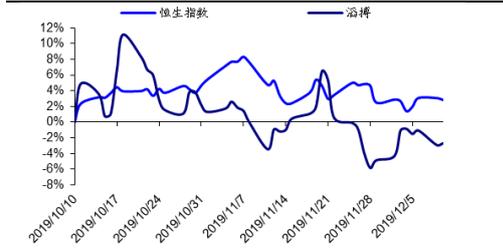


投资评级 **优于大市** 首次覆盖
**股票数据**

12月11日收盘价(港元/股)	9.00
52周股价波动(港元/股)	8.50-10.50
总股本(百万股)	6201
总市值(百万港元)	55811

**市场表现**


恒生指数	1M	2M	3M
绝对涨幅	0.78	-2.70	-2.70
相对涨幅	1.83	-6.35	-6.35

资料来源: 海通证券研究所

分析师:梁希  
 Tel:(021)23219407  
 Email:lx11040@htsec.com  
 证书:S0850516070002

分析师:汪立亭  
 Tel:(021)23219399  
 Email:wanglt@htsec.com  
 证书:S0850511040005

分析师:盛开  
 Tel:(021)23154510  
 Email:sk11787@htsec.com  
 证书:S0850519100002

## 联盟顶级运动品牌, 荣耀王者滔搏体育

**投资要点:**

- 2014-2018年耐克、阿迪达斯中国收入CAGR分别为19.3%、25.9%。**我们认为紧抓中国市场为两大国际运动品牌带来近年的飞跃成长。2008-2018年间, 耐克整体收入CAGR仅为8.3%, 而大中华区耐克品牌的收入CAGR达13.5%; 同期, 阿迪达斯整体收入CAGR为7.3%, 大中华区的收入CAGR达15.5%。并且2014-2018这过去五年中, 中国市场还出现了加速增长的现象, 大中华区耐克品牌收入CAGR为19.3%, 阿迪达斯大中华区收入CAGR达25.9%。
- 中国的经济水平决定了运动市场特点: 刚起步、空间大。**我国的人均GDP在2011年迈过5000美元的门槛, 2018年达到9771美元。当前经济水平下, 日常、多样、持续的体育运动能覆盖广泛的人群。根据199IT网站援引国家体育总局数据, 2015年我国的运动参与率为34%, 较美国的63%和日本的50%仍有提升空间。国务院目标2020、2030年经常参加锻炼的人口数分别达4.35、5.30亿人, 我们预计积极运动的人口还将不断增加。
- 运动代理行业, 雄踞寡头地位。**我们认为国外品牌由于对国内市场了解甚少, 探索成本高, 需借助优质的本土企业拓展店铺。国内代理商在渠道运营、零售管理、客户理解上均具备优势。长期的运营积累了物流、信息系统等方面的基础, 在新型零售环境下对提升运营效率起到极大作用。行业中寡头已出现, 我们估计滔搏和宝胜合计占中国运动服饰零售市场份额达约30%, 剩余分散在区域代理商中, 他们利用地缘优势获得部分市场份额, 但均占比小且难以挑战寡头的地位。
- 数字化、智能化孕育新零售之花。**滔搏是鞋类零售龙头百丽国际旗下子公司, FY2015-2019年收入CAGR为18.6%, FY2019年销售326亿元(+22.7%), 期末门店10223家, 直营占比82%, 直营中77%为耐克、阿迪达斯店(6383家)。滔搏沿袭了百丽的运营能力, 并开发了数字化工具包, 在超6000家门店应用。2018年在智能化方向突破, 加大与新零售领域的结合, 提升门店销售水平。
- 社区化、年轻化培育消费者联结。**我们认为新消费环境为运动代理品牌创造了强化自身品牌影响力的机会。滔搏从多方面加强粉丝链接: ①开发自有“门店小程序”; ②高效运营10万+阅读量公众号Topsports; ③打造战略店、主题店, 成功运营高级别的耐克Beacon店、阿迪达斯SWC门店; ④成立“滔搏电子竞技俱乐部”, 在联赛中获得优异成绩, 扩大在年轻消费者中的影响力。
- 盈利预测与估值。**我们预测公司2020-2022财年收入分别为384.81/462.79/566.39亿元, 同比各增18.2%/20.3%/22.4%, 归母净利润为27.13/33.72/42.24亿元, 同比各增23.3%/24.3%/25.2%, 对应EPS为0.44/0.54/0.68元/股, 给予FY2020年22-26倍PE, 对应合理价值区间为9.62-11.37元/股, 按照1港元=0.90元人民币折算, 对应合理价值区间为10.70-12.65港元/股(2020财年PS为1.6-1.8倍), 给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**消费者喜好改变, 零售环境恶化, 行业竞争加剧, 品牌合作关系变化。

**主要财务数据及预测**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	26550	32564	38481	46279	56639
(+/-)YoY(%)	22.4%	22.7%	18.2%	20.3%	22.4%
净利润(百万元)	1436	2200	2713	3372	4224
(+/-)YoY(%)	9.0%	53.2%	23.3%	24.3%	25.2%
全面摊薄EPS(元/股)	0.23	0.35	0.44	0.54	0.68
毛利率(%)	41.6%	41.8%	42.3%	42.3%	42.4%
净资产收益率(%)	33.1%	76.8%	36.5%	23.1%	23.0%

注: 2018年、2019年每股收益, 按最新总股本摊薄计算。公司财年以当年02月28日为止的过去一年, 如2020财年为2020/02/28为止的过去一年资料来源: 海通证券研究所

# 目 录

1. 中国的运动市场.....	5
1.1 健康理念: 已具备经济基础.....	5
1.2 运动市场: 将长期领跑全行业.....	8
1.3 阿迪、耐克: 倚赖中国高增.....	10
2. 中国的分销市场.....	11
2.1 本土企业分销有优势.....	11
2.2 寡头已现, 风格有异, 长期分化.....	11
3. 先发优势: 厚积零售根系, 垦拓运动疆土.....	12
3.1 百丽 30 载, 而立壮年.....	12
3.2 运动业务, 一蹴而就.....	14
3.3 增益新品, 指掌可取.....	14
4. 后天进取: 数字智能提效率, 扁平社区促销售.....	15
4.1 数字化: 系统化采购、管理, 优化货品、加强互动.....	16
4.2 智能化: 观测消费行为, 提升单店销售.....	16
4.3 社区化: 搭建社区聚人气, 加强联接促销售.....	17
4.4 年轻化: 获英雄联盟、王者荣耀永久席位.....	18
4.5 高直营、单品牌占比: 体现管理能力.....	19
5. 财务分析: 成长性与盈利能力显著优于同业.....	20
5.1 数字运营水平显著优于行业.....	20
5.2 盈利能力优异.....	21
5.3 主品牌收入贡献稳定, 费用率呈下降趋势.....	21
6. 盈利预测与估值.....	22
7. 风险提示.....	24
财务报表分析和预测.....	25

## 图目录

图 1	预计 2020 年我国经常参加运动人口达 4.35 亿人 (亿人)	5
图 2	2015 年我国体育人口占比达 34%	5
图 3	运动人群中 69% 经常从事跑步项目 (2016)	5
图 4	2018 年我国举办马拉松类赛事超过 1500 场 (场)	5
图 5	1972 年 ABC 电视台转播慕尼黑马拉松	6
图 6	1973 年参与纽约马拉松人数大增 (人)	6
图 7	上世纪 70-80 年代, 耐克收入规模节节攀升 (百万美元)	6
图 8	1977-1983, 耐克净利润 CAGR83% (百万美元)	6
图 9	中国人均 GDP 即将迈入 1 万美元门槛 (美元)	7
图 10	2018 年 7 个城市人均 GDP 超过 2 万美元 (美元)	7
图 11	2016 年中国体育运动市场规模达 1.5 万亿元	8
图 12	我国运动参与率仍低于发达国家	8
图 13	人均 GDP 超过 5000 美元时, 跑步项目受欢迎度增加	8
图 14	2008-2018 中国运动鞋服市场规模增长	9
图 15	2008-2018 服装细分市场规模复合增速对比 (%)	9
图 16	2019-2023E 中国运动服饰市场规模 CAGR 为 10.3%	9
图 17	2019-2023E 服装细分市场规模复合增速对比	9
图 18	2018 年国内运动服饰品牌市占率 (%)	10
图 19	国内运动服饰品牌 CR5 市占率 (%)	10
图 20	耐克收入规模增长情况 (百万美元, %)	10
图 21	阿迪达斯收入规模增长情况 (百万欧元, %)	10
图 22	2014-18 耐克及大中华耐克品牌 CAGR 分别 7%、19%	11
图 23	2014-18 阿迪及大中华阿迪品牌 CAGR 分别 11%、26%	11
图 24	运动分销行业竞争情况	12
图 25	2018 年滔搏收入规模 325.6 亿元, 同增 22.7%	12
图 26	2018 年宝胜收入规模 226.8 亿元, 同增 20.4%	12
图 27	百丽投资股权结构图 (2004)	13
图 28	滔搏历史沿袭百丽零售经验	13
图 29	FY2019 滔搏直营、批发业务收入占比	14
图 30	滔搏历史净利润规模及增速	14

图 31	滔搏合作品牌达 11 家 .....	15
图 32	滔搏主力品牌收入规模及增速 .....	15
图 33	滔搏二线品牌收入规模及增速 .....	15
图 34	会员数量 (百万名) .....	16
图 35	公众号定期发布新品、折扣信息 .....	16
图 36	Topsports 公众号阅读量 10 万+ .....	18
图 37	北京王府井美国职业篮球联赛旗舰店 .....	18
图 38	竞赛队伍的照片 .....	18
图 39	俱乐部获得 2018 新华电子竞技大赛冠军 .....	18
图 40	滔搏直营门店数量逐年递增 .....	19
图 41	公司直营门店按规模划分情况 (家) .....	19
图 42	滔搏直接零售业务占比总收入达 90% (2019/02/28) .....	20
图 43	公司直接管理门店占比达 82% (2019/02/28) (家) .....	20
图 44	滔搏与同业公司存货周转天数 (天) .....	20
图 45	滔搏与同业公司应收账款周转天数 (天) .....	20
图 46	滔搏与同业公司毛利率 .....	21
图 47	滔搏与同业公司净利率 .....	21
图 48	滔搏分品牌收入规模 (亿元) .....	21
图 49	滔搏分品牌收入增速 .....	21
图 50	滔搏分渠道收入规模 (亿元) .....	22
图 51	滔搏分渠道收入增速 .....	22
图 52	滔搏历史费用率 .....	22
图 53	滔搏费用率分拆 .....	22

## 表目录

表 1	俱乐部获得诸多赛事奖牌 .....	19
表 2	公司收入拆分 (百万元) .....	23
表 3	公司利润表简表 (百万元) .....	23
表 4	相对估值比较 .....	24

## 1. 中国的运动市场

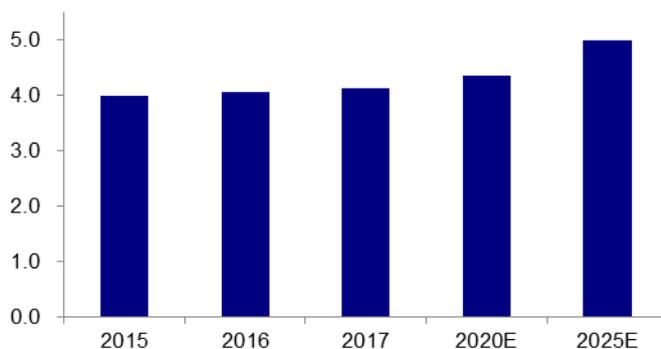
### 1.1 健康理念：已具备经济基础

我们认为全民健康是经济社会发展的重要标志，当国民经济发展到一定阶段，参与运动健身的人口增多。按每周参与超过 3 次 30 分钟以上运动为标准，根据前瞻经济学人网站援引国家体育总局数据，2017 年我国经常参加锻炼的人数为 4.1 亿人，根据 1991T 网站援引国家体育总局数据，2015 年中国体育人口占比为 34%，较 2007 年提升 6pct。根据 ECO 氩体援引经济学人引用的《中国群众体育发展报告（2015）》，2015 年我国各城市运动人口的占比前五名为北京、重庆、辽宁、上海、天津，占比分别为 50%、44%、41%、41%、40%，占比最少的地区为宁夏、新疆、西藏、青海，占比为 25%、25%、27%、29%，整体来看发达地区的运动人口占比更高。

国务院在 2016 年发布了《“健康中国 2030”规划纲要》，其中关于 2030 年的战略规划提及，目标 2020、2030 年我国经常参加锻炼的人口数分别达到 4.35、5.30 亿人，并将“共建共享，全民健康”作为建设健康中国的战略主题，推动人人参与、人人尽力、人人享有，推行健康生活方式，实现全民健康。

