

滔搏 (06110.HK) 深度研究报告

有序修复，蓄势待发

- 滔搏是国内第一大运动鞋履零售商，截至23年8月在全国开设6209家直营门店，共合作14个国内外知名运动品牌，其中耐克、阿迪达斯合计贡献超八成营收，其余还涵盖Puma、匡威、Vans、鬼冢虎等。在此时点，我们看好滔搏，主要原因系：1) 运动鞋服行业消费回暖，国际品牌持续去库；2) 公司业绩逐步修复，渠道优化接近尾声，持续拓展新赛道新品牌；3) 运营高效，财务质量良好，持续高分红回馈股东。
- 运动鞋服消费景气度上行，品牌库存边际好转。从宏观数据上看，2023全年我国限额以上服装、鞋帽、针纺织品类累计零售额同比增长12.9%，较限额以上商品零售额增速+7.4pct，较社会消费品零售总额+5.7pct，纺织服装增速显著快于整体消费大盘；从企业微观数据看，滔搏主力合作品牌在大中华区销售额增速均展现修复趋势，逐步摆脱BCI事件和过去三年线下客流减少的影响。耐克FY24Q1、Q2（分别对应23年6-8月，9-11月）大中华区剔除汇率影响后增长+12%、+8%（vs 大盘+2.0%、+0.5%），阿迪达斯23Q2、Q3大中华区剔除汇率影响后增长+16%、+6%（vs 大盘-4.5%、-6.4%）。两大品牌库存水平均有所下降，耐克FY24Q2同比-14.4%，环比-8.3%，阿迪达斯23Q3同比-23.2%，环比-12.5%。
- 品牌矩阵拓新，渠道升级推动效率提升。品牌合作上，公司与耐克、阿迪达斯合作时间超二十年，已成为重要战略伙伴。公司持续加码户外赛道布局，新合作HOKA和凯乐石两大品牌，丰富矩阵建设。渠道优化上，截至23年8月，公司运营6209家直营店，毛销售面积减少3.5%，门店数及总销售面积下降幅度边际放缓，预计进入阶段性底部。主力和非主力品牌的店效和坪效均有改善，受益于此，公司FY24H1租金费用率同比下降0.5pct，有助于经营利润率提升。
- 资产质量良好，现金流充裕，保持高派息。截至FY24H1，公司应收账款周转天数14.8天，在行业内处于较低水平，账上现金充裕，ROE水平行业内领先。上市以来，公司年平均派息率103.7%，股息率在5-10%区间波动，远超产业链上下游（同行水平约0.5-2%）。
- 投资建议：我们看好滔搏零售业务的增速修复和盈利增长，以及其在新赛道、新品牌和渠道上的扩张和优化，预计FY2024~FY2026实现收入298/333/369亿元，同比增长10.1%/11.8%/10.7%，实现归母净利润20.9/26.6/31.4亿元。参考行业内可比公司，给予滔搏FY2025 13xPE估值，对应市值380亿港元，目标价6.1港元，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：居民消费意愿下滑，品牌去库节奏不及预期，新品牌拓展较慢，品牌突发舆情事件。

主要财务指标

	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业总收入(百万)	27,074	29,819	33,340	36,916
同比增速(%)	-15.1%	10.1%	11.8%	10.7%
归母净利润(百万)	1,837	2,093	2,657	3,137
同比增速(%)	-24.9%	14.0%	27.0%	18.0%
每股盈利(元)	0.30	0.34	0.43	0.51
市盈率(倍)	16.5	14.5	11.4	9.7
市净率(倍)	3.1	2.5	2.1	1.7

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2024年2月2日收盘价

推荐 (首次)

目标价：6.1 港元

当前价：5.3 港元

华创证券研究所

证券分析师：王薇娜

电话：010-66500993

邮箱：wangweina@hcyjs.com

执业编号：S0360517040002

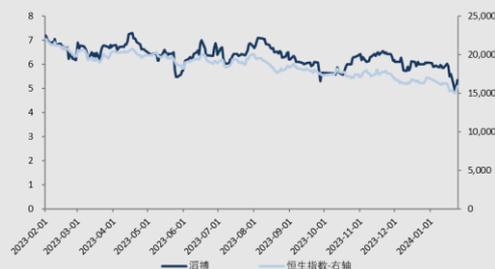
联系人：杨澜

邮箱：yanglan@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(亿股)	62.01
已上市流通股(亿股)	62.01
总市值(亿港元)	334
流通市值(亿港元)	334
资产负债率(%)	35.67
每股净资产(元)	1.61
12个月内最高/最低价(港元)	7.29/4.91

