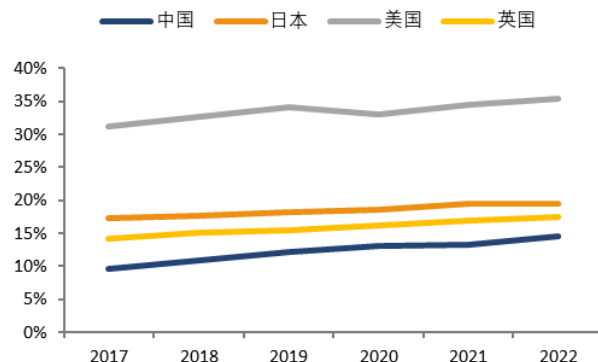


资料来源：euromonitor，信达证券研发中心

与发达国家相比，中国的人均运动鞋服消费水平仍然处于较低水平。2022 年中国人均运动鞋服消费额为 257 元，占人均鞋服消费额的 14.5%。与此同时，美国的人均运动鞋服消费额占人均鞋服消费额的 35.4%，英国的该项数据为 17.5%，日本为 19.5%。从 2017 年到 2022 年中国人均运动鞋服消费额有所提升，占人均鞋服消费额的比例也持续稳定上涨，但与英国，美国，日本等发达国家仍有一定差距，我们预计未来中国运动鞋服市场还有较大的发展空间。

图 18: 近年来不同国家人均运动鞋服消费额对比 (美元)


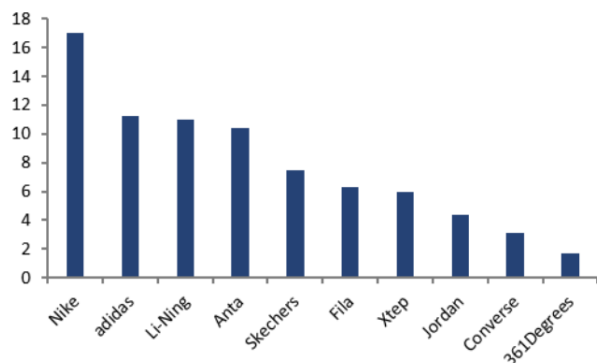
资料来源: euromonitor, 信达证券研发中心

图 19: 近年来不同国家运动鞋服人均消费占鞋服消费比重


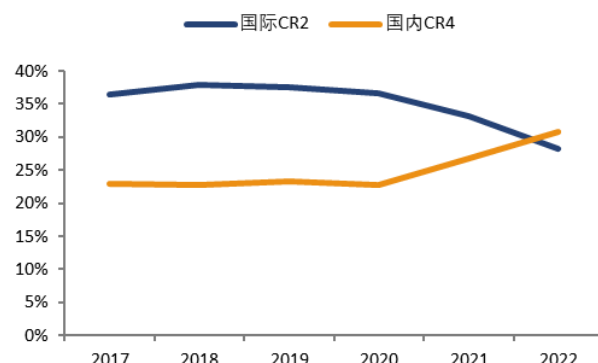
资料来源: euromonitor, 信达证券研发中心

竞争格局: 行业集中度提升, 本土运动品牌崛起

近年来国内运动鞋服行业的集中度持续提升, 国际运动品牌虽然占据主导地位, 但是国内品牌崛起态势强劲。2022 年国内运动鞋服市场品牌 CR10 为 78.1%, 耐克和阿迪达斯的市场占有率保持领先, 市占率分别为 17%, 11.2%, 李宁市占率为 11%, 位列第三。2017-2020 年国际品牌 CR2 (耐克, 阿迪达斯) 维持在 35%-40% 的水平, 2020 年后逐年下降, 2022 年 CR2 市占率合计为 28.2%, 同降 5PCT。而国内品牌 CR4 (安踏, 李宁, 特步, 361 度) 在 2017 至 2020 年保持在 20% 到 25%, 2020 年后国内品牌 CR4 持续上涨, 2022 年为 31%, 同增 4PCT。

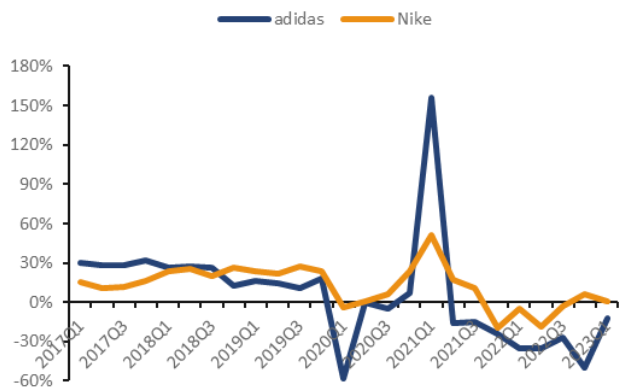
图 20: 2022 年各品牌在国内的市场占有率 (%)


资料来源: euromonitor, 信达证券研发中心

图 21: 近年来中国运动鞋服行业品牌市占率对比


资料来源: euromonitor, 信达证券研发中心

国内运动鞋服行业经过多年的发展, 集中度已经到达较高水平。近年来国内与国际龙头品牌同时抢占国内运动鞋服中小品牌的市场份额, 集中度不断提升。国际品牌在中国市场仍有较强影响力, 但国内品牌的竞争力与市场认可度持续提升。自 2021 年新疆棉事件过后, 消费者对于国产品牌更加青睐, 国际一线品牌在中国市场收入增速持续下滑。在国潮趋势下, 国产品牌进一步强化研发能力、提高渠道效率, 增强品牌认可度, 全方位缩短与国际一线品牌的差距, 迎来赶超机会。

图 22：近年来国际一线品牌在中国收入增速情况


资料来源：Wind，界面新闻，信达证券研发中心（Nike 转换成自然年并忽略一个月误差）

图 23：近年来双十一运动鞋服品牌销售排名情况

排名	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1	耐克	耐克	耐克	耐克	耐克	耐克
2	Adidas	Adidas	Adidas	Adidas	安踏	FILA
3	NB	安踏	安踏	李宁	李宁	安踏
4	安踏	李宁	李宁	安踏	Adidas	李宁
5	李宁	FILA	FILA	FILA	FILA	FILA

资料来源：阿里研究所，天猫，中商情报网，信达证券研发中心

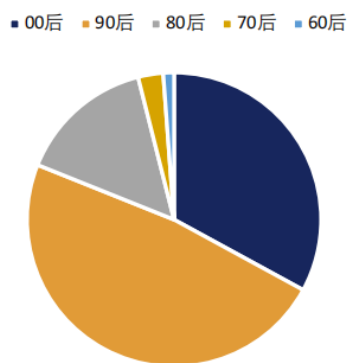
未来趋势：供给推动需求，优质国潮运动品牌值得期待

近年来服装行业国潮崛起，需求端消费者更加认可本土品牌，但我们认为国潮崛起背后的核心是供给端改善，消费者购买决策的前提是理性消费，需要国货产品逐步追赶甚至超过国际品牌。服装细分行业中运动鞋服消费者最注重功能性，近年来本土优质运动品牌产品研发、设计、营销等方面竞争力不断提升，尤其产品研发方面在跑鞋、篮球鞋等品类不断升级，产品性能相对于国际品牌差距缩小，因此获得消费者认可、收入持续稳定增长。

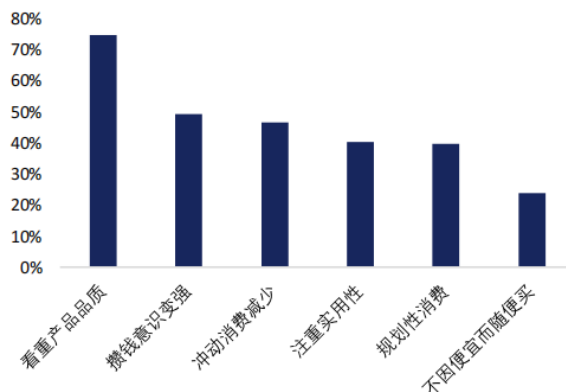
需求端：年轻群体、低线消费崛起，需求观念改变。

年轻群体正逐渐成为消费市场的中坚力量。年轻用户群体成长于中国经济崛起的新时代，具有较强的自我意识，民族自信心和认可度较强，对本土品牌接受度较高。90/00 后消费群体逐渐步入社会，为本土品牌提供较大成长空间。

年轻群体的需求观念也在改变。疫后时代，消费者更加成熟理性，从以往的冲动消费、超前消费，到如今更看重价格和品质。根据中国青年报统计，2021 年有约 75% 的年轻消费群体在购物时更看重产品品质，近 50% 的群体冲动消费减少。此外年轻一代不再盲目崇拜国外品牌，民族自信心更强，国货在满足其对于质价比需求的同时，也符合其日益增强的爱国情怀和民族自豪感。

