# 滔搏国际（N19114.HK）

## 一文拆解中国最大运动鞋服零售商

**中国最大运动用品零售商。**滔搏国际是运动鞋服零售代理商龙头，是许多主要国际运动鞋服品牌在中国市场的战略合作伙伴，合作品牌包括 Nike、Adidas、Puma、Converse、Timberland、Vans、The North Face、Asics、Onitsuka Tiger、Reebok、Skechers 等。公司 FY2017-2019 营业收入/归母净利润 CAGR 分别为 22%/22%，其中 FY2019 实现收入 325.6 亿元，同增 23%，归母净利润 22.0 亿元，同增 53%，（调整股份奖励费用及业务合并费用后净利润为 22.36 亿元，同增 24%）。

**搭建以消费者为核心的运动零售及服务平台是公司的核心经营模式：1）品牌合作：**与多个国际运动品牌进行紧密合作；**2）渠道布局：**拥有覆盖广泛的直营门店网络（包括单一品牌门店和品牌集合店），公司旗下 8343 家直营门店/1080 家批发商门店，覆盖 30 个省级行政单位、268 个城市，凭借线下运营能力+丰富的线上线下互动活动和一体化进程，完整覆盖购物的全旅程，满足消费者的全部运动需求；**3）零售管理：**调整重塑后的 TopFans 会员计划，打造高互动性的消费者社群，增强互动体验。

**未来通过数字化转型升级商品、门店管理进而提升零售效率。**公司未来将从员工/门店/商品管理等方面推进整个产业链的数字化转型：（1）前线员工赋能，加强员工与消费者的互动，截至 FY2019，已有超过 6000 家门店的逾 15000 名用户使用前线员工赋能数字工具包，每星期活跃用户比例逾 90%。（2）门店数字化升级，利用高科技信息系统，明晰消费者画像，对消费者数据进行详尽分析进而实现商品管理优化。

**运营稳健，盈利水平高于行业平均水平。**公司运营稳健，FY2017~FY2019 存货周转天数分别为 103.6/103.2/103.5 天，低于行业平均水平（约 180 天），应收账款周转天数分别为 33.1/30.9/28.9 天，减少主要系联营门店所占的比例较小。FY2019 毛利率/净利率水平分别为 41.8%/6.8%，均高于主要竞争对手，盈利水平较好。

**风险提示：**终端销售放缓；品牌商合作变化带来的经营风险。

**股票信息**

| | |
|---|---|
| 行业 | 纺织服装 |

**作者**

**分析师　鞠兴海**
执业证书编号：S0680518030002
邮箱：juxinghai@gszq.com
**研究助理　杨莹**
邮箱：yangying1@gszq.com

## 内容目录

公司概况：中国最大的运动用品零售商 ....4
深耕运动领域，发展零售平台 ....4
股权结构 ....5
经营拆解 ....5
收入拆解 ....5
品牌合作：与 Nike /Adidas 形成深度合作 ....7
零售管理：以终端需求为导，高效运营 ....8
供应链：专业化管理 ....8
渠道布局：覆盖全面，形式多样 ....9
会员计划+消费者社群增加消费者粘性 ....11
产业链未来发展方向：数字化转型 ....12
财务分析：盈利水平优于竞争对手 ....13
风险提示 ....16

## 图表目录

*图表 1：滔搏国际发展历程* ....4
*图表 2：FY2017-FY2019 营业收入及同比增长率（百万元，%）* ....4
*图表 3：FY2017-FY2019 调整后净利润及同比增长率（百万元，%）* ....4
*图表 4：滔搏国际股权结构图* ....5
*图表 5：滔搏国际经营模式* ....6
*图表 6：公司产品收入按渠道分类（百万元）* ....6
*图表 7：公司产品收入按品牌分类（百万元）* ....6
*图表 8：滔搏国际合作品牌* ....7
*图表 9：公司和 Nike、Adidas 合作历程* ....8
*图表 10：品牌合作时间轴* ....8
*图表 11：公司直营渠道布局情况* ....9
*图表 12：公司直营门店数量* ....10
*图表 13：按面积划分渠道数量* ....10
*图表 14：滔搏国际收入拆分* ....10
*图表 15：topsports 多品牌集合店* ....11
*图表 16：滔搏活跃会员数（百万人）* ....11
*图表 17：滔搏会员收入贡献占比（%）* ....11
*图表 18：滔搏电子竞技俱乐部官方微博* ....12
*图表 19：滔搏国际与腾讯合作进行员工赋能* ....13
*图表 20：滔搏国际收入及增速* ....14
*图标：滔搏国际收入构成（百万元）* ....14
*图表 22：滔搏国际毛利率高于宝胜国际（%）* ....14
*图表 23：宝胜国际营业收入与成本情况（亿元，%）* ....14
*图表 24：销售及分销开支明细（百万元）* ....15

图表 25: 一般及行政开支明细（百万元）.....15
图表 26: 滔搏国际净利率高于宝胜国际（%）.....15
图表 27: 滔搏国际与宝胜国际费用率情况（%）.....15
图表 28: 滔搏国际与宝胜国际存货周转天数情况（天）.....16

# 公司概况：中国最大的运动用品零售商

## 深耕运动领域，发展零售平台

滔搏国际作为百丽国际旗下经营运动业务的体育子公司，凭借强大的终端实力与管理积累，一直保持增长，逐渐发展成为中国最大的运动用品零售商。2018 年滔搏国际在运动领域中零售额市场排名第一，零售额 375 亿人民币，超第二名 30%。

