

买入

内外兼修厚积薄发，国潮龙头的黄金时代

李宁 (2331.HK)

2021-10-6 星期三

投资要点

目标价: **110.0 港元**
 现价: 90.65 港元
 预计升幅: 21%

重要数据

日期	2021/10/5
收盘价 (港元)	90.65
总股本 (亿股)	25.0
总市值 (亿港元)	2,262.5
净资产 (亿元)	103.4
总资产 (亿元)	176.6
52 周高低 (港元)	108.20/35.85
每股净资产 (元)	4.14

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

Viva China Holdings Ltd	10.87%
Citigroup Inc.	5.22%
BlackRock, Inc.	5.19%

相关报告

研究部

姓名: 李承儒
 SFC: BLN914
 电话: 0755-21519182
 Email: licr@gyzq.com.hk

➤ 产品力独树一帜，厚积薄发，深刻把握 Z 世代消费需求：

缘何李宁在产品设计上能够引领风尚，在运动国牌中率先实现产品结构升级？我们的分析：**(1)品牌基因**——公司具备“更快更高更强”的体育竞技基因与追求极致的精神。**(2)设计团队**积累深厚，人才梯队完备合理，具备创新突破的设计师文化。18 年纽约时装周李宁参展设计师均源自本土设计团队。**(3)企业产品思维**的变革、科技和供应链平台的支持以及时代风潮的助力。其背后是近年公司从批发到零售，以产品为核心的经营内核转变，公司捕捉消费者需求的能力发生了质的改变。

➤ 品牌势能持续上升，国潮趋势的主要受益者：

李宁作为运动英雄，是品牌独有的无形资产，与“国潮”所凸显的民族文化自信不谋而合。18 年“中国李宁”的一鸣惊人实现了公司品牌升级诉求，该系列的推出成为品牌影响力扩大及渠道升级的突破口。

➤ 供应链及渠道精益化管理，渠道掌控力提升，组织效率优化。产品结构升级和管理效率优化驱动利润率提升：

19 年前优衣库高管高坂武史的加入为公司带来先进零售经验，1H21 DTC 收入占比达 55%。供应链和物流上，公司转化被动生产为主动生产，提升快反能力，强化供应链与商品企划及终端销售的配合。渠道及库存管理上，优化单店模型，全面开大店，加强批零协同及库存共享，落实直营子公司损益整改机制。预期未来毛利率仍有 2-3 个百分点的提升潜力。

➤ 维持买入评级，上调目标价至 110.0 港元：

我们的观点：公司品牌势能和产品力在本土运动品牌具备领先优势，是国潮趋势的主要受益者，7-8 月流水延续高增长。随着零售管理能力提升及供应链体系逐步完善，预计经营效率持续提升。我们判断公司将乘国潮时代东风，在收入与利润端双高质量增长。预计 21E 至 23E 营收分别为 211/ 261/ 321 亿元，同比+46%/ +24%/ +23%；净利润分别为 35.7/ 45.9/ 58.3 亿元，同比+110%/ +29%/ +27%。上调公司目标价至 111.0 港元，维持买入评级，目标价对应 22E 财年的 PE 约 50 倍，对应 PEG 约 1 倍。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,870	14,457	21,061	26,131	32,063
同比增长 (%)	32.0%	4.2%	45.7%	24.1%	22.7%
毛利率	49.1%	49.1%	54.2%	54.5%	55.0%
归母净利润	1,499	1,698	3,568	4,592	5,826
同比增长 (%)	109.6%	13.3%	110.1%	28.7%	26.9%
归母净利润率	10.8%	11.7%	16.9%	17.6%	18.2%
每股盈利	0.62	0.69	1.45	1.87	2.37
PE@90.65HKD	122.2	109.4	52.1	40.5	31.9