图 24：国潮受众人群分布


资料来源：四川日报，MORE 大数据工作室，信达证券研发中心

图 25：青年群体消费观发生的改变


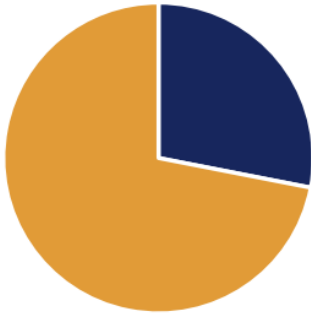
资料来源：中青报，信达证券研发中心

下沉市场消费潜能被进一步激发。我国下沉市场包括 200 多个地级市、3000 多个县城和

40000 个乡镇，占中国总人口的 70%左右。近年来一方面农村居民可支配收入、人均消费增速高于城镇居民，下沉市场消费力不断增强；另一方面“十四五”规划提出 2025 年常住人口城镇化率提高到 65%，随着城镇化水平不断提升，体育运动配套设施持续完善，运动消费有望进一步释放。伴随人均可支配收入的提高和城镇化的加速落地，下沉市场运动鞋服消费潜能有望持续增长。

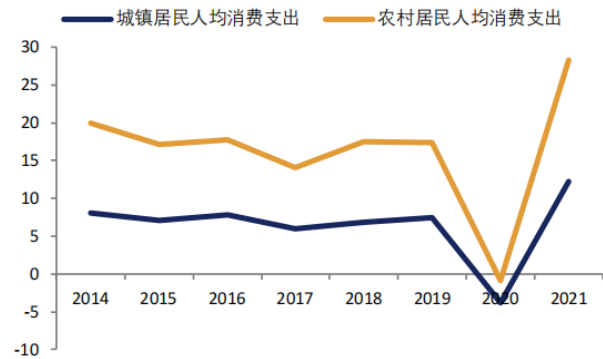
图 26：下沉市场人口占比

■ 一、二线城市人口占比 ■ 下沉市场人口占比



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 27：近年来城镇，农村居民人均消费支出情况



资料来源：wind，信达证券研发中心

供给端：产品品质提升、性能优化成为国潮崛起核心动力。

需求端消费观念的转变支撑国潮崛起，供给端产品品质的提升、性能的优化成为国潮崛起的核心动力。本土功能性服装品牌发挥自身研发、生产积累优势，打造自有核心科技强化专业与功能属性，并提升潮流设计水平，提供优质运动功能性产品。近年来本土优质运动品牌产品端研发、设计、营销等方面不断提升，正逐步追赶甚至超过国际品牌。

产品技术方面，本土品牌产品的科技实力持续提升，厚积薄发

以跑鞋为例，跑鞋的研发主要围绕缓震、回弹、轻便三大功能展开，运动鞋可以拆分为鞋面、鞋垫、中底等部分，三大功能主要体现于中底。中底可以分为气垫、物理形变缓震、发泡材料、缓震胶四类，中底技术的突破则有改变结构和材料创新的两大路径。1970 年后中底技术创新进入爆发期，海外品牌率先引领此类技术。长期以来运动鞋中底材料基本是以 EVA 材料为基础，品牌商通过搭配其他材料并调整其配比、发泡次数以实现不同的效果。2018 年后国产品牌迅速加入运动鞋中底研发的竞争当中，持续推出创新产品，缩短与国际一线品牌的差距。

图 28: 阿迪达斯, 耐克, 李宁, 特步, 安踏跑鞋中底技术发展史

		2000前	2001-05	2006-10	2011-15	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
耐克	中底技术	Air-Sole, Max Air, Zoom Air, Shox	Free	Lunarlon, Cushlon			React, Zoomx		Eclipse, plate, Joyride			
	代表鞋款		Free RN 5.0	Lunar系列、Pegasus34			Hyperdunk2017, Zoomx Vaporfly		Air Jordan34, Joyride Dual			
阿迪	中底技术	Adi PRENE	A3 STRUCTURE		Springblade, UltraBoost	Bounce			Alphahedge 4d	Lightstrike		
	代表鞋款	T-Mac, Yeezy	A3 Superstar Structure, A3 Garnett II		Adidas Springblade, UltraBoost	Alpha Bounce			Alphahedge 4d	Trae 2, Adizero adios Pro		
李宁	中底技术			李宁弓	李宁弧、李宁云		Drive Foam	䨻	Light Foam			
	代表鞋款			单弦弓, 双弦弓	弧ACE、云五代, 防护云; 恶魔系列		云六代; 韦德之道6	韦德之道7, 驭帅13䨻	超轻16代			
安踏	中底技术			A-JELLY弹力胶			A-FLASHFOAM		A-FLASHLITE	SMART S.A.M, A-FLASHHEDGE	NITROEDGE, A-FLASH BUBBLE, MARSFORM	
	代表鞋款			A-JELLY弹力胶科技			虫洞科技, 火箭鞋3.0		氢跑鞋三代	创1.0、舒弹科技跑鞋, 创1.0	创2.0, C202 GT, 泡泡跑鞋, 火星泡棉	
特步	中底技术				减震旋	动力巢科技	气能环	柔立方		动力巢PB	动力巢2.0T	XTEP ACE
	代表鞋款				减震旋系列	动力巢	气能环系列	柔立方系列		160X 2.0, 160X Pro, 160X 3.0	动力巢2.0, 动力巢2.0T	160X 3.0 PRO

资料来源: 各公司官网, 信达证券研发中心

2018-2021 年安踏先后发布 A-FLASHFOAM 虫洞鞋底材料、AFLASHHEDGE 舒弹科技、A-FLASHLITE 氢科技, 逐步搭建起安踏产品科技生态系统。2021 年安踏发布历时三年研发的全新中底科技“氮科技”, 即经氮气超临界物理发泡、一体成型, 在氮科技加持下的材料, 能量回归率高达 86.8%, 材料密度仅为 $0.09\text{g}/\text{cm}^3$, 耐久性方面提升 30%, 综合性能表现优于多数同行。

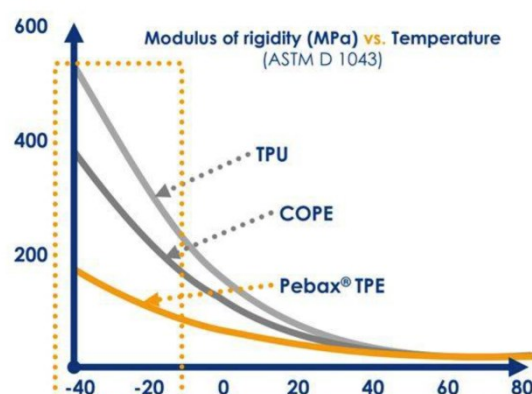
2019 年李宁采用 PEBAX 材料即尼龙弹性体为中底材料, 通过超临界发泡成型工艺, 生成回弹性好、轻便的发泡材料, 即“李宁䨻”。经过长期研发, 李宁研究团队成功将超临界流体 PEBAX 珠粒发泡材料密度控制在 $0.11\text{-}0.14\text{g}/\text{cm}^3$ 区间内, 类比广泛使用的 TPU 发泡中底材料 ($0.24\text{-}0.26\text{g}/\text{cm}^3$ 密度区间), 鞋底重量降低 50%, 能量反馈达 80%以上, 尽可能降低跑跳运动中能量损失, 同时具有出众的低温抗冲击性能, 以及优异的抗老化和抗日光暴晒能力。

图 29: 氮科技性能提升图



资料来源: 主力鞋世界, 信达证券研发中心

图 30: 李宁 PEBAX 中底材料抗冲击性能优异



资料来源: 阿科玛官网, 艾邦高分子, 信达证券研发中心

尽管国内跑鞋中底科技研发起步晚于海外, 但近年来国产运动品牌不断研发新科技, 技术实力与国际头部品牌差距逐渐缩小甚至反超, 产品的性能得到进一步的优化。国产运动品牌供给端的改善带来消费者认可度的提升, 在日常穿着与专业竞赛等场景中被越来越多消费者选择。在科技实力的驱动下, 本土运动品牌快速崛起。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>16

产品设计方面，本土运动品牌不断提高产品外在观感、丰富产品文化内涵

近年来本土运动品牌持续升级设计团队，加强内外合作，改善产品形象。2016 年安踏聘请前阿迪达斯高级设计总监 Robbie Fuller，提升产品设计感，其主导安踏品牌 KT 系列战靴、虫洞跑鞋、Clunky Sneaker 老爹鞋等经典产品。Anta X Nasa 超轻虫洞跑鞋以“双子座计划”的宇航员航天服为灵感，以金属银色袜套为鞋身，搭配安踏自主研发的 Flashfoam 鞋底。细节方面，同样来自航天服灵感的 BOA 旋钮无系带设计使用方便，两条红蓝色 logo 条带来较高的识别度和时尚感，受到消费者认可。

中国李宁以接近设计师品牌的运作模式，重视原创设计理念，将李宁的运动基因与中国文化和潮流元素进行融合，18 年凭借“番茄炒蛋色”的独特设计，打破国内运动服饰的刻板印象，使李宁成为新国潮的象征。21 年中国李宁秋冬系列以“Remake”设计理念传递轻松自然而随性的态度，在“悟创吾意”的核心概念下，传递“无创造无意义，破旧立新”的设计主张，“惟吾禅”和悟道 2ACE 还原千禧年复古滑板鞋的宽厚和富有防护感的鞋面视觉，受到广泛关注。