自 90 年代起，滔搏开始涉足体育运动产品的经营，1999 年建立与耐克的业务联系，2004 年建立与阿迪达斯业务联系，2006 年公司拓展品牌品类并开始新渠道的尝试。2010 年起，拓展至户外和运动时尚品类，并且逐步探索与开拓体育用品多品牌集合店经营模式，先后创建了 TOPSPORTS 运动城、TOPSPORTS 多品店、TOPSNEAKER 潮流集合店；2018 年，收购 FOSS 品牌，进一步开拓自有渠道的品牌建设。

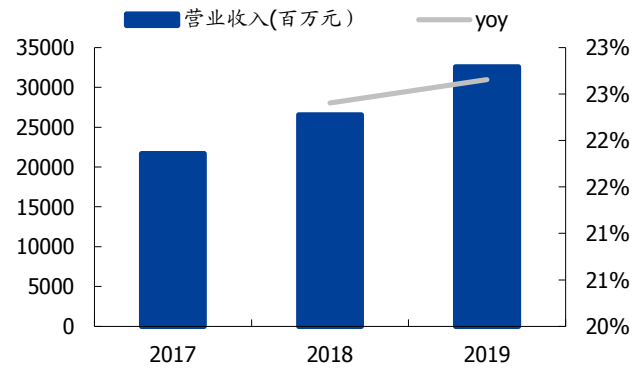
*图表 1：滔搏国际发展历程*

| 时间 | 事件 |
|---|---|
| 1999 年 | 开展与耐克业务关系 |
| 2004 年 | 开展与阿迪达斯业务关系，成为耐克中国最大零售合作伙伴 |
| 2006 年 | 百丽国际成为公司控股股东 |
| 2006-2007 年 | 拓展品牌组合，开始与 PUMA 等品牌合作 |
| 2007 年 | 百丽国际上市 |
| 2012 年 | 成为阿迪达斯在全球最大零售合作伙伴 |
| 2015 年 | 业务覆盖 The North Face、Timberland、亚瑟士、鬼冢等多个品牌 |
| 2017 年 | 百丽私有化，Hillhouse HHBH 成为控股股东之一。 |
| 2019 年 | 开设北美一万地区最大 NBA 旗舰店 |

*资料来源：招股说明书，国盛证券研究所*

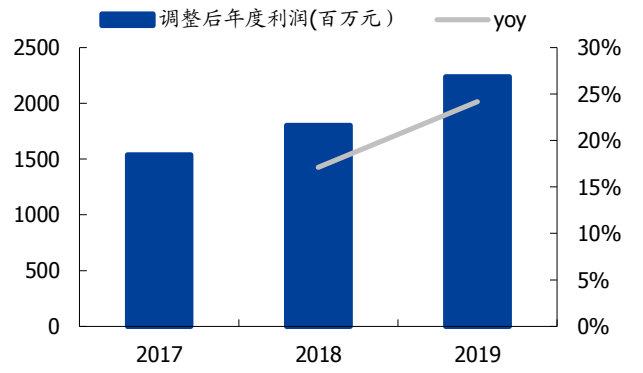
伴随高景气度的运动鞋服行业发展，公司营收及净利润持续增长，公司 FY2017-2019 营业收入/归母净利润 CAGR 分别为 22%/22%，其中 FY2019 实现收入 325.6 亿元，同增 23%，归母净利润 22.0 亿元，同增 53%，（调整股份奖励费用及业务合并费用后净利润为 22.36 亿元，同增 24%）。

*图表 2：FY2017-FY2019 营业收入及同比增长率（百万元，%）*




*资料来源：招股说明书，国盛证券研究所*

*图表 3：FY2017-FY2019 调整后净利润及同比增长率（百万元，%）*

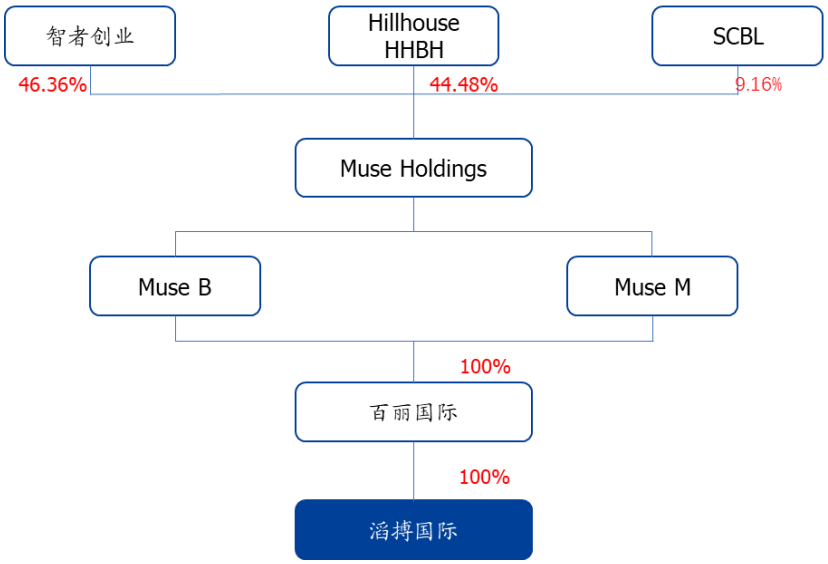



*资料来源：招股说明书，国盛证券研究所*

### 股权结构

公司控股股东为百丽国际，百丽国际由 Muse Holdings 通过全资附属公司 Muse B 和 Muse M 最终拥有。Muse Holdings 股东分别为智者创业（46.36%）、Hillhouse HHBH(44.48%)和 SCBL(9.16%)，其中 Hillhouse HHBH 由高瓴资本独家管理的 Hillhouse LP 控制。

