

未评级

百丽国际 (1880.HK)

强大的供应链管理体系，积极的渠道管理

市场数据

报告日期	2014.12.31
收盘价(港元)	8.72
总股本(亿股)	84.34
总市值(亿港元)	735.44
总资产(亿元)	324.1
每股净资产(元)	3.05

数据来源: 彭博

事件:

我们于12月29日与百丽集团投资者关系总监汪振汉交流了公司最新的经营状况。

主要观点:

- **阿迪耐克领先行业复苏，争取更多市场份额：**由于阿迪耐克库存结构较好，且经销商的大规模洗牌后，行业在一定程度上完成了整合，在消费升级的背景下，因此一线的国际品牌会不断增加市场份额。2014财年上半年，运动、服饰业务销售规模相比去年同期增长16.8%，其主要原因，是同店销售增长较快，达到15%的水平。
- **百丽多品牌策略能更有效的抵抗行业风险：**公司在中高档女鞋领域有30%左右的市场份额。进入百货公司时相对于竞争公司有谈判优势。除了公司最大的品牌百丽超过2000家门店，其他品牌都只有1000家，仍有很大的上升空间。
- **不断开拓新渠道，积极完善销售模式：**优购平台一直做得很不错，虽然目前对于公司来说体量还很小，但是会是公司对未来有备无患的准备。销售模式上尝试服装和鞋一起出售，为客户带来更好的消费体验
- **强大的供应链管理体系：**补单时间15天，而同行为40天。两万家门店分大区进行管理，未来门店的管理会由大区下沉到重点城市，在各区域分品牌管理保证品牌差异性；公司将改善POS系统，做到数据的实时更新以及更有效的帮助订单管理。
- **估值：**目前股价对应2015财年市盈率15.4倍。

兴证香港研究部

电话: 852-3509 5999

86-755-23826013

邮箱: research@xyzq.com.hk

会议要点:

1. 百丽从零售公司转型为品牌公司的原因?

公司经营上并没有发生本质上的变化。这两年强调品牌建设主要是由于市场状况的变化以及消费者行为的变化:消费者对差异化消费的需求增强,公司基于市场竞争的角度要强化品牌意识、加强品牌事业部经理的决策权。公司经营的店面覆盖 360 个左右的城市,计划将其中 80-100 个作为管理城市(即一个地域相对中心的城市)管理其周边区域。

2. 百丽如何做到 15 天补单时间?

供应链管理做得好主要是由于垂直一体化的模式,将决策和交易关系内部化以方便沟通,对提高效率有很大的帮助。在备料环节上,工厂可以通过信息的及时传递预先得知需要处理的原皮数量。公司 80%的产品都在自己工厂生产,而其他竞争对手将 45%-50%产品外包。公司的架构是零售驱动型,这将做到对终端消费信息的快速反映。。

3. 中国女鞋市场将来的趋势如何?

保持单位数的增长。

4. 当品牌店达到 1000 家后,是否还有上升空间?

目前鞋的销售渠道 90%在百货,中国有 4000 多家百货公司,其中有 2300 家左右适合百丽开店。百货在未覆盖的 3、4 线城市还有一些发展空间。单品牌的天花板是 2000 多家店,所以这些品牌仍有上升空间。

5. 购物中心渠道的制约在哪里?

由于在中国购物中心是新兴的商业模式,招商的目标比较平面化,开发商更注重大品牌的品牌效应促进物业升值,而对消费者具体需要什么样的品类,考虑不足。而鞋子这一品类的特点在于没有大品牌,因此在购物中心中占比不高。国内购物中心目前客流量消费重心并不在购物。

6. 为什么耐克、阿迪能够领先行业复苏?