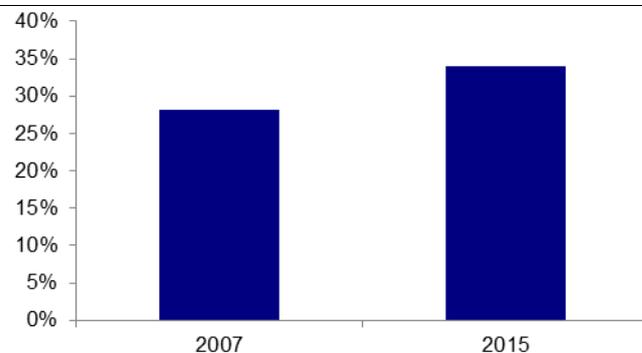
我们认为在各种运动项目中，跑步和健身走因为不受场地和设备限制、技巧度偏低，成为参与比例最高的项目。根据微啦网援引中商产业研究院 2016 年数据，我国的运动人群中，有 69% 的人群经常从事跑步项目，53% 经常参与健身走。跑步类运动普及程度提升，延伸出各类相关赛事，根据搜狐援引中国田径协会数据，2018 年全国马拉松及相关运动参赛人次达 583 万，中国境内举办 800 人以上马拉松及相关赛事共计 1581 场，其中中国田径协会认证赛事达 339 场，同比增加 32%。

图1 预计 2020 年我国经常参加运动人口达 4.35 亿人（亿人）



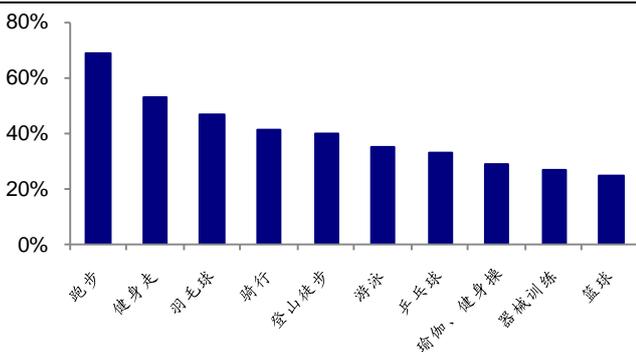
资料来源：国家体育总局，前瞻经济学人，海通证券研究所

图2 2015 年我国体育人口占比达 34%



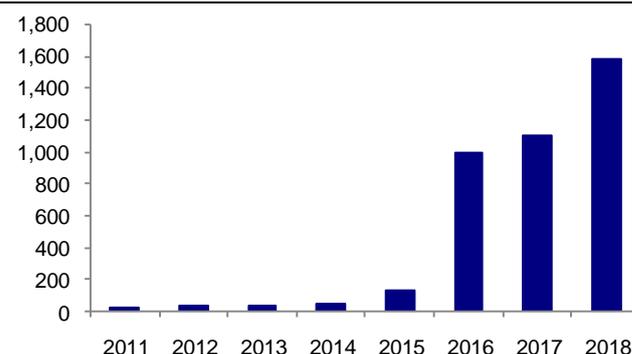
资料来源：国家体育总局，1991T，海通证券研究所

图3 运动人群中 69% 经常从事跑步项目（2016）



资料来源：微啦网，中商产业研究院，海通证券研究所

图4 2018 年我国举办马拉松类赛事超过 1500 场（场）



资料来源：《2018 年中国马拉松大数据分析报告》，搜狐，海通证券研究所

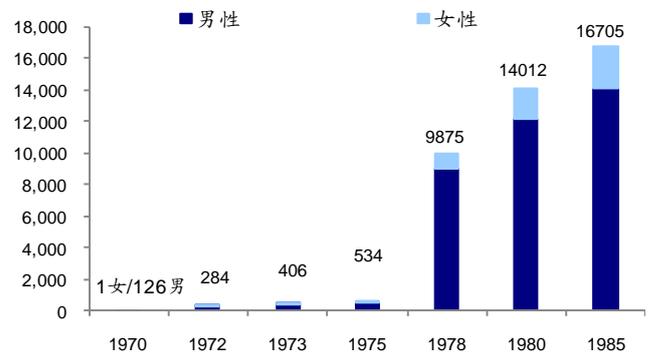
我们认为经济基础是运动人群增加的主要原因，我国运动群体的增加跟国民经济的发展密切相关。剖析历史上他国发展经验，以及各个国家中运动参与率较高人群的特征，**我们得到的结论是：中国已经开始进入全民参与运动且参与率逐级攀升时期，未来可提升空间巨大。**

根据美国历史，1969年美国人均GDP首次超过5000美元，1974年人均GDP超过7000美元达7226美元，那个阶段慢步兴起，美国人的运动意识开始抬头。恰逢1972年美国籍中长跑运动员 Frank Shorter 在慕尼黑奥运会上拿下马拉松项目金牌，这是1908年以后美国人再获该项奖牌，此次比赛由美国广播公司 (ABC) 转播，用影像方式呈现当时的赛事，引起轰动，也让美国人对长距离跑步运动有了新的认知。

我们结论是经济水平和媒体宣传的巧遇，创造了20世纪70年代美国的跑步流行，1970-1980年间纽约马拉松赛事的参赛人数从127人增加至超过1.4万人，群众参与跑步运动的热情大增。

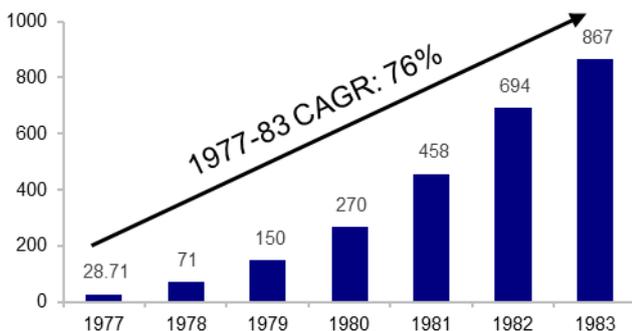
**图5 1972年ABC电视台转播慕尼黑马拉松**


资料来源：美国广播公司 (ABC)，海通证券研究所

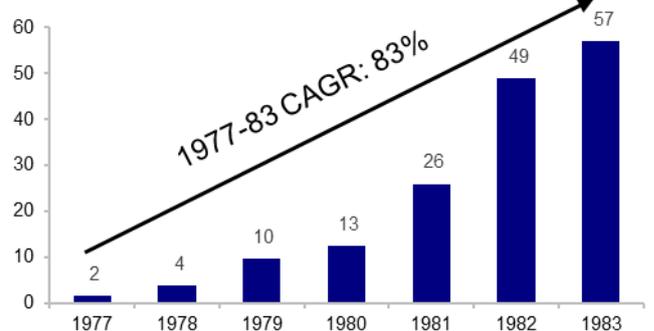
**图6 1973年参与纽约马拉松人数大增 (人)**


资料来源：纽约路跑协会，海通证券研究所

在美国全民运动风潮兴起的进程中，体育用品公司耐克于1972年应运而生。美国的“慢跑潮”激发了人们参与运动的热情，70年代声称自己有规律参与运动的人数超过2000万人，占比当时美国人口数近10%。迅速扩大的运动人群催生庞大的运动鞋服市场，耐克公司通过抓住当时风潮，快速成为跑鞋市场的领军者，公司的收入规模从1977年的2871万美元增长至1983年8.67亿美元，1977-1983年间收入的复合增速为76%。

**图7 上世纪70-80年代，耐克收入规模节节攀升 (百万美元)**


资料来源：耐克1981、1984年年报，海通证券研究所

**图8 1977-1983，耐克净利润 CAGR83% (百万美元)**


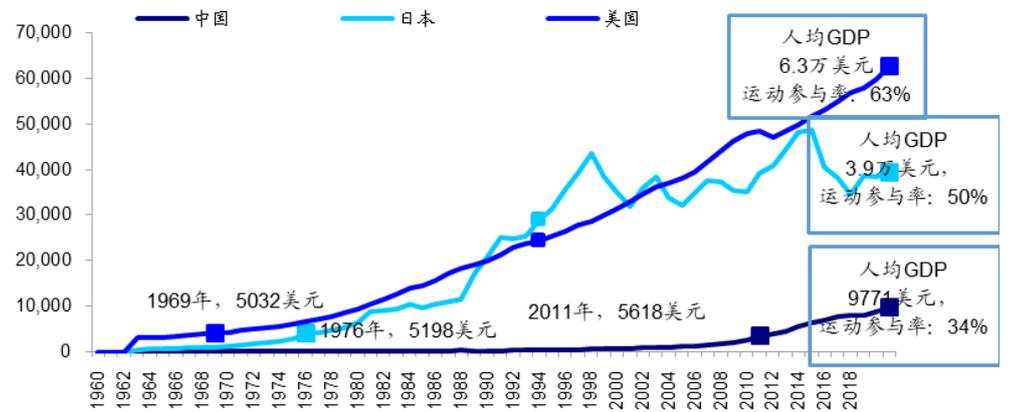
资料来源：耐克1981、1984年年报，海通证券研究所

日本在上世纪70-80年代经济高速增长，1976年日本人均GDP首次超过5000美元达到5198美元，全民运动的环境逐渐成熟。美国的跑步潮逐渐扩散传播至日本，我们认为，相比美国地广人稀，日本狭小的国土空间与人民运动需求的增加形成矛盾，所以形成了日本1970年代独特的政策密集期，政策上鼓励增加民间运动设施和空间。

1972年通产省报告提出民众的休闲仍然以听收音机、看电视为多，运动为主的“活动型休闲”需求强，但存在设施不足的现象。同年建设省提请并通过《第一次都市公园等整備五年计划》，其中田径场、棒球场、泳池等设施近半数成为公园建设的业务。也是

从这个时期开始，日本政府的设施整建费大幅增加，民众对于运动场地的需求开始得到满足。

图9 中国人均 GDP 即将迈入 1 万美元门槛 (美元)

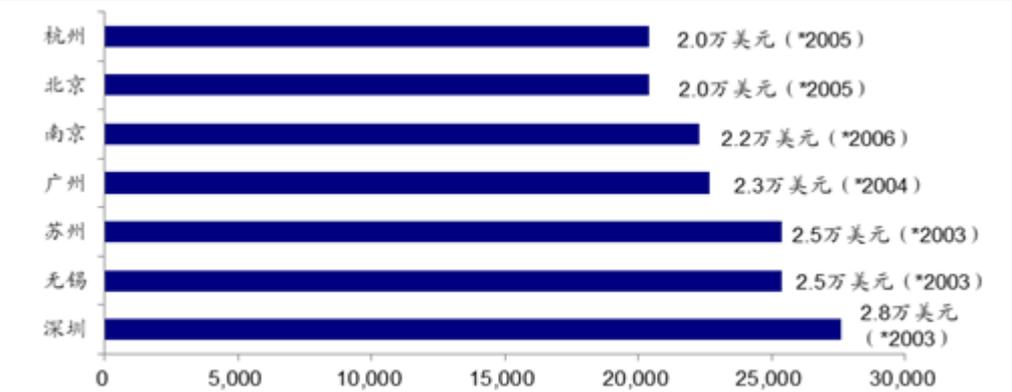


资料来源：世界银行，199IT，海通证券研究所  
注：美国、日本、中国运动参与率分别为 2013、2006、2015 年数据

中国的人均 GDP 在 2011 年迈过 5000 美元的门槛，2018 年达到 9771 美元，即将突破一万美元。而在 2003 年，部分城市早已率先实现 GDP5000 美元/人，包括深圳、无锡、苏州等，到现在这些城市正达到了超 2 万美元/人的水平。

全国来看，现有的经济水平下，我们认为健康的生活方式将被更多人群关注，大范围注重体育健身将成为未来社会的主流，尤其在人均 GDP 排名较高的城市中，日常、多样、持续的体育运动将覆盖更广泛的人群。

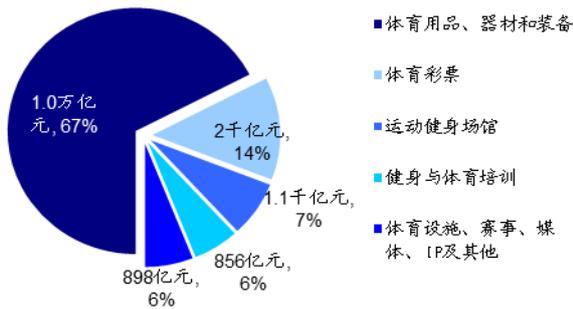
图10 2018 年 7 个城市人均 GDP 超过 2 万美元 (美元)