*图表 4：滔搏国际股权结构图*



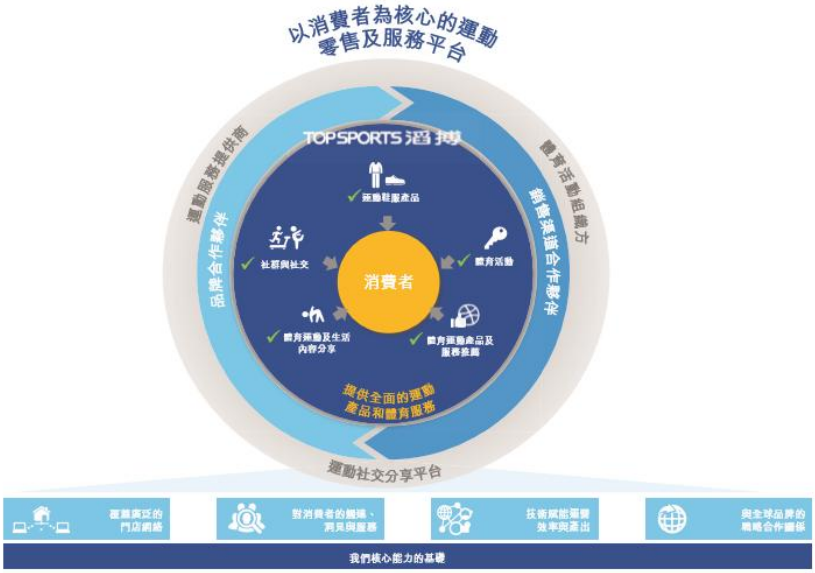

*资料来源：公司公告，国盛证券研究所整理绘制*

## 经营拆解

### 收入拆解

**搭建以消费者为核心的运动零售及服务平台是公司的核心经营模式：**1）品牌合作：与多个国际运动品牌进行紧密合作；2）渠道布局：拥有覆盖广泛的直营门店网络（包括单一品牌门店和品牌集合店）；3）零售管理：调整重塑后的 TopFans 会员计划，打造高互动性的消费者社群，增强互动体验。

*图表 5：滔搏国际经营模式*



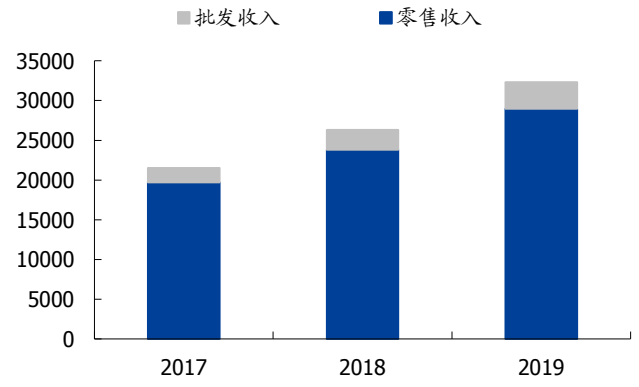

*资料来源：招股说明书，国盛证券研究所*

**公司产品销售收入主要来自于销售国际知名运动品牌运动鞋服产品：**

- **分品牌，Nike、Adidas 品牌零售贡献超过 85%收入。**公司拥有 11 个国际运动、潮流、户外品牌的经销权：Nike、Adidas、Puma、Converse、Timberland、Vans、The North Face、Asics、Onitsuka Tiger、Reebok、Skechers 等，其中 Nike、Adidas 为主力品牌。主品牌 FY2017~FY2019 收入占比分别为 90%/89%/87%，占比呈下降趋势。从增速来看，主力品牌近两年保持 20%以上水平，其他品牌增速更高（FY2018/FY2019 增速为 29%/46%）。

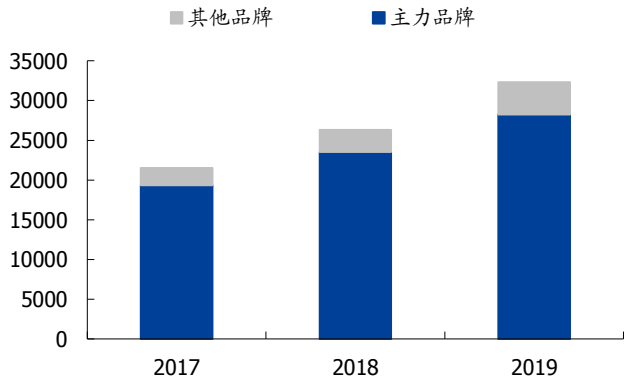
- **分渠道，直营渠道收入占比近 9 成。**公司旗下 8343 家直营门店/1080 家批发商门店，覆盖 30 个省级行政单位、268 个城市，通过线下运营+丰富的线上线下互动活动和一体化进程，完整覆盖购物的全旅程，满足消费者的需求。公司直营门店的零售收入占比 90%以上，但呈下降趋势。FY2018~FY2019 直营门店收入增速分别为 21%/22%，批发渠道收入增速分别为 41%/33%。

*图表 6：公司产品收入按渠道分类（百万元）*




*资料来源：招股说明书，国盛证券研究所*

*图表 7：公司产品收入按品牌分类（百万元）*




*资料来源：招股说明书，国盛证券研究所*

## 品牌合作：与 Nike /Adidas 形成深度合作

公司是许多主要国际运动鞋服品牌在中国市场的战略合作伙伴，合作品牌包括 Nike、Adidas、Puma、Converse、Timberland、Vans、The North Face、Asics、Onitsuka Tiger、Reebok、Skechers 等。