图 31：ANTA X NASA 虫洞跑鞋



资料来源：潮牌一族，信达证券研发中心

图 32：18 年李宁推出番茄炒蛋色设计成为新国潮象征



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

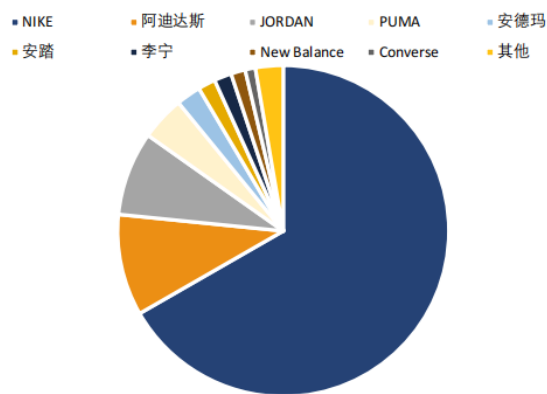
从营销上来看，国内品牌形象不断升级。

营销资源方面，国际运动品牌资源优势明显，本土运动品牌奋起直追。国际运动品牌发展时间长，市场影响力大，凭借早期建立的品牌优势，手握顶级营销资源，在赞助国际赛事和签约体坛明星方面掌握主动权。例如耐克在篮球领域赞助 NBA 赛事，签约乔丹、詹姆斯、杜兰特等 NBA 巨星；在足球领域赞助曼联、尤文图斯等欧洲足球俱乐部，签约 C 罗、姆巴佩等足球明星，增加品牌曝光度的同时，借助赛事和明星扩大品牌影响力。但近年来，本土品牌也持续升级营销资源，李宁、安踏品牌分别在 2012 和 2015 年签下 NBA 知名球星德维恩·韦德和全明星后卫克莱·汤普森，并推出个人系列篮球鞋，提升本土运动品牌在国内外专业运动爱好者的影响力。

图 33：国内外品牌与体育明星签约情况

品牌	著名体育明星
耐克	乔丹、詹姆斯、杜兰特、科比、C罗、姆巴佩、哈兰德、郭艾伦、苏炳添
阿迪达斯	哈登、罗斯、利拉德、特雷杨、贝克汉姆、梅西
李宁	韦德、麦科勒姆、巴特勒、周琦
安踏	谷爱凌、汤普森、海沃德、卡鲁索
特步	林书豪

资料来源：各公司官网，体育大生意，体坛话报，爱企查，信达证券研发中心

图 34：2021-2022 赛季 NBA 球员所穿球鞋中各品牌占比


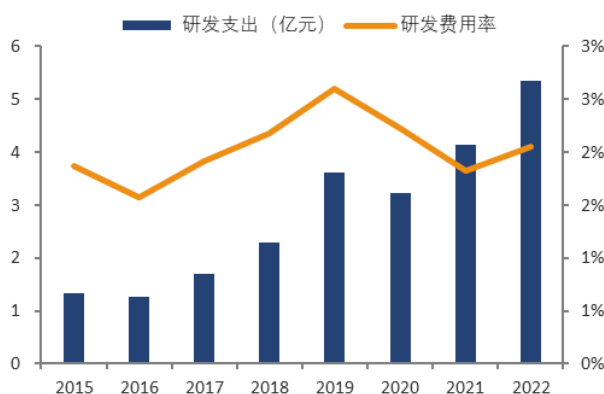
资料来源：baller shoes database，信达证券研发中心

竞争优势：专业度与时尚感并进，运营能力行业领先

公司专注核心品类，持续加强研发投入和人才选拔，推动品质、功能与时尚属性并进，以科技和设计实力获得更多年轻时尚消费者认同。公司注重营销投入，致力于品牌形象的不断升级，通过跨界联名、与娱乐圈联动等方式迎合年轻消费群体，树立消费者对于李宁品牌“新国潮”的认知，成为国潮代表。公司在前端推行渠道升级改革，实行线上线下渠道一体化，完成向新零售运营转型；在后端公司持续完善供应链结构与物流体系，推行供应链改革，以消费者需求为指导进行主动生产，具备较强的柔性供应和快速反应能力。

技术优势：持续加强研发投入，产品专业度不断提升

公司以科技为本，不断强化研发投入、提高产品科技属性。近年来公司研发支出持续增长，2022 年公司研发费用为 5.34 元，同增 28.99%，研发费用增幅超过营收。公司重视运动科学领域研究，2008 年创立李宁运动科学研究中心，配备科研级别实验设备，下设运动生物力学、鞋机械测试以及脚型实验室，为产品研发提供技术保障和科学依据。依托于对产品科技的持续投入，公司拥有多项鞋履核心技术，相继开发出“李宁云”、“李宁弼”、“Light Foam”和“李宁䨻”等多种中底材料和科技，提升运动鞋缓震、回弹、轻量性。其中李宁䨻是一种超临界发泡材质中底材料，采用 pebax 超临界发泡技术，相比于传统减震材料至高减轻 50%，回弹能量至高可达 80%，材料弹性恢复力和抗疲劳性更佳。

图 35：研发投入占比


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 36：打造专业实验室


资料来源：李宁跑步微博，信达证券研发中心

图 37: 公司的重点中底、大底、鞋面科技和特点的整理

类别	科技名称	描述
中底	䨻	超临界发泡材质中底材料，采用了 pebax 超临界发泡技术，相比于传统减震材料至高减轻 50%，回弹能量至高可达 80%，材料弹性恢复力和抗疲劳性更佳。
	弱	采用双层异构碳板，提供足部不同区域的韧性和刚性，通过特有结构与中底材料缓震，储存并释放更多能量，带来强劲回弹动力。
	Light Foam	Light Foam 中底减震科技，采用高性能材质，有效降低密度，较传统 EVA 材质更轻盈，缓震回弹性能更加优异。
	李宁云	李宁云大底减震科技是李宁的标志性科技之一，全掌中底使用李宁独有的高分子材料配方，有效积累缓震时的冲击力，并转化为回弹时的能量，形成高效的能量循环体系。同时具备柔软、轻量的特性。减少外界冲击，提升运动表现。
	HEEL LOC	HEEL LOC 是一种环绕在鞋后跟的支撑稳定装置，为双脚提供支撑，引导脚有效地离开地面，在不停的运动阶段帮助平衡，具有良好的稳定性及支撑性。
大底	䨻	䨻科技是李宁的全新中底科技，通过仿生学原理，在中前掌位置（跖骨下方）设计枕状轴，形成硬性支撑结构，内置支撑片与中底异构碳板形成联动，用杠杆原理将每步动能转化为助推力，有效提升助推力。
	GCU	GROUD CONTROLUNIT 全称 GCU 全天候止滑耐磨科技，是基于浇注型聚氨酯弹性体（CPU）制作的鞋底材料，具有湿地止滑和耐磨特性，较普通橡胶止滑性提升 50%，耐磨性高 5 倍。
	Tuff RB	Tuff RB 是一种具有高耐磨性能的橡胶材质，比普通的橡胶材质耐磨性能提升 2.5 倍，能有效提升鞋底的耐磨性，从而延长鞋的使用寿命。
鞋面	FOAM RB LITE	FOAM RB LITE 橡胶是一种比普通橡胶轻 40% 的耐磨橡胶材料，可以满足耐磨抓地需求，更加轻量。
	䨻丝	BOOM FIBER（䨻丝）是由䨻抽丝而成，承袭了轻、韧、耐久的特征，配合独特的纱罗编制技术，透气性更佳；搭配创新性的热熔技术，韧性和贴合度更佳。
	MONO 纱	MONO 纱也叫单丝纱，这种材料硬挺、坚韧且轻盈。
鞋面	Cool Shell	COOL SHELL 是一项解决运动中脚部温度上升的技术，通过 Ice Fiber 温控内里与鞋舌、鞋身和鞋底的透气结构组成全方位透气降温体系，提供高效降温作用。

资料来源：李宁官网，信达证券研发中心

跑鞋产品持续完善，全面覆盖大众、专业跑者等用户群体。公司聚焦专业跑鞋的技术研发和性能优化，持续扩充专业跑鞋矩阵，并进行产品迭代。大众休闲方面，公司李宁岚、云雀覆盖业余跑者慢跑等日常运动需求；专业跑步方面，公司六大跑鞋家族（飞电、绝影、赤兔、超轻、烈骏、越影）可以覆盖竞速、竞训、缓震保护、超轻支撑运动场景，矩阵覆盖群体从初级到专业跑者，助力消费者提升运动表现。

