万联证券 WANLIAN SECURITIES

案例分析：透过李宁波澜壮阔的30年看国货崛起之路

——消费升级系列报告之运动鞋服篇（二）

同步大市（维持）

日期：2020年06月30日

行业核心观点：

本文通过分析李宁波澜壮阔的30年历程总结国货品牌的崛起之道。受益于政策、全民健身风、消费升级等利好因素，我国运动鞋服市场规模庞大且增速高，行业显现强者恒前的马太效应。**短期来看，**随着疫情的缓和，各大商圈客流量逐渐增多，企业业绩有望得到边际改善。**中长期来看，**本次疫情促使更多的人重视身体健康和体育锻炼，随着人们外出活动次数的增加和锻炼身体习惯的养成，运动鞋服的需求有望迎来强反弹。**建议关注优质运动鞋服龙头企业。**

投资要点：

- **中国领先的体育品牌企业之一，近年来业绩亮眼：**公司主要以李宁品牌提供专业及休闲运动鞋、服装、器材和配件产品。公司的品牌矩阵完善，旗下拥有核心品牌李宁LI-NING、李宁YOUNG、弹簧标、LNG、艾高AIGLE、上海红双喜、凯胜Kason和Danskin等众多品牌。通过电商、供应链、众多科技成果和跨界联名等方式推动公司业绩不断上升。2019年，公司实现营收138.79亿元，同比增长31.85%；归母净利润149亿元，同比增长109.59%。

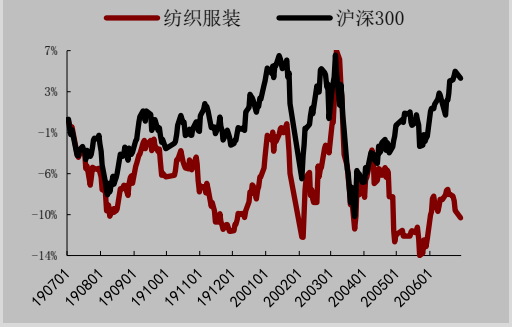
- **公司发展经历阵痛后，调整重生再攀巅峰：**李宁集团发展历程，大致可分为4个阶段。**第一阶段为快速发展期（2004-2009年）：**公司利用渠道布局占据先机，取得优异成果但粗犷的扩张为日后埋下隐患。**第二阶段为行业调整期（2010-2011年）：**由于行业进入调整期，公司渠道隐患爆发。虽然以改革谋发展，但成效不大。**第三阶段为品牌重塑期（2012-2014）：**公司重新进行改革，虽未能重现昔日辉煌，但为日后复苏打下基础。**第四阶段为企业复苏期（2015-至今）：**公司通过众多营销措施和品牌建设，复苏不断提速。

- **品牌复兴，产品力+营销+渠道助力公司腾飞：**公司坚持单品牌，多品类，多渠道战略，以其核心品牌为主，通过经销商、零售和电商三渠道并进以及完善供应链，不断推动业绩增长。在保持研发投入总体稳定上扬的前提下，积极研发各项运动鞋服科技，以硬核科技打造产品核心竞争力，并利用时装周等时事热点、体育赛事、明星等资源宣传自身产品，通过联名各大IP和跨界电竞圈扩大品牌影响力，最终实现亮眼的业绩增速。

- **国货品牌启示总结：**目前我国运动鞋服市场体量庞大且增速高，行业集中且呈现强者恒强的马太效应。随着国人对国货品牌好感度的提升，本土品牌迎来发展机遇。我们通过总结李宁的发展历程，认为国货品牌崛起应具备的三要素有：高效通畅的销售渠道、品牌核心竞争力和从设计、营销等方面紧扣时代潮流。

- **风险提示：**新冠疫情复燃、电商发展不及预期、行业竞争加剧。

纺织服装行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND,万联证券研究所

数据截止日期： 2020年06月29日

相关研究

万联证券研究所20200526_行业专题报告_AAA_消费升级系列报告之运动鞋服篇（一）

分析师： 陈雯
执业证书编号：S0270519060001
电话：18665372087
邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理： 李滢
电话：15521202580
邮箱：liying1@wlzq.com.cn

万联证券

请阅读正文后的免责声明

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

目录

1、中国本土领先运动鞋服企业，近年来业绩表现亮眼.....4
1.1 公司简介：一代传奇谢幕，创立中国领先运动鞋服品牌.....4
1.2 公司股权结构集中稳定.....5
1.3 近年来改革成效显著，业绩表现抢眼.....6
2、公司发展经历阵痛后，调整重生再攀巅峰.....7
2.1 抓住机遇，快速发展（2004-2009 年）.....8
2.2 行业衰退，品牌重塑定位失败（2010-2011 年）.....10
2.3 渠道重塑阵痛，新商业模式上线（2012-2014）.....12
2.4 公司迎来复苏，改革成效显著（2015-至今）.....14
3、品牌复兴，产品力+营销+渠道助力公司腾飞.....16
3.1 战略：单品牌，多品类，多渠道.....16
3.2 研发：硬核科技打造核心竞争力.....20
3.3 营销：讲好李宁故事，掀起中国之潮.....22
4、透过李宁涅槃重生看国货品牌崛起之路.....25
4.1 中国运动鞋服行业景气度高，资源不断向头部聚集.....25
4.2 国货品牌崛起路在何方？.....25
5、投资建议.....26
6、风险提示.....26

图表 1：公司品牌概况.....4
图表 2：2010-2019 年中国运动鞋服行业中市占率前五的公司.....5
图表 3：公司机构股东和个人股东梳理.....5
图表 4：公司 2015-2019 年营业收入与同比增速.....6
图表 5：公司 2015-2019 年归母净利润与同比增速.....6
图表 6：公司 2015-2019 年毛利率和销售净利率（%）.....6
图表 7：公司 2015-2019 年销售费用率、管理费用率和财务费用率（%）.....6
图表 8：公司收入分产品构成（%）.....7
图表 9：公司收入分渠道构成（%）.....7
图表 10：公司 2015-2019 年门店数量（个）.....7
图表 11：公司 2001 年 6 月-2020 年 5 月的月收盘价走势（元）.....8
图表 12：公司 2001-2009 年营业收入与同比增速.....9
图表 13：公司 2004-2009 年门店数量与同比增速.....9
图表 14：公司 2003-2009 年应收账款账龄结构（亿元）.....9
图表 15：公司 2002-2009 年应收账款周转天数（天）.....9
图表 16：公司 2008-2011 年营业收入与同比增速.....10
图表 17：公司 2008-2011 年归母净利润和同比增速.....10
图表 18：公司 2009-2012 年应收账款账龄结构（亿元）.....11
图表 19：公司 2009-2012 年应收账款周转天数（天）.....11
图表 20：公司 2008-2012 年门店数量与同比增速.....11
图表 21：公司 2011-2014 年门店数量（个）.....12
图表 22：公司 2012-2015 年应收账款账龄结构（亿元）.....13
图表 23：公司 2012-2015 年应收账款周转天数（天）.....13

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

图表 24：公司 2011-2015 年营业收入和同比增速 13
图表 25：公司 2011-2015 年归属母公司净利润（亿元） 13
图表 26：公司 2015-2019 年营业收入和同比增速 14
图表 27：公司 2015-2019 年归母净利润（亿元） 14
图表 28：公司 2015-2019 年门店数量（个） 14
图表 29：公司 2015-2019 年应收账款周转天数（天） 14
图表 30：公司 2015-2019 应收账款账龄结构（亿元） 15
图表 31：公司 2014-2019 电商渠道收入和同比增速 15
图表 32：公司 2014-2019 电商渠道收入占总收入比例（%） 15
图表 33：公司品牌历年大事记 16
图表 34：公司 2014-2017 年分品牌收入（亿元） 17
图表 35：公司 2014-2017 年分品牌占比（%） 17
图表 36：公司 2015-2019 年分产品收入（亿元） 17
图表 37：公司 2015-2019 年分产品收入占比（%） 17
图表 38：公司 2015-2019 年分渠道收入（亿元） 18
图表 39：公司 2015-2019 年分渠道收入占比（%） 18
图表 40：公司 2015-2019 年分渠道同店销售增速 18
图表 41：公司零售运营“闭环” 19
图表 42：公司端对端零售业务平台 19
图表 43：李宁牌部分鞋类科技 20
图表 44：李宁牌鞋科技分布 20
图表 45：公司运动服饰 AT 科技平台 20
图表 46：公司 2004-2019 年研发费用与同比增速 21
图表 47：公司 2004-2019 年研发费用率（%） 21
图表 48：搭载轻弹科技的韦德之道 7 21
图表 49：公司 2018 年纽约时装周“悟道”主题封面 22
图表 50：公司 2018 年纽约时装周部分产品 22
图表 51：公司体育赛事资源一览 23
图表 52：公司与迪士尼联名产品 24
图表 53：公司与 Atmos 联名鞋 24
图表 54：公司联名电竞豪门 EDG 推出“V8 EDG”弹幕版跑鞋 24

万联证券

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

1、中国本土领先运动鞋服企业，近年来业绩表现亮眼

1.1 公司简介：一代传奇谢幕，创立中国领先运动鞋服品牌

体育传奇完美谢幕，事业人生初开篇章。1988 年，一共获得 14 个世界冠军、106 枚国内外体操比赛金牌、被誉为“体操王子”的李宁先生宣布退役，结束了自己传奇的体育生涯。1990 年，李宁先生在广东三水创立李宁体育用品有限公司，开启了自己人生的新篇章。建立初期，公司从事“李宁牌”运动服装的生产与销售。同年 8 月，“李宁牌”运动服被选为第十一届亚运会圣火传递指定服装，“李宁牌”因此迅速火遍全国。到 1991 年，公司全面经营运动服装和运动鞋。之后多次成为奥运会中国体育代表团的赞助商，公司迅速发展。

中国领先运动鞋服品牌之一，持续聚焦“单品牌、多品类、多渠道”策略。李宁集团为中国领先的体育品牌企业之一，集团拥有自身品牌、研究、设计、制造、经销及零售实力，产品包括运动及休闲用途的运动鞋、服装及配件，已在中国市场建立广泛的经销商及零售网络。目前，公司的品牌矩阵完善，旗下拥有核心品牌李宁 LI-NING、李宁 YOUNG、弹簧标、LNG、艾高 AIGLE、上海红双喜、凯胜 Kason 和 Danskin 等众多品牌。品牌之间的差异化定位，既避免同业竞争，又使品牌之间优势互补，保障了李宁集团行业领先的龙头地位。2019 年，在中国运动鞋服市场中，公司的市占率为 6.3%，仅次于 Nike（22.9%）、Adidas（20.4%）、安踏（16.4%）、Skechers（6.8%）。