*图表 8：滔搏国际合作品牌*

| 品牌名称 | LOGO | 简介 |
|---|---|---|
| Nike | | Nike公司，正式成立于1972年，总部位于美国俄勒冈州Beaverton，是全球著名的体育用品制造商。 |
| Adidas | | Adidas公司，德国运动用品制造商，创办于1949年，是Adidas AG的成员公司。 |
| Puma | | Puma是德国运动品牌，创办于1948年，设计提供专业运动装备，产品涉及跑步、足球、高尔夫乃至赛车领域。 |
| Converse | | Converse，美国著名帆布鞋品牌，创于1908年，一开始只生产帆布鞋，后来开始涉及网球鞋和篮球鞋。 |
| Timberland | | Timberland，全球领先的户外品牌，成立于1918年，公司总部位于美国新罕布什尔州 |
| Vans | | Vans是1966年3月16日由保罗·范·多伦创始的原创极限运动潮牌，公司位于美国南加州，以极限运动起家，包括滑板、冲浪、BMX、滑雪等。 |
| The North Face | | The North Face，美国著名户外品牌，成立于1966年，是美国上市公司VF集团的重要一员。 |
| Asics | | Asics是日本鬼冢八喜郎在1949年创立的跑鞋运动品牌。 |
| Onitsuka Tiger | | Onitsuka Tiger是Asics的前身，1977年，鬼冢八喜郎正式组成ASICS公司，使用ASICS商标。 |
| Reebok | | Reebok是创办于1895年的美国的著名健身品牌 |
| Skechers | | Skechers，始于1992年加州，美国舒适休闲/运动品牌，以男士工装靴起家，已从一个风格单一的小公司发展成为全球最受欢迎鞋类产品的品牌之一。 |

*资料来源：公司公告，国盛证券研究所*

- **Nike、Adidas 作为主力品牌，在 FY2017-FY2019 每年贡献了公司超过 87%的收入。**公司于两个主力品牌绑定深入，合作时间长。目前已经成为 Nike 全球第二大零售商合作伙伴，合作时间达 20 年，和 Adidas 合作时间达 15 年，是 Adidas 全球最大零售商合作伙伴。

*图表 9：公司和 Nike、Adidas 合作历程*

| **nike 合作里程碑** | |
|---|---|
| 1999 年 | 开始与 nike 业务，开除首家 nike 单一品牌门店 |
| 2004 年 | 按进货金额计算，成为 nike 中国最大零售合作伙伴 |
| 2007 年 | 首家由零售合作伙伴经营的 nike 篮球主题门店 |
| 2008 年 | 按进货金额计算，nike 在全球第二大零售合作伙伴 |
| 2013 年 | 在中国推出新的零售形式计划，即消费者主导概念计划 CLC |
| 2016 年 | 开设中国首家 nike Factory Store Partner 工厂店 |
| **阿迪达斯合作里程碑** | |
| 2004 年 | 开始和阿迪达斯业务合作 |
| 2009 年 | 阿迪达斯单一品牌门店数超过 1000 家，并开始销售限定款跑鞋 |
| 2010 年 | 按进货金额计算，成为阿迪达斯中国最大的零售合作伙伴 |
| 2012 年 | 按进货金额计算，成为全球最大零售合作伙伴 |
| 2016 年 | 在中国开设首家阿迪达斯工厂店 |
| 2018 年 | 公司的一家阿迪达斯单一品牌门店录得阿迪达斯在中国所有零售伙伴运营单一品牌门店中最高的月销售额。还开设了首家 ADIDAS SWC 门店 |

*资料来源：招股说明书，国盛证券研究所*

- 公司在加深与主力品牌的合作的同时，会持续评估自身的品牌组合情况，从而使得为中国消费者带来的品牌和产品能够满足不同消费者需求。**2006 年前公司先后和 9 个运动品牌商达成合作关系。**

*图表 10：品牌合作时间轴*

*资料来源：公司公告，国盛证券研究所绘制*

公司能够为品牌商提供第一手的消费者数据，让合作的品牌可以为中国市场设计和生产更符合需求的产品。同时，公司定期和品牌合作伙伴的大中华区管理层保持对话，为他们提供消费者对产品的反馈，并提供有关设计细节的改进建议。

## 零售管理：以终端需求为导，高效运营

### 供应链：专业化管理

在大多数零售协议中，公司是特定时间（通常为 1-5 年）内品牌合作伙伴在中国的非独

家零售商。通常在目标销售季节前 6~9 个月向品牌合作伙伴下单采购运动鞋服产品，作为合同项下的义务，在交收时不论经济和市场条件变动，必须接受产品交付（残次产品除外）。**考虑到订单——交货时间长，必须深入了解消费者偏好，准确预测市场需求的能力以避免无效采购。**

- 采购：提起 6~9 个月确认订单。公司组建采购团队，成员平均在本公司就职 7 年，具有丰富的行业经验。在采购价上公司部分零售协议规定销售目标，合作伙伴根据销售目标达成情况对采购价格进行调整。

- 物流：**产品的交付由品牌商运送至公司指定地点，公司自己负责送达仓储和配送。**自 2018 年 3 月起，百丽国际集团一直向公司提供一体化的仓储和物流服务。品牌商负责将产品运到相应仓库后，百丽国际负责将部分产品储存，剩余产品交付至门店销售，通常补货订单在 24 小时完成。