图 38： 公司跑鞋矩阵持续，四大系列共同构成专业跑鞋矩阵



资料来源：李宁官网，信达证券研发中心

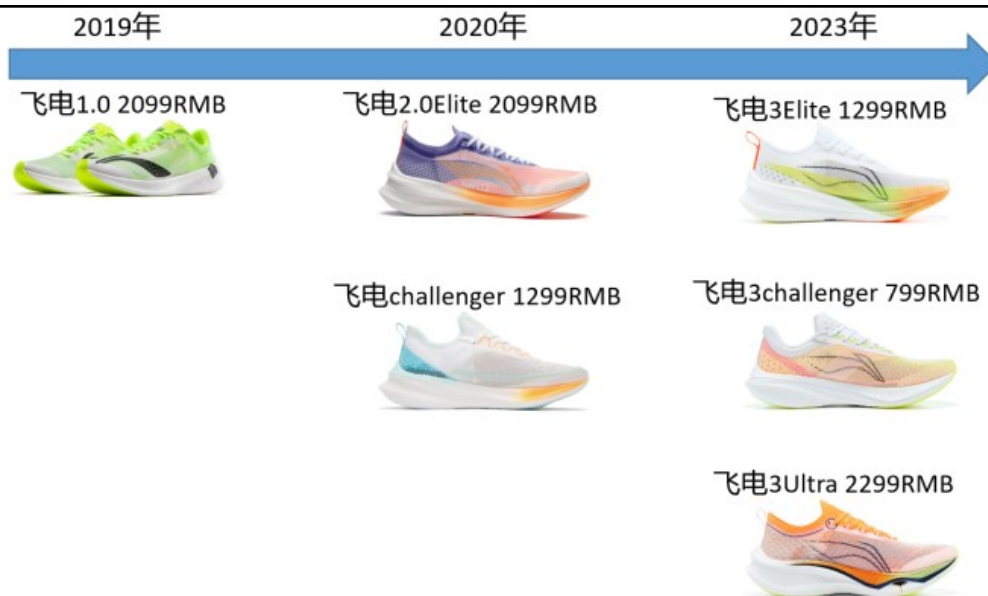
公司坚持长期布局，对同一系列产品持续进行升级迭代。自 2019 年飞电系列 1.0 问世以来，公司依靠材料、科技上的持续突破与设计上的不断创新，实现同系列产品的升级，历时四年先后发布三代飞电系列产品，受到专业运动员选择与认可。

- ✓ 公司于 2019 年推出飞电 1.0 跑鞋，作为初代顶级竞速跑鞋，中底采用䨻科技，搭配全掌碳板，轻盈舒适，让脚步更加轻盈自如。鞋底采用了高弹性橡胶，提供了更好的缓震效果，让脚部得到更好的保护。鞋面采用了透气网眼设计，让脚部保持干爽，不易滑脱。飞电 1.0 跑鞋不仅外观时尚，而且功能强大，它可以帮助运动员更好地控制步伐，提高跑步效率。同时，它还可以减少跑步时的摩擦，减轻脚部疲劳，让运动员跑得更远、更快、更舒适。
- ✓ 2020 年公司对飞电 1.0 进行升级，推出飞电 2.0Elite 和飞电 Challenger，整体上沿用 1.0 的核心科技组合：MONO 纱+䨻科技中底+异构碳板+GCU 耐磨防滑大底，在初代飞电的基础上，公司做出多处改进调整，优化整体性能与舒适度。以飞电 2.0Elite 为例，在中底方面，二代采用上下两层䨻，上层䨻密度更高，回弹更明显，下层䨻更柔软，提供更多缓震；在碳板选择方面，二代飞电采用刚性更强的碳板，推进感较上一代更强；鞋面方面，2.0 依然使用 MONO 纱为主体的鞋面材料，但采用一体式编织弹力鞋舌设计，整个鞋领的环绕包裹上都做出了较大的优化处理，穿着的舒适度上有了很大提升；鞋底采用创新科技——䨻科技，大幅提升蹬伸效率，助力动能转化为推力。
- ✓ 2022 年公司出第三代飞电 3ULTRA，融合李宁尖端科技组合：䨻丝鞋面+䨻科技中底+䨻科技+异构碳板+GCU 耐磨防滑大底，全新 3ULTRA 将李宁䨻科技配置于前掌区域，采用非对称结构设计，外侧大孔在落地瞬间储能、内侧小孔在离地瞬间提供助力，搭配翼式异构碳板实现机械结构与材料性能的精确调校，推进力较飞电 2.0Elite 提升 3%，中底较上一代加厚 23%，能够提供额外能量反馈，回弹性再度提升 13%；䨻丝鞋面科

技透气性较上一代 MONO 纱线提升 35%，提升运动员赛中舒适性。

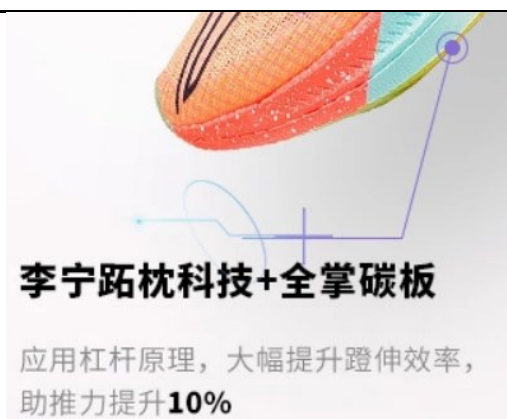
第三代飞电跑鞋的领先科技与突破性设计助力精英运动员赛场表现。2022 年柏林马拉松中，公司签约的年轻运动员塔杜阿巴特穿着飞电 3 ULTRA 创造个人最好成绩，夺得铜牌，刷新中国跑鞋在世界顶级赛事的最好成绩，持续突破国产跑鞋竞速水准。此外在 2022 年 11 月杭州马拉松比赛中，李宁飞电 3 ULTRA 助力女子全马冠军王敏、男子半马冠军吐依根·塞力克、女子半马冠军李春霞在比赛中取得亮眼表现。

图 39：公司的几个中底、大底、鞋面科技和特点的整理



资料来源：李宁官网，信达证券研发中心

图 40：䟽枕科技



资料来源：李宁官网，信达证券研发中心

图 41：阿巴特穿飞电 3ultra 登上柏林马拉松大满贯领奖台



资料来源：爱燃烧，信达证券研发中心

设计优势：挖掘优秀设计力量，以中国文化融入产品设计

公司注重吸引优秀人才，积极选拔设计师人才，挖掘新鲜设计力量，加强设计师梯队的培养。公司多年来坚持举办“大学生设计大赛”、“韦德之道”设计大赛，引进年轻设计师群体，为设计师提供良好的平台、较高的信任度和自由度。2007 年一位新人设计师在通过设计师大赛加入公司后，被派至美国设计中心工作学习，并升为篮球系列主设计师，一手打造“音速”系列；运动时尚鞋产品设计师黄成宇看重公司尊重原创设计的理念，推出

“极”系列等具有高辨识度的优秀设计。

公司以接近设计师品牌的运作模式，重视原创设计理念，将运动基因与中国文化、潮流元素相融合，18 年凭借“番茄炒蛋色”的独特设计，打破国内运动服饰的刻板印象，成为新国潮的象征。22 年初公司与 ACU 合作推出的 ACU x LI-NING 50/50 联名鞋款融入中医文化元素，以中医中所用的中药材作为其主要设计理念，将中国传统文化与西方街头潮流运动文化相结合，以创新的理念诠释国潮风。

图 42：李宁旗下主要设计师及其成就

设计师	主要成就
陈李杰	纽约时装周首席设计师，街头篮球系列设计师
李超	运动时尚品类鞋产品主设计师，「极光·天行」系列设计师
张凤赫	跑鞋设计师，「烈骏 ACE」设计师
王泽莲	服装组高级设计师，纽约时装周设计师
孙京颐	跑步品类的主设计师，“MIX”、“超轻”系列设计师

资料来源：知网，凤凰网时尚，网易体育，微博，flightclub.cn 中文站，信达证券研发中心

图 43：2018 年时装周李宁番茄炒蛋配色设计获得广泛关注



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

图 44：ACU x LI-NING 50/50 联名鞋款



资料来源：李宁官方微博，信达证券研发中心

营销优势：跨界同娱乐圈联动，聚焦年轻消费群体

公司注重营销投入，致力于品牌形象的不断升级。2018 年李宁应邀登上纽约时装周，以“悟道”为主题，从设计、面料、剪裁方面将中国元素与世界潮流结合，树立消费者对于李宁品牌“新国潮”的认知，扩大年轻消费群体。随后公司通过各大时装周，加强与外部知名设计师、IP 合作，借助跨界联名等方式迎合年轻消费者。2018 年李宁与迪士尼合作，推出米奇、无敌破坏王等 IP 联名单品；同年李宁与红旗汽车合作，推出“中国制造”系列服饰，实现汽车品牌与运动潮牌的联合营销。2020 年李宁跨界合作 LINE FRIENDS，以“萌宠天团——设计师养成番”为主题，在北京核心商圈打造“李宁三十而立快闪店”，将 LINE FRIENDS 人物形象融入当季系列服饰，主推鞋款星云 M1 “After Party”限量休闲鞋，吸引众多年轻消费群体。

公司与娱乐圈联动，持续签约优质明星，挖掘潜在年轻消费群体。2021 年公司签约高人气

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>22

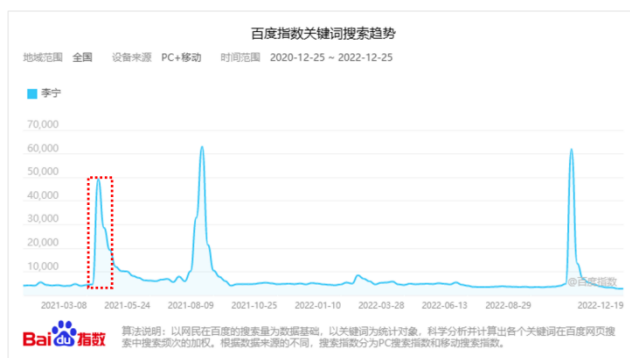
明星肖战，提高国民认可度，在官宣肖战成为李宁运动潮流产品全球代言人的当晚，宣传海报中肖战同款鞋服配饰全部售罄。公司发挥娱乐明星与品牌之间的联动效应，借助头部明星影响力，提高品牌形象，扩大目标客户群体。李宁签约肖战当天，“李宁”的百度搜索指数达到当年最高的 115499，是当年日均值 9285 的 12.4 倍；2021 年上半年的日均值为 9127，相比于 2020 下半年的 4479 增长 103.77%。