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

本文从宏观角度分析了当前时点下运动鞋服行业的成长空间,在此基础上探讨了滔搏的核心竞争力: 1) 公司业绩逐步修复, 渠道优化接近尾声, 持续拓展新赛道新品牌; 2) 运营高效, 财务质量良好, 持续高分红回馈股东。

投资逻辑

开篇回溯了滔搏的历史, 阐述了滔搏、百丽、高瓴等主体之间的股权关系, 并详细分析了滔搏的财务表现。

第二段从宏观和企业微观数据出发, 探讨了当前运动鞋服行业的成长空间及去库进程。

第三段从品牌、渠道、数字化运营等方面重点分析了滔搏的核心竞争力。

关键假设、估值与盈利预测

盈利预测

我们认为公司合作品牌库存去化已经开始, 直营门店数量为阶段性底部, 后续开店数将迎来正增长。预计 FY2024~FY2026 实现营业收入 298/333/369 亿元, 同比增长 10.1%/11.8%/10.7%, 其中主力品牌同比增速为 9.5%/11%/10%, 其他品牌同比增速为 15%/17%/15%; 预计 FY2024~FY2026 毛利率为 42.5%/42.7%/43.0%, 逐年改善; 费用率相维持稳定; 则对应 FY2024~FY2026 归母净利润为 20.9/26.6/31.4 亿元, 每股盈利 0.34/0.43/0.51 元/股。

估值

历经 2021~2023 年三年时间的恢复, 我们预计公司直营门店渠道调整已经完成, 未来门店数量将有所增长, 同时叠加运动鞋服需求端的修复, 零售业务将迎来复苏态势。我们选取同为运动赛道零售商的宝胜国际, 以及运动品牌安踏体育、李宁为可比公司, 我们看好公司的主力品牌库存改善, 放量可期, 以及持续拓展细分赛道, 丰富品牌矩阵, 给予公司 FY2025 13xPE 估值, 对应市值 380 亿港元, 目标价 6.1 港元, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

目 录

一、 公司概况：全国第一大运动鞋服零售商	6
(一) 运动服饰零售商龙头，多品牌矩阵齐力发展	6
(二) 经营稳健，财务质量良好	9
二、 行业概况：景气度上行，品牌库存消化进行时	12
三、 竞争力：品牌合作深度和广度兼备，渠道优化和全域零售有序推进	14
(一) 核心品牌深度绑定，差异化塑造品牌形象	14
(二) 优选门店，注重质量，数字化赋能经营	16
(三) 聚焦用户增长，布局全域零售	18
四、 盈利预测和估值	19
五、 风险提示	20

图表目录

图表 1	滔搏发展历程	6
图表 2	滔搏合作的品牌规模及增速	7
图表 3	滔搏上市前后股权结构对比	8
图表 4	主要管理层履历	8
图表 5	FY2023 财年滔搏收入结构	9
图表 6	公司营业收入及增速 (单位: 百万元)	9
图表 7	公司分品牌收入结构 (单位: 百万元)	9
图表 8	公司分渠道收入结构 (单位: 百万元)	10
图表 9	公司毛利率水平	10
图表 10	公司费用率水平	10
图表 11	公司归母净利润及归母净利润率	10
图表 12	各公司派息率对比	11
图表 13	各公司股息率对比	11
图表 14	各公司平均应收账款周转天数 (单位: 天)	11
图表 15	各公司平均应付账款周转天数 (单位: 天)	11
图表 16	各公司存货周转天数 (单位: 天)	12
图表 17	各公司流动比率 (单位: 倍)	12
图表 18	各公司经营活动产生的现金流量净额/营业收入 (TTM)	12
图表 19	各公司 ROE 水平	12
图表 20	我国运动休闲鞋服规模及增速	13
图表 21	限额以上纺服零售额同比增速	13
图表 22	美国纺服零售库销比	13
图表 23	耐克大中华区收入及增速 (剔除汇率影响)	14
图表 24	耐克库存规模及增速	14
图表 25	阿迪大中华区收入及增速 (剔除汇率影响)	14
图表 26	阿迪库存规模及增速	14
图表 27	公司与耐克、阿迪达斯合作历程	15
图表 28	我国运动休闲鞋服市占率	15
图表 29	公司与品牌门店的合作协议	15
图表 30	滔搏与耐克打造的 Nike 沈阳中街路店	16
图表 31	滔搏与 NBA 中国打造的 NBA 天津旗舰店	16
图表 32	公司门店总数变化	17
图表 33	公司各类面积门店数量占比情况	17