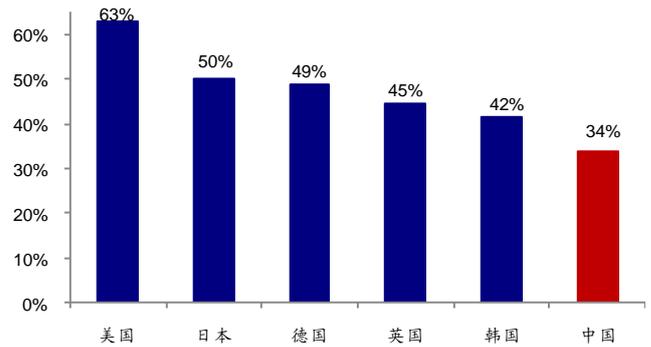
资料来源：国家统计局，海通证券研究所；注：括号中为人均 GDP 超 5000 美元的\*年份，为考虑实际居民经济状况，剔除人口 500 万以下城市。

我们看好体育运动人群的壮大带来运动市场的蓬勃发展，依照 199IT 援引经济学人分类，将整个中国的体育健身市场分为“运动参与市场”和“运动观看市场”两个部分，2016 年占比分别为 80%和 20%，总计市场规模达 1.5 万亿元。其中，体育用品、器材和装备市场规模最大，达到 1 万亿元，这其中就包含品牌服装中运动鞋服类市场，这是体育运动市场中涉及人群最广、消费程度最为普及的领域。

即便我国的体育运动市场规模已经达到 1.5 万亿元，但是从运动参与率的角度看，我国与发达国家仍有一定距离。2015 年我国运动参与率为 34%，远低于第一名美国的 63%，相较亚洲邻国日本、韩国的 50%、42%也有一定差距。我们认为，中国现在的经济发展水平决定了现有的运动参与率，随着人民生活水平的提高，养成健康锻炼生活方式的人群会再扩大，运动参与率将再进一步提高，对应的体育运动市场规模还会继续增长。

**图11 2016年中国体育运动市场规模达1.5万亿元**


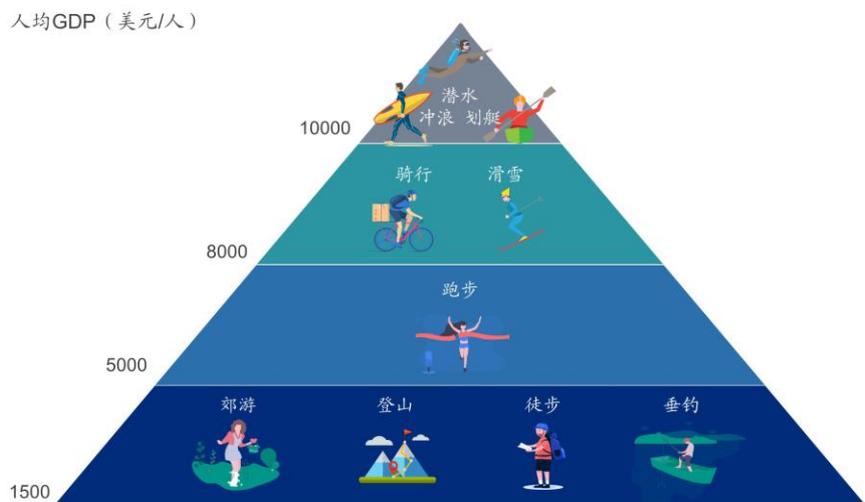
资料来源：易凯资本，经济学人企业网络组织，199IT，海通证券研究所

**图12 我国运动参与率仍低于发达国家**


资料来源：经济学人智库，《中国群众体育发展报告（2015）》，199IT，海通证券研究所

注：美国为2013年数据，日本为2006年数据，德国、英国、韩国为2011年数据，中国为2015年数据

我们认为，除了消费人群的增加，体育运动的项目也会从单一、低消费的形式往多种类、高消费的方向发展。运动的升级也和人均GDP的变化有比较大的关联，当人均GDP在5000美元以下时，徒步、郊游、登山、垂钓等入门级的、对技术设备要求不高的低门槛休闲运动比较受欢迎，当人均GDP高于5000美元时，日常跑步开始成为主要的体育活动，相比入门级运动，常规跑步对衣着设备、时间规划提出一定要求，所以对应的经济水平也高于入门级的运动。当人均GDP高于8000美金后，骑行、滑雪等时间、精力投入更大的运动开始进入人们的视野。如果人均GDP超过10000美元，潜水、冲浪、划艇等高门槛运动便会得到发展。

**图13 人均GDP超过5000美元时，跑步项目受欢迎度增加**


资料来源：易观，iSlide，海通证券研究所

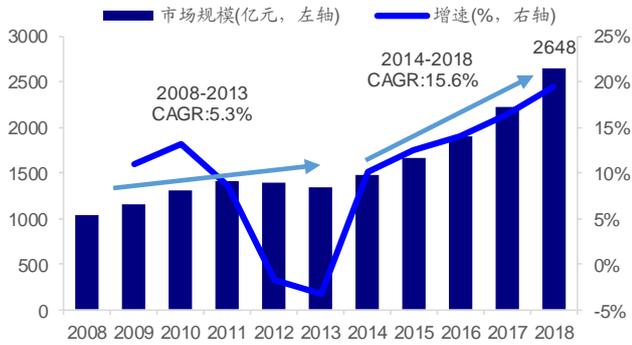
## 1.2 运动市场：将长期领跑全行业

我们认为，运动参与率提升，泛运动人群扩大，体育服装消费市场随之蓬勃。运动鞋服类的市场包含了顶级的、专业的产品市场，也囊括了半专业的针对业余运动人群的产品，而范围更大的则是以运动为理念，以运动休闲为表现的潮流类鞋服产品。在这样的背景下，过去10年间中国运动鞋服市场是成长亮眼的子行业之一，2008-2018年整个服装行业的年复合增速为8.52%，运动服饰的复合增速为9.81%，仅次于童装行业的10.85%，显著好于男/女装行业。

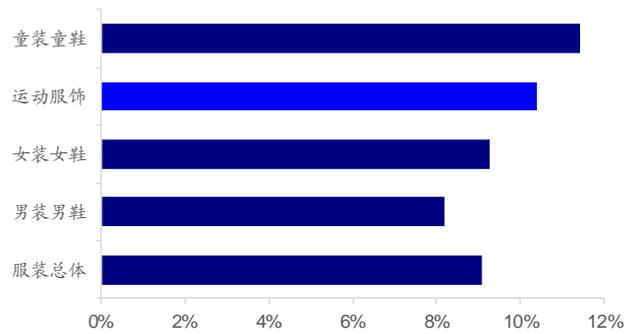
运动鞋服过去五年出现了加速增长的趋势，2014-2018年市场规模复合增速为15.6%，高于2008-2013年的5.3%。我们认为2008年北京奥运会前，行业对运动市场预期过高，造成品牌在库存和店铺上的过度扩张，而奥运会对行业实际增长影响甚小，

全行业并未出现预期中爆发成长，渠道库存开始积压，随后造成了 2012-2013 年短暂的行业负增长，两年市场规模分别下降 1.80%、3.27%。2014 年起行业复苏，并且随运动理念深入人心，市场开始加速改善。

到 2018 年中国运动鞋服市场规模已经达到 2648 亿元，同比增速为 19.5%，合计占比总体服装市场 11%。其中，运动鞋市场规模为 1162 亿元，同比增长 15.6%，占比运动鞋服市场 44%，运动服市场规模为 1486 亿元，同比增长 22.8%，占比运动鞋服市场 56%。

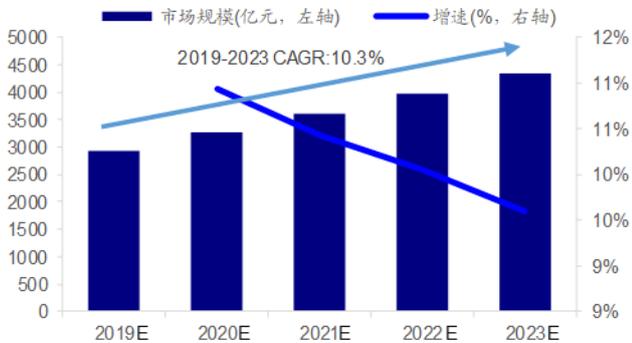
**图14 2008-2018 中国运动鞋服市场规模增长**


资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

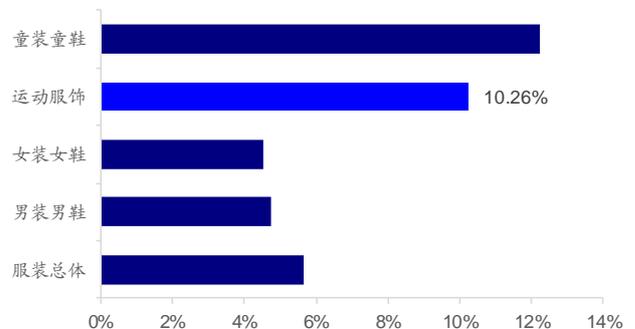
**图15 2008-2018 服装细分市场复合增速对比 (%)**


资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

根据 Euromonitor 预计，中国运动服饰市场在 2019-2023 年的市场规模增速将略有加快，复合增速为 10.3%，到 2023 年规模将达到 4346 亿元。对比其他服装子行业，运动服饰的增速仍仅次于童装童鞋，而男、女、整体服装的增速都将较过去 10 年的复合增速显著放缓。

**图16 2019-2023E 中国运动服饰市场规模 CAGR 为 10.3%**


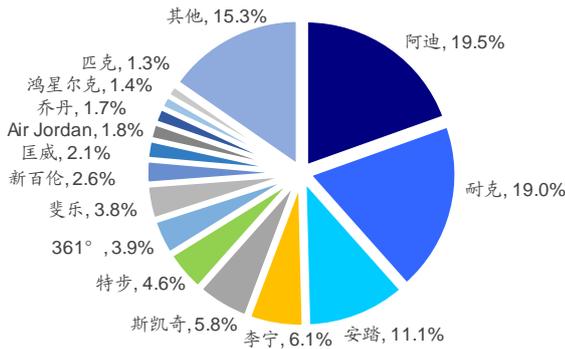
资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

**图17 2019-2023E 服装细分市场复合增速对比**


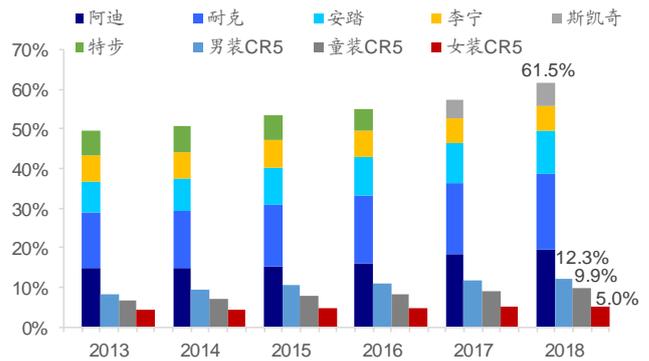
资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

从竞争格局来看，国内的运动市场具备：①国外品牌优势仍然明显、②行业 CR5 集中度高于其他子行业的特点。分品牌来看，国内的运动服饰市场中阿迪达斯和耐克仍然占据前二地位，2018 年两个品牌的市占率分别为 19.5%、19.0%，国产品牌安踏、李宁位居其后，市占率分别达到 11.1%、6.1%，相比国际品牌仍有差距，且前十名中的其他国产品牌市占率均低于 5%，特步、361 度、FILA（安踏运营）的市占率分别为 4.6%、3.9%、3.8%。

我们认为体育鞋服不同于普通品牌服装，产品开发上除了基本的样式设计外，还需要依照对应的应用场景融入辅助的功能性，这就为产品研发设定了壁垒，决定了只有部分有开发能力的企业才能够进入该市场，所以运动鞋服的市场集中度也高于其他服装类子行业。2018 年，我国运动鞋服的 CR5 的集中度为 61.5%，高于男、女、童装的 12.3%、5.0%、9.9%，并且较 2013 年已较高的 49.5% 仍显著提升。