- 定价：虽然品牌商会为其产品设定全国范围的零售价，但是公司可以自行决定在客户零售及下游零售商批发的基础上，确定所售商品的生产商建议零售折扣价。

### 渠道布局：覆盖全面，形式多样

**公司多采用直营门店进行布局全国各省，绝大多数门店为单一品牌门店同时辅以少量自有门店品牌“Topsports”和“Foss”，进而打造完善的渠道网络系统。**

**门店布局情况：**公司截至 FY2019 拥有直营渠道 8343 家，覆盖超过 30 个省级行政单位，深度布局各线城市，渠道网络铺设完善。

*图表 11：公司直营渠道布局情况*

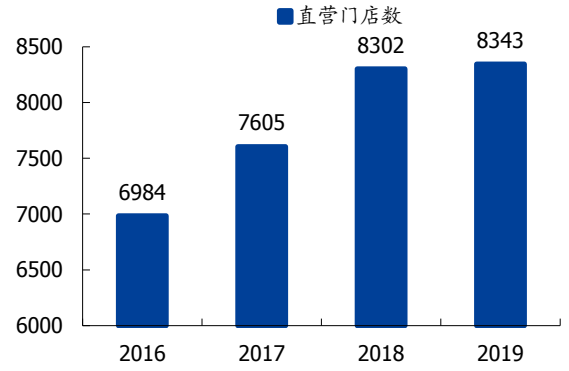
| 區域 | 門店數 |
|---|---|
| 魯豫 | 1,845 |
| 北部 | 1,193 |
| 南部 | 1,087 |
| 東北 | 779 |
| 滬浙 | 715 |
| 蘇皖 | 710 |
| 華中 | 625 |
| 西南 | 525 |
| 西北 | 521 |
| 雲貴 | 343 |
| 總計 | 8,343 |



*资料来源：招股说明书，国盛证券研究所*

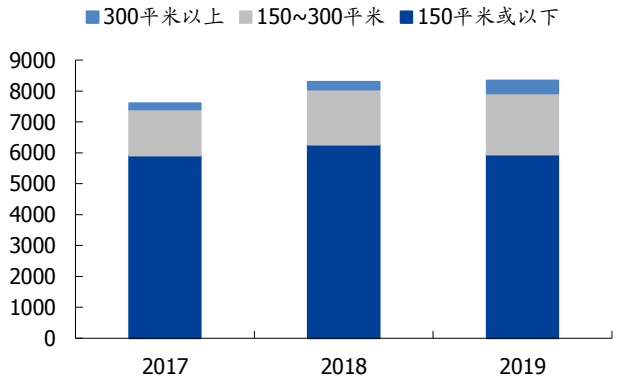
**门店数量及面积：**FY2017-FY2019 三个财年门店数量均有所增长，分别净增加 621/697/41 家至 7605/8302/8343 家，其中 FY2019 拓店略有放缓。门店面积上，FY2017-FY2019 面积分别增加了 13%/11.4%/9.3%。FY2019 新增门店中以 150 平米以上中大型门店为主，150 平米以上门店占比从 FY2017 的 22.2%增加至 FY2019 的 28.7%。

图表 12：公司直营门店数量（家）




资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 13：按面积划分渠道数量（家）




资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

从渠道端收入拆分来看，公司直营渠道 FY2019 单店收入为 347 万元/年，同比增速达到 21.12%，单店收入增速是营收增长的主要驱动因素。

图表 14：滔搏国际收入拆分（百万元，%）

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|
| 直营渠道收入 | 19711.1 | 23803.9 | 28974.0 |
| yoy | | 20.76% | 21.72% |
| 直营门店 | 7605 | 8302 | 8343 |
| 变动 | 621 | 697 | 41 |
| 单店收入 | 2.59 | 2.87 | 3.47 |
| yoy | | 10.63% | 21.12% |
| 批发收入 | 1787.3 | 2516.9 | 3356.6 |
| yoy | | 40.82% | 33.36% |
| 批发门店 | 770 | 942 | 1080 |
| 变动 | | 172 | 138 |
| 单个批发商收入 | 2.32 | 2.67 | 3.11 |
| 总计 | 21498.4 | 26320.8 | 32330.6 |

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

**公司旗下门店组合多样化，满足不同层面消费者需求：包括单一品牌店、运动城店、临时门店和战略门店。**

- **超过 98%的门店为单一品牌店，这些门店以所售产品的品牌冠名。**使用符合该品牌全球形象的内部门店设计和布局。此外，公司与品牌合作伙伴在国内开设多间战略门店，提供比典型单一品牌门店更多样化的产品组合。

- 自有门店品牌“Topsports”和“Foss”以运动城门店形式进行多品牌销售。运动城门店在单一地点汇聚各类品牌：大部分由公司直接经营，剩余则由独立第三方经营，公司收取以销售额百分比计算的固定/浮动联营费用。

图表 15: topsports 多品牌集合店

资料来源：微信公众号，国盛证券研究所绘制

- 设立临时门店进行库存商品的主题促销，同时设立战略门店，突破原有运动零售模式，打造全新购物体验。公司于 2016 年开始与品牌商合作建立战略门店，精选高客流量的商业圈，打造大面积、多 SKU 旗舰店，为消费者打造沉浸式体验环境。

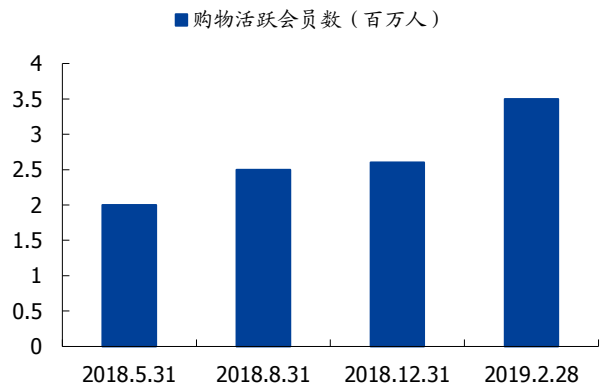
**客户维护：会员计划+消费者社群增加粘性**

**在客户维护上，1）滔搏利用完善的会员计划从产品、服务和活动提高消费者的体验；2）利用消费者社群成为公司拉进消费者距离，增加消费者粘性。**

TopFans 会员计划于 2016 年推出，2018 年 5 月进行了调整和重塑。截至 FY2019 滔搏国际拥有注册会员 1420 人，购物活跃会员（有效期内消费 1 次以上）350 万人，FY2019 会员销售额贡献占比超过 50%。