数据来源: wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 预测

报告正文

李宁公司作为国潮品牌领军者，近年在供应链、零售渠道管理、产品及品牌端内外兼修，21H1 以来在新疆棉事件催化下厚积薄发。我们判断，公司将乘国潮时代东风，未来将在收入与利润端高质量增长，迎来黄金发展期。核心驱动因素如下：

(1) 产品力独树一帜，厚积薄发，深刻把握 Z 世代消费需求：

近年国内主要运动品牌均引入了国内外知名设计师，缘何李宁在产品设计上能够引领风尚，在运动国牌中率先实现产品结构升级？我们的分析：

第一，品牌基因——公司具备“更快更高更强”的体育竞技基因与追求极致的精神。创始人李宁是奥林匹克体操冠军，品牌自身具备国潮 DNA。值得注意的是，公司于 18 年纽约时装周到至今国潮系列产品的成功是公司沉淀积累后的集中表达，纽约时装周所有参展设计师均源自李宁本土设计团队。

第二，设计团队积累深厚，任人唯贤。人才梯队完备合理，具备创新突破的设计师文化。公司早在 06 年举办第一届设计大赛到至今，多年来将校园内外的优秀设计人才纳入麾下，给予设计师足够的施展空间。如今这批进入当打之年的优秀设计师，其设计理念能够与 Z 世代产生共鸣。李宁公司亦具备培育本土优秀设计师的能力。以李宁优秀设计师孙明旭和王泽莲为例，其分别在 06 年和 12 年在李宁设计大赛中获奖，大学毕业即进入李宁公司工作到至今，已成长为系列主设计师。

第三，企业产品思维的变革、科技和供应链平台的支持以及时代风潮的助力。应对潮流要求公司短时间从设计到成品，需要产品/供应链/科技平台/渠道多方配合。机会只留给有准备的人，回顾公司的变革历程，其背后是近年公司从批发到零售，以产品为核心的经营内核转变，公司捕捉消费者需求的能力发生了质的改变。另外，产品力提升离不开研发及供应链支持。最近的破圈跑鞋“绝影”采用中底镂空设计，搭配“弼”减震科技及“霪”中底科技。而据设计师孙京颐介绍，“绝影”产品以当年的科技无法被量产，其面世依托于品牌运动科技的迸发。

表 1：李宁部分优秀设计师简介

设计师	职业经历及主要作品	进入李宁公司的方式和时间
陈李杰	纽约时装周服装主设计师、街头篮球系列 BADFIVE 主设计师	2011 加入李宁
孙明旭	鞋产品设计总监，纽约时装周鞋设计师、11 年被派美国设计中心学习；代表作“音速”、“驭帅 (9-14)” 系列	通过 06 年首届李宁杯设计大赛进入公司实习，07 年从北航应届毕业后入职
周世杰	17 年设计韦德之道 6 并取代原设计师 Eric Miller 取得韦德认可；韦德之道 (6-9) 全城系列、“悟道”、“闪击”系列	2013 年入职李宁，此前就职于其他运动品牌公司
王泽莲	纽约时装周服装设计师、街头篮球系列 BADFIVE 主设计师	通过 2012 李宁设计大赛进入公司实习，于北京服装学院应届毕业后入职

孙京颐 李宁跑鞋品类主设计师，曾获德国 IF 全球设计奖及国内红星 1999 年加入李宁，在李宁工作 22 年，
奖金奖，代表作“超轻”、“绝影”系列 李宁超轻系列 1-18 代设计师

资料来源: Wind、公司公告、国元证券经纪(香港)整理

图 1: 李宁品牌部分运动科技



李宁超轻的性能表现

轻量	高回弹	耐久性
比传统减震材料最高轻 达50%	能量回弹最高可至 80%	材料弹性恢复力及抗疲劳性更佳，30,000次疲劳压缩测试，性能几乎无变化，跑步500km仅变形1mm