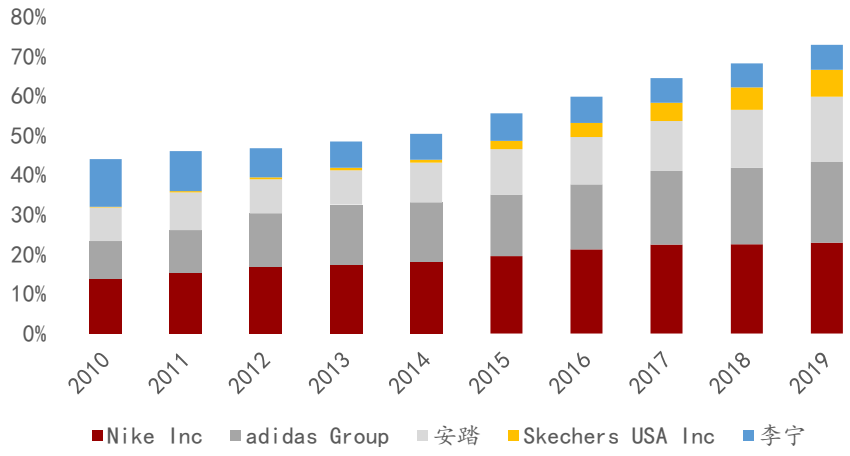
图表1：公司品牌概况

品牌名	创立时间	品牌概况
李宁LI-NING	1990创立	企业主打品牌，定位中高端运动鞋服，2019年门店数6449，收入占比90%以上
李宁YOUNG	2010创立，2017年重塑	定位3-12岁的少年儿童，门店数超过1千，业务覆盖中国大陆29个省、直辖市和自治区
弹簧标	2015内部孵化	定位大众运动生活
LNG	2015内部孵化	定位高端都市运动时尚
乐途LOTTO	2008获得中国区独家代理权，2018年终止	高端运动品牌
艾高AIGLE	2005年与法国AIGLE合资成立大陆艾高AIGLE	定位高端户外运动用品
上海红双喜	2007年以3.05亿元收购57.5%股权	定位乒乓球专业产品，独立门店少
凯胜KASON	2009年收购	定位专业羽毛球用品
DANSKIN	2016年获得大陆及澳门代理权	定位舞蹈和瑜伽时尚健身用品

资料来源：公司公告、万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

图表2： 2010-2019年中国运动鞋服行业中市占率前五的公司



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所

1.2 公司股权结构集中稳定

公司股权集中，李宁先生和其家族实际掌控的非凡中国公司共同掌握公司控制权。截止 2019 年 12 月 31 日， 非凡中国持有公司 11.37%的股权，李宁和其侄子李麒麟持股占比分别为 18.13%和 17.37%。股权结构集中稳定有利于大股东的决策统一，提高公司运营效率。

图表3：公司机构股东和个人股东梳理

持股5%以上的机构股东	简介	占已发行普通股比例
非凡中国	李宁家族实际控制的香港上市公司	11.37%
BlackRock, Inc（贝莱德集团）	美国规模最大的上市投资管理集团	7.91%
Schroders Plc（施罗德基金公司）	英国国际投资集团	5.10%
个人股东	**简介**	**占已发行普通股比例**
李宁	董事会主席兼联席行政总裁	18.13%
李麒麟	执行董事	17.37%
高坂武史	联席行政总裁	0.20%
王亚非	独立非执行董事	0.03%
陈振斌	独立非执行董事	0.03%
苏敬轼	独立非执行董事	0.01%

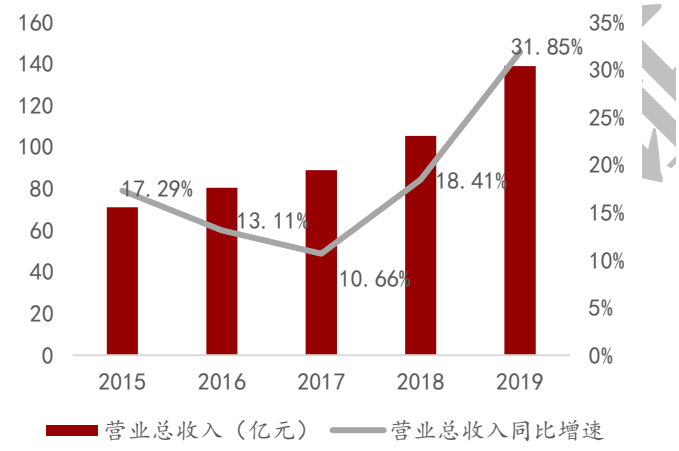
资料来源：wind、万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

1.3 近年来改革成效显著，业绩表现抢眼

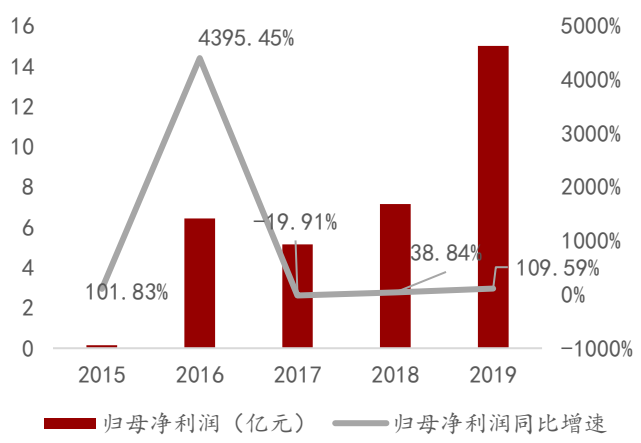
近年来，得益于渠道改革、经营模式等方面的改变，公司的业绩表现惊人。营利能力方面，从 2015 年开始，公司的营业收入呈现不断上升的趋势，同比增速处于波动上升的状态。2019 年，公司营业收入增至 138.79 亿元，同比增长 31.85%，显示出强劲的复苏迹象。营业收入高速增长的同时，毛利率和销售净利率的也在稳步提升，归母净利润因而水涨船高，展现出令人满意的结果。在经历了归母净利润从 2015 年的 0.14 亿到 2016 年的 6.43 亿的暴增后，2019 年公司的归母净利润同比增速再次超过 100%，达到 109.59%。**成本控制方面，**近年来管理费用率小幅度增长，同时销售费用率和财务费用率的双降，公司成本控制系统不断优化。**门店方面，**门店数量的逐年上升也为营业收入增长奠定坚实的基础。

图表4：公司2015-2019年营业收入与同比增速



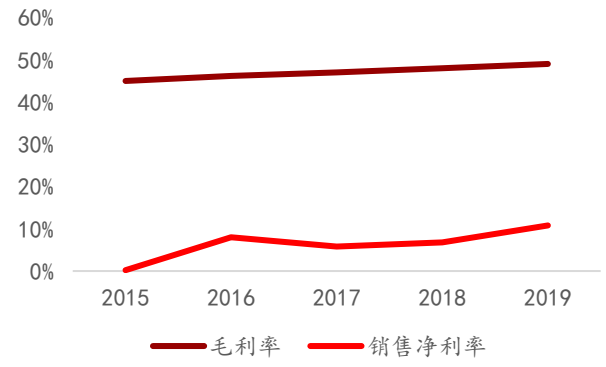
资料来源：wind、万联证券研究所

图表5：公司2015-2019年归母净利润与同比增速



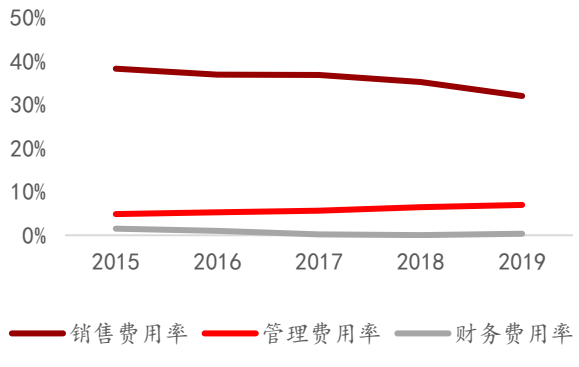
资料来源：wind、万联证券研究所

图表6：公司2015-2019年毛利率和销售净利率（%）



资料来源：wind、万联证券研究所

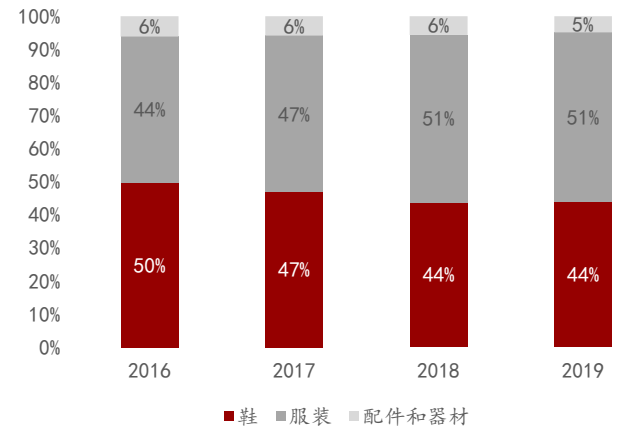
图表7：公司2015-2019年销售费用率、管理费用率和财务费用率（%）



资料来源：wind、万联证券研究所

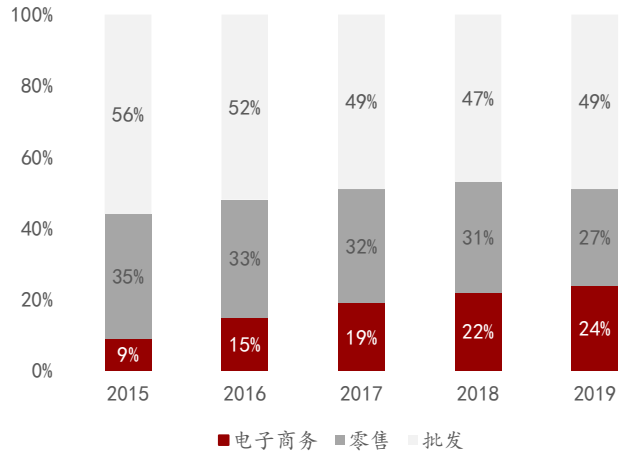
万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