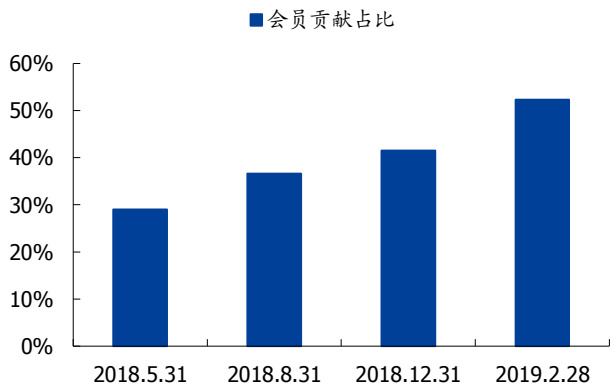
- **产品：**会员购买产品享用折扣，并赚取奖励积分（可用于线上积分商城兑换商品或线下某些情况下积分抵现）。根据优先等级不同，部分会员可参加抽奖活动或赢取限量运动鞋服产品的优先购买权。
- **服务：**免费专业球鞋保养、免费同城快递等服务。有时还会为会员推荐本地的体育培训服务，为他们提供由平台合作伙伴提供的免费试用课程。
- **活动：**将会员与各类型的平台合作伙伴联系起来，并为其提供丰富的体育和社交活动。

图表 16: 滔搏活跃会员数（百万人）




资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 17: 滔搏会员收入贡献占比（%）




资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

在打造消费者社群方面，利用前线员工与客户的聊天互动提升消费者兴趣，同时利用电竞活动进行营销保持粉丝活跃度。

- 同时公司已成功的将“门店小程序”的网上购物功能与门店系统连接起来，该功能科室的消费者通过其所选门店的消费者聊天群向该门店下单，从而进一步提升消费者体验。**公司与消费者全方位的互动成果：**Topsports 社交媒体账号已拥有超 11 万粉丝，所发表文章定期收到十万次浏览。

- 2017 年公司建立电子竞技俱乐部，2017 年 12 月和 2018 年 8 月分别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，建立 Top eSports 战队。通过电子竞技比赛的表现建立广泛的粉丝群，目前拥有超过 34 万粉丝。

*图表 18：滔搏电子竞技俱乐部官方微博*

*资料来源：公司公告，国盛证券研究所*

**产业链未来发展方向：数字化转型**

**公司未来将从三个主要方面推进整个产业链的数字化转型进而提升零售效率：（1）前线员工赋能；（2）门店数字化升级；（3）商品管理优化。**

**前线员工赋能：开发数字工具包，让前线员工及区域经理能读取门店数据。**如店内商品管理、人员管理、销售目标管理、流程管理。截至 FY2019，已有超过 6000 家门店的逾 15000 名用户使用前线员工赋能数字工具包，每星期活跃用户比例逾 90%。

**数字化升级门店运营：**安装智能门店系统，从消费者。产品、购物区三个维度有效监测店内活动，达到提升零售效率的目的。

*图表 19：滔搏国际与腾讯合作进行员工赋能*

*资料来源：腾讯智慧零售，国盛证券研究所*

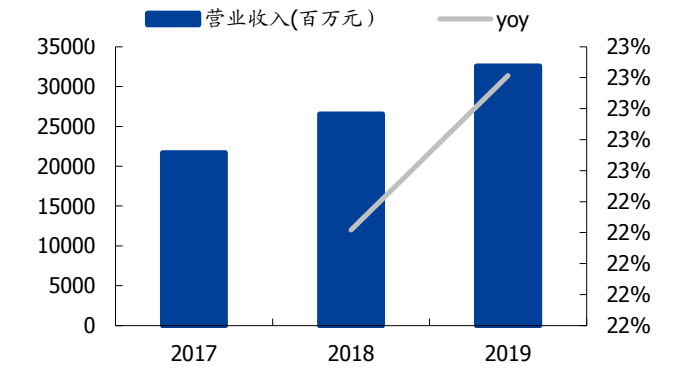
- **消费者**：智能门店系统可读取和估计门店访客的基本数据，了解门店的消费或者画像便于店员更加了解消费者的基本情况。
- **产品：**精细化产品策略，门店店长可根据消费者数据调整店内产品组合、陈列及促销活动以匹配他们门店的消费者情况；
- **购物区：**可生成“热力圈”和“参观动线”，显示到访消费者在店内的路线及平均停留市场。

**优化商品管理：**在商品分析及分类流程的数字化及系统化方面取得巨大进步，让商品管理（业务计划、采购/补货）更加有效且准确。

## 财务分析：盈利水平优于竞争对手

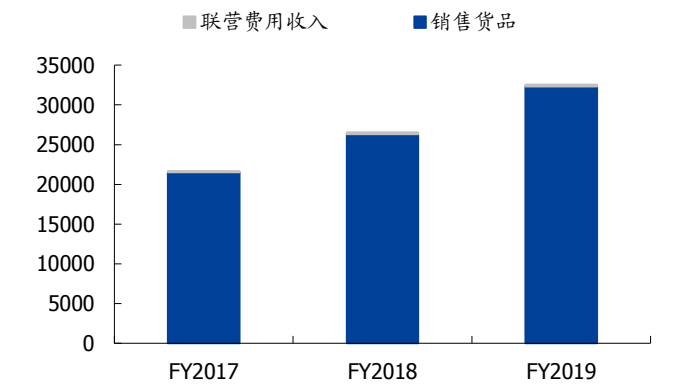
收入：FY2017~FY2019 公司实现收入 216.9/265.5/325.6 亿元，近两财年收入增速分别为 22%/23%。收入由产品销售以及联营费用（第三方联营门店以销售额百分比计算的股东/浮动联营费用）两部分构成，其中产品销售占比维持在 99%以上，是收入主要来源。