**图18 2018年国内运动服饰品牌市占率 (%)**


资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

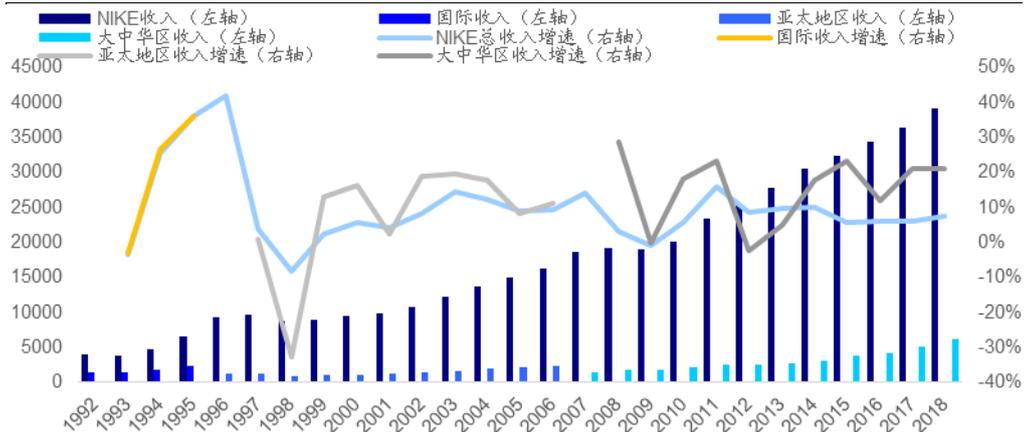
**图19 国内运动服饰品牌 CR5 市占率 (%)**


资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

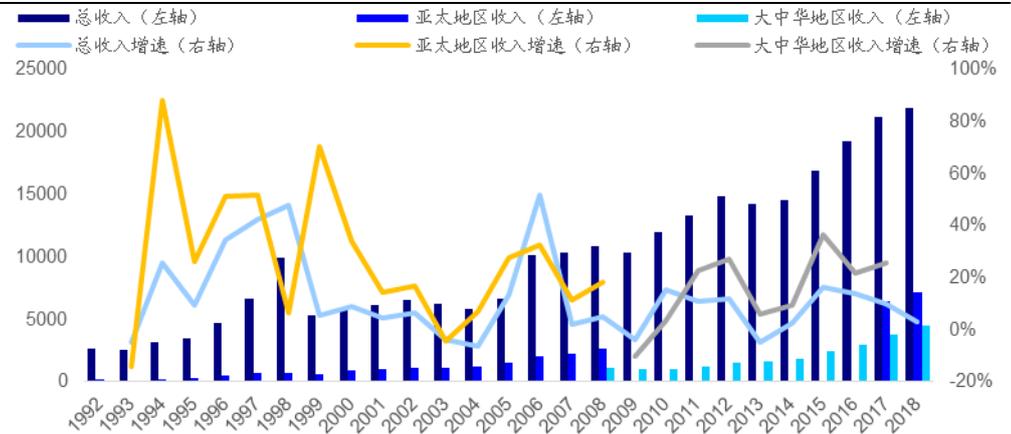
### 1.3 阿迪、耐克: 倚赖中国高增

上文所述中国运动服饰前五大品牌中, 阿迪达斯和耐克不仅规模最大, 而且长期占据榜首。2018年, 阿迪达斯和耐克市占率分别为 19.5%、19.0%。

1980年、1997年耐克、阿迪达斯先后进入中国市场, 从上世纪90年代开始, 两家公司收入增速较快且增长较为稳定。且大部分年份中, 中国地区的增速快于公司整体增速, 品牌整体的高增长得益于中国市场的开发。

**图20 耐克收入规模增长情况 (百万美元, %)**


资料来源: 耐克 1994-2018 年报, 海通证券研究所

**图21 阿迪达斯收入规模增长情况 (百万欧元, %)**


资料来源: 阿迪达斯 1996-2018 年报, 海通证券研究所

\*注: 1999年以前收入单位为百万DM

**2008年-2018年, 耐克年均收入复合增速为 8.3%, 而耐克品牌大中华区收入 CAGR**

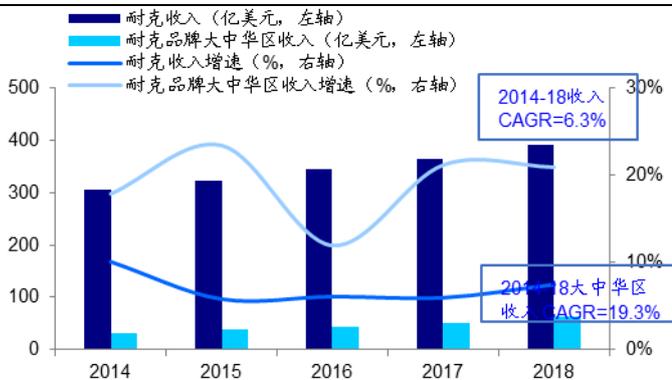
高达 13.5%；同期，阿迪达斯收入 CAGR 为 7.3%，大中华地区收入 CAGR 达 15.5%。

最近 5 年，欧美市场增速放缓，对比之下中国市场规模加速成长。2018 年耐克全球的收入规模达 391 亿美元，同比增长 7%，2014-2018 年收入复合增速为 6.3%，而大中华区耐克品牌的收入占比从 2014 年的 10.7%，提升至 2018 年的 16.7%，收入年复合增速为 19.3%，收入规模达到 62 亿美元。

阿迪达斯 2018 年全球收入规模为 219 亿欧元，同比增长 3.3%，2014-2018 年收入复合增速为 11%，大中华区的收入占比从 2014 年的 12.5%，提升至 2018 年的 20.7%，收入年复合增速为 25.9%，收入规模达到 45 亿欧元。

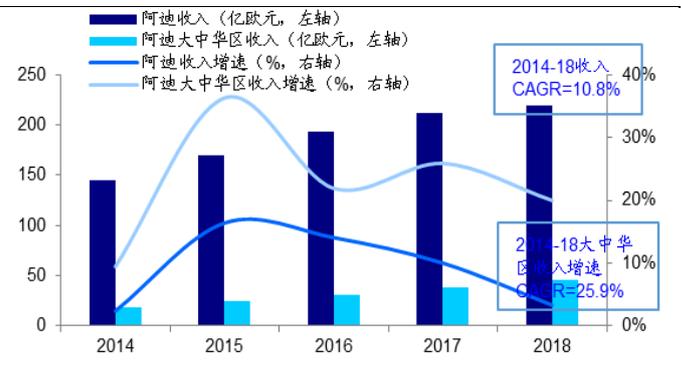
综上，我们得出中国市场是运动品牌最主要的增长引擎的结论。两大品牌也愈发加大在中国的投入，2016 年耐克合作滔搏开设了中国首家 Factory Store Partner (NFSP) 工厂店。同年阿迪达斯合作滔搏开设首家中国工厂店，我们认为能够更好地服务中国市场中不同层次的消费人群。

图22 2014-18 耐克及大中华耐克品牌 CAGR 分别 6%、19%



资料来源：耐克 2014-2018 年报，海通证券研究所

图23 2014-18 阿迪及大中华阿迪品牌 CAGR 分别 11%、26%



资料来源：阿迪达斯 2014-2018 年报，海通证券研究所

## 2. 中国的分销市场

### 2.1 本土企业分销有优势

中国运动市场从 2008 年的 1039 亿元增长至 2018 年 2648 亿元，CAGR9.81%，预计到 2023 年仍将以 10.26% 的速度增长至 4346 亿元，运动市场是过去 10 年增速仅次于童装的子行业。

我们认为国外品牌由于对国内市场了解甚少，探索成本高，必须借助优质的本土企业拓展市场。纵观国外品牌在国内发展的历史，我们认为顶级奢侈品牌自带流量，门店数量少，管理便利；中高档及以下的品牌中，有像休闲品牌 A&F 坚持不代理、纯直营模式，在落地中国过程中会面临各个地区复杂的实际情况，在扩大规模的过程中遇到诸多困难，也有像童装 TCP 在与不合适的代理商签订长约后错过了在中国市场爆发早期的先发机遇。

我们认为本土企业在渠道、零售管理、客户理解上均具备优势。同时，长期的运营积累了物流、信息系统等方面的基础，在新型零售环境下对提升运营效率起到极大作用。

### 2.2 寡头已现，风格有异，长期分化

中国运动品牌的分销市场，是随着耐克、阿迪达斯的进入发展起来的。1980 年、1997 年耐克、阿迪先后进入，依托分销商快速渗透中国市场。以耐克为代表，2018 年分销收入占大中华区收入的 63%，2014-2018 年复合增速为 12.04%。

我们认为，在运动品牌分销领域，寡头已出现，滔搏和宝胜依靠代理耐克和阿迪的先发优势，获得绝对的领先。我们估计，两者合计占中国运动服饰零售市场份额达约 30%。剩余各地有分散的小代理商，利用地缘优势获得部分市场份额，占比小，且难以

挑战寡头的地位。

滔搏和宝胜虽然同为国际知名运动品牌的代理商，但我们认为在运营风格上略有差异，这也将是两个品牌长期出现分化的基础。

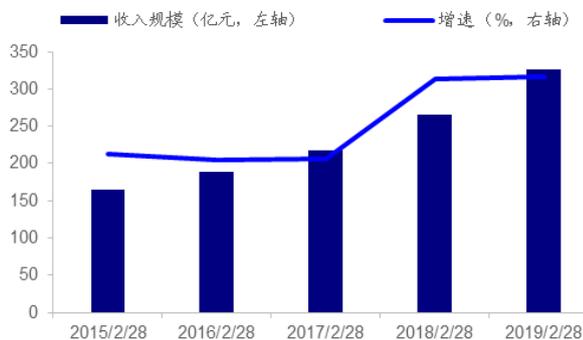
- ▶ 滔搏：直营比例高、单品牌门店多、注重消费者维护、社区建设及精准营销。
- ▶ 宝胜：加盟比例高、注重集合运动城店、注重销售品牌的打造。

图24 运动分销行业竞争情况



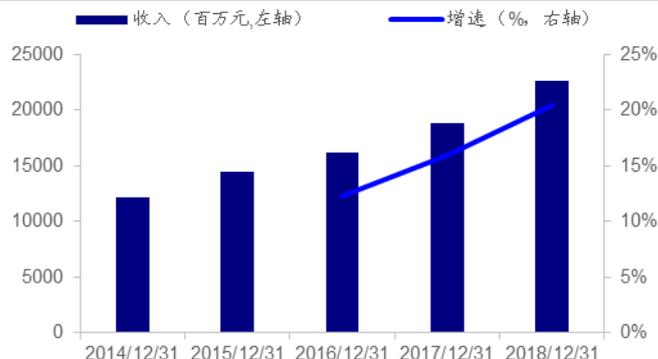
资料来源：Wind，百度百科，滔搏招股书，宝胜国际2018年报，宝胜国际官网，报喜鸟2017年报，劲浪体育官网，盛世长运官网，海通证券研究所

图25 2018年滔搏收入规模325.6亿元，同增22.7%



资料来源：滔搏招股书，百丽国际2015-2016年报，海通证券研究所  
注：截止2015/2/28、2016/2/28日收入数据为百丽国际年报中一线运动品牌和二线运动品牌合计数