图 45: 李宁签约高人气明星肖战



资料来源：中国经营报，贝果财经，信达证券研发中心

图 46: 签约肖战后李宁百度搜索指数快速增长



资料来源：百度指数，信达证券研发中心

渠道升级：优化渠道结构，提升渠道经营效率

公司积极拓展新零售渠道，实行线上电商和线下门店一体化管理，提升线上线下销售效率。

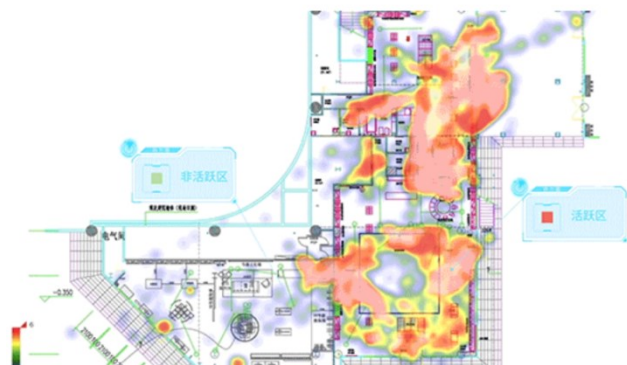
公司通过全渠道一体化系统平台，提升线上线下发货运营水平，数字化销售弥补门店断货、断码与陈列空间有限带来的销售机会缺失。公司能够通过数字化系统，实现店铺下单、平台调货，增强商品运营能力。在线上线下一体化运营的支持下，近年来公司线上渠道销售收入基本维持 30% 增速水平。

公司同阿里云合作推进全场景数字门店解决方案，实现基础设施云化、触点数字化、业务在线化、运营数据化、决策智能化。数字门店拥有云价签、云货架、云码等功能，消费者从进店到试穿再到成交以及使用反馈可形成完整闭环，通过线下分析系统，完成门店的精细化分析、提高门店运营效率。

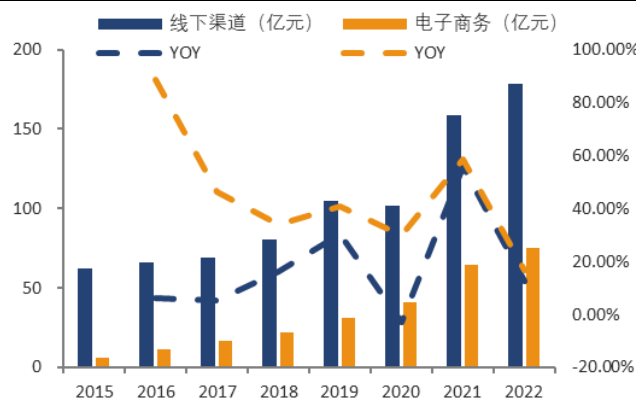
图 47: 公司坚持全面智能化转型五部曲



资料来源：新青年科技说，信达证券研发中心

图 48：公司智能化门店能够实现人流热力图监控


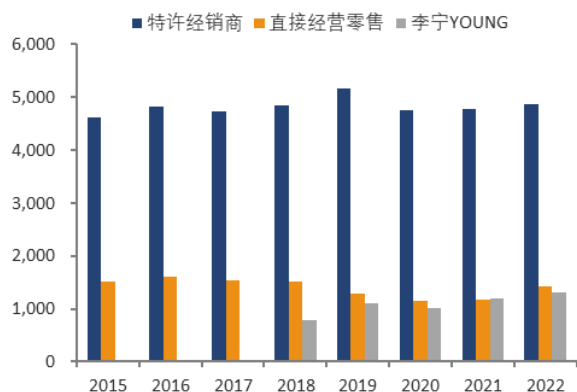
资料来源：新青年科技说，信达证券研发中心

图 49：近年来公司线上及电子商务收入及增速


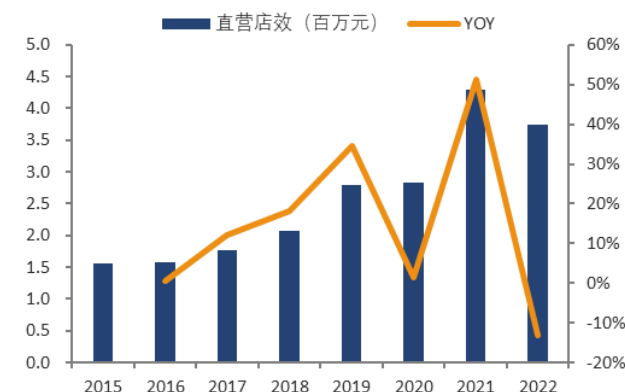
资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司持续优化渠道建设布局，聚焦购物中心大店，推动旗舰店等高效大店落地，同时推进店铺结构优化，加速处理亏损、低效门店。旗舰店以跑步产品矩阵、篮球产品矩阵为引领，以运动生活城市系列商品为配合的李宁全系列产品集合地，为消费者提供李宁式产品体验、购买体验和运动体验。近年来公司不断落实重点城市旗舰店的布局，2022 年国庆期间在全国新开超百家门店，其中旗舰店和标杆店共 16 家，门店面积大于 300 平米的门店数量超过 45%。门店形象方面，2020 年公司正式确立第八代门店形象，李宁第八代店铺形象获得缪斯国际设计大奖。自 2020 年起，公司积极推进门店视觉形象的升级，加速第八代形象店建设，截至 22 年 6 月第八代形象店铺占比已超过 50%。

渠道升级策略带动渠道运营效率显著提升。从直营数量来看，截至 2022 年，公司直营店铺数量为 1430 家，同比增长 22.75%；店效方面，2022 年公司直营门店店效为 373.52 万元，同比下降 13.16%，较 2020 年增长 31.35%。

图 50：近年来公司各渠道店铺数量


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 51：近年来公司直营门店店效情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 52：门店形象持续升级截至 22 年 6 月第八代形象店铺占比已超过 50%



资料来源：公司公告，腾讯体育，信达证券研发中心

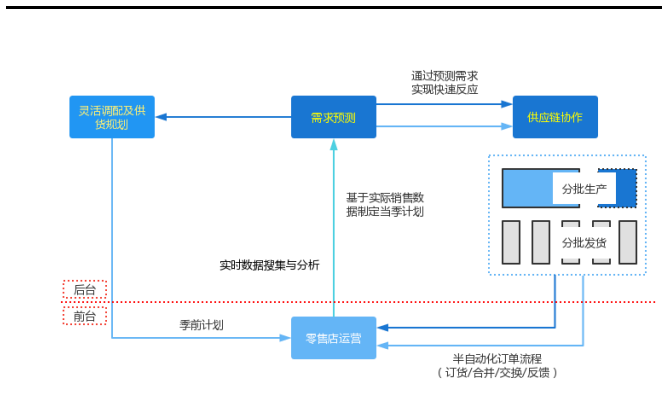
运营模式：以供应链资源驱动增长，化“被动生产”为“主动生产”

公司在供应链结构、物流体系等方面持续优化，推行供应链体系变革，业内较早实现“有指导性的订货（A+）+快速补货（QR）+快速反应（QS）”模式，以消费者需求为导向进行主动生产，打造较强的柔性供应和快速反应能力。

供应链资源整合方面，公司以供应链整体价值最大化为出发点，对不同部门和不同品类的供应链资源进行整合共享，调整供应资源结构，共同组建工业园，有效整合上下游资源，保证供应链资源的高效精准。**终端销售方面**，公司在内部建立一套先进的集成 ERP 系统，并向经销商推广自主研发的 MIS/POS 系统，推进渠道零售转型，确保公司获得实时销售数据。公司对不同地区进行市场数据分析，推出符合当地消费习惯的最佳 SKU 组合产品，统一各店铺的订货结构，提升门店销售预测精准度，反哺经销销售。**仓储物流方面**，公司在生产工厂附近建设集中中央仓库，并配备智能仓库管理解决方案，缩短订单前置期，使公司根据数据分析和市场预测将货品送至离门店最近的区域分拣中心，实现快速补货。

2021 年公司湖北荆门物流园正式升级为荆门李宁中心并开启运营，拥有财务共享、物流运作、数据分析、客户服务、供应链管理等多项功能，配备 5 万平米全自动化仓库，统筹公司在全国范围近 50%的货物集散吞吐，约有 90 家供应商在此集货。李宁中心为公司电商业务提供高标准自动化和拣配物流服务，物流服务能够覆盖西南、华中等地区，大幅缩短货品供应时间。