图表8：公司收入分产品构成（%）



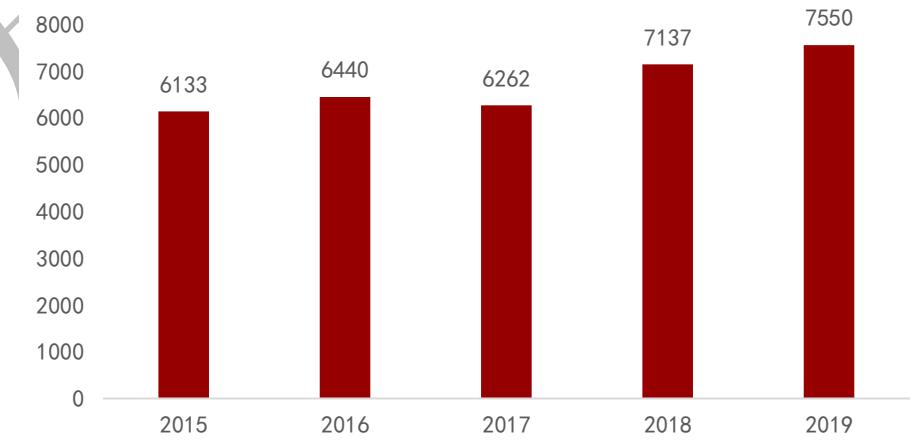
资料来源：wind、万联证券研究所

图表9：公司收入分渠道构成（%）



资料来源：wind、万联证券研究所

图表10：公司2015-2019年门店数量（个）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

2、公司发展经历阵痛后，调整重生再攀巅峰

公司的发展并非一帆风顺，回顾公司的发展历程，大致可分为 4 个阶段：

第一阶段为快速发展期（2004-2009 年）：2004 年，公司在香港主板上市，是内地首家在香港上市的体育用品公司。在这段时期，公司迅速发展，签约多个球星和抢占多个体育赛事资源。同时，公司的渠道布局占据先机，在这段时期取得优异的经营成果。但这种渠道横向扩张模式存在渠道效率隐患。

第二阶段为行业调整期（2010-2011 年）：由于金融危机的滞后影响，行业进入调整

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

期，公司的渠道隐患爆发，应收账款和存货积压，企业现金流运转承压。公司以改革谋发展，但偏激的品牌定位和提价，严重挫伤核心消费群体，改革成效不大，公司经营陷入衰退。

第三阶段为品牌重塑期（2012-2014）：为彻底解决销售渠道隐患，转变经营模式，公司重新进行了一些列改革，包括优化供应链和渠道效率。改革虽未能拨乱反正，重现公司昔日辉煌，但销售渠道效率提升，供应链和快速反应产品线等为日后复苏打下基础。

第四阶段为企业复苏期（2015-至今）：李宁先生重回管理层，通过众多营销措施和品牌建设，公司逐渐返回正轨。时装周的成功让公司口碑销售双丰收，跨界联名产品“吸粉”无数，加上不断完善的经销商、零售和电商销售渠道、供应链体系和产品销售闭环，公司的复苏不断提速。

图表11：公司2001年6月-2020年5月的月收盘价走势（元）



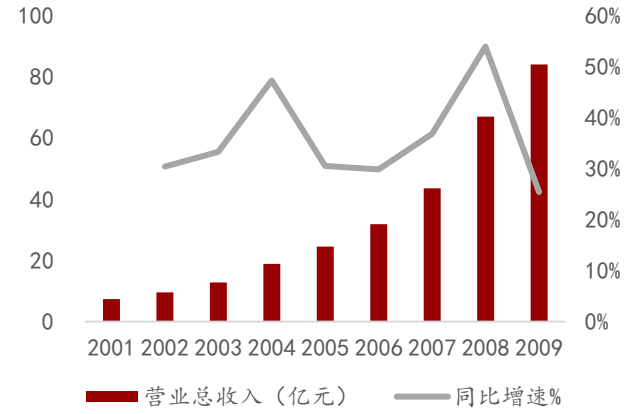
资料来源：wind、万联证券研究所

2.1 抓住机遇，快速发展（2004-2009年）

2001 年加入世界贸易组织后，我国经济迅速腾飞。2001 年到 2009 年我国 GDP 年复合增长率超过 15%。经济高速发展，人均收入水平不断提高，加上 2008 年申奥成功，人们对运动服饰和运动鞋的需求随之高涨。**面对发展机遇，公司迅速扩张销售渠道，通过快速增加销售门店数量抢占市场份额，扩大品牌影响。这种粗放的渠道扩张型发展模式在企业发展初期成效显著。**从 2001 年到 2009 年，公司营业收入从 7.35 亿飙升至 83.87 亿元，年复合增长率超过 35%。与此同时。公司的经销商门店数量从 2004 年的 2389 家增至 2009 年的 7240 家，年复合增长率为 24.82%。门店数量增长幅度与营业收入增长幅度趋于一致。

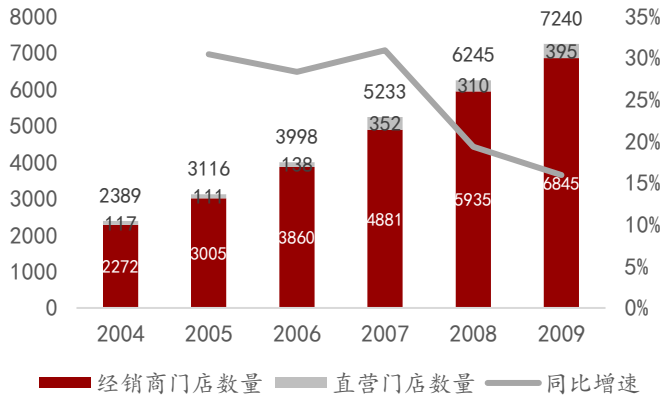
万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

图表12：公司2001-2009年营业收入与同比增速



资料来源：wind、万联证券研究所

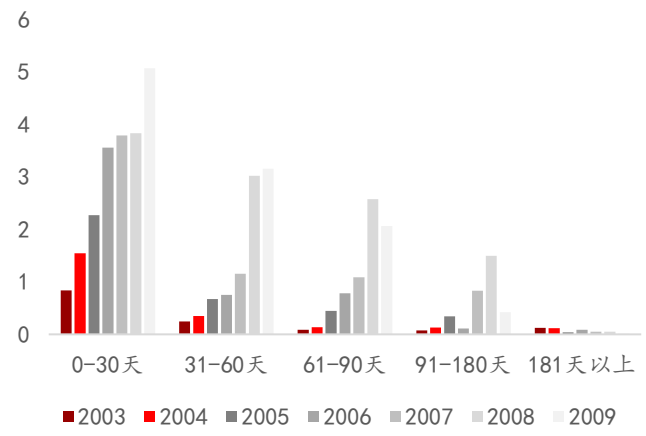
图表13：公司2004-2009年门店数量与同比增速



资料来源：wind、万联证券研究所

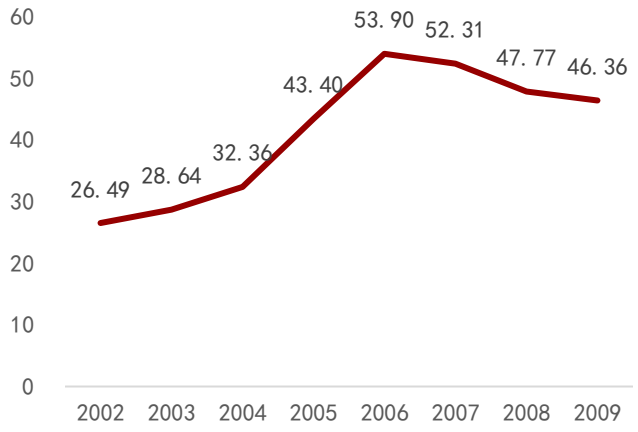
粗放型的发展模式为日后埋下渠道隐患。从应收账款账龄结构来看，2004 年之前，公司应收账款账龄结构处于比较健康的状态。从 2005 年开始，应收账款账龄结构中 31-60 天和 61-90 天的数额开始大幅度上涨。这表明在不断扩张门店数量的过程中，经销商回笼资金能力减弱，新开店铺的质量逐渐下滑。这一点在应收账款周转天数中表现得更加明显。

图表14：公司2003-2009年应收账款账龄结构（亿元）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表15：公司2002-2009年应收账款周转天数（天）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

并且，在面临突发状况时，粗放型发展模式下的销售渠道脆弱性展现的淋漓尽致。2008 年爆发金融危机时，公司营业收入再创新高至 66.9 亿元，同比增长 53.83%。但是应收账款账龄结构中，0-30 天的数额仅增加 1.1%，而 31-60 天、61-90 天的数额增长超过 100%，91-180 天的数额增长超过 80%。公司的营业收入增长并没有及时转化成现金流量，经销商的现金回笼受阻，产品积压势必拖累公司之后的业绩表现。

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

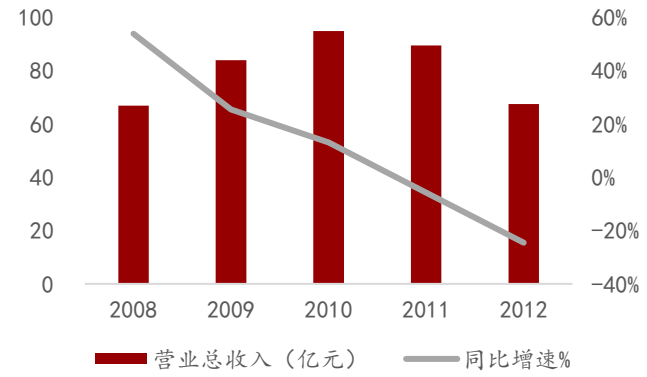
2.2 行业衰退，品牌重塑定位失败（2010-2011年）

2010 年，中国市场环境急剧变化，过去被认为存在巨大商业机会的环境，已经变得竞争异常激烈。**越来越多的竞争者进入这个行业，同质化的经营激化竞争，渠道扩张型发展模式已不再适应新环境。**同时，金融危机的后续影响不断影响行业宏观环境，消费者信心不足使行业发展雪上加霜。

面对这样的不利的局面，公司开启变革。改革措施主要注重于品牌重塑和渠道效率的改善两个方面。**品牌重塑**注重完善品牌管理架构和品牌营销的内容与形式，推出了新的品牌标识。**改善渠道效率**主要包括提高经销商的规模经济效应，加强产品生命周期管理。改进零售管理能力，帮助经销商应对成本压力。

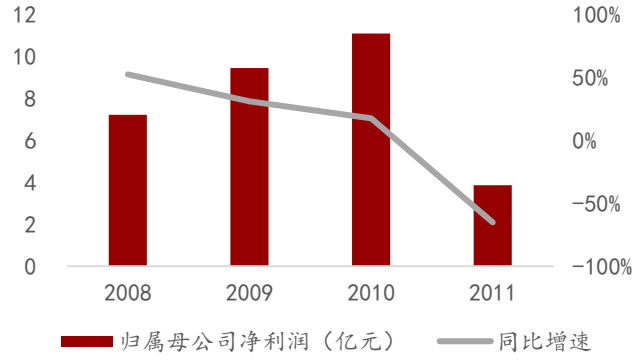
品牌定位失误，公司财务指标下滑。公司在 2010 年将品牌标识“一切皆有可能”更改成“让改变发生”，开启新一轮的改革。但由于前期主要采取渠道扩张型发展模式，公司品牌缺乏核心竞争力，消费者粘性不足。品牌定位高端的同时提高了售价，极大地挫伤了原本忠实的核心消费群体。公司市场份额不断流失，财务指标恶化。公司的营业收入在 2010 年到达最高峰 94.85 亿元后开始逐渐下行，2011 年公司的营业收入下降到 89.38 亿元，同比增速步入负值区间。归母净利润在 2010 年到达最高点 11.08 亿元，随后在 2011 年下降到 3.85 亿元，同比下降 65.19%。