图26 2018年宝胜收入规模226.8亿元，同增20.4%

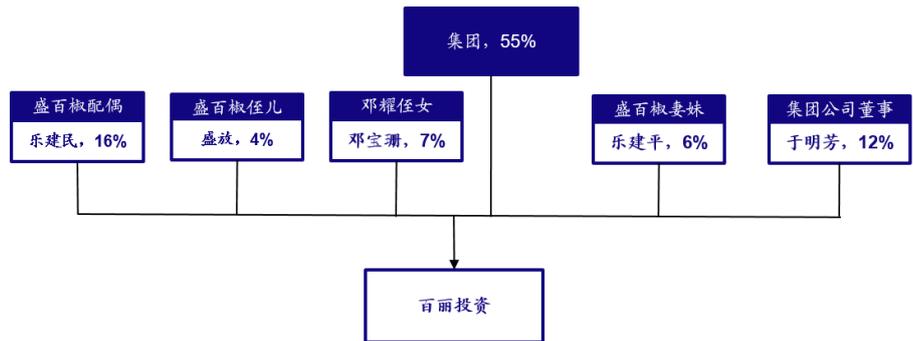


资料来源：宝胜国际2014-2018年报，海通证券研究所

### 3. 先发优势：厚积零售根系，垦拓运动疆土

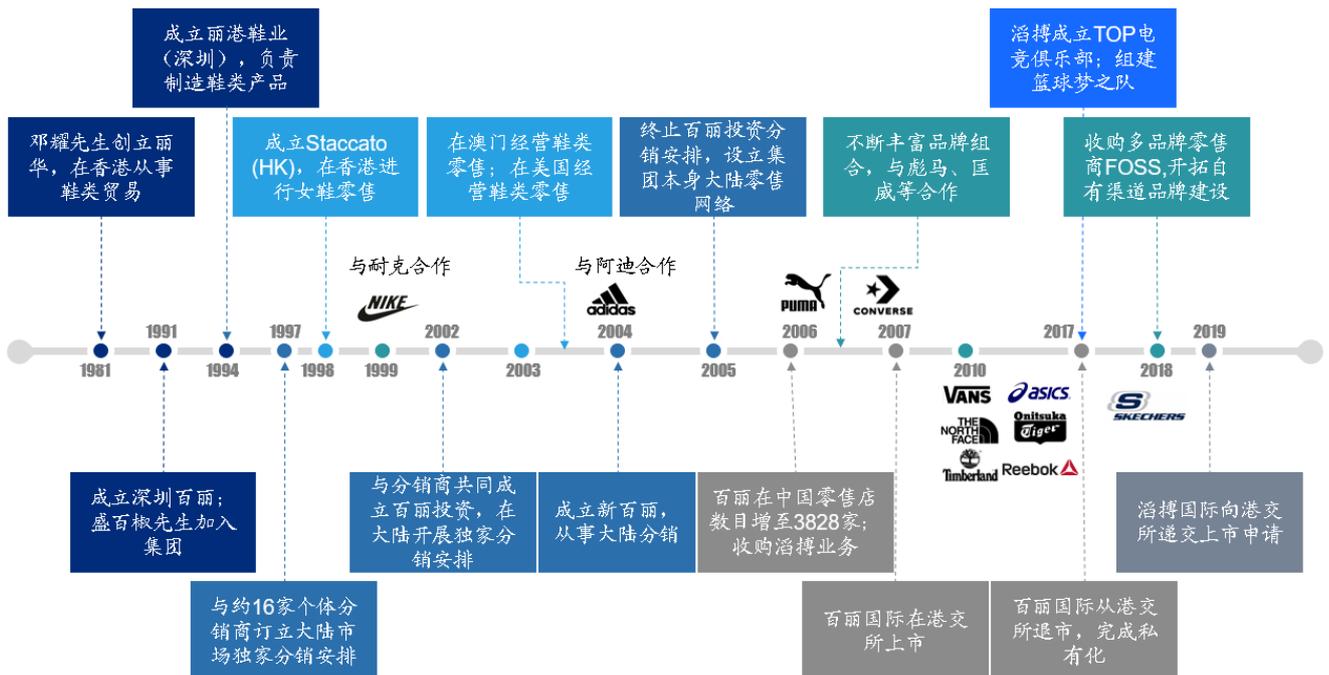
#### 3.1 百丽30载，而立壮年

滔搏是中国龙头鞋类品牌百丽国际旗下子公司，承接百丽近 30 年在中国的门店渠道运营经验。1991 年深圳百丽以中外合资的形式成立，开始从事鞋类的制造和零售业务。1997 年以前，公司主要经营深圳的鞋类制造业务以及在中国香港零售业务。1997 年之后，为了提高公司鞋类产品在中国零售市场的市占率，公司与约 16 位个体分销商签订了内地市场的独家分销协议，2002 年百丽与公司的个体分销商共同成立“深圳百丽投资公司”，通过百丽投资与集团签订独家分销合同，通过该分销合同，百丽在中国的品牌建立及鞋类产品在中国市场渗透取得重大进展。对照下图 27，2004 年百丽集团拥有百丽投资 55% 股权，剩余 45% 的股权分散在个体分销商中，而这些个人分销商与集团或集团董事长盛百椒先生关系密切。

**图27 百丽投资股权结构图（2004）**


资料来源：百丽招股书，海通证券研究所

2003 年内地与香港签订了《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排》(CEPA)，促进开放了两地的贸易及投资合作，加快经贸融合。其中关于分销领域，新增了《外商投资商业领域管理办法》，开放了从事包括实物批发、零售和特许经营业务。政策开放后，百丽就成为最早一批开拓内地零售业务的港资企业。2004 年集团收回了通过上述百丽投资管理的零售店，正式以集团身份开拓内地直营市场。与百丽投资的合约届满后，集团在 2004 年底接收了当时在中国内地的 1681 家门店，到 2006 年底公司旗下的店铺达 3828 家，其中耐克和阿迪达斯的店铺数分别为 532、416 家。

**图28 滔搏历史沿革百丽零售经验**


资料来源：百丽招股书，滔搏招股书，百度图片，海通证券研究所

根据以上集团发展的历史，我们不难发现滔搏的成就是建立在百丽集团充足的门店运营经验上的，集团从事女鞋零售积累了管理经验、渠道资源、物流基础，1999年公司获得耐克在内地地区的代理权后，立刻将已有的经验和资源运用在运动品牌代理业务上。滔搏从2006年起就作为百丽国际下属的一项独立业务运营，零售网络遍布全国，成为以消费者为核心从事运动鞋服零售和服务的平台。经过20年的成长，滔搏已经成为中国最大的运动鞋服零售商。

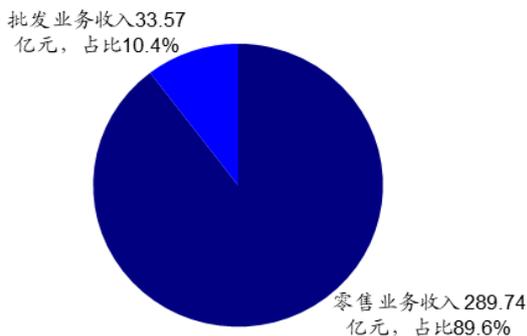
### 3.2 运动业务，一蹴而就

鉴于丰富的零售经验，滔搏分别在1999、2004年和耐克、阿迪达斯合作，现成为耐克在中国最大、全球第二的零售伙伴，也在2012年成为阿迪达斯在全球最大的零售伙伴。

FY2019年公司实现收入326亿元，同比增长22.7%，净利润22亿元，同比增长53.2%，FY2017-2019年收入、净利润复合增速分别为22.5%、29.2%，到2018年底市占率达15.9%。公司的零售网络分为直营和加盟，截至2019/2/28店铺数分别为8343家、1880家，遍布了30个省份268个城市，其中直营店在鲁豫、华北和华南地区布局最广，门店数分别达到1845、1193和1087家，耐克、阿迪达斯直营店一共6383家。

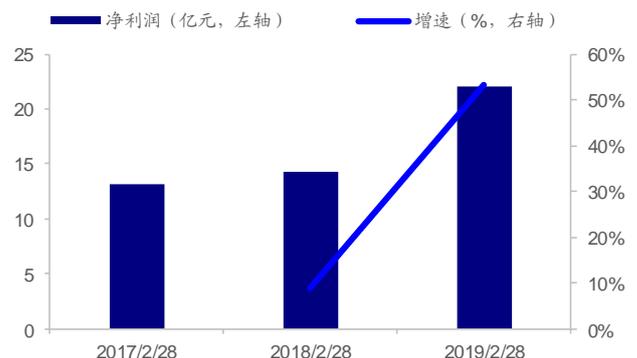
从收入占比看，FY2019直营零售的收入占比为89.6%，收入为289.74亿元，同增22%，批发业务收入33.57亿元，由于规模较小，增速较快，同比增长33%。

图29 FY2019 滔搏直营、批发业务收入占比



资料来源：滔搏招股书，海通证券研究所

图30 滔搏历史净利润规模及增速



资料来源：滔搏招股书，百丽国际2015-2016年报，海通证券研究所

我们认为滔搏能够迅速将耐克、阿迪达斯的在华业务落地不仅来自渠道的优势，还得益于物流、仓储、系统等方面，多方的配合使得从仓库到消费者的连接更加紧密，反应更加迅速，管理更加高效，从而促进了销售规模的扩大。

**1) 物流:** 百丽代理运动服饰的物流方面，特许品牌持有人根据购货订单将有关产品直接运送至各销售区，集团的分区物流网络其后负责将商品直接运往各零售店。

**2) 仓储:** 集团在各销售区指定存货管理人员，负责监察存货水平。通过致力保持低存销比、建立存货库龄指标制度、预测紧贴未来销售特点的存货结构等方法，有效地进行存货管理。

**3) 管理信息系统:** 集团拥有集采购、存货补充、存货分配、销售等功能于一体的电脑化信息系统，所有零售店均配备标准化管理信息系统，使得总部及各销售区可及时记录、分析销售细节，及时追踪存货。各销售点的销售数据会被及时整理上载至销售区及总部，由集团通过信息确定顾客偏好、决定生产订单及规格。

### 3.3 增益新品，指掌可取

我们认为，滔搏在耐克和阿迪达斯品牌上的成功，已经验证了公司庞大、完整运营

体系的优越性。在此基础上，鞋服赛道中仍有很多希望扩大中国市场的细分品牌。借力滔搏的能力，众多国际品牌与其达成战略合作，2006、2007 年滔搏分别和开云、耐克旗下的彪马 (Puma)、匡威 (Converse) 开始合作。2013 年开始，公司加快帮助国际品牌在中国发展的节奏，当年开始与范斯 (Vans) 的合作，2015 年开始与北脸 (The North Face)、添柏岚 (Timberland)、亚瑟士 (Asics)、鬼冢虎 (Onitsuka Tiger) 的合作关系，2016 年开始合作锐步 (Reebok)，2018 年与斯凯奇 (Skechers) 开始合作。目前，与公司的合作品牌数达到 11 个。

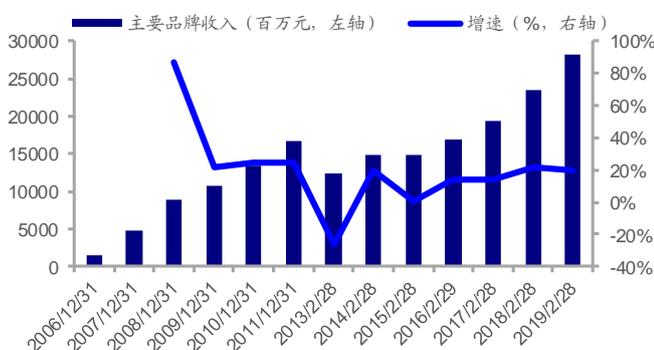
截至 FY2019，公司销售主力品牌 (耐克和阿迪达斯) 产品所得收入为人民币 282.53 亿元，同比增长 20%；销售其他品牌产品所得收入为人民币 40.77 亿元，同比上升 46%。主力品牌的占比较 2016 年的 90%略有下降，2018 年占比为 87.4%。

图31 滔搏合作品牌达 11 家



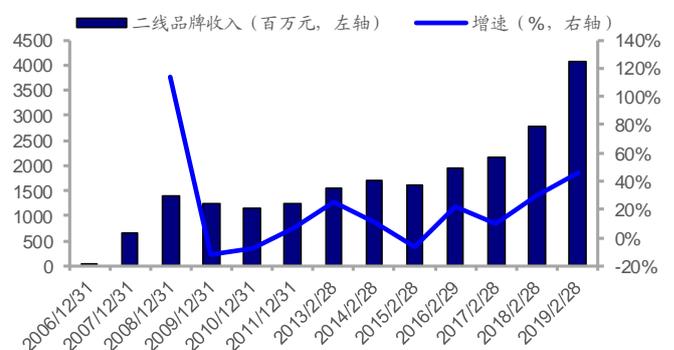
资料来源：滔搏招股书，百度图片，耐克 2019 年报，阿迪达斯、彪马、亚瑟士 2018 年报，Wind，海通证券研究所

图32 滔搏主力品牌收入规模及增速



资料来源：滔搏招股书，百丽国际 2007-2016 年报，海通证券研究所

图33 滔搏二线品牌收入规模及增速



资料来源：滔搏招股书，百丽国际 2007-2016 年报，海通证券研究所

#### 4. 后天进取：数字智能提效率，扁平社区促销售

## 4.1 数字化：系统化采购、管理，优化货品、加强互动

公司利用数字化工具提升经营效率，我们认为主要体现在：①仓储供应链管理，②消费者互动两个方面。滔搏自行开发了数字化的工具包，帮助一线员工和区域经理管理门店事务。该工具使用内嵌算法自动将运营数据进行多维度分析。

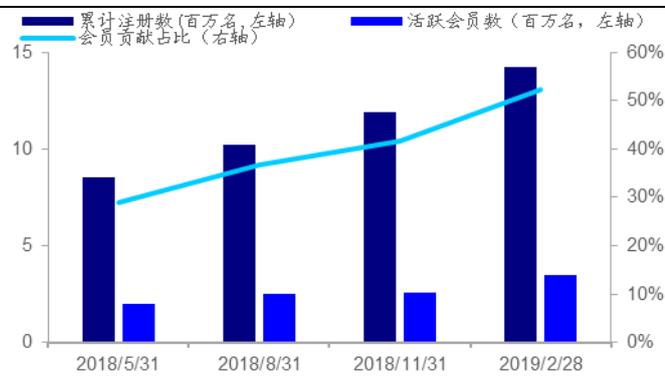
在门店运营的层面，根据我们对服装零售的理解，货品的补充和管理关系到单店的销售表现，通过数字化管理能够提升所有店铺整体运营效率。一方面，通过监管门店内库存的水平，可以及时进行补货，也可以根据同款产品不同门店间销售效果差异，进行产品重调配，将货品及时发至有更好销售机会的门店；另一方面，店长可以根据销售状况和库存水平，对门店的陈列和促销活动作出调整，拉动所有品类的销售效率。