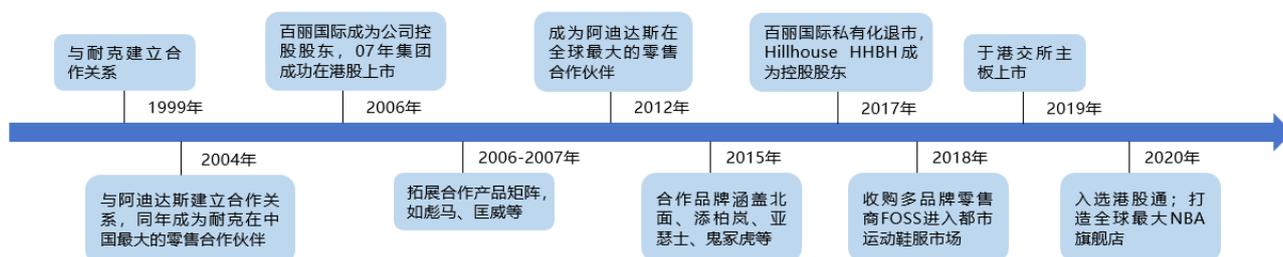
图表 34	公司期内开关店情况	17
图表 35	公司销售面积变化情况	17
图表 36	公司员工数及变化	18
图表 37	公司员工费用率	18
图表 38	公司累计注册会员数及增速	18
图表 39	公司会员用户贡献的零售额占比	18
图表 40	公司关键指标预测	19
图表 41	可比公司估值	19

一、公司概况：全国第一大运动鞋服零售商

(一) 运动服饰零售商龙头，多品牌矩阵齐力发展

国内第一大运动鞋履零售商，深耕行业数十载。作为国内第一大运动鞋履零售商，公司早在 1999 年就与耐克开始建立业务合作，2004 年开启与阿迪达斯的业务关系，同年成为耐克在中国最大的零售合作伙伴，2012 年成为阿迪达斯全球最大的零售合作伙伴。2006 年起，公司开始拓展品牌业务线，与 Puma、The North Face、添柏岚等品牌达成合作；2019 年成功在港交所主板上市，并于 2020 年进入港股通。截至 2023 年 8 月，公司在 300 多个城市拥有 6209 家直营门店。

图表 1 滔搏发展历程



资料来源：公司官网，滔搏招股说明书，华创证券

多品牌矩阵运营，持续拓展合作圈。截至 2023 年 8 月，公司共合作 14 个国内外知名运动品牌，其中耐克、阿迪达斯为主力品牌，贡献超八成营收；非主力品牌涵盖 Puma、匡威、Vans、鬼冢虎等。基于消费者趋势洞察，2023 上半年，公司新合作 HOKA（专业跑鞋品牌）和凯乐石（专业户外运动鞋服品牌）两大品牌，并完成对冷山（滑雪设备零售商）和 Mounster 山系文化（专业户外内容机构）的投资，加码户外运动领域的布局，进一步丰富了品牌矩阵网络。