图 53：公司加强供应链优化打造快速反应模式



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

图 54：公司湖北荆门物流园升级为荆门李宁中心

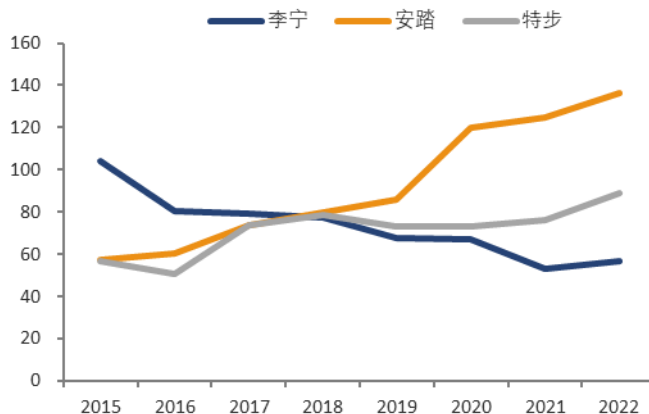


资料来源：中国县域经济报，信达证券研发中心

在灵活的供应链管理与库存改革的助力下，公司逐步实现以销售指导生产，以“小批量、高频次、短周期”的精益生产模式，库存周转效率保持行业领先地位，近年来库存周转天

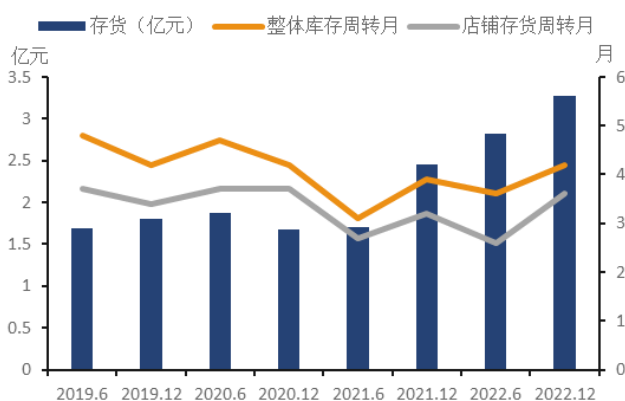
数持续下行，2021 年公司库存周转天数仅为 53 天。2022 年在疫情影响下线下门店开店受阻、物流受限，公司以周为单位调整节奏，控制合理库存总额并优化库存结构，库存周转天数仅较 21 年同期增长 4 天至 57 天，保持行业内优秀水平。因此在前端销售量提升的同时，公司整体库存增加 6 亿元至 24.28 亿元，整体存货周转天数增长 3.83 天至 56.77 天，其中 2022 渠道库存 6 个月及以下新品占比保持在 88% 的较高水平，库存结构良好。

图 55：近年来安踏、特步、李宁库存周转天数对比



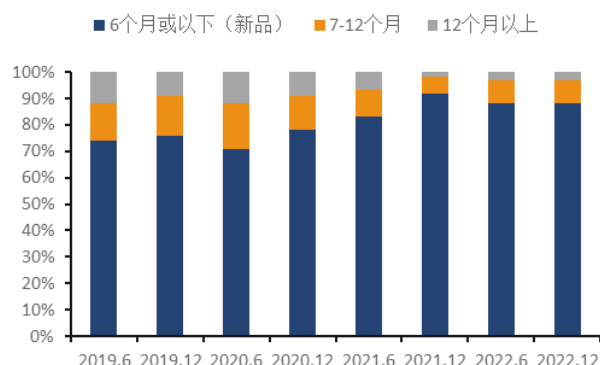
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 56：近年来公司存货周转情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 57：近年来公司库龄结构情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

未来成长：优渠道拓品类，穿越周期韧性成长

短期逻辑：消费复苏预期之下，零售表现边际改善

2020 年新冠肺炎疫情期间，消费者大部分时间在家度过，服装销售受到限制，同时疫情加速消费者对于健康的重视，也促进消费者将运动服装作为日常穿着的穿衣习惯，以实现多场景的运动需求，因此在疫情管控逐步放松后，美国运动服装品牌销售快速反弹，2022 年美国运动服饰市场规模同比增速达 5.07%，高于整体服饰增速 2.73PCT。

从海外疫情前后重点服装公司零售表现来看，在 20Q1-Q2 的防疫管控之下，多数海外服装公司收入呈下滑态势；在 21Q1 防疫管控逐步放开后，服饰公司收入开始回暖并恢复正增长。其中运动鞋服公司收入回暖相对较快，如 21Q1 多数运动品牌恢复正增长，21Q2 大部分服装公司销售收入恢复正增长，NIKE、安德玛、VF、Deckers、哥伦比亚收入复苏节奏和弹性较休闲服装公司更快、更强。

图 58：2020 年美国发生疫情后主要运动服饰品牌和休闲服饰品牌季度收入同比变动（%）

	疫情管控期间				疫情管控逐步放松后								
	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
耐克	5.13	-38.01	-0.62	8.88	2.5	95.53	15.61	1.01	4.96	-0.89	3.58	17.24	13.97
VF	-10.82	-47.51	-17.97	-5.84	22.84	103.9	22.62	21.97	9.37	3.05	-3.68	-2.59	-3.01
Deckers	-4.88	2.29	15	14.81	49.69	78.23	15.78	10.21	31.15	21.75	21.29	13.29	7.55
哥伦比亚户外	-13.2	-39.83	-22.68	-4.11	10.1	78.89	14.78	23.38	21.72	2.06	18.68	3.52	7.76
UA	3.69	-22.78	-40.62	0.25	-2.6	35.15	90.99	7.85	8.94	-0.18	1.83	3.44	8
PUMA	14.34	-1.48	-32.25	7.16	19.16	91.2	71.68	-56.02	-14.07	-8.45	16.9	24.3	14.4
Adidas	-19.21	-35.03	-6.96	-4.98	20.25	51.46	3.43	-0.06	0.65	10.22	11.4	1.3	-0.53
优衣库	-6.08	-39.05	-0.45	-0.57	-0.28	46.99	-5.84	1.45	1.58	11.24	23.33	13.91	26.6
LEVIS	5	-62.1	-26.54	-11.65	-13.31	156.45	40.87	21.57	21.9	15.3	1.31	-5.7	6.11
GAP	-43.15	-18.23	-0.1	-5.35	89.42	28.58	-1.28	2.28	-12.88	-8.41	2.43	-6.23	-5.78

资料来源：Wind，信达证券研发中心

2022 年国内多地疫情反复，线下客流受限、物流运输受阻，服装销售受到影响。2022 年 11 月以来疫情管控逐步优化调整，居民生活逐步恢复正常节奏。借助海外经验，我们认为国内运动服装需求将率先增长。公司作为运动鞋服行业龙头，功能性与时尚感并进，持续强化产品专业度与外观设计，成为新国潮代表。在前端渠道和后端供应链结构方面，公司持续推进渠道升级改革，线上线下渠道一体化，同时在后端打造柔性供应体系，实现以消费者需求为导向的主动生产和快速反应。在 22Q4 国内疫情防控政策调整后，居民大规模阳性居家，导致线下零售流水下滑。2023Q1 伴随疫情影响边际改善，消费者线下出行恢复，公司凭借较强的产品力和精细化管理能力，积极改善渠道销售，整个平台零售流水实现中单位数增长，其中线下渠道实现高单位数增长。

图 59：近年来李宁逐季度零售表现增长情况

	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
整个平台零售流水（不包括李宁YOUNG）	中单位数下降	中单位数增长	10%-20%中段增长	80%-90%高段增长	90%-100%低段增长	40%-50%低段增长
线下渠道（零售及批发）	10%-20%低段下降	低单位数下降	10%-20%低段增长	80%-90%低段增长	90%-100%低段增长	30%-40%高段增长
线下零售渠道	10%-20%低段下降	低单位数下降	中单位数增长	90%-100%低段增长	80%-90%高段增长	30%-40%中段增长
线下批发渠道	高单位数下降	低单位数下降	10%-20%低段增长	80%-90%低段增长	90%-100%低段增长	30%-40%高段增长
电商业务	20%-30%高段增长	40%-50%低段增长	30%-40%中段增长	约100%增长	90%-100%高段增长	50%-60%中段增长
	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
整个平台零售流水（不包括李宁YOUNG）	30%-40%低段增长	20%-30%高段增长	高单位数下降	10%-20%中段增长	10%-20%低段下降	中单位数增长
线下渠道（零售及批发）	20%-30%高段增长	20%-30%中段增长	高单位数下降	10%-20%中段增长	10%-20%高段下降	高单位数增长
线下零售渠道	20%-30%中段增长	30%-40%中段增长	高单位数下降	20%-30%低段增长	10%-20%中段下降	10%-20%中段增长
线下批发渠道	20%-30%高段增长	20%-30%低段增长	高单位数下降	10%-20%低段增长	20%-30%低段下降	中单位数增长
电商业务	40%-50%低段增长	30%-40%中段增长	中单位数增加	20%-30%中段增长	中单位数增长	10%-20%低段下降