图 2: “绝影”跑鞋中底镂空设计，搭配弔、露科技



(jiàng)
李宁
弔
科技

李宁弔科技是由一组相向而至的弧形露材料，附和高韧性碳板形成特有的中空结构，在足弓处经过压缩形变，捕获冲击力并将其储存为能力进行快速反馈，较传统跑鞋回弹性能翻倍，有效降低膝关节与踝关节受伤风险。

资料来源: 品牌官网介绍, 国元证券经纪(香港)整理

资料来源: 品牌官网介绍, 国元证券经纪(香港)整理

表 2: 李宁零售流水增长

零售流水	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
整体平台	10-20% 高段 下跌	中单位数 下跌	中单位数 增长	10-20% 中段 增长	80%-90% 高段 增长	90%-100% 低段 增长
线下	20-30% 低段 下跌	10-20% 低段 下跌	低单位数 下降	10-20% 低段 增长	80%-90% 低段 增长	90%-100% 低段 增长
零售	30-40% 中段 下跌	10-20% 低段 下跌	大体持平	中单位数 增长	90%-100% 低段 增长	80%-90% 高段 增长
批发	10-20% 高段 下跌	高单位数 下跌	低单位数	10-20% 低段 增长	80%-90% 低段 增长	90%-100% 低段 增长
电商	10-20% 低段 增长	20-30% 高段 增长	40-50% 低段 增长	30-40% 中段 增长	100% 增长	90%-100% 高段 增长

资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

(2) 品牌势能持续上升，国潮趋势的主要受益者

1984 年洛杉矶奥运会是建国以来中国大陆代表团首次参加的奥运会，李宁在洛杉矶奥运会中成为奥运冠军，是无数国人心目中的运动英雄，这是李宁品牌独有的无形资产。其恰恰和“国潮”所凸显的民族文化自信不谋而合，因此迅速得到消费者的共情。

2011 年公司“90 后李宁”的品牌重塑计划受挫；2012 年行业库存危机时期，公司库存管理能力欠缺导致品牌力受损。近年以来，李宁公司通过批发转直营、以产品为核心的经营内核转变，品牌焕发生机。2018 年“中国李宁”一鸣惊人巩固了李宁品牌在消费者心中的国潮形象，唤醒光辉记忆，升级后的李宁品牌成为潮流、年轻和时尚的代表之一。产品力的提升实现了公司品牌升级的诉求，迅速引发消费者共鸣。

受限于品牌定位及商品定价，以往本土运动品牌进驻一二线城市购物中心阻力较大。

“中国李宁”系列的推出及品牌影响力扩大成为公司渠道结构升级的突破口。据渠道调研，21H1 李宁大货折扣约接近 75%，优于 2019 年同期水平（约 70%）；中国李宁店铺预计于 21 年末达 300 家，对总收入的贡献超中单位数水平。

图 3：李宁 08 北京奥运会点燃火炬经典照片



资料来源：国元证券经纪（香港）整理

图 4：中国李宁 2021 悟·行主题部分秀款



资料来源：李宁品牌微信公众号、国元证券经纪（香港）整理

（3）供应链及渠道精益化管理，渠道掌控力提升，组织效率优化：

在零售化的模式下，品牌商需全面掌控终端需求的信息，以此指导产品企划、经销商订货指引、门店组货、快反补单各方面。零售化改革对供应链及物流的灵活度、渠道及零售管理的精细度提出了新的要求。21H1 公司 DTC 收入(直营+电商)占比已达 55%。