图表 2 滔搏合作的品牌规模及增速

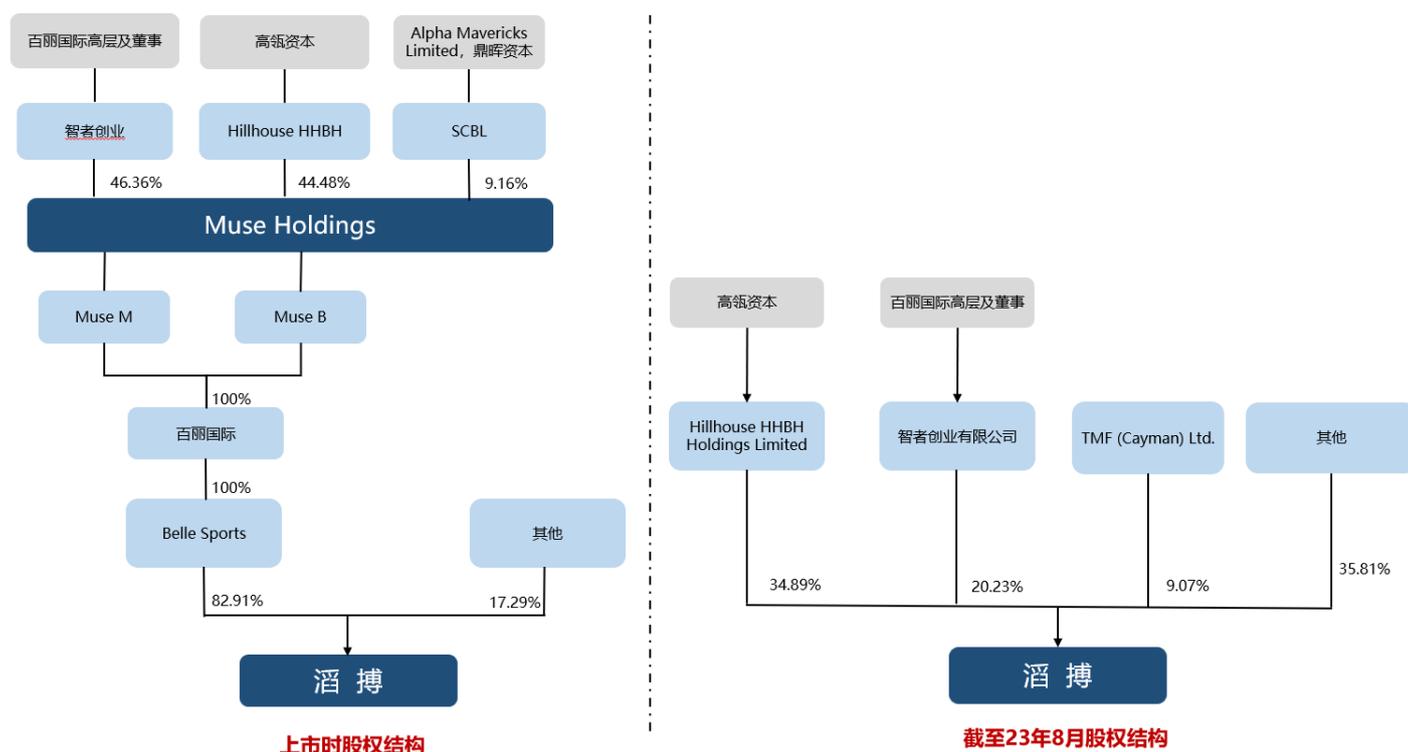
品牌	品牌规模及增速	国内规模及增速	合作时间
	FY23 收入 487.6 亿美元, yoy+10%	FY23 大中华区收入 72.4 亿美元, yoy-4%, 其中批发收入 38.7 亿元, yoy-5%	1999 年
	2022 年收入 225.1 亿欧元, yoy+6%	2022 年大中华区收入 31.8 亿欧元, yoy-31%	2004 年
	2022 年收入 84.7 亿欧元, yoy+24%	2022 年亚太地区收入 16.7 亿欧元, yoy+2%	2006 年
	FY23 收入 24.3 亿美元, yoy+3%	-	2007 年
	FY23 收入 36.8 亿美元, yoy-12%	FY23 亚太地区收入 4.6 亿美元, yoy-23%	2013 年
	FY23 收入 36.1 亿美元, yoy+11%	FY23 亚太地区收入 5.2 亿美元, yoy+23%	2015 年
	FY23 收入 17.8 亿美元, yoy-2%	FY23 亚太地区收入 2.2 亿美元, yoy-13%	2015 年
 	2022 收入 4846 亿日元, yoy+20%	2022 年中国收入 624 亿日元, yoy+19%	2015 年
	2022 收入 74.4 亿美元, yoy+18%	2022 年亚太地区收入 18.9 亿美元, yoy+1%	2018 年
			

资料来源: 公司官网, 公司公告, 滔搏招股说明书, 华创证券

股权几经易主, 现股权结构稳定, 高瓴资本为第一大股东。2006 年百丽国际成为公司控股股东, 公司作为集团旗下运动业务线业务运营, 2007 年百丽国际成功登录香港联交所。但由于女鞋行业增长失速及电商渠道冲击, 百丽经营受挫, 2017 年彼时 83 岁的创始人邓耀和 65 岁的 CEO 盛百椒出售持有的全部股权 (邓耀 15.85%, 盛百椒 9.89%)。2017 年, 百丽国际由 Hillhouse HHHB 及其附属人士 (实际为高瓴资本)、智者创业 (实际为百丽管理层) 和 SCBL (实际为鼎晖资本) 组成的财团私有化, 退市市值 531 亿港元。由此, 高瓴资本、智者创业和鼎晖资本通过控股百丽国际成为滔搏股东。2019 年滔搏剥离出百丽国际, 独立港股上市, 其中高瓴资本持股 36.9%, 智者创业持股 38.4%, 鼎晖资本持股 7.6%。

截至 2023 年 8 月, Hillhouse HHHB Holdings Limited (高瓴资本) 持股 34.9%, 为第一大股东, 智者创业 (百丽管理层) 持股 20.2%、TMF (Cayman) Ltd. 持股 9.1%。

图表 3 滔搏上市前后股权结构对比



资料来源：公司公告，滔搏招股说明书，华创证券
注：截至 2023 年 8 月

核心管理层扎根公司及行业多年，稳定且经验丰富。公司管理团队基本有 25 年以上从业经历，富有极强的专业知识和行业洞察力。于武，现任公司董事长兼 CEO，2006 年起负责鲁豫大区的运动鞋服业务，2015 年开始接手百丽国际体育事业部总裁，从业经验丰富。公司注重内部培养管理人才，多数高管加入公司十余年，对滔搏的企业文化、运营流程等有深刻的理解和感受。