库存结构较好。经销商的大规模洗牌一定程度上完成了整合。公司一直以来看好耐克、阿迪。管理层认为一线的国际品牌会不断增加市场份额。

7. 运动服饰的经营利润率增长的驱动因素在哪里？

主要来自于出货折扣率的下降和同店增速的提升。如果能做到 82% 以上的出货折扣，基本可以做到 40%-42% 的毛利，如果同店增长保持在健康的水平，费用率会保持在 34%-35%。目前零售出货折扣在 82 折左右，成本在 50 折左右。

8. 如何看待国外专业运动品牌的兴起以及如何看待迪卡侬品牌公司，是否有一些借鉴作用？

迪卡侬有自己的目标市场和针对的人群，但不是公司所覆盖的消费群体。公司未来会发展多品牌店，未来一两年会加快铺开进度。目前在做的 Top Sports 2 运动店会以产品、以类别来排列货品而不是品牌。功能性必然会成为更重要的考虑因素。

9. 类似安德玛等专业型消费品是否会对耐克阿迪造成较大冲击？

会有竞争，但是耐克阿迪的竞争能力也很强。单一品类的品牌公司面临的竞争风险有比较大，例如 Lulu Lemon 近年来逐渐下滑，可持续性不如耐克阿迪。

10. 公司在品牌设计、推广、研发上的支出水平？

我们要将钱花对地方，例如广告开支，有些品牌并不适合做广告。一般低端品牌适合做大众媒体的广告。但公司以后确实会增加广告开支，广告预算为销售额的 1%。研发以自主研发为主。

11. 女鞋品牌的核心竞争力，运动服饰品牌的核心竞争力是什么？

渠道是很重要的，在运动服饰方面更多地是品牌，女鞋品牌里更多的是产品。

12. 在租金方面，扣点是否比竞争对手有优势？

优势并不明显，但在促销多的地区有谈判优势。包括各项费用在内的平均扣点，女鞋为 23%-24%，运动品牌为 17%-18%。

13. 现有的购物中心，有多少适合公司开店？

几百家。

14. 优购的定位是什么？

是一个积极介入，有备无患的考虑。优购亏损去年 8000 万，今年大幅减亏。

15. 将近两万家的门店如何进行管理？

分大区做，希望将来进一步下沉到各大城市，而不是省份。在区域内，分品牌管理，保证品牌的差异性。正在开发第二代 pos 系统，是未来线上线下一体化的必要条件。

16. 未来会把服装作为新的增长点吗？

在尝试，时装市场空间是鞋类的 7 倍左右，在商业模式的变化上会尝试品类上的结合。

17. 鞋子基本款的占比多少？

50%多。

18. 是否利用 POS 零售系统的数据帮助订单管理？

在用。目标是利用系统更有效的使用数据。未来会成为更强大的 CRM 系统。

19. 随着成本的上升，渠道优势可能的下降，经营利润率变化趋势会如何？

若市场状态持续，会有下降风险，但风险不大。虽然上半年同店负增长，但对经营利润率也就几十个 BP 的影响。从整体来说，公司更担心的是 topline，增长乏力的问题。相比同行公司垂直一体化，品牌零售都是自己在做，在零售里也没有很多的分销环节。因此公司的高利润率不是取决于更高的价格而是高效率 and 全链条投资。

20. 对鞋子质量的把关？质量的差距会与生产工艺相关吗？

公司用的皮是 25-30 块的优质皮。质量会和工艺相关。

21. 补单和首单比例？

补货单和首单比例是 6 成补单 4 成补单。

22. 账上的现金有什么规划？公司的派息政策？

派息维持在 50%-60% 的水平，会加大经常性派息比例。特殊红利不排除以后没有，但近期不会有。

23. 公司的股权结构是怎样的？

内部人持有大概占 50%。家族持股比例在 25% 多。管理层团队包括吸纳的经销商占 25% 以上。管理团队的持股没有流通限制，但是是以持股公司形式持有的，需一致行动。

【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第 1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

本研究报告由兴证（香港）证券经纪有限公司分析员撰写。（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，该分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。