滔搏自行开发的采购系统，将公司运营的决策逻辑和关键指标嵌入系统算法，系统即可自动生成针对门店的基本订货单，给出订货意见，然后人工可根据特殊情况对建议订单进行调整，这样公司的采购团队可以在短时间内生成上千份门店订货单，将原本耗时数周的订货流程迅速完成。**我们认为，基于客观数据形成的订货单，在很大程度上避免了人为的错误和低效，后期的微调环节又能够修正异常情况，整体订货效率将得到显著提升。**

除了存货销售管理，门店的数字化改革还能够有效帮助：①人员管理、②目标管理、③数字化工作流程。门店的人员管理主要在于个人的销售表现，公司的数字化工具可实时跟踪店员的销售情况，并且可以在同事间进行比较，从而调整销售方式和销售重点，提高店员的个人销售额。数字化工具可帮助店长制定单店的销售目标，并根据目标进度进行销售目标分割和销售激励安排。最后，数字化的工具能够帮助简化工作流程，缩短机械性工作的时长，其中包括自动生成每周销售报告、安排会议日程、进行网络会议等。

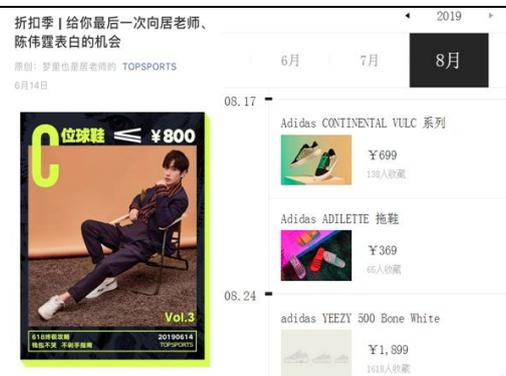
公司的数据化管理已经在超过 6000 家门店应用、超 1.5 万名一线员工日常使用，每周活跃用户比率超过 90%，未来数字化工具还将继续推广至更多的门店。

图34 会员数量



资料来源：滔搏招股书，海通证券研究所

图35 公众号定期发布新品、折扣信息



资料来源：Topssports 微信公众号，qxclub，海通证券研究所

同时，公司也关注到了会员消费的重要性。根据我们的经验，通常低价产品的消费者忠诚度低于高价产品。从公司代理品牌的均价和单店来看，客单已经达到可形成忠诚度的水平。公司从 2018 年开始积累会员信息，并且最新一期财报显示超过 50% 的收入来自会员用户，基本验证了客群的忠诚度，到 2019/02/28，会员总数达 1420 万人，活跃会员数量 350 万人（过去一个季度有购买行为），且会员贡献了零售额的 52.3%。在此基础上，我们认为可借鉴中高端品牌维护客户的方式，深度挖掘会员消费。

## 4.2 智能化：观测消费行为，提升单店销售

2018 年，公司在一家门店中安装了智能门店系统，通过对消费者进店情况进行智能分析，对门店陈列进行调整，改善单店的销售水平。该店铺的店长对搜集到的智能数据进行分析发现，进店的消费者中 50% 为女性，但是女性消费者对门店收入的贡献仅为 33%，而且发现大约 70% 的消费者没有走到店铺后部的销售区域。

根据以上发现，店长进行了以下调整：①增加女性产品备货并调整女性产品陈列方式、②增加了门店后部购物区域的可见度，并在店铺前后摆放更多的陈列架以改变客流的动线。

通过门店的调整，该店铺的销售成绩发生了明显提升：①一个月内该店女性产品的月销售额月环比增长了 40%，女性产品的月销售额也都持续高于附近的可比店铺，而店铺的整体销售额同比增加了 17%；②店铺内后部销售区域的月销售额较前一月环比增加了 80%。

我们认为，门店的智能化管理是利用发达的数据工具，依照传统实体门店的效率提升需要，帮助优化零售门店的管理，提升单店的销售水平。我们认为，传统的门店经营中，营业额=客流量×进店率×转化率×客单价，其中进店率和转化率是衡量经营效率的关键指标。我们认为门店部署的智能系统，通常从以下三个维度进行检测与分析：①进店客流分析、②商品关注度分析、③顾客动线分析。

1) 进店客流分析：店门位置安装客流统计设备，统计进店客流量，结合人脸识别系统，采集顾客年龄、性别、喜好、消费行为等数据，指导门店装修的吸引力、产品搭配的调整、促销活动的展示等方面调整，提高消费者进店、挑选的可能性。

2) 商品关注度分析：收集店铺内客流数据，统计消费者在店内的停留时间，分析对品类、产品的不同关注度，并结合销售数据，挖掘产品的滞销原因，从陈列和销售策略的角度调整，从而提高转化率。

3) 顾客动线分析：通过客流热力图统计，记录顾客人群的运动情况，将顾客人群在时间维度上的密度，利用不同颜色在空间维度上进行展示，显示访客在店内各区域的平均停留时长，并统计出店内顾客的主要行走路线，从而进行合理有序的商品陈列与路线规划，有利于提高顾客逛店时间，增加成交率与客单价。

### 4.3 社区化：搭建社区聚人气，加强联接促销售

运动品牌代理业务运营中，展现的主要是运动品牌的形象。代理品牌形象不突出，是代理公司长期因为门店的装修、产品都显示运动品牌的名称或图标，是难以获得价值认同的原因，但我们认为在当今新消费的环境下，可通过新媒体强化自身品牌在消费者中的影响力，滔搏实施的措施包括：

① **门店小程序，加强线上、线下联系**。滔搏持续重塑和消费者之间的关系，为了实现数字化时代中，线下和线上无差别的互动交流，公司计划利用社交媒体，与网上购物功能连接，并使消费者能够参加公司新产品预售，同时开发工具包，协助一线销售人员更好的服务客户。公司开发了自有“门店小程序”，使消费者能够参与特定门店的新品预售、限时发售和抽奖活动。

② **高效运营 10 万+阅读量公众号——Topsports**。公司通过运营自有微信公众号“Topsports”，定期向消费者发布体育、运动、时尚相关的文章，现该公众号已经拥有 1100 万粉丝，我们查看了该公众号 2019 年以来 17 次推送中的首篇文章的阅读量均在 10 万+。有流行度、风趣、贴近年轻人生活的原创文章，与消费者有效建立起情感连接。我们认为，有内容连接的消费者，会对品牌认知度更好、忠诚度更高、也更有利于转化成实际购买。

③ **实体 Topsports 店、FOSS 店、主题店打造**。公司会利用自有的门店品牌，开设一些集合店，Topsports 门店中汇集多个代理品牌。2018 年公司收购 FOSS，加强与运动潮牌的合作。同时，开拓了“战略店”模式，该模式已经证明了其成功的可能性，公司成功运营了耐克高级别店铺之一“Beacon 店”，并且运营了中国第一家阿迪达斯 SWC 门店，成为阿迪达斯在中国拥有最多最高级别门店的合作伙伴。

2019 年 4 月，公司在北京王府井银泰 in 88 开设了除北美外最大的美国职业篮球联赛旗舰店，覆盖了包括球衣、球鞋、美国职业篮球联赛 Style 时尚服装、帽类、美国职业篮球联赛童装、美国职业篮球联赛球星签名收藏品、篮球、配饰和各类纪念品等。该店铺分为两层，占地 1145 平方米，一层为耐克篮球体验店，产品包括耐克篮球和 Jordan

品牌产品，二层为美国职业篮球联赛在中国大陆地区最大的复古商品区，陈列诸多复古球衣以及怀旧经典款美国职业篮球联赛服装。

图36 Topsports 公众号阅读量 10 万+



资料来源：Topsports 微信公众号，海通证券研究所

图37 北京王府井美国职业篮球联赛旗舰店



资料来源：美国职业篮球联赛中国，ZAKER，海通证券研究所

#### 4.4 年轻化：获英雄联盟、王者荣耀永久席位

滔搏品牌为了贴近年轻人的生活方式，通过融入电竞圈提升品牌知名度，2017 年公司成立了“滔搏电子竞技俱乐部”，在 2017 年 12 月和 2018 年 8 月获得了英雄联盟职业联赛（LPL）和王者荣耀职业联赛（KPL）的永久席位，也参与了绝地求生（PUBG）等其他电子竞技赛事，并且取得优异成绩。

2018 年俱乐部获得全国电子竞技大赛第二名，2019 年获英雄联盟职业联赛春季赛第四名，同年获得《PUBG Mobile》俱乐部公开赛中国区总决赛第三名，并于 7 月 28 日在德国柏林夺得 PMCO 全球总决赛冠军。

公司认为，通过在电子竞技方面的努力，可以帮助品牌触及中国电子竞技的消费者，并为这些消费者提供商品和服务，未来公司将和运动品牌合作，开发符合电竞消费市场的配套产品，从而提升整体销售。

图38 竞赛队伍的照片



资料来源：滔搏电子竞技俱乐部微博，海通证券研究所

图39 滔搏电子竞技俱乐部获得 2018 新华电子竞技大赛冠军



资料来源：滔搏电子竞技俱乐部微博，海通证券研究所

**表 1 俱乐部获得诸多赛事奖牌**

年份	奖项
2019	2019PMCO 全球总决赛春季赛冠军
2019	NEST2019《Apex 英雄》项目比赛冠军
2019	2019LPL 春季赛第四名
2018	2018LPL 夏季赛六强
2018	2018 德玛西亚杯西安站亚军
2018	NEST2018 英雄联盟亚军
2018	2018 王者荣耀 KOC 城市赛全国总冠军
2018	2018《星际争霸 II》#黄金职业联赛#第三赛季冠军
2018	2018 王者荣耀 KOC 重庆站冠军
2018	2018 新华电子竞技大赛冠军

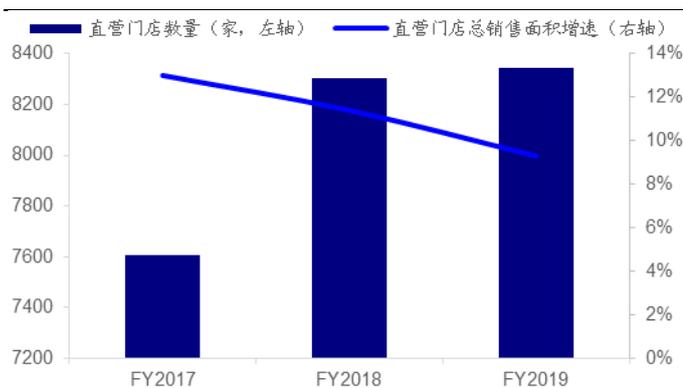
资料来源：滔搏电子竞技俱乐部微博，滔搏招股书，百度百科，score 官网，海通证券研究所

#### 4.5 高直营、单品牌占比：体现管理能力

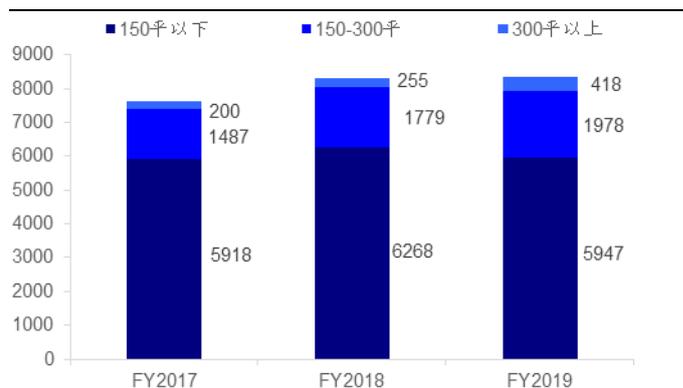
截至 2019 年 2 月 28 日，滔搏旗下合计覆盖 10223 家门店，其中直接管理的门店数量达到 8343 家，占比 82%。收入端看，直营门店收入占比达到 90%。我们认为超过 8000 家的直营门店，覆盖中国各级城市，管理难度大。滔搏在大规模的门店数量下，依然做到较高的直营店效，依据我们验算，与公司披露的店效对比基本一致——滔搏的直营店效高于宝胜。

FY2017-2019 年，公司直营门店数量从 7605 家增加至 8343 家，其中 300 平以上门店从 200 家增加至 418 家，占比从 2.6%提升至 5.0%，150-300 平门店从 1487 家增加至 1978 家，占比提升 4.1pct 至 23.7%，150 平以下门店占比从 77.8%逐年递减至 71.3%。公司不断优化门店结构，关闭低效店铺，并开设面积较大的新店，FY2017-2019 直营店总销售面积增速分别为 13.0%、11.4%、9.3%。

(说明：FY2017 为截至 2017/02/28 数据，FY2019 为截至 2019/02/28 数据)