图表 4 主要管理层履历

姓名	职务	入职时间	过往经历
于武	董事长兼 CEO	2006 年 6 月	在鞋类及运动零售业务有逾 30 年经验，主要负责滔搏的整体规划及运营管理。于 2006 年加入百丽国际，负责鲁豫大区的运动鞋服业务；2015 年任百丽国际体育事业部总裁；2019 年任滔搏执行董事兼首席执行官；目前担任公司董事长兼 CEO。
梁锦坤	执行董事兼公司秘书	2006 年 6 月	在会计、财务管理及内部控制等方面有逾 30 年经验，主要负责滔搏的财务管理，融资活动等。曾担任多家香港上市公司的会计、财务方面高级职务；于 2006 年起担任百丽国际公司秘书，2019 年起任滔搏执行董事及公司秘书。
张强	副总裁	2005 年 5 月	在运动鞋服行业拥有逾 25 年经验，主要负责滔搏单一品牌业务运营。曾担任耐克体育（中国）全国销售经理；于 2005 年加入滔搏，2006 年任百丽国际体育事业部副总经理，2019 年起任滔搏副总裁。
柴晓信	副总裁	2006 年 6 月	在零售行业拥有逾 22 年的经验，主要负责滔搏多品牌业务运营及渠道管理。于 2006 年加入百丽国际体育事业部，2007 年晋升为副总经理，2019 年任滔搏副总裁。
丁超	副总裁	2020 年 1 月	主要负责滔搏创新业务。曾担任波士顿咨询公司的咨询顾问；于 2017 年加入百丽国际，负责战略与企业发展业务；2020 年加入滔搏，并于 2021 年任发展与投资负责人。

资料来源：滔搏招股说明书，公司公告，华创证券

(二) 经营稳健，财务质量良好

公司业务收入 1) 按照销售渠道，FY2023 财年（截至 2023 年 2 月 28 日，下同）零售业务占比 84%，为第一大销售渠道，批发渠道占比 15%；2) 按照品牌类别，FY2023 财年主力品牌（Nike 和 Adidas）收入占比 86%，非主力品牌（如彪马、匡威等）占比 13%，近几年占比稳定。其余两块业务，联营费用收入和电竞收入合计占比不到 1%，且比重不断下降，主要系公司经营策略调整，“回归本质，以零售结果为导向”。

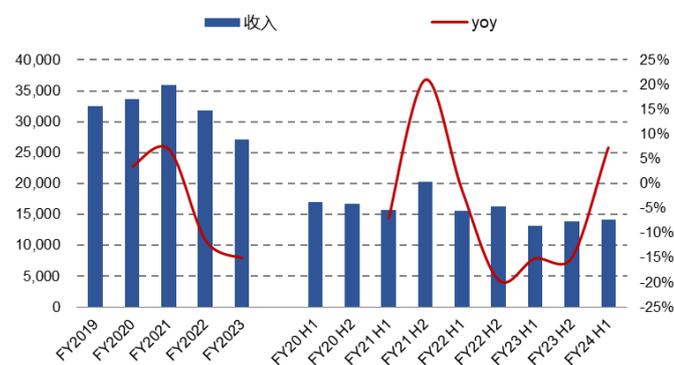
图表 5 FY2023 财年滔搏收入结构

		FY23收入 (亿元)	占比	增速
主营业务按渠道分类	零售业务	227	84%	-14%
	批发业务	42	15%	-20%
主营业务按品牌分类	主力品牌	233	86%	-15%
	其他品牌	35	13%	-12%
其他业务	联营费用	1.7	0.6%	-26%
	电竞	0.5	0.2%	-18%

资料来源：公司公告，华创证券

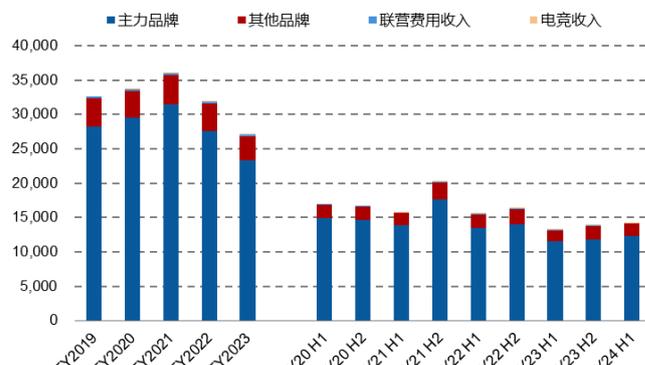
收入增速企稳，非主力品牌增速快于主力品牌。受疫情防控影响，公司营业收入近年来有较大波动，但今年以来得益于线下客流修复及运动服饰市场回暖，公司收入企稳，增速回归正增长。据财报披露，FY24H1 营业收入 yoy+7%，其中主力品牌增速+7.0%，非主力品牌+10.5%；FY24Q3 收入同比增速取得 10-20%低段增长，其中零售业务取得 10%-20%的高段增长。