图表16：公司2008-2011年营业收入与同比增速



资料来源：wind、万联证券研究所

图表17：公司2008-2011年归母净利润和同比增速

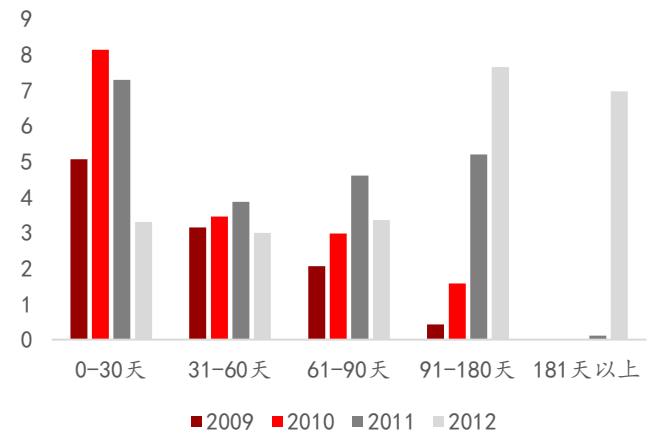


资料来源：wind、万联证券研究所

渠道效率改革成效暂未体现，经销商经济效益改善不明显，公司应收账款账龄结构继续恶化。从 2010 年开始，应收账款账龄为 61-90 天和 91-18 天的数额迅速上升，其中 91-180 天的数额上升幅度最高。2010 年公司应收账款账龄为 91-180 天的数额同比增速超过 270%，2011 年的同比增速超过 230%。公司应收账款账龄较大部分的数额暴增，背后是经销商效益下降，无法及时回笼现金以偿还欠款。2010 年公司的应收账款总额达到 16.14 亿，2011 年达到 21.05 亿，均高于同期的归属母公司净利润。高额的应收账款，不断上升的应收账款周转天数，使公司维持企业正常现金流量压力不断上升。**公司渠道效率改革成效在 2010-2011 年并不明显。**

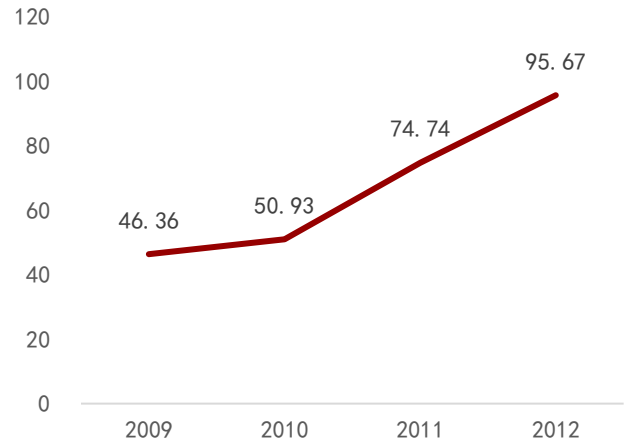
万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

图表18：公司2009-2012年应收账款账龄结构（亿元）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

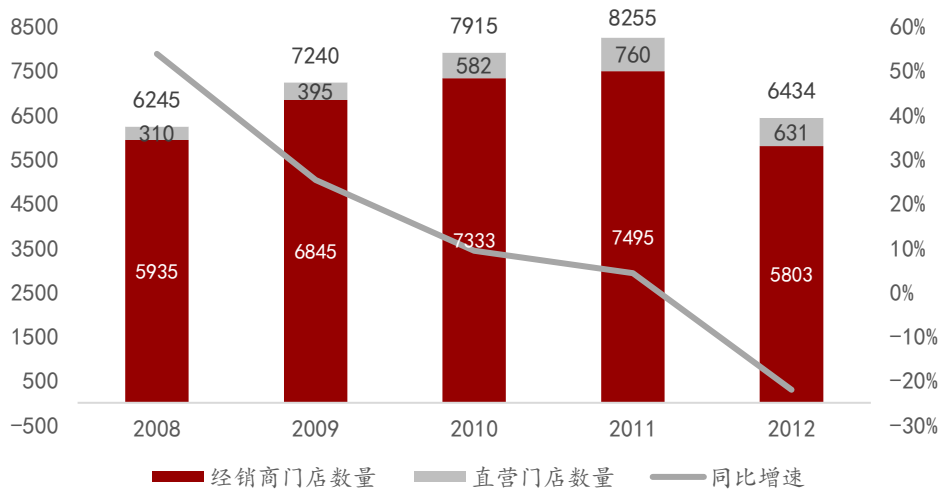
图表19：公司2009-2012年应收账款周转天数（天）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

公司难改渠道横向扩张模式。公司在年报中坦言以往过分依赖开店促增长，且这种渠道横向扩张模式已不再适用，决心进行调整。但从经销商门店的数量情况来看，公司依旧难以摆脱依赖开店实现营收增长的渠道横向扩张模式。与2010年相比，2011年公司经销商门店数净增162家，直营门店数量净增178家。总门店数同比增长4.3%，虽然是2004年以来的最低值，但仍保持正增长。2011年门店数量的上涨却不能带来营业收入上的增长，再次印证渠道横向扩张模式风光不再。**公司需要更加彻底的改革将其拉出衰退的泥淖。**

图表20：公司2008-2012年门店数量与同比增速



资料来源：公司公告、万联证券研究所

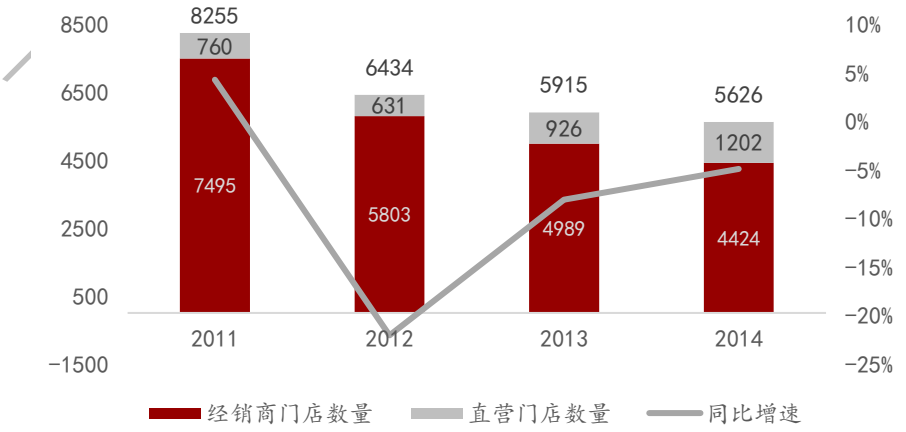
万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

2.3 渠道重塑阵痛，新商业模式上线（2012-2014）

2012 年，在引入战略投资者 TPG 后，李宁集团提出了全面性的变革蓝图。变革蓝图包括针对渠道、品牌和产品等方面的根本性改进，设定最终由批发模式转为以零售为导向、以体育营销为引领的发展策略。自此，**公司开始了新一轮的改革。**此次改革主要分为两个部分，一是实施“渠道复兴计划”，旨在加快积压存货的处理，提升渠道盈利能力。二是打造以零售为导向的商业模式，以改善终端消费者体验。

痛下决心摒弃渠道横向扩张模式。在公布全面性的变革蓝图之后，公司在门店数量和质量上进行了大刀阔斧的变革。首先公司对全部店铺进行了盈利评估，关闭低店效的门店。其次，公司对全部店铺进行分类，依据分类制定有针对性的渠道及产品策略，提升单店盈利能力。最后，在关闭低店效的门店的同时，增加公司工厂店和折扣店的数量，以帮助集团和经销商清理积压的存货，保持渠道畅通。在收缩门店数量的大前提下，仅 2012 年，公司工厂店增加 8 家，折扣店增加 88 家。工厂店和折扣店的增加大大提升了李宁尾货处理能力。经过改革，公司门店数量从 2011 年最高点 8255 家锐减到 2014 年 5266 家，降幅超过 30%。同时，零售门店同期呈现上涨趋势，从 2011 年的 760 家增至 2014 年的 1202 家。**公司正在实现从渠道横向扩张模式到以零售为导向的商业模式的转变。**

图表21：公司2011-2014年门店数量（个）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

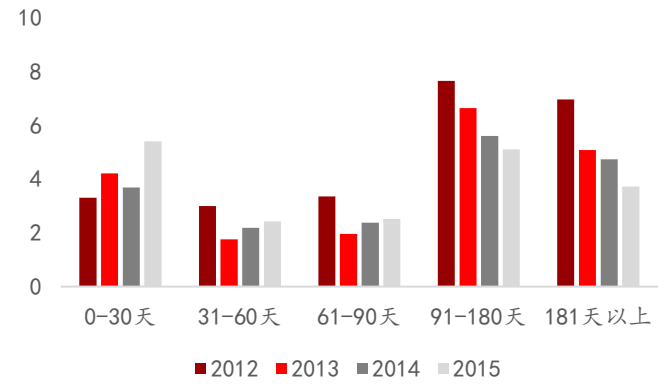
得益于快速反应产品线、零售主导订购模式和零售经营的新商业模式，改革取得一定成效。2012 年 10 月，公司试行快速反映产品线，推出了一系列的快速产品，满足消费者需求的同时，提高了存货管理效率。加上具有“惯性订单+最畅销 SKU 补货+快速反映产品”特性的零售主导订购模式和通过灵活敏捷的补货、调货减少缺货损失的零售经营的新商业模式，公司的经销商渠道存货积压压力大大减缓，现金回笼能力不断提升。同时，价格改善策略和李宁工厂店和折扣店等存货清理手段，使公司应收账款天数和应收账款账龄结构等指标出现了积极的转变。

2012-2014 年，应收账款账龄为 91-180 天和 181 天以上的数额呈现下降趋势。账龄为 91-180 天的数额从 2012 年的 7.64 亿元下降到 2014 年的 5.60 亿元，年复合降幅 14.39%。账龄为 181 天以上的数额从 2012 年的 6.96 亿元下降到 2014 年的 4.73 亿

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

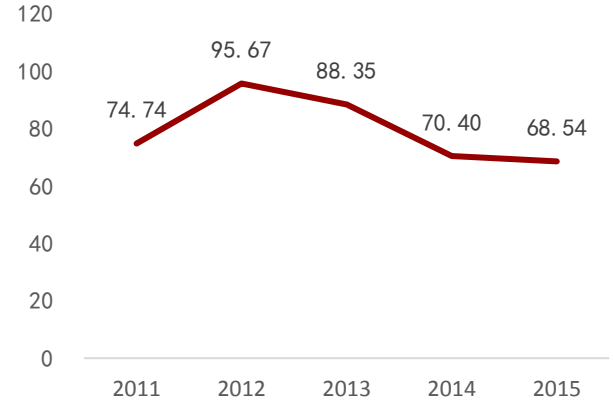
元，年复合降幅 17.54%。同期应收账款总额从 24.25 亿元下降到 18.57 亿元，应收账款周转天数从 95.67 天下降到 70.4 天。**上述指标的积极转变，一定程度上反映出李宁改革收到了成效。**