图表 20：滔搏国际收入及增速（百万元，%）




资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

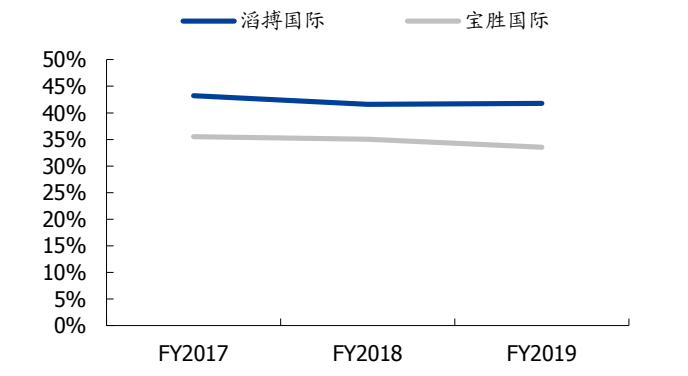
图表 21：滔搏国际收入构成（百万元）




资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

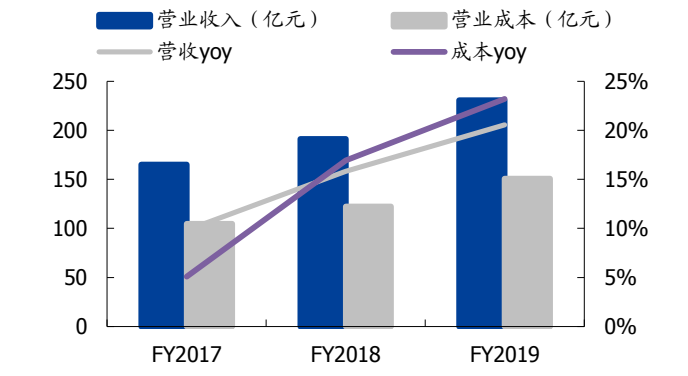
**毛利率**：FY2017~FY2019 公司整体毛利率分别为 43.2%/41.6%/41.8%，主要系当时运动鞋服零售行业内存货水平较紧张，因而终端零售折扣低于平常水平。公司毛利水平在行业内属于较高水平，对比竞争对手宝胜国际（3813.HK）FY2016~FY2018 分别为 35.53%/35.01%/33.51%。

图表 22：滔搏国际毛利率高于宝胜国际（%）




资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所（注：宝胜国际财年截止 12.31 日，滔搏国际财年截止 2.28，为了可比性，FY2019 是指宝胜国际截止 2018.12.31 的年报数据）

图表 23：宝胜国际营业收入与成本情况（亿元，%）



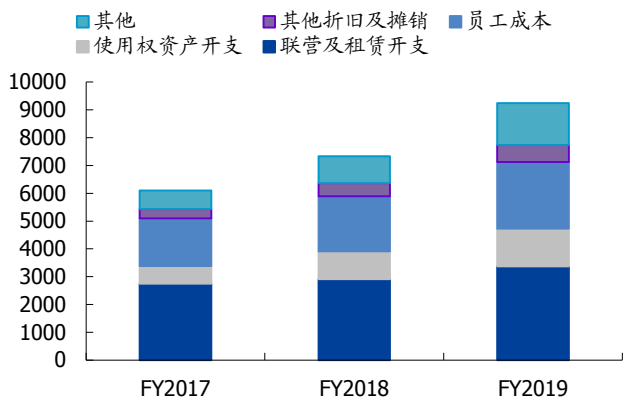

资料来源：wind，国盛证券研究所

**费用率**：FY2017~FY2019 公司费用率分别为 34.5%/33.39%/32.37%，主要分为销售及分销开支以及一般及行政开支两类。

- 销售及分销开支：主要由门店联营及租赁开支、员工成本及折旧摊销费用构成，FY2017~FY2019 该费用占同期收入的 28.1%/27.6%/28.4%。FY2019 年销售及分销开支增长较快，主要系 1）联营开支以及其他相关费用随着产品销售的增长而增加；2）前线员工数量增加以及工资普遍增加导致员工成本上升；3）确认了较高的租赁装修折旧。

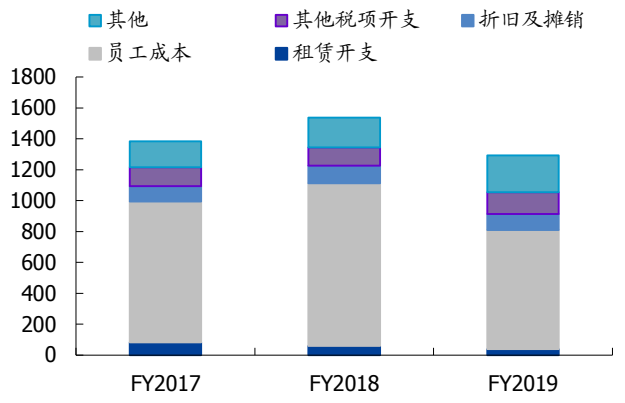
- 一般及行政开支：主要包括办公室及租赁仓库有关的开支、员工成本等，FY2017~FY2019 该费用占同期收入的 6.4%/5.8%/4.0%。FY2018 一般及行政开支下降较快主要系百丽国际 2014 年股份奖励计划于 FY2018 确认了 3.47 亿元作为部分员工成本，FY2019 也确认了类似开支。