图表 6 公司营业收入及增速（单位：百万元）



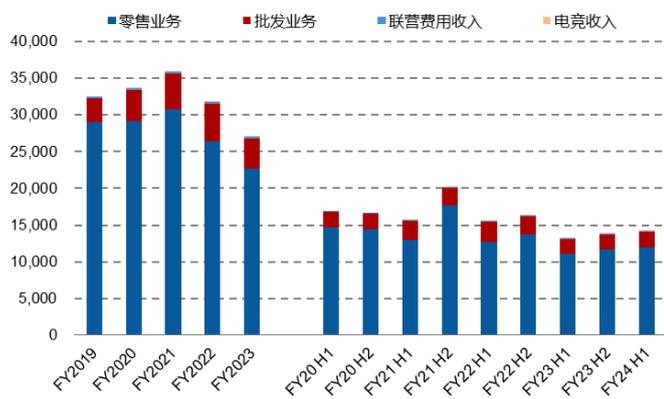
资料来源：公司公告，华创证券

图表 7 公司分品牌收入结构（单位：百万元）



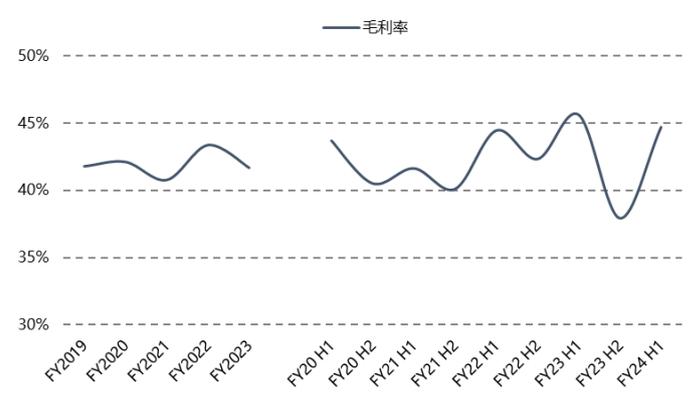
资料来源：公司公告，华创证券

图表 8 公司分渠道收入结构 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 华创证券

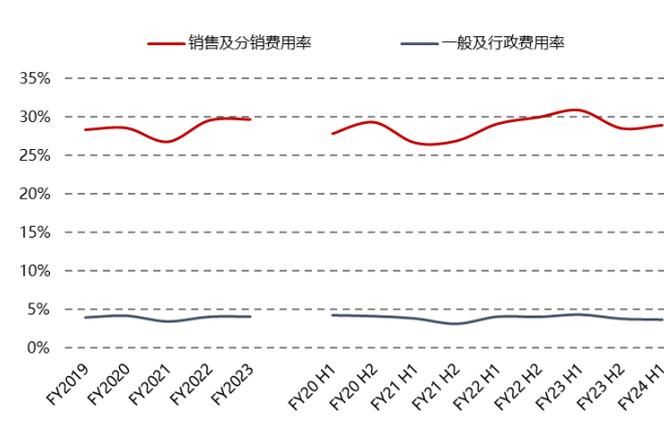
图表 9 公司毛利率水平



资料来源: 公司公告, 华创证券

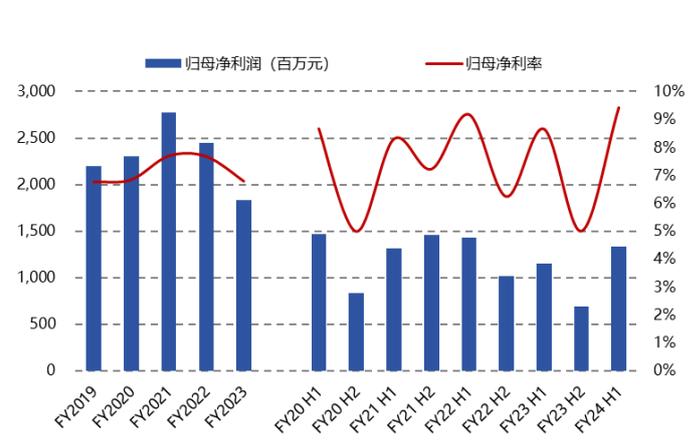
盈利能力保持较高水平, 上半财年有所修复。公司毛利率远远领先于同行 (宝胜国际约 30-35%), 始终维持在 40% 以上的水平, FY24 H1 已提升至 44.7%, 为近五年来最高水平; 归母净利率 FY2024 上半年财年为 9.4%, yoy+0.8pct。