图表22：公司2012-2015年应收账款账龄结构（亿元）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表23：公司2012-2015年应收账款周转天数（天）

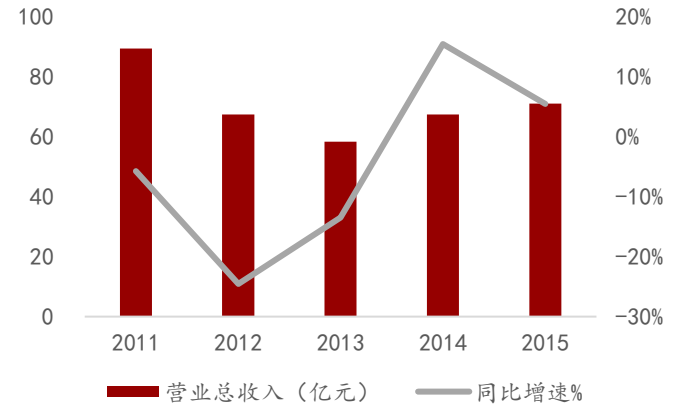


资料来源：公司公告、万联证券研究所

改革成效逐步传递到公司业绩。营业收入方面，公司营业收入在 2012 和 2013 年均处于下降态势，2014 年才有所回升。归母净利润方面，2012 年公司归母净利润巨亏 19.79 亿元。但从 2012 年年报披露来看，实际亏损并没有如此之高。2012 年的亏损中包括了为减轻经销商负担而一次性计提的 9.33 亿元的应收账款拨备和 4.00 亿元的存货减值准备。2013 年，归属母公司净利润亏损缩小至 3.92 亿元，但 2014 年亏损又扩大到 7.81 亿元。

虽然在 2012 年到 2014 年间，公司业绩没有因为改革而重现昔日辉煌，但是经销商零售渠道逐渐通畅，发展模式的转变和快速反应产品线的建立，为之后公司的复苏打下来坚实的基础。

图表24：公司2011-2015年营业收入和同比增速



资料来源：wind、万联证券研究所

图表25：公司2011-2015年归属母公司净利润（亿元）



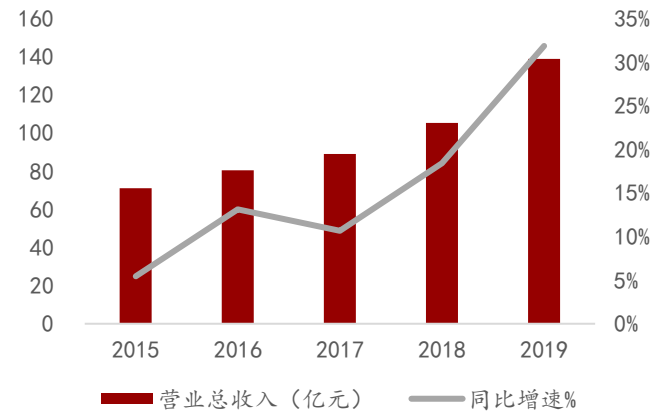
资料来源：wind、万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

2.4 公司迎来复苏，改革成效显著（2015-至今）

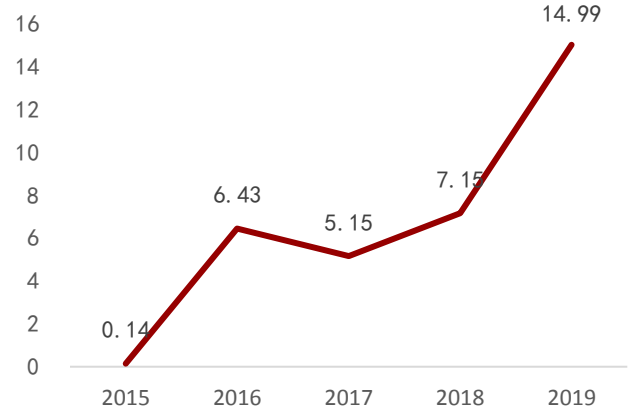
扭亏为盈，公司步入复苏通道。得益于前期渠道的改革和经营模式的转变，2015 年公司归属母公司净利润由负转正，实现了 0.14 亿元的微薄利润。此后，公司营业收入不断上升，归母净利润也逐渐恢复并超越昔日高点。2019 年，公司营业收入增至 138.8 亿元，同比增长 31.85%。归母净利润能增至 14.99 亿元，同比增速 109.59%。

图表26：公司2015-2019年营业收入和同比增速



资料来源：wind、万联证券研究所

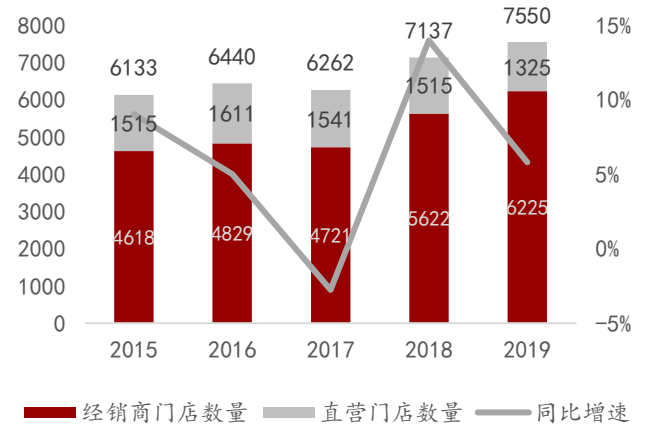
图表27：公司2015-2019年归母净利润（亿元）



资料来源：wind、万联证券研究所

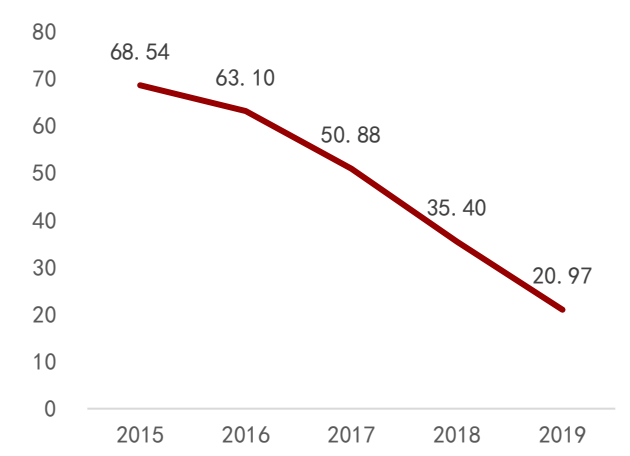
公司的复苏得益于前期坚定的渠道效率改革。2015 年到 2019 年，公司的门店数量重新步入上升通道。门店总数由 2015 年的 6133 家上升至 2019 年的 7550 家。其中零售门店数量处于下降态势，经销商门店数不断上升。在这种情况下，公司应收账款周转天数仍处于逐年下降趋势，从 2015 年的 68.54 天下降到 2019 年的 20.97 天。**李宁渠道线率改革成效显著，渠道效率显著提升。**

图表28：公司2015-2019年门店数量（个）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表29：公司2015-2019年应收账款周转天数（天）

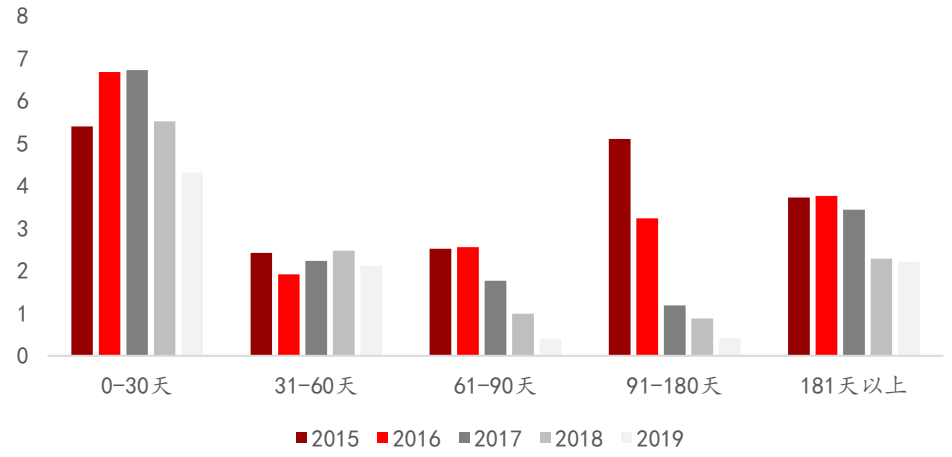


资料来源：公司公告、万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

应收账款账龄结构不断改善。从 2015 年开始，应收账款账龄为 61-90 天、91-180 天和 181 天以上的数额不断下降。2019 年，应收账款账龄为 61-90 天的数额已降至 0.4 亿元， 91-180 天数额降至 0.41 亿元。经销商的经营绩效上升，有充足的资金支付购货款项。**销售渠道改革同时改善经销商和集团的现金流量状况，为公司的复苏提高有力保障。**

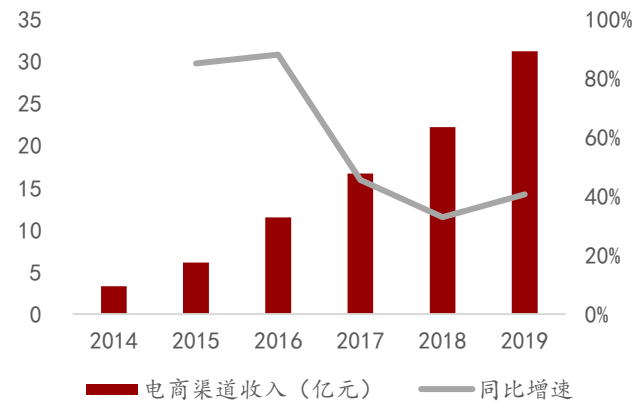
图表30：公司2015-2019应收账款账龄结构（亿元）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

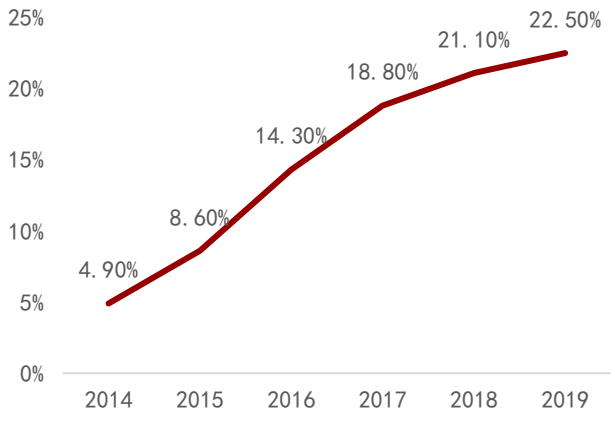
电商渠道是公司复苏的一大助力。在 2004-2009 年期间，公司主要以经销售渠道为主，自营为辅。2019 年，公司已经形成了经销商渠道，自营渠道和电子商务渠道三分天下的局面。由于我国电商行业的飞速发展，并且电商渠道具有存货数量少，运营成本小，灵活多变等优点，与公司渠道改革目标贴近，因此公司近年来大力发展电商渠道业务。公司电商渠道收入占总收入的比例也在不断上升。2014 年公司电商渠道收入仅占总收入的 4.9%。2019 年该比例飙升 22.5%。电商渠道收入也从 2014 年的 3.3 亿元增至 2019 年的 31.23 亿元，年复合增速高达 56.74%。