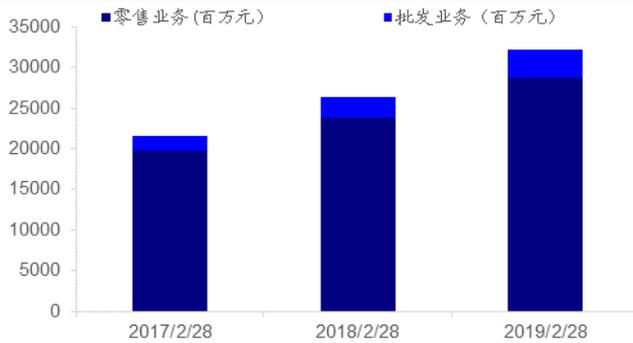
**图40 滔搏直营门店数量逐年递增**


资料来源：滔搏招股书，海通证券研究所

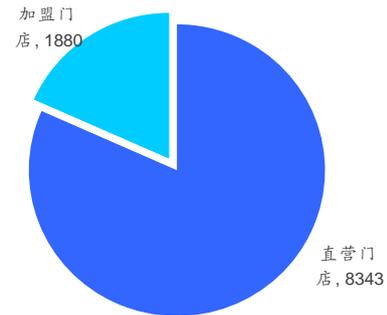
**图41 公司直营门店按规模划分情况 (家)**


资料来源：滔搏招股书，海通证券研究所

我们认为高直营店效①展示了强大的管理能力，②新型零售经验推广更顺畅，③在新零售环境下，门店间协调更高效。

**图42 滔搏直接零售业务占比总收入达 90% (2019/02/28)**


资料来源：滔搏招股书，海通证券研究所

**图43 公司直接管理门店占比达 82% (2019/02/28) (家)**


资料来源：滔搏招股书，海通证券研究所

另外，滔搏 8343 家直营门店中，有 98.8% 是单一品牌门店，我们认为这是公司的战略选择，也是一个利客利商的选择。从消费者角度看，门店是载体，最终接触到的是品牌商的产品。我们认为单一品牌的门店给消费者准确的品牌形象和可靠的产品信任度，更好地让消费者体验门店的服务。

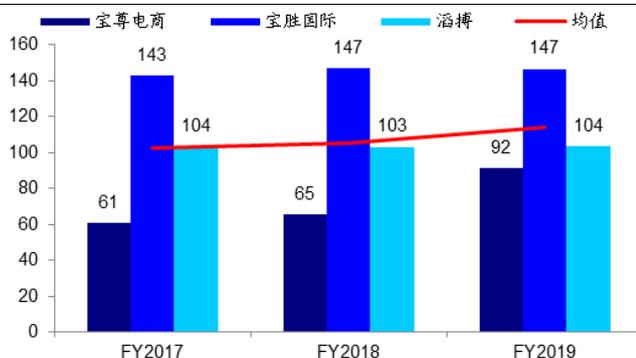
由于单一品牌门店只销售特定品牌的运动鞋服产品，并使用符合该品牌全球形象的内部门店设计和布局，公司遍布全国、经过精心选址的广泛门店网络可以有力地帮助国际运动鞋服品牌在中国抢占市场份额和打造品牌形象。从品牌商的角度看，通过门头的装修和展示，再次强调了品牌的形象。我们认为虽然代理商的形象在消费场景中弱化，但是其价值通过不可替代的服务绑定消费者和品牌商来体现。

## 5. 财务分析：成长性与盈利能力显著优于同业

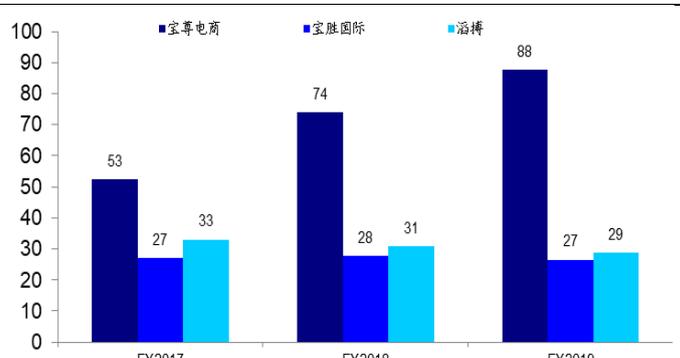
### 5.1 数字运营水平显著优于行业

FY2017-2019，公司存货周转天数分别为 103.6/103.2/103.5 天，显著低于宝胜国际（同期：142.9/146.9/146.6 天），高于宝尊电商（60.5/65.4/91.6 天）。但值得注意的是，宝尊电商近年存货周转天数明显增加，与公司水平趋于接近，主要系 2017 年 9 月起，宝尊电商在过去电商配发的运营基础上，新增委托运营模式，为顾客提供仓储、营销、IT 管理等服务。根据弗若斯特沙利文数据显示，滔搏存货周转天数明显低于行业平均水平 180 天。

FY2017-2019，公司应收账款周转天数分别为 33.1/30.9/28.9 天，周转天数逐步减少主要由于联营门店占比较小。相较同业公司，宝胜国际同期为 27.1/27.7/26.6 天，宝尊电商对应为 52.5/74.1/87.8 天。

**图44 滔搏与同业公司存货周转天数 (天)**


资料来源：WIND，滔搏招股书，宝尊电商 2018 年报，海通证券研究所

**图45 滔搏与同业公司应收账款周转天数 (天)**


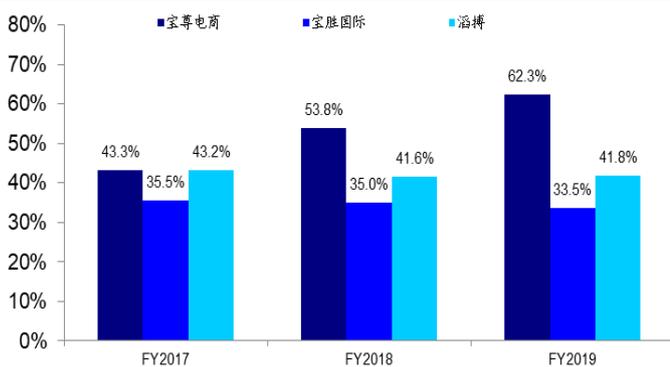
资料来源：WIND，滔搏招股书，宝尊电商 2018 年报，海通证券研究所

## 5.2 盈利能力优异

FY2017-2019, 公司毛利率为 43.2%/41.6%/41.8%, FY2018 较 FY2017 年下降 1.6pct, 主要系当期运动鞋服零售行业内存货水平较为紧张, 公司采用了低于平常水平的折扣。公司毛利率显著高于宝胜国际同期水平 (35.5%/35.0%/33.5%), 而宝尊电商同期毛利率水平提升明显 (43.3%/53.8%/62.3%), 主要由于公司新增高毛利委托运营模式, 通过收取顾客服务费扩大收益。

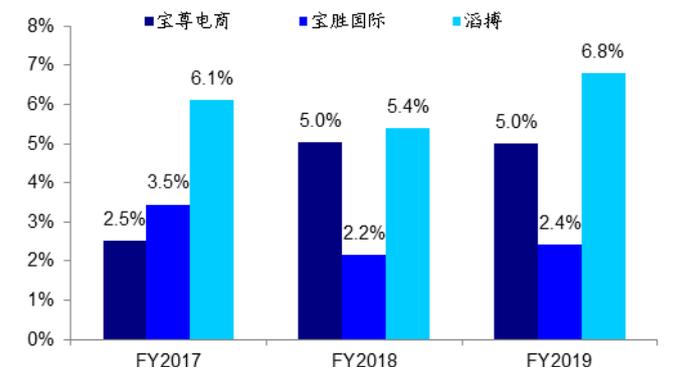
FY2017-2019, 公司净利率分别为 6.1%/5.4%/6.8%, 显著高于宝胜国际 (3.5%/2.2%/2.4%), 宝尊电商 (2.5%/5.0%/5.0%) 同期水平。

图46 滔搏与同业公司毛利率



资料来源: WIND, 滔搏招股书, 海通证券研究所

图47 滔搏与同业公司净利率



资料来源: WIND, 滔搏招股书, 海通证券研究所

## 5.3 主品牌收入贡献稳定, 费用率呈下降趋势

FY2017-2019, 公司分别实现营收 216.9/265.5/325.6 亿元, 复合增速 22.5%, 其中, 商品销售收入保持 99% 占比, 其余为联营费用收入。分品牌看, FY2019 公司主力品牌 (NIKE、ADIDAS) 收入 282.5 亿元, 占比商品销售收入 87%, 较 FY2017 降 3pct, FY2017-2019 复合增速 20.8%; 其他品牌收入 40.8 亿元, 占比商品销售收入 12.6%, 较 FY2017 增 3pct, FY2017-2019 复合增速 37.6%。

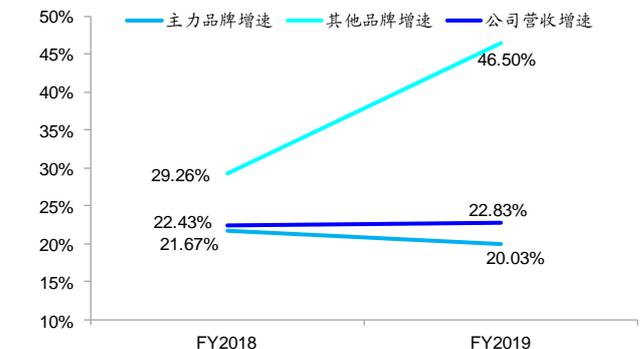
分渠道看, FY2019 公司零售业务 289.7 亿元, 占比商品销售收入 90%, 较 FY2017 降 2pct, FY2017-2019 复合增速 21.2%; 批发业务收入 33.57 亿元, 占比商品销售收入 10.4%, 较 FY2017 增 2pct, FY2017-2019 复合增速 37%。

图48 滔搏分品牌收入规模 (亿元)



资料来源: 滔搏招股书, 海通证券研究所

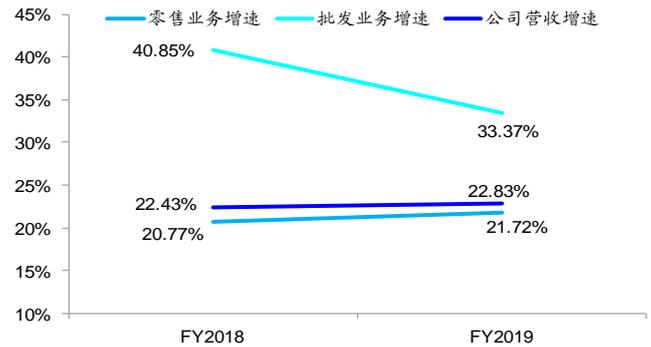
图49 滔搏分品牌收入增速



资料来源: 滔搏招股书, 海通证券研究所

**图50 滔搏分渠道收入规模 (亿元)**


资料来源: 滔搏招股书, 海通证券研究所

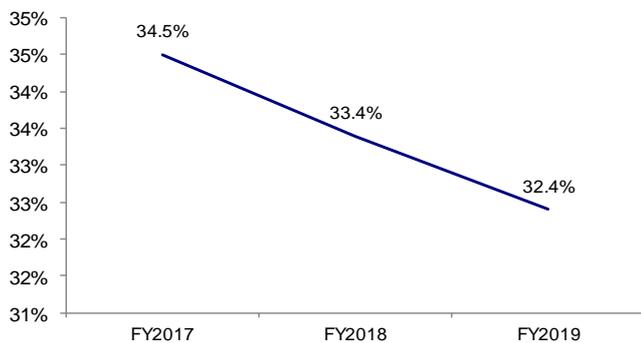
**图51 滔搏分渠道收入增速**


资料来源: 滔搏招股书, 海通证券研究所

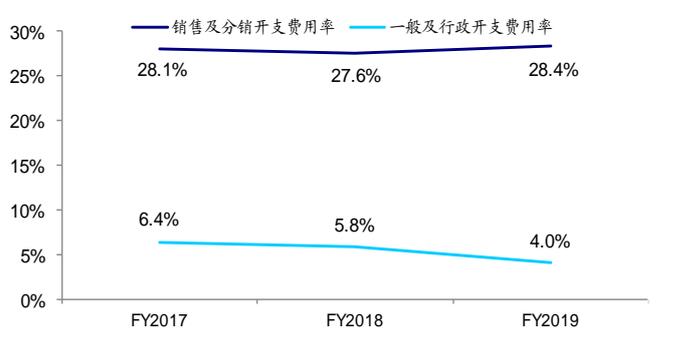
FY2017-2019, 公司费用率分别为 34.5%/33.4%/32.4%, 其中, 销售及分销开支费用率分别为 28.1%/27.6%/28.4%, 一般及行政开支费用率分别为 6.4%/5.8%/4.0%。

公司销售及分销开支费用率 FY2017-2019 整体保持稳定, FY2019 水平较 2018 增 0.8pct, 主要系①联营开支随收入增长增加; ②先前在租赁协议下开设的新门店导致更高的使用权资产结余, 从而产生更高折旧费用; ③前线人员增加叠加更高绩效奖金导致的员工成本增加。