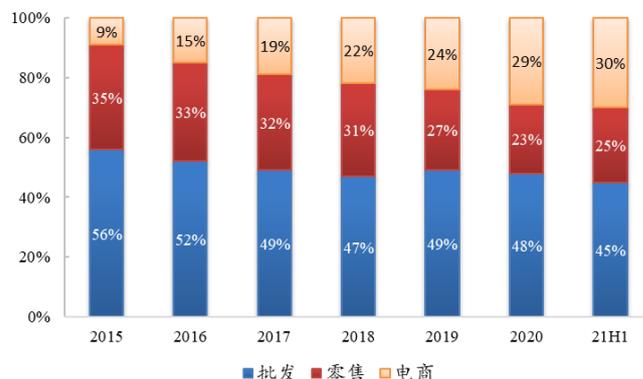
供应链和物流：由被动生产变为主动生产，提升快反能力，自建供应链基地，强化供应链与商品企划及终端销售的配合。公司做了这些事：①2019 年公司的快反比例已超过 20%，近年快反比例逐步提升。②据公司 21 中报披露，期间公司总产能提升 20%-30% 高段，增加核心供应商订单占比以确保产能供给和品质；供货商数量共减少 37 家，Top3 供应商占比提升到 40%。③19 年以来，公司在广西南宁自建鞋服供应链基地，增加供应链灵活度及掌控能力。未来 3 年该基地建成后，预计将支持鞋服 30% 的产能。

渠道及库存管理：2019 年 9 月前优衣库高管高坂武史加入李宁，其拥有丰富的供应链及零售运营经验。公司做了这些事：

①优化单店模型，以“商品和卖场”以及“效率”为核心，加强批零协同及打通全链路库存共享，落实直营子公司损益回顾和整改机制。已采取的举措包括建立周/月度定期销售回顾优化会议制度、精简 SKU、精细化经销商组货指引、发展零售人才、推动店长生意人角色转化等。成交率、折扣率及连带率是公司考核的核心零售指标。

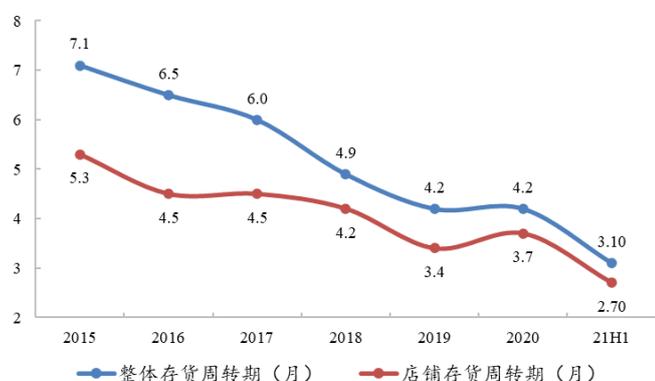
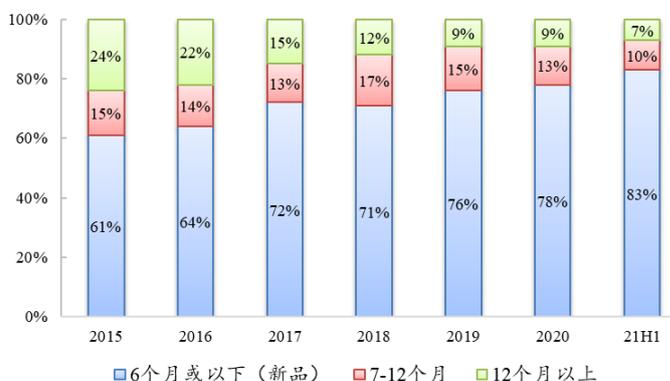
②全面开大店及推动门店升级，优化线上渠道生态。公司线下通过返点政策等支持和开大店及门店装修升级，线上优化缩减低效经销商网店数量（21H1 已优化 40-50% 的数量）。截止 21H1，公司门店总面积同比增加低双位数，单店平均面积超过 180 平。

图 5: 李宁线下渠道门店数量

图 6: 李宁牌渠道收入结构


资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

图 7: 李宁公司整体存货及店铺存货周转期

图 8: 李宁公司渠道存货库龄占比


资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

表 3: 李宁季度同店流水增长率 (SSSG)