图表31：公司2014-2019电商渠道收入和同比增速



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表32：公司2014-2019电商渠道收入占总收入比例（%）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

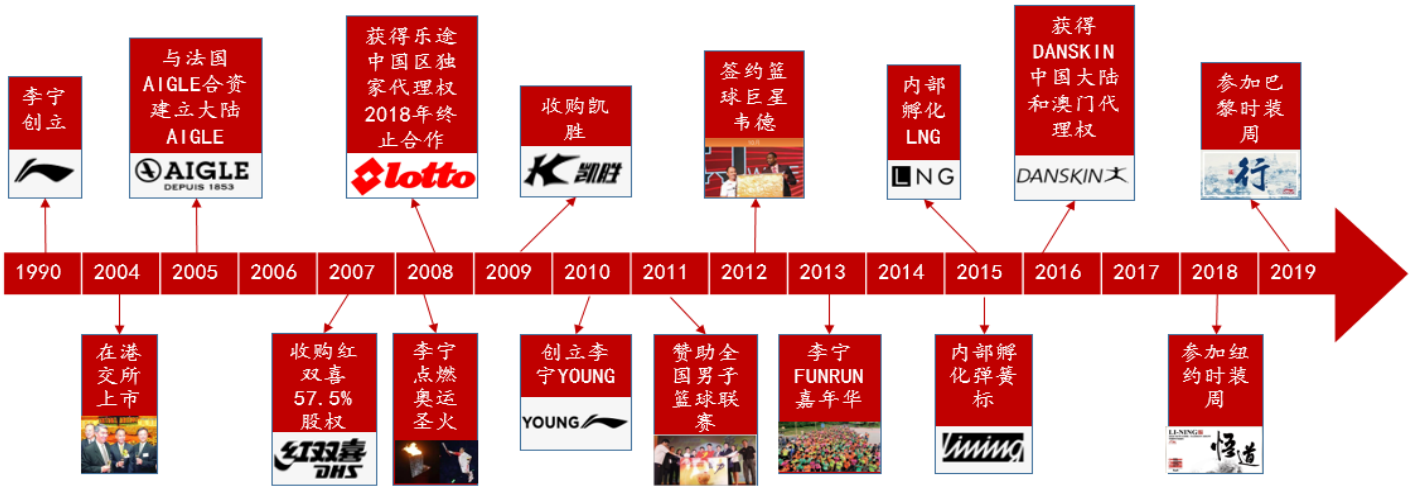
万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

3、品牌复兴，产品力+营销+渠道助力公司腾飞

3.1 战略：单品牌，多品类，多渠道

公司奉行单品牌，多品类，多渠道的战略。品牌方面，在创立之初，集团仅有一个品牌李宁。在近 30 年的发展过程中，公司一方面通过收购和合作的方式获得了一部分品牌，另一方面通过自身品牌细分孵化出一部分品牌。截止 2019 年，公司旗下品牌有李宁，李宁 YOUNG，中国李宁，弹簧标，红双喜，凯盛 Kason，Danskin，艾高 AIGLE。虽然集团拥有众多品牌，但始终以李宁、李宁 YOUNG、中国李宁、弹簧标等李宁核心品牌为主。**渠道方面，**经过 2010-2014 年的不断改革，公司目前形成了经销商渠道，零售渠道和电商渠道的多渠道共同发展的局面，不再过于依赖经销商渠道。疫情期间，电商渠道销售对于集团的重要性不言而喻。随着电商的飞速发展，预计公司电商渠道的重要性会不断上升。

图表33：公司品牌历年大事记

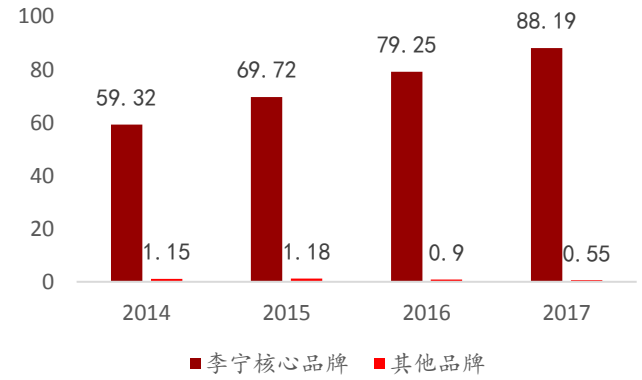


资料来源：公司公告、万联证券研究所

深耕李宁核心品牌。公司在年报中一直强调公司经营以李宁核心品牌为主。从分品牌营业收入来看，李宁核心品牌一直占据绝对的统治地位。在 2014-2017 年间，李宁核心品牌的收入占总收入的比例均不低于 98%。从 2018 年起，公司由于主要从事体育用品单一业务，不再披露李宁核心品牌和其他品牌的分部资料。从收入数据来看，公司业绩的增长也基本取决于核心品牌的收入增长。

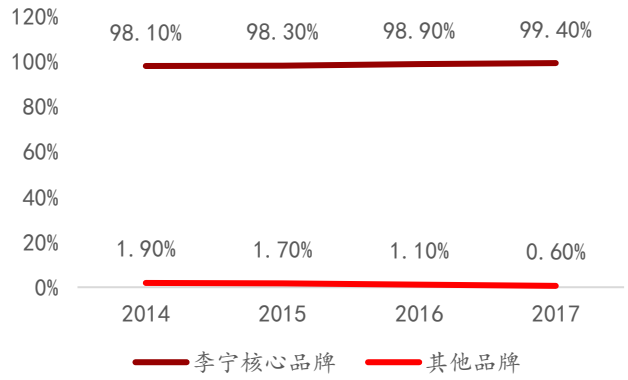
万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

图表34：公司2014-2017年分品牌收入（亿元）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

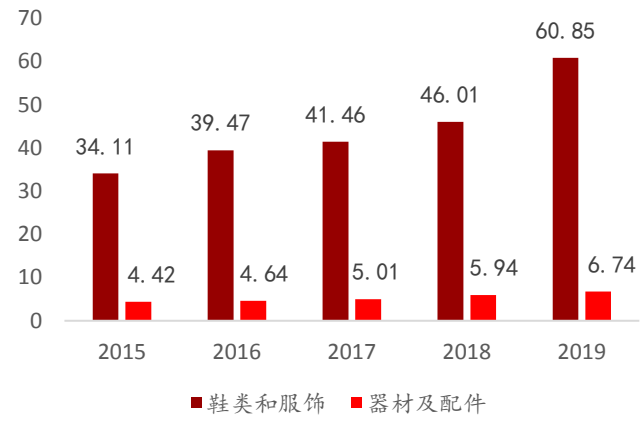
图表35：公司2014-2017年分品牌占比（%）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

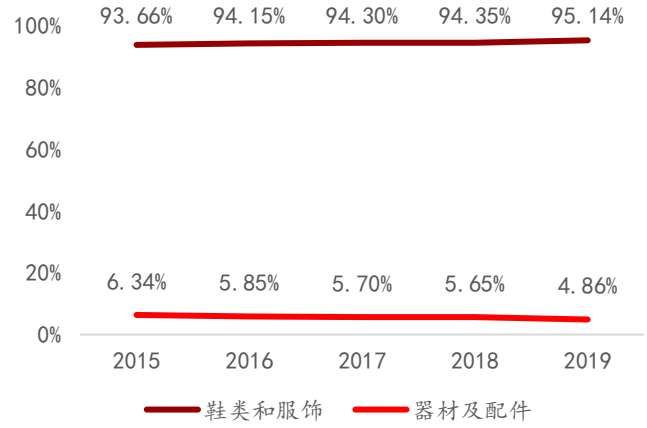
在分产品收入上，李宁核心品牌也占据绝对统治地位。从 2015 到 2019 年，运动鞋和运动服饰的收入之和占总收入的比例均维持在在 93%以上，器材与配件的比例在 4%-7%上下波动。运动鞋和运动服饰都来源于李宁核心品牌，一部分器材与配件也来自李宁核心品牌。未来公司将继续保持李宁核心品牌的核心地位，推动各品牌共同发展。

图表36：公司2015-2019年分产品收入（亿元）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表37：公司2015-2019年分产品收入占比（%）

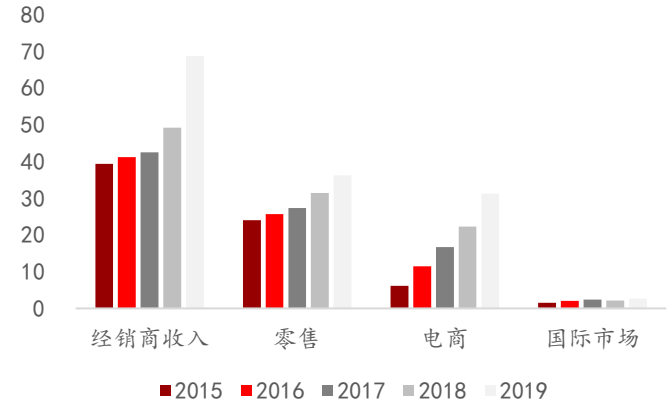


资料来源：公司公告、万联证券研究所

多渠道共同驱动，电商维持高增速，零售运营不断完善。目前，公司已完成从过于依赖经销商渠道到经销商渠道、零售渠道、电商渠道和国际市场共同发展的转变。虽然经销商渠道收入占公司营业收入的比例依旧维持第一名，但零售渠道和电商渠道的占比近年来也在逐年提升。2017 年，经销商渠道收入占比为 47.8%，自 2014 年以来首次跌破 50%。与此同时，**电商渠道收入占比展现出了惊人的高增速，**从 2015 年的 8.6%上升至 2019 年的 22.5%。国际市场占比稳定在 2%左右。

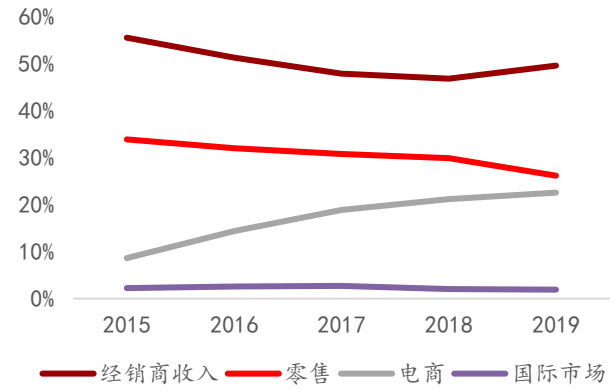
万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