图表 24：销售及分销开支明细（百万元）




资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

图表 25：一般及行政开支明细（百万元）



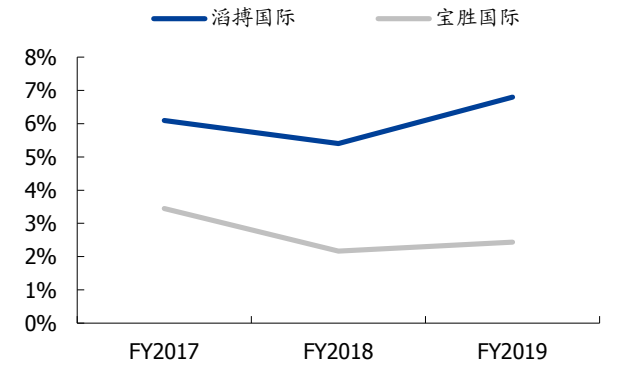

资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

对比宝胜国际，公司费用率水平较高，主要系自营占比较高所致。FY2016~FY2018 公司费用率分别为 27.13%/32.21%/30.64%。

**税率：**FY2017~FY2019 公司加权平均所得税税率稳定在 24.7%/23.4%/23.5%，FY2018 所得税率下降主要系公司享中国企业所得税优惠的附属公司所贡献的利润占比高。公司实际所得税率为 30.4%/32.1%/27.8%，高于加权平均适用企业所得税税率，主要系公司部分开支就税务目的而言不可扣减以及附属公司向其当时的权益持有人派息产生的预扣税所致。

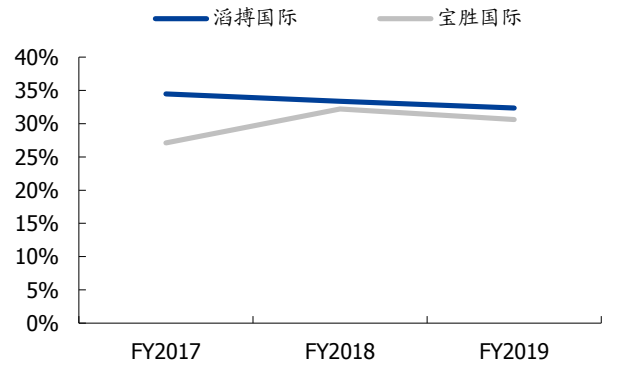
**净利率：**FY2017~FY2019 公司实际净利率分别为 6.1%/5.4%/6.8%，调整后净利润率分别为 7.1%/6.8%/6.9%。公司净利水平高于竞争对手宝胜国际，后者 FY2016~FY2018 净利率分别为 3.45%/2.17%/2.43%。

图表 26：滔搏国际净利率高于宝胜国际（%）




资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所（注：宝胜国际财年截止 12.31 日，滔搏国际财年截止 2.28，为了可比性，FY2019 是指宝胜国际截止 2018.12.31 的年报数据）

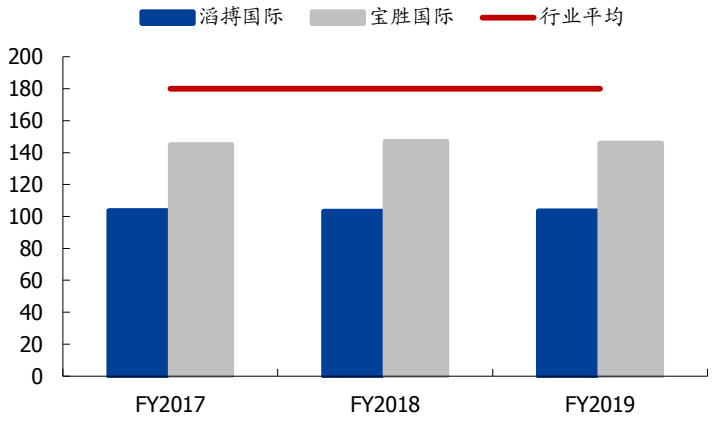
图表 27：滔搏国际与宝胜国际费用率情况（%）




资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所（注：宝胜国际财年截止 12.31 日，滔搏国际财年截止 2.28，为了可比性，FY2019 是指宝胜国际截止 2018.12.31 的年报数据）

**运营指标：**FY2017~FY2019 公司存货周转天数分别为 103.6/103.2/103.5 天，低于行业平均水平（约 180 天），宝胜国际近三年存货周转天数分别为 145/147/146 天。应收账款周转天数分别为 33.1/30.9/28.9 天，应收账款周转天数减少主要系联营门店所占的比例较小。

*图表 28：滔搏国际与宝胜国际存货周转天数情况（天）*




*资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所（注：宝胜国际财年截止 12.31 日，滔搏国际财年截止 2.28，为了可比性，FY2019 是指宝胜国际截止 2018.12.31 的年报数据）*

## 风险提示

**终端销售放缓风险。**公司主要为国际品牌进行代理销售，受到消费景气度变化影响较大，终端消费不佳时会造成渠道库存高企进而影响公司销售收入同时会带来资产减值损失。

**品牌商合作变化带来的运营风险。**公司于品牌商合作关系协议通常有效期为 1-5 年，出现变化时会给公司经营的带来一定的波动。

## 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|---|---|---|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

**国盛证券研究所**

**北京**
地址：北京市西城区锦什坊街 35 号南楼
邮编：100033
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

**上海**
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

**南昌**
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

**深圳**
地址：深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 101 层
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com