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

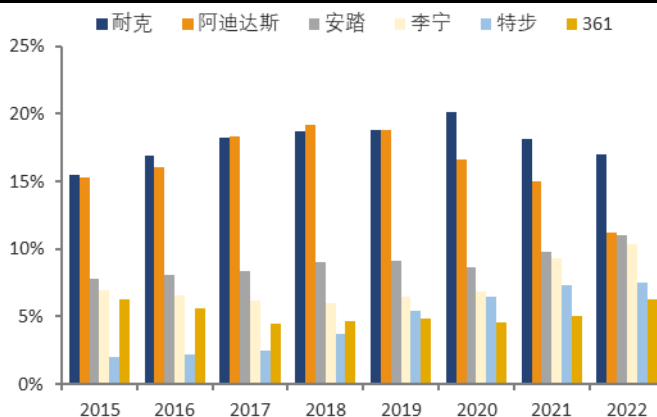
长期逻辑：国产替代前景可期，多维度发力打开成长空间

行业层面：如前文所述，当前中国运动鞋服渗透率较海外主要发达国家仍有一定差距，伴随疫情以来国内居民健康意识逐步提高，全民健身运动兴起，运动参与度及人均运动鞋服支出有望持续提高，带动国内运动鞋服市场规模持续增长。本土运动品牌专业度、功能性持续提升，在研发、设计、营销以及精细化运营等方面不断缩小与国际一线品牌的差距，市占率不断提升，尤其在 2021 年新疆棉事件后国潮趋势进一步崛起，国产品牌显著受益。

未来运动鞋服需求有望持续增长，低线市场消费者注重性价比，年轻群体更加认同优质国货产品，国产品牌在竞争格局中将更有优势。2022 年阿迪达斯大中华区全年的销售额下滑 36%，四季度的销售额下滑 50%，23 年一季度阿迪达斯在大中华区收入同比下跌 12%，

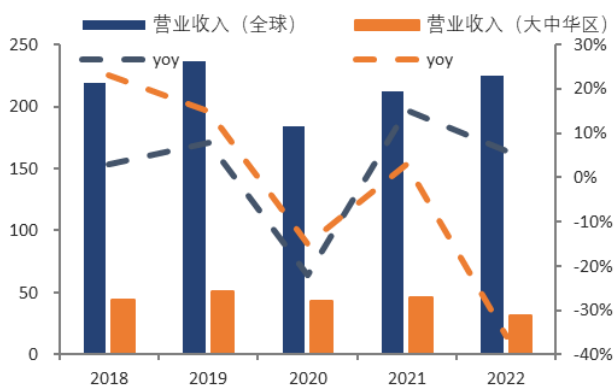
已连续八个财季下滑。一方面在大中华区营收下滑的原因包括疫情导致的物流不通畅以及公司大规模回购库存等。另一方面，在疫情前阿迪达斯即处于低现金流、高库存状态，截至 2019 年 12 月阿迪达斯库存高达 40.85 亿欧元，同比增长 19%，阿迪达斯在疫情期间呈现出较弱的抗风险能力。疫情期间海内外经销商以低价清理库存，对品牌价值带来损伤，消费者更加倾向于购买打折产品而非正价商品，因而加剧库存问题。此外供应链端，阿迪达斯以轻资产运营，生产、销售环节外包，大部分商品在亚洲代工生产，供应链相应速度慢，柔性供应能力不足。因此阿迪达斯终止 yeezy 产品线生产和销售，供应链反应不及时，再度加剧库存问题。综上所述，渠道建设不利、经销商打折、供应链管控能力弱等原因导致阿迪达斯对于市场走势把控不精准，影响新品开发，在疫情、kanye 解约等风险下，业绩产生较强的负面效应。阿迪达斯在大中华区市场营收的持续下滑，为本土运动鞋服品牌的发展带来机遇，在安踏稳步发展多品牌策略、特步打造本土跑鞋专家形象以及李宁专注国潮创新概念后，本土品牌制造与设计能力不断升级，进一步抢占海外品牌市场份额。

图 60：近年来阿迪达斯、耐克、安踏、361、特步、李宁市占率对比



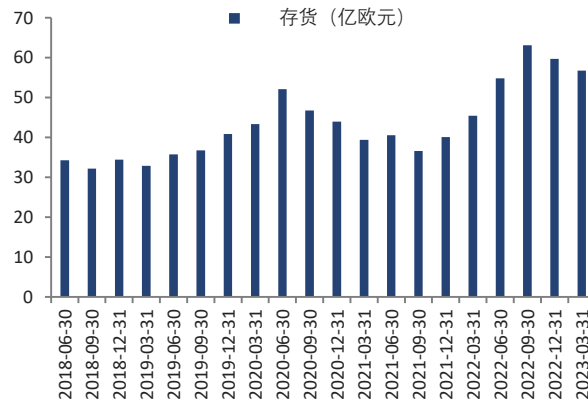
资料来源：EUROMONITOR，信达证券研发中心

图 61：近年来 adidas 收入及中华区收入及增速（欧元）



资料来源：公司公告，时代财经，美通社，信达证券研发中心

图 62：近年来 adidas 库存情况



资料来源：bloomberg，信达证券研发中心

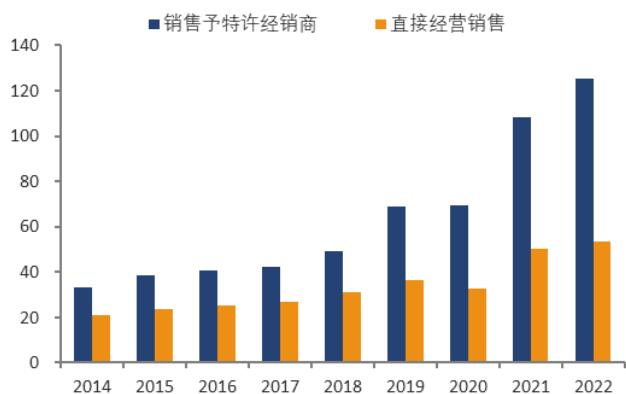
公司层面：近年来公司致力于渠道升级优化，在购物中心、核心商圈选址开设大店的同时，关闭低效店铺，因此直营店铺店效高于特许经销门店，2022 年直营店铺店效为 373 万元、特许经销门店店效为 257 万元。我们认为未来公司在门店数量方面提升空间及增速或有限，成长点之一在于渠道结构的持续优化，即增加直营门店的占比、增加直营门店中大店、标杆店和旗舰店的占比；成长点之二在于单店收入的提升。此外公司积极布局童装品类，规

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 28

模体量逐步提升，有望成为公司成长点之三。

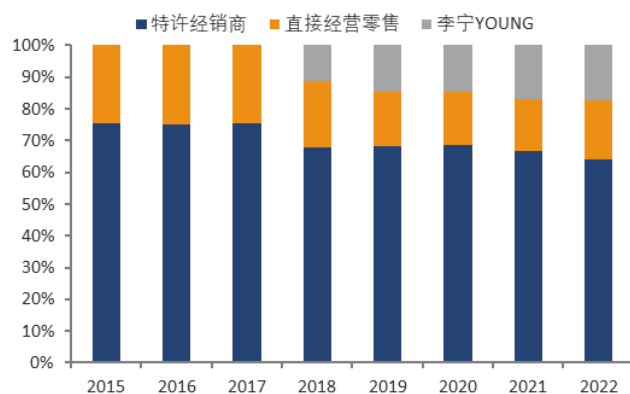
成长点一：对比国内运动服饰品牌渠道结构，自 2020 年安踏推行 DTC 改革以来，截至 2022 年安踏品牌在海内外地区共有 9603 家线下门店（包括安踏主品牌和安踏儿童）；在中国大陆地区，约 7200 家线下门店已实现混合运营，其中直营店铺占比为 51%、加盟店铺比例为 49%；特步自完成扁平化改革以来，截至 2022 年共有 7833 家线下门店（包括特步主品牌和特步儿童），其中大部分由公司的独家总代理商直营，公司给出门店选址、布局设计、产品定价、销售策略等决策，较大程度参与门店管理。相比之下，2022 年公司直营店铺数量为 1430 家，占比为 18.81%，我们预计未来仍有较大成长空间。此外未来公司将持续推进标杆店、旗舰店的建设，增加高质量可盈利店铺的比例，以推动整体店效、坪效的双增长。

图 63：近年来公司直营与经销收入增长情况（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

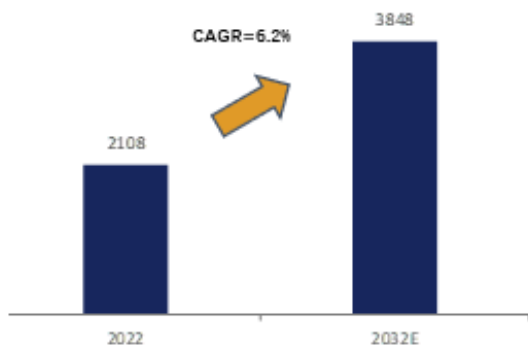
图 64：近年来公司直营与经销店铺比例



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

成长点二：单店收入的提升来源于加强产品深度与拓展品类广度，一方面在于对于已有品类专业度的持续打磨，加速布局功能类产品，聚焦升级科技与材料，强化消费者对于李宁品牌专业形象的认知；另一方面公司在跑步、篮球优势类目基础上，加强具有较高层长潜力的健身训练品类、注重女性消费力量，打造专业与时尚兼备的健身产品，布局规模不断扩大的健身服饰细分市场，扩大门店收入增长点。