图表 10 公司费用率水平



资料来源: 公司公告, 华创证券

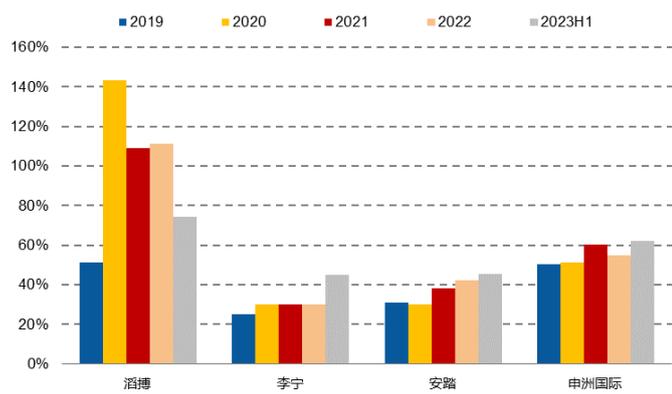
图表 11 公司归母净利润及归母净利率



资料来源: 公司公告, 华创证券

保持高派息率, 持续为股东创造价值。自 2019 年上市以来, 公司 FY2020-FY2023 平均派息率 103.7%, 股息率约 5-10% (财年内派息两次, 故 FY24 H1 股息率较低)。对比行业内运动服饰品牌等公司, 其水平远超产业链上下游 (同行水平约 0.5-2%)。

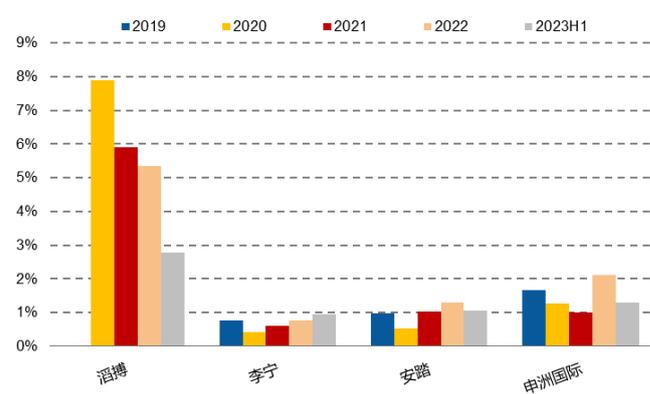
图表 12 各公司派息率对比



资料来源: 公司公告, 华创证券

注: 滔搏为财年数据, 2023H1 对应 2023 年 3-8 月; 2022 年对应 FY2023, 截至 2023 年 2 月, 其余年份类推

图表 13 各公司股息率对比

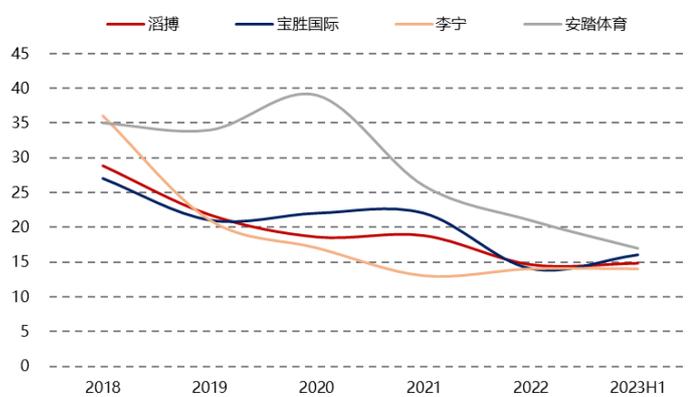


资料来源: 公司公告, 华创证券

注: 滔搏为财年数据, 2023H1 对应 2023 年 3-8 月; 2022 年对应 FY2023, 截至 2023 年 2 月, 其余年份类推

经营管理高效, 资产质量良好, 现金流充裕。截至 FY24 H1, 公司应收账款周转天数约 14.8 天, 较此前年份下降, 且在行业内处于较低水平, 回款周期短, 资金流动性强。随着库存去化进程深入, 截至 23 年 8 月公司存货周转天数较同年 2 月下, 存货绝对值从 62.5 亿下降 7.9% 至 57.5 亿, 去库态势良好。公司账上现金充裕, 偿债能力强, ROE 水平行业内领先, 资产回报率高。