零售流水	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
整体平台	N/A	负 中单位数	正 低单位数	正 低双位数	n/a	正 80%-90% 低段
线下	N/A	负 中双位数	负 中单位数	正 中单位数	n/a	正 70%-80% 高段
零售	N/A	负 高双位数	负 中单位数	正 高单位数	n/a	正 90%-100% 低段
批发	N/A	负 低单位数	负 中单位数	正 中单位数	n/a	正 70%-80% 低段
电商	正 低双位数	正 20%-30% 中段	正 30%-40% 高段	正 30%-40% 低段	正 80%-90% 高段	正 80%-90% 高段

资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

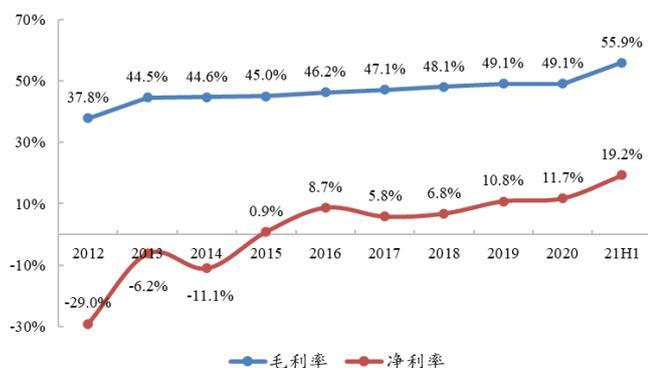
(4) 产品结构升级和管理效率优化驱动利润率提升:

于 2021 年中期, 公司毛利率和净利率分别为 55.9%/19.2%, 较去年全年分别提升 6.8/7.5 个百分点。毛利率提升的驱动因素如下:

①零售折扣未来目标是中高位 80s 的位置, 3-5 个百分点新品折扣的提升将带动毛利率提升 1-2 个百分点以上; ②新品占比提升, 未来新品占比预计有 1-2 个百分点提升(21H1 是 85%), 由于新品 ASP 较高, 带动毛利率提升 1-1.5 个百分点。

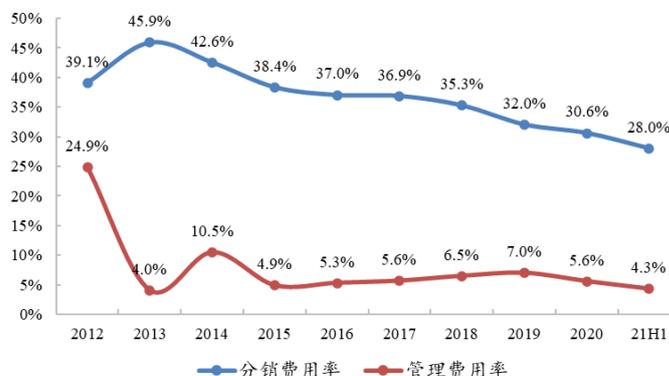
中长期而言, 公司预期毛利率未来 3 年有 2-3 个百分点的提升潜力。结合未来收入增长带来的规模效应, 以及供应链及组织效率提升, 净利率有望达到 20% 左右的区间。

图 9: 李宁公司毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

图 10: 李宁公司分销费用率和管理费用率



资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

➤ 维持买入评级, 上调目标价至 110.0 港元:

我们的观点: 公司品牌势能和产品力在本土运动品牌具备领先优势, 是国潮趋势的主要受益者, 7-8 月流水延续高增长。随着零售管理能力提升及供应链体系逐步完善, 预计经营效率持续提升。我们判断公司将乘国潮时代东风, 在收入与利润端双高质量增长。预计 21E 至 23E 营收分别为 211/ 261/ 321 亿元, 同比+46%/ +24%/ +23%; 净利润分别为 35.7/ 45.9/ 58.3 亿元, 同比+110%/ +29%/ +27%。上调公司目标价至 111.0 港元, 维持买入评级, 目标价对应 22E 财年的 PE 约 50 倍, 对应 PEG 约 1 倍。

风险提示:

运动服饰需求不及预期、潮流趋势变动、行业竞争格局恶化、管理层变动等。

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>