据 Future Market Insights 报告显示，2022 年全球健身服饰市场规模约为 2108 亿美元，2032 年健身服是市场规模有望达 3848 亿美元，年均复合增速达 6.2%。越来越多的年轻人在工作时选择穿运动休闲装，此外年轻人和老年人活动参与度的提高带动健身服饰需求增加。近年来公司围绕健身品类推出多项功能科技，提升运动体验和年轻化设计，包括拥有高质量弹性和简约机能设计的“Air Fiber”空气纤维面料科技，以及基于李宁 AT 科技平台的“AT DRY ULTRA”速干科技，速干性能同比国家标准大幅提升。此外针对女子健身多种运动场景，公司将创新科技 INNOSOFT、INNOLOCK 注入产品体验，推出李宁女子健身系列揉柔裤、翘俏裤等产品，基于运动力学和人体工学，优化线条的同时保证运动的灵活性，以科技赋能专业。

图 65：全球健身服饰市场规模快速提升


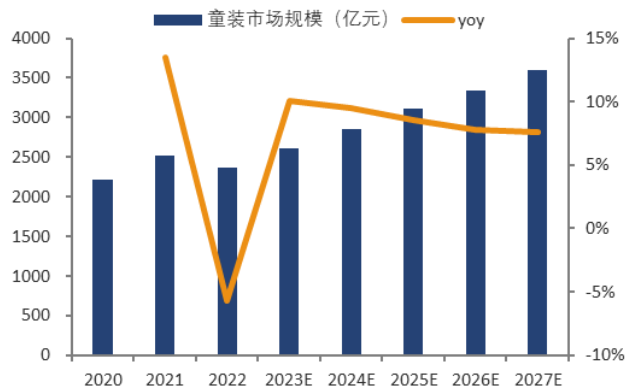
资料来源：体育大生意，信达证券研发中心

图 66：公司推出李宁女子健身系列揉柔裤、翘俏裤


资料来源：李宁官方微博，信达证券研发中心

成长点三：我们认为，未来李宁 YOUNG 规模体量的持续扩大贡献公司新的收入增长点。从行业层面看，尽管近年来新生人口呈下滑态势，但随着中产阶层群体的扩大、下沉市场的崛起以及青少年体育学科要求不断提升，新一代家长消费观念逐步改变，推动童装消费需求向专业化、多元化、个性化方向发展，更加关注童装产品的舒适性、安全性和时尚性，童装市场具有更强的增长动力。

公司自 2014 年开始布局童装业务，成立“李宁 KIDS”，后于 2017 年设立童装品牌“李宁 YOUNG”，成立独立童装事业部，截至 2022 年李宁 YOUNG 已拥有线下店铺 1308 家。李宁 YOUNG 以具有时尚性的专业运动童装品牌为定位，持续完善童装专业产品矩阵，升级产品面料、加强科技属性，持续提升专业产品占比。长期来看，公司持续提升高层级市场店铺占比，优化店铺类型，2023 年 1 月李宁 YOUNG 首家城市旗舰店开业，全新 3.0 升级版店铺面积达 500 平方，以专业运动为店铺设计理念，新增多功能区和专业运动体验区，以场景化设计全面升级消费者终端购物体验，推动李宁 YOUNG 店铺销售转化与单店效率的提升，推动李宁 YOUNG 收入规模持续扩大。

图 67：近年来国内童装市场规模增速及预测


资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

图 68：李宁 young 旗舰店设计运动体验区


资料来源：中国皮革协会，信达证券研发中心

盈利预测与投资评级

盈利预测及假设

我们预计：

- 1) 收入方面，2023 年伴随终端消费需求逐步修复，公司作为国内运动鞋服龙头，收入有望保持稳健增长。长期来看，李宁品牌持续加强产品深度与品类广度，对于已有品类专业度持续提升的同时，在已有优势类目基础上拓展新的细分市场；此外李宁 YOUNG 的持续扩大有望贡献新的收入增长点。
- 2) 毛利率方面，2022 年公司适度加深折扣，同时供应链采购成本上行，毛利率有所下滑。2023-25 年伴随公司成本管理能力持续优化，产品结构持续优化，毛利率有望稳步提升。
- 3) 费用率方面：公司重视营销，持续推进品牌升级，22 年销售费用有所提高，未来公司将同步加强成本管理和费用优化，使得各项费用率处于健康合理水平。

我们预计 2023-2025 年公司收入为 308.33/364.89/418.89 亿元，同增 19%/18%/15%，归母净利润为 48.88/59.03/70.38 亿元，同增 20%/21%/19%，看好未来业绩成长性。

表 2：公司业绩与盈利预测（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	25803	30833	36489	41889
增速	14%	19%	18%	15%
归母净利润	4064	4888	5903	7038
增速	1%	20%	21%	19%
毛利率	48.38%	51.00%	51.50%	52.00%
EPS	1.54	1.85	2.24	2.67

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

投资评级

我们看好公司短期业绩稳健增长、长期空间较大，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素

新品效果不及预期：运动鞋服行业消费者需求偏好变化较快，如果公司在运动时尚潮流的把握有偏差，那么可能带来销售不及预期、市场份额被其他玩家抢占，从而导致库存积压等风险。

行业竞争加剧风险：运动鞋服行业参与者众多，同行企业愈发注重产品专业度的提升，如果同行公司推出功能性更强、专业度更高的产品，公司可能难以在竞争中占领头部地位。

成本上涨风险：公司主要成本为原材料及人工成本，如果原材料大幅涨价将导致公司成本上行，盈利能力有所下降。



附录：公司财务预测表 单位：百万元

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12,395	19,287	26,389	34,492
现金	7,382	13,629	19,830	27,268
应收账款及票据	1,020	1,375	1,544	1,696
存货	2,428	2,474	3,026	3,344
其他	1,564	1,808	1,989	2,184
非流动资产	21,252	20,996	20,756	20,520
固定资产	3,235	3,073	2,919	2,773
无形资产	2,239	2,127	2,021	1,920
其他	15,778	15,795	15,815	15,827
资产总计	33,647	40,282	47,144	55,012
流动负债	7,241	9,488	10,947	12,277
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,584	1,773	1,953	2,280
其他	5,656	7,715	8,994	9,997
非流动负债	2,074	2,074	2,074	2,074
长期债务	0	0	0	0
其他	2,074	2,074	2,074	2,074
负债合计	9,315	11,562	13,021	14,351
普通股股本	240	240	240	240
储备	24,121	28,509	33,912	40,450
归属母公司股东权益	24,329	28,718	34,121	40,659
少数股东权益	2	2	2	2
股东权益合计	24,332	28,720	34,124	40,661
负债和股东权益	33,647	40,282	47,144	55,012
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,914	6,050	6,004	7,233
净利润	4,064	4,888	5,903	7,038
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	1,429	274	260	247
营运资金变动及其他	-1,579	888	-159	-52
投资活动现金流	-9,481	697	696	706
资本支出	-2,118	0	0	0
其他投资	-7,363	697	696	706
筹资活动现金流	-1,887	-500	-500	-500
借款增加	0	0	0	0
普通股增加	97	0	0	0
已付股利	-1,195	-500	-500	-500
其他	-789	0	0	0
现金净增加额	-7,363	6,247	6,201	7,438

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	25,803	30,833	36,489	41,889
其他收入	210	50	50	50
营业成本	13,319	15,108	17,697	20,107
销售费用	7,314	8,325	9,816	11,289
管理费用	1,113	1,326	1,624	1,885
研发费用	534	586	657	586
财务费用	-390	-221	-409	-595
除税前溢利	5,415	6,475	7,871	9,384
所得税	1,351	1,586	1,968	2,346
净利润	4,064	4,888	5,903	7,038
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	4,064	4,888	5,903	7,038
EBIT	3,733	5,538	6,746	8,072
EBITDA	5,162	5,812	7,006	8,319
EPS (元)	1.54	1.85	2.24	2.67

主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	14.31%	19.49%	18.34%	14.80%
归属母公司净利润	1.32%	20.29%	20.76%	19.22%
获利能力				
毛利率	48.38%	51.00%	51.50%	52.00%
销售净利率	15.75%	15.85%	16.18%	16.80%
ROE	16.70%	17.02%	17.30%	17.31%
ROIC	11.51%	14.56%	14.83%	14.89%
偿债能力				
资产负债率	27.68%	28.70%	27.62%	26.09%
净负债比率	-30.34%	-47.45%	-58.11%	-67.06%
流动比率	1.71	2.03	2.41	2.81
速动比率	1.34	1.69	2.06	2.47
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.83	0.83	0.82
应收账款周转率	26.83	25.74	25.00	25.86
应付账款周转率	8.37	9.00	9.50	9.50
每股指标 (元)				
每股收益	1.54	1.85	2.24	2.67
每股经营现金流	1.49	2.29	2.28	2.74
每股净资产	9.24	10.89	12.94	15.42
估值比率				
P/E	43.91	24.52	20.31	17.03
P/B	7.33	4.17	3.51	2.95
EV/EBITDA	33.14	18.28	14.28	11.13

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，七年证券研究经验，2016 年 9 月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得 2016/17/19 年新财富纺织服装行业最佳分析师第 3 名/第 2 名/第 5 名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020 年 8 月加入信达证券，2020 年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张瀚夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 20% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5%~20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5%之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。