FY2019, 公司一般及行政开支费用率同比降 1.8pct, 降幅明显, 主要由于 FY2018 公司确认百丽国际 2014 年股份奖励计划费用 3.5 亿元, 而 FY2019 未确认类似开支。

**图52 滔搏历史费用率**


资料来源: 滔搏招股书, 海通证券研究所

**图53 滔搏费用率分拆**


资料来源: 滔搏招股书, 海通证券研究所

## 6. 盈利预测与估值: 预计 2020-2022 财年净利各增 23%、24%、25%

中国运动市场发展空间较大, 滔搏作为运动服饰零售行业的寡头, 具备竞争实力, 我们预计 2020-2022 财年直营单店销售收入同比增速维持 10% 以上, 推动公司零售业务收入同比分别增长 19.4%、21.7%、22.9%, 此外随着公司下游批发商增加, 批发业务收入维持增长。我们预计公司 2020-2022 财年收入分别为 384.81/462.79/566.39 亿元, 各同比增长 18.2%/20.3%/22.4%, 归母净利润分别为 27.13 亿元、33.72 亿元和 42.24 亿元, 对应 EPS 为 0.44/0.54/0.68 元/股, 分别同比增长 23.3%/24.3%/25.2%, 3 年复合增速为 24.3%。

考虑到公司业务职能协助运动品牌商在国内构建形象和知名度, 同时深度覆盖超过一万家运动品牌门店, 在中国品牌运动市场中具备话语权, 我们参考了在港股上市涉及运动品牌管理或代运营的公司宝胜国际、安踏体育和李宁, 以及三家在海外上市的代运营公司 JD SPORTS FASHION、SPORTS DIRECT 和宝尊电商, 行业在 2019E (对应

公司 FY2020E) 的市盈率均值为 26X, 我们给予公司 2020 财年 22-26XPE, 对应合理价值区间为 9.62-11.37 元/股, 按照 1 港元=0.90 元人民币折算, 对应合理价值区间为 10.70-12.65 港元/股 (2020 财年 PS 为 1.6-1.8 倍), 给予“优于大市”评级。

**表 2 公司收入拆分 (百万元)**

	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
商品销售收入	21498	26321	32331	38189	45920	56218
-零售业务收入	19711	23804	28974	34581	42089	51709
-批发业务收入	1787	2517	3357	3608	3832	4509
联营费用收入	192	229	234	292	359	420
<b>合计</b>	<b>21690</b>	<b>26550</b>	<b>32564</b>	<b>38481</b>	<b>46279</b>	<b>56639</b>

资料来源: 滔搏招股书, 海通证券研究所

**表 3 公司利润表简表 (百万元)**

	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
<b>营业总收入</b>	<b>32564</b>	<b>38481</b>	<b>46279</b>	<b>56639</b>
营业成本	18957	22195	26692	32619
毛利率%	41.8%	42.3%	42.3%	42.4%
销售费用	9248	10928	13142	16084
销售费用率%	28.4%	28.4%	28.4%	28.4%
管理费用	1293	1528	1838	2249
管理费用率%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
其他费用	34	40	48	59
其他费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
经营利润	3237	3900	4690	5775
财务费用	212	233	149	131
财务费用率%	0.6%	0.6%	0.3%	0.2%
财务收入	20	88	169	183
投资收益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>3045</b>	<b>3755</b>	<b>4668</b>	<b>5847</b>
所得税	846	1043	1296	1623
有效所得税率%	27.8%	27.8%	27.8%	27.8%
<b>净利润</b>	<b>2200</b>	<b>2713</b>	<b>3372</b>	<b>4224</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>2200</b>	<b>2713</b>	<b>3372</b>	<b>4224</b>

资料来源: 滔搏招股书, 海通证券研究所

**表 4 相对估值比较**

公司名称	股票代码	总市值 (亿元)	股价 (元/股)	归母净利润 (百万元)				市盈率 (X)				市销率 (X)
				2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E	2019E
JD SPORTS FASHION	JD/LN	71	7.27	248	288	320	362	28	25	22	20	1.2
SPORTS DIRECT	SPD LN	18	3.47	100	92	105	99	18	20	17	18	0.5
宝尊电商	BZUN	22	35.11	31	42	72	110	70	52	30	20	2.1
宝胜国际	03813	138	2.57	512	686	809	1036	27	20	17	13	3.5
安踏体育	02020	1945	72.00	3433	4562	6080	7723	57	43	32	25	5.5
李宁	02331	557	24.10	573	795	1502	1806	97	70	37	31	3.7
<b>平均值</b>								<b>50</b>	<b>38</b>	<b>26</b>	<b>21</b>	<b>2.8</b>

资料来源：彭博，海通证券研究所；JD SPORTS FASHION、SPORTS DIRECT、宝尊电商、宝胜国际为 bloomberg 一致预期，安踏体育、李宁为 wind 一致预期，海外单位均为当地货币，收盘价为 2019/12/11 收盘价

## 7. 风险提示

消费者喜好改变，零售环境恶化，行业竞争加剧，品牌合作关系变化。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元/股)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>32564</b>	<b>38481</b>	<b>46279</b>	<b>56639</b>
每股收益	0.35	0.44	0.54	0.68	营业成本	18957	22195	26692	32619
每股净资产	0.31	2.08	2.63	3.31	毛利率%	41.8%	42.3%	42.3%	42.4%
每股经营现金流	0.51	0.63	0.73	0.81	销售费用	9248	10928	13142	16084
每股股利	0.77	0.50	0.56	0.61	销售费用率%	28.4%	28.4%	28.4%	28.4%
<b>价值评估 (倍)</b>					管理费用	1293	1528	1838	2249
P/E	22.82	18.50	14.88	11.88	管理费用率%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
P/B	25.76	3.89	3.08	2.45	其他费用	34	40	48	59
P/S	1.54	1.30	1.08	0.89	其他费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
EV/EBITDA	19.71	13.96	11.38	9.05	经营利润	3237	3900	4690	5775
股息率%	10	6	7	8	财务费用	212	233	149	131
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.6%	0.6%	0.3%	0.2%
毛利率	41.8%	42.3%	42.3%	42.4%	财务收入	20	88	169	183
净利润率	6.8%	7.0%	7.3%	7.5%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	76.8%	36.5%	23.1%	23.0%	<b>利润总额</b>	<b>3045</b>	<b>3755</b>	<b>4668</b>	<b>5847</b>
资产回报率	14.4%	13.1%	12.6%	14.0%	所得税	846	1043	1296	1623
投资回报率	32.4%	29.9%	26.8%	24.6%	<b>有效所得税率%</b>	<b>28%</b>	<b>28%</b>	<b>28%</b>	<b>28%</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					净利润	2200	2713	3372	4224
营业收入增长率	22.7%	18.2%	20.3%	22.4%	少数股东损益	0	0	0	0
EBIT 增长率	43.7%	20.5%	20.3%	23.1%	归属母公司所有者净利润	2200	2713	3372	4224
净利润增长率	53.2%	23.3%	24.3%	25.2%					
<b>偿债能力指标</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
资产负债率	88.0%	49.0%	42.3%	36.0%	货币资金	651	8168	8760	9498
流动比率	0.9	1.8	2.2	2.6	应收账款及应收票据	2570	3037	3652	4470
速动比率	0.3	1.1	1.2	1.4	存货	6139	7187	8643	10563
现金比率	0.1	0.8	0.9	0.9	其它流动资产	802	939	1129	1380
<b>经营效率指标</b>					流动资产合计	10161	19331	22185	25910
应收帐款周转天数	33.1	26.2	26.0	25.8	长期股权投资	0	0	0	0
存货周转天数	102.1	108.1	106.8	106.0	固定资产	1116	1162	1210	1228
总资产周转率	2.1	1.9	1.7	1.9	在建工程	0	0	0	0
固定资产周转率	31.1	33.8	39.0	46.5	无形资产	4597	4496	4482	4582
					非流动资产合计	6056	6001	6035	6153
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>资产总计</b>	<b>16216</b>	<b>25332</b>	<b>28220</b>	<b>32063</b>
净利润	2200	2713	3372	4224	短期借款	1300	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	4202	4027	4297	4789
非现金支出	2071	2262	2255	2284	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	247	-1312	-1312	-1593	其它流动负债	2435	2877	3460	4235
营运资金变动	-1372	233	191	111	流动负债合计	11839	10480	10239	10022
<b>经营活动现金流</b>	<b>3146</b>	<b>3895</b>	<b>4506</b>	<b>5025</b>	长期借款	2301	1812	1567	1404
资产	-908	-2208	-2331	-2382	其它长期负债	127	127	127	127
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	2428	1939	1695	1532
其他	-74	0	0	0	<b>负债总计</b>	<b>14268</b>	<b>12419</b>	<b>11934</b>	<b>11554</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-983</b>	<b>-2208</b>	<b>-2331</b>	<b>-2382</b>	实收资本	0	0	0	0
债权募资	1100	-489	-245	-163	普通股股东权益	1949	12914	16286	20509
股权募资	0	8252	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-2877	-1933	-1339	-1742	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>16216</b>	<b>25332</b>	<b>28220</b>	<b>32063</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1777</b>	<b>5830</b>	<b>-1583</b>	<b>-1905</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>387</b>	<b>7518</b>	<b>592</b>	<b>738</b>					

备注: 表中计算估值指标的收盘日期为 2019 年 12 月 11 日

公司财年以当年 02 月 28 日为止的过去一年, 如 2020 财年为 2020/02/28 为止的过去一年

资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

梁希 纺织服装行业  
汪立亭 批发和零售贸易行业, 社会服务行业  
盛开 纺织服装行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 歌力思, 安正时尚, 罗莱生活, 伟星股份, 地素时尚, 七匹狼, 台华新材, 锦泓集团, 新野纺织, 比音勒芬, 太平鸟, 森马服饰, 跨境通, 健盛集团, 海澜之家

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。在任何情况下, 本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**海通证券股份有限公司研究所**

 路颖 所长  
 (021)23219403 luying@htsec.com

 高道德 副所长  
 (021)63411586 gaodd@htsec.com

 姜超 副所长  
 (021)23212042 jc9001@htsec.com

 邓勇 副所长  
 (021)23219404 dengyong@htsec.com

 荀玉根 副所长  
 (021)23219658 xyg6052@htsec.com

 涂力磊 所长助理  
 (021)23219747 tll5535@htsec.com

**宏观经济研究团队**

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
 于博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
 李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com  
 宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
 联系人  
 陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com  
 应稼娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com

**金融工程研究团队**

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
 罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
 姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
 吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
 张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
 联系人  
 颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
 梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

**金融产品研究团队**

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
 陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com  
 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
 皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
 谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
 王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
 蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
 周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
 联系人  
 谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
 吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

**固定收益研究团队**

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
 周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
 姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
 杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
 李波(021)23154484 lb11789@htsec.com  
 联系人  
 王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

**策略研究团队**

 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
 钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com  
 高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
 李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
 姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
 周旭辉 zxh12382@htsec.com  
 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com  
 李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com  
 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
 联系人  
 唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
 郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
 王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com  
 吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

**中小市值团队**

 张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com  
 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
 相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com  
 联系人  
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com  
 王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

**政策研究团队**

 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
 陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
 朱雷(021)23219946 zl8316@htsec.com  
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
 王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

**石油化工业**

 邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
 朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
 胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
 联系人  
 张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

**医药行业**

 余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
 郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
 联系人  
 梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
 吴佳桢 0755-82900465 wjz11852@htsec.com  
 朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com  
 范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

**汽车行业**

 王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
 杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
 联系人  
 曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
 郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com

**公用事业**

 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
 张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com  
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
 傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

**批发和零售贸易行业**

 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
 李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
 高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

**互联网及传媒**

 郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
 陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

**有色金属行业**

 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
 陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
 联系人  
 甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com  
 郑景毅 zjy12711@htsec.com

**房地产行业**

 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
 谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
 金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com  
 杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

<b>电子行业</b> 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
<b>基础化工行业</b> 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峰青(021)23219383 zqz11650@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(021)23154388 rgb12695@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 lyj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zh111756@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxx12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
<b>军工行业</b> 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	<b>银行行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 联系人 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

## 研究所销售团队

<b>深广地区销售团队</b> 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏舍 gbh11537@htsec.com	<b>上海地区销售团队</b> 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 李唯佳(021)23219384 lijw@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com	<b>北京地区销售团队</b> 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 杜飞 df12021@htsec.com 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com 李婕 lj12330@htsec.com 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com 郭金珏 gjy12727@htsec.com
--	---	--

海通证券股份有限公司研究所  
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话: (021) 23219000  
传真: (021) 23219392  
网址: [www.htsec.com](http://www.htsec.com)