图表38：公司2015-2019年分渠道收入（亿元）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表39：公司2015-2019年分渠道收入占比（%）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

在同店销售增速方面，电商渠道也有惊艳的表现。从2015年到2019年，经销商渠道和零售渠道的同店销售都处于10-20%或以下的增长，但同期电商渠道同店销售均处于40%-50%或以上增长。在2016年，电商渠道同店销售录得90%-100%的中段增长。电商渠道发展之快可见一斑。

图表40：公司2015-2019年分渠道同店销售增速

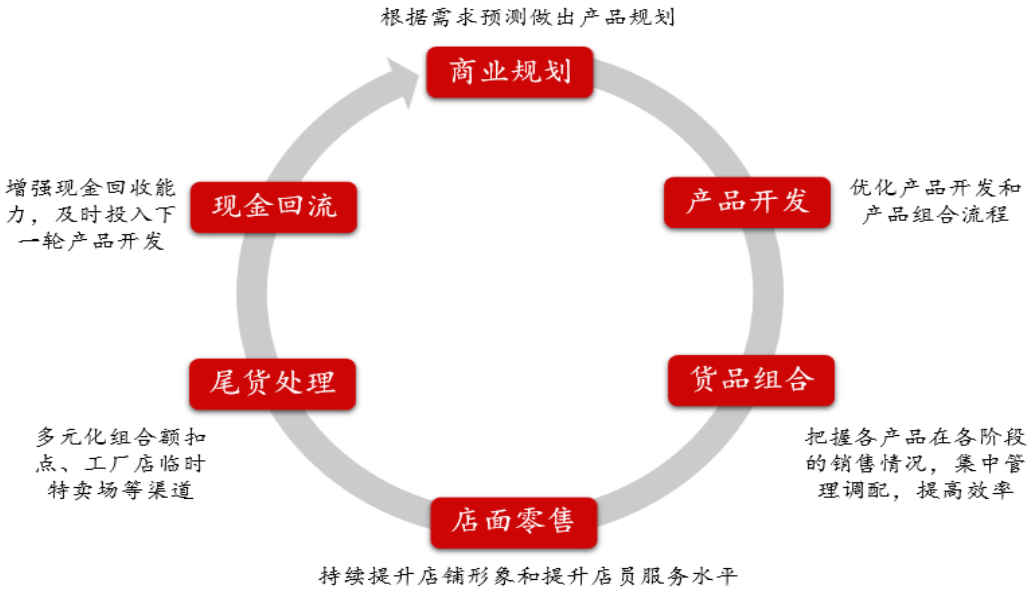
渠道	2015	2016	2017	2018	2019
经销商	低单位数跌幅	低单位数增长	高单位数增长	中单位数增长	10%-20%中段增长
零售	中单位数跌幅	高单位数增长	10%-20%低段增长	中单位数增长	10%-20%高段增长
电商	60%-70%高段增长	90%-100%中段增长	40%-50%低段增长	50%-60%中段增長	40%-50%低段增长

资料来源：公司公告、万联证券研究所

目前，公司零售运营“闭环”已经建立并且处于不断完善的过程中。公司将零售运营划分为商品规划、产品研发、货品组合、店面销售、尾货处理和现金回流6个环节。通过对各个环节精准把控，及时发现问题，并做出有针对性的调整，提高营运效率。同时公司在2014年建立的**端对端零售业务平台发展至今已日趋成熟。**实时数据预测产品需求，分批生产，分批发货，建立快速反应产品线等，既降低了渠道的存货量，又能准确抓住商机，实现盈利。

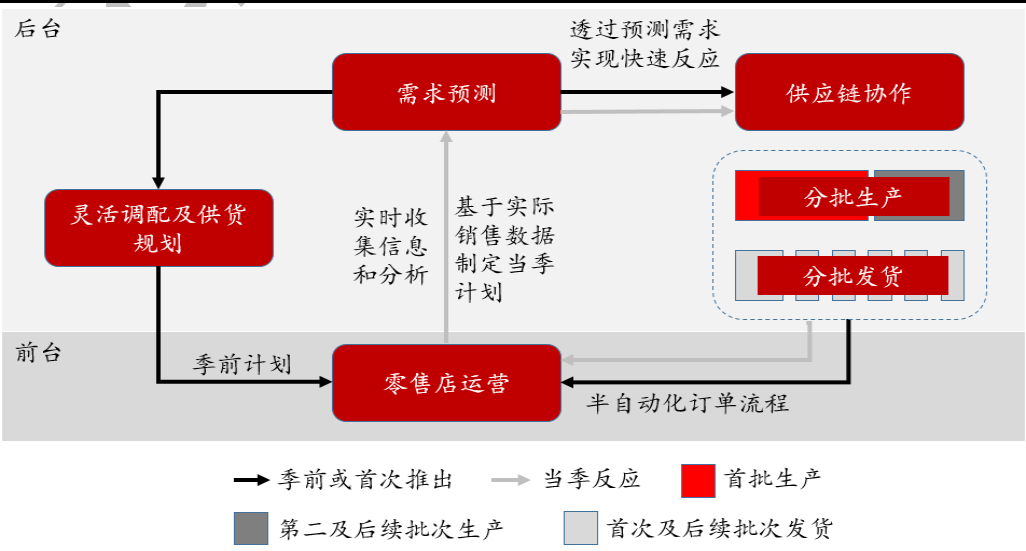
万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

图表41：公司零售运营“闭环”



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表42：公司端对端零售业务平台



资料来源：公司公告、万联证券研究所

为配合多渠道发展战略，公司建立相应的物流支持体系。2016 年，全部区域性物流中心(RDC)、全国型物流中心(NDC)都完成了业务流程改造和信息化升級，可以同时具备批发物流、零售物流和直接为线上客户服务的电商物流能力，初步建立了覆盖全国销售网络的全渠道物流服务体系。目前公司建立的精准+快速的物流支持体系，已实现总仓向全国超过 800 家门店的铺货直配，以及常青款向全国超过 1500 家门店 每周滚动补货。目前所有仓库都同時具备 B2B 和 B2C 作业能力，能够同时应对线上和线下各种季节和假日的销售高峰需求。

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

3.2 研发：硬核科技打造核心竞争力

公司重视产品科技的研发，目前已拥有李宁弓、李宁弧等多种核心科技。上市以来，李宁研发费用率一直维持在2%-3%之间。即便在企业面临困境，公司依然坚持在研发方面投入资金。目前，李宁凭借自身多年的研发积累，不断推出搭载其核心科技如韦德之道系列的产品，深受消费者喜爱。

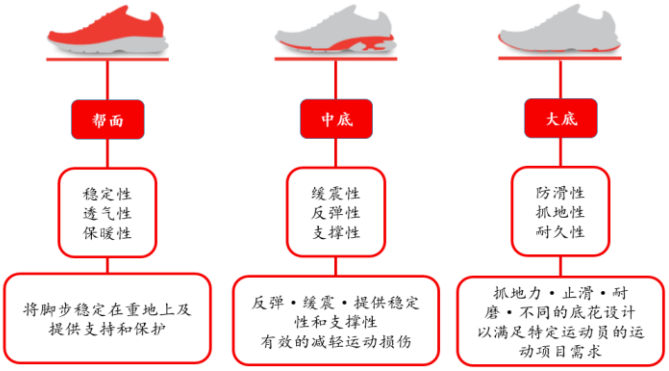
公司拥有众多运动鞋服科技。目前，公司拥有的科技主要集中于运动鞋和运动服方面。运动服方面已经形成了完整的AT科技平台，包括AT PROOF WIND防风、AT PROOF RAIN防雨、AT BACTERIA抗菌等多种核心科技。运动鞋方面，科技主要分布在帮面、中底和大底。帮面科技主要有water shell防水、cool shell降温等，中底科技主要有李宁弓、李宁弧等，大底科技主要有ice loc冰面止滑等。

图表43：李宁牌部分鞋类科技

鞋面科技	water shell(防水)、cool shell(降温)、warm shell(保暖)、flex shell(协调)
中底科技	李宁弓(减震)、李宁弧(减震) 李宁云（回弹）
大底科技	ice loc（冰面止滑） multi-acce-lerate(减震止滑)

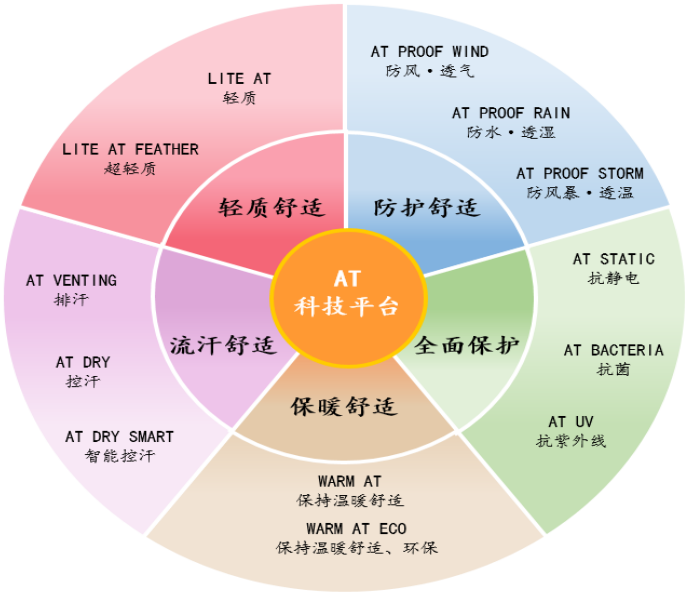
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表44：李宁牌鞋科技分布



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表45：公司运动服饰AT科技平台

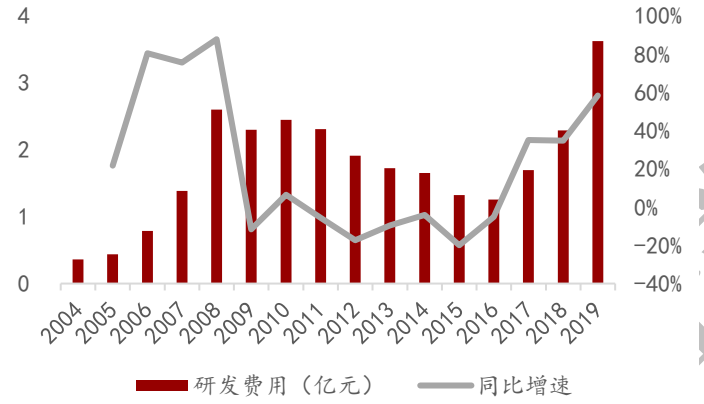


资料来源：公司公告、万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

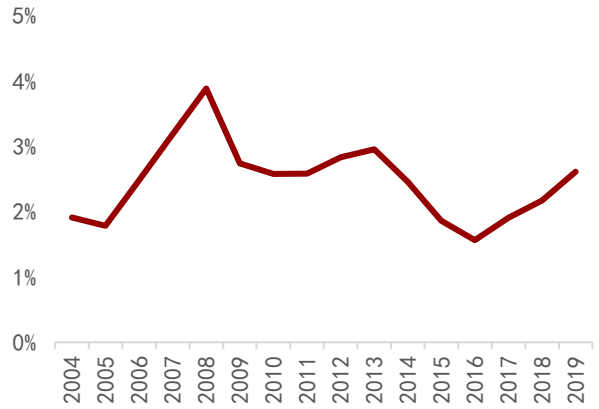
公司研发费用率近几年来有所提升。从资金数额来看，公司的研发投入随经营业绩的变化而变化。从 2004 年到 2009 年，研发投入处于不断上升的趋势。在 2010 年遭遇行业调整之后，研发投入数额开始下降，于 2016 年到达最低点，之后再止跌回升。从研发费用率来看，公司研发费用率近几年来有所提升，从 2016 年的 1.56%提升到 2019 年的 2.61%。

图表46：公司2004-2019年研发费用与同比增速



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表47：公司2004-2019年研发费用率（%）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

公司近年来推出了一些列搭载其全新科技的产品。“韦德之道”系列最新款韦德之道 7 搭载了李宁最新研发的全新缓震科技“（beng）轻弹科技”。该科技使用的 PEBAX 材料归属于高性能热塑性弹性体材料，拥有超宽的使用温域和优异的抗老化性、抗日光能力的特性。因此以 PEBAX 为材料超临界发泡成型的“李宁”运动鞋具备更久的材料耐疲劳性。

图表48：搭载轻弹科技的韦德之道7



资料来源：百度图片、万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

3.3 营销：讲好李宁故事，掀起中国之潮

公司不断利用当下时事热点进行品牌宣传，通过高频次高质量的曝光推广自身产品，并结合体育赛事、体育明星和跨界联名等方式持续宣传自身品牌，不断扩大品牌影响力和品牌核心消费群体。

时装周走秀李宁艺惊全场。2018 年 2 月 7 日上午，公司以“悟道”为主题，带着自家的鞋服产品，出现在了纽约时装周 2018 秋冬秀场。作为第一个登陆国际秀场的中国运动品牌，它第一次亮相便惊艳了全场。

图表49：公司2018年纽约时装周“悟道”主题封面



资料来源：搜狐网 、万联证券研究所

此次亮相时装周，公司主要以黑、白、红三色为主色调，间或穿插其他颜色，代表中国奥运会经典颜色的“番茄炒蛋”致敬奥运历史上第一套中国领奖服 Victor001，中国字 Logo、叠穿等更为丰富的潮流元素。在多款 T 恤、卫衣中，设计师更是创造性地使用李宁年轻时在体操赛场的历史照片作为印花。这些设计既体现了中国特色元素又不失时尚。

图表50：公司2018年纽约时装周部分产品



资料来源：搜狐网 、万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

公司在时装周的走秀一落幕，瞬间引爆社交媒体，随之高涨的还有公司股价和市值。2 月 12 日其股价大涨 9.88%，创 2017 年 1 月 8 日以来最大涨幅。天猫中国日秀场同款 1000 多双鞋子，上线 1 分钟就售光，速度太快，甚至来不及补货。公司的天猫旗舰店更是迎来客流高峰，走秀款的销售额占据了秀后当日运动行业的前三。公司电商总经理冯晔对外公开表示称“低估了用户的热情。”

获得纽约时装周的成功之后，2018 年公司以“行”为主题，参加了巴黎时装周和 2019 年的纽约时装周，均获得巨大成功。**时装周的成功不仅使公司口碑和销量双丰收，大大改变了公司在消费者印象中的形象，而且掀起了中国国潮。**

公司手握众多体育赛事和球星资源。2012 年，公司签约篮球巨星德怀恩·韦德并推出了韦德之道系列球鞋，吸粉无数。同时，公司牵手国家跳水队、国家乒乓球和国家羽毛球队，利用冠军队伍和冠军队员的宣传效应提升品牌影响力。在东京奥运会临近之际，公司针对潜力夺冠选手进行推广，实现主推产品的多次曝光，如谌龙风刃 900、石宇奇风动 9000、郑思维风动 9000C、李俊慧风动 9000D 等。

图表51：公司体育赛事资源一览

	篮球	田径/跑步/跳水/射击	羽毛球	乒乓球
顶级运动员/运动队/运动俱乐部	德怀恩·韦德、CJ·迈克勒姆、埃文·特纳、郭艾伦、孙悦、中国少年篮球队	中国国家跳水队 中国国家射击队	中国国家羽毛球队 谌龙、石宇奇、郑思维、李俊慧	中国国家乒乓球队、马龙、李晓霞、丁宁
赛事	中国男子篮球职业联赛、中国初高中篮球联赛、中国大学生篮球联赛、CBA青年联赛	李宁10公里路跑联赛、2019年杭州马拉松、北京女子半程马拉松和珠海横琴马拉松		中国乒乓球协会联赛
其他重要赞助资源	乌杜尼斯·哈斯勒姆、曾令旭、方硕、田宇翔、陈林坚、罗凯文、张祖铭、王子瑞	广东省田径队 云南省田径队 八一田径队	中国国家青年羽毛球队、新加坡国家羽毛球队、印尼国家羽毛球队、北京等多个省队	

资料来源：公司公告、万联证券研究所

公司跨界联名产品层出不穷。近年来，公司多次联名各大品牌推出新产品，收效甚佳。2019 年，公司联名“XLARGE”推出“反伍一代”篮球鞋，搭载顶级科技打造专业篮球场战靴。一经问世就受到热烈追捧，成为街头潮流关键领袖脚上的热门单品。不仅如此，公司还与日本潮流品牌“Atmos”、迪士尼、故宫、人民日报等众多品牌和 IP 推出各具特色的产品，好评如潮。

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

图表52：公司与迪士尼联名产品



资料来源：公司官网、万联证券研究所

图表53：公司与Atmos联名鞋



资料来源：搜狐网、万联证券研究所

2019 年公司收购了英雄联盟电竞战队 snake，改名 LNG，正式涉足电竞圈，以此扩大品牌影响力，吸引热爱电竞的消费者。早在 2018 年，公司曾联名电竞豪门 EDG 战队推出了“V8 EDG”联名弹幕版跑鞋，在电竞圈轰动一时。

图表54：公司联名电竞豪门EDG推出“V8 EDG”弹幕版跑鞋



资料来源：电竞嘤嘤怪、万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

4、透过李宁涅槃重生看国货品牌崛起之路

4.1 中国运动鞋服行业景气度高，资源不断向头部聚集

目前我国运动鞋服市场体量庞大，行业景气度高。2019 年中国运动鞋服市场规模 459.5 亿美元，同比增长 12.6%。然而人均运动鞋服零售额仅为美国的 1/12,英国、德国的 1/5。随着城镇化推进和人均收入的增加，我国人均运动鞋服零售额至少有 5 倍左右的提升空间。

行业集中度高，资源不断往头部靠拢。2019 年我国运动鞋服行业 CR5 为 72%，较 2010 年提升 21 个百分点。当前，国内品牌在赛事球星和科技等方面承揽了众多资源，市场份额集中在头部企业手中，行业呈现“强者愈强，弱者愈弱”的马太效应。

国潮风起，国人对本土品牌好感度日益提升，国货品牌迎来发展机遇。公司纽约时装周带火“国潮”之后，其他品牌纷纷效仿。加上科技为运动鞋服赋予的硬核品质，国人对本土品牌好感日渐提升。2018 年国人对本土品牌好感度高达 80%以上。我国网购接受度高，各大运动鞋服品牌商纷纷布局线上渠道。在疫情的影响下，电商渠道表现成为运动鞋服品牌商 2020 年业绩增长的关键点。

4.2 国货品牌崛起路在何方？

参考李宁的涅槃重生之路，从公司初期的高速发展，到遭遇挫折决心改革，最终迎来复苏的曲折发展历程来看，**国货品牌崛起至少应具备三个要素：高效通畅的销售渠道、品牌核心竞争力和紧扣时代潮流。**

（1）高效通畅的销售渠道。公司在初期高速发展阶段并不注重渠道效率，仅仅依靠扩张门店数量带动营业收入增长。这种模式弊端极其明显，在遭遇行业挫折时，企业应收账款和存货形成积压，增加企业现金流压力。公司的“渠道振兴计划”目的是建立高效通畅的销售渠道。公司的改革通过经销商、零售和电商三渠道并进，分散渠道风险；通过工厂店和折扣店处理尾货，保持企业现金流正常运转。通过供应链改革升级，建立快速产品生产线降低必需存货数量，精准把控产品制造到销售到现金回流的全过程。**公司的改革总体上是渠道效率的改革。**

（2）品牌核心竞争力。公司在 2009-2012 年的改革成效不大的一个主要原因是公司在缺乏品牌核心竞争力时，贸然改变品牌定位和提价导致核心群体流失。缺乏科技、设计和内涵独特性的产品可替代性强，其他条件相似的情况下，价格成为影响消费者决策的重要因素。在复苏阶段，公司的产品凭借独特的科技，极具风格的设计和蕴含品牌价值的故事性内涵“俘获”众多消费者。由此可见，由科技，设计和产品内涵构成的**品牌核心竞争力是企业不断创造辉煌的利器。**

（3）紧扣时代潮流。文化综艺节目如《诗词大会》、《国家宝藏》、《上新了故宫》热播，反映出国人重新认识我国传统文化已逐渐形成潮流。在这种情况下，公司紧扣时代潮流，在时装周的高曝光舞台上，展示了自己融合中国文化的产品，得到了消费者的认可。公司在时装周的惊艳表现，掀起了中国之潮。**公司的快速复苏一定程度上是紧扣时代潮流的结果。**

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

5、投资建议

近年来，我国政策多次鼓励支持引导体育相关产业发展，全民健身蔚然成风。我国运动鞋服市场规模庞大且增速高，但目前人均消费额处于低位，预计随着我国经济的持续增长和我国运动健身热潮的不断发酵，未来提升空间广阔。在如此庞大的市场下，行业集中度高且在不断提升，龙头企业加速资源聚集，并争先从国潮营销、科技、电商等多方面发力。**短期来看，**受疫情影响，2020Q1 运动鞋服企业均受到不同程度冲击，但随着疫情的缓和，各大商圈客流量逐渐增多，业绩有望得到边际改善。**中长期来看，**本次疫情促使更多的人重视身体健康和体育锻炼，未来随着人们外出活动次数的增加和锻炼身体习惯的养成，运动鞋服的需求有望迎来强反弹。建议关注受疫情影响而超跌的优质运动鞋服龙头企业。

6、风险提示

新冠疫情复燃风险、电商发展不及预期风险、行业竞争加剧风险。

万联证券

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，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。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)