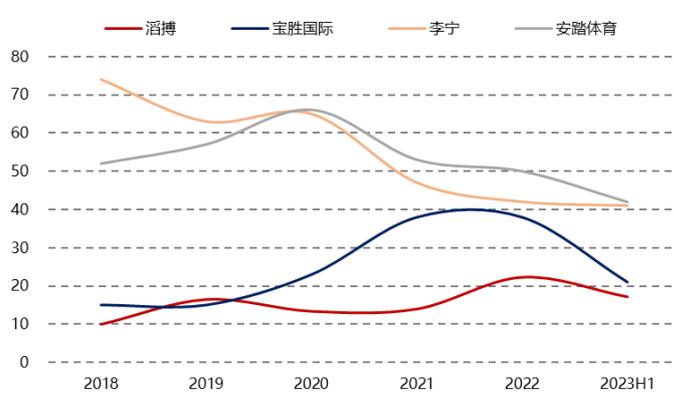
图表 14 各公司平均应收账款周转天数 (单位: 天)



资料来源: 公司公告, 华创证券

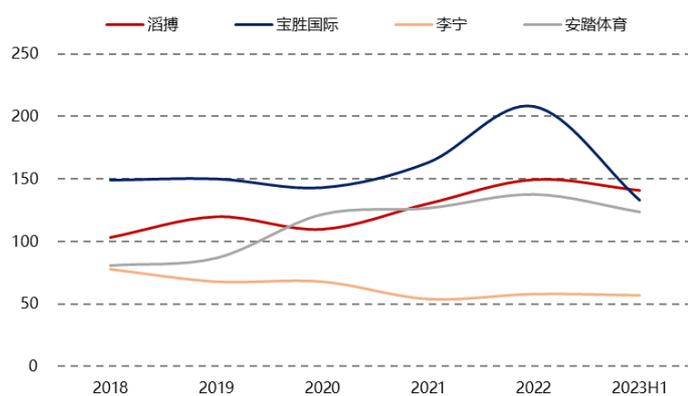
注: 滔搏为财年数据, 2023H1 对应 2023 年 3-8 月; 2022 年对应 FY2023, 截至 2023 年 2 月, 其余年份类推

图表 15 各公司平均应付账款周转天数 (单位: 天)



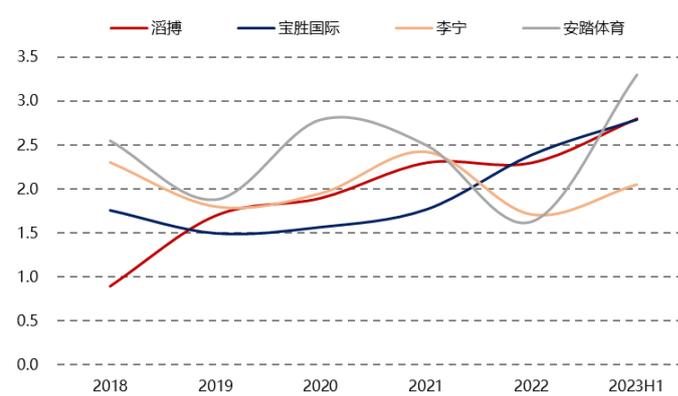
资料来源: 公司公告, 华创证券

注: 滔搏为财年数据, 2023H1 对应 2023 年 3-8 月; 2022 年对应 FY2023, 截至 2023 年 2 月, 其余年份类推

图表 16 各公司存货周转天数 (单位: 天)


资料来源: 公司公告, 华创证券

注: 滔搏为财年数据, 2023H1 对应 2023 年 3-8 月; 2022 年对应 FY2023, 截至 2023 年 2 月, 其余年份类推

图表 17 各公司流动比率 (单位: 倍)


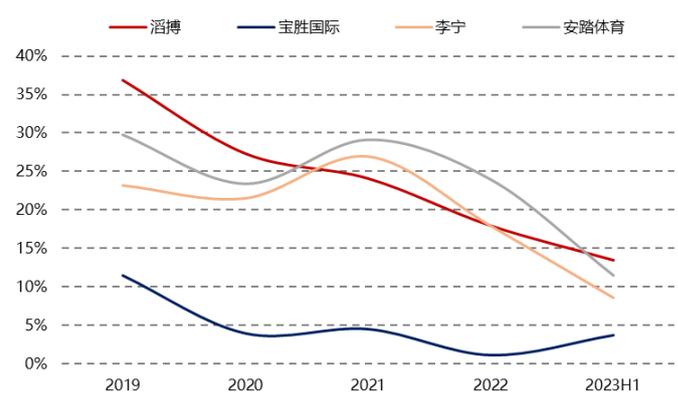
资料来源: 公司公告, Wind, 华创证券

注: 滔搏为财年数据, 2023H1 对应 2023 年 3-8 月; 2022 年对应 FY2023, 截至 2023 年 2 月, 其余年份类推

图表 18 各公司经营活动产生的现金流量净额/营业收入 (TTM)


资料来源: Wind, 华创证券

注: 滔搏为财年数据, 2023H1 对应 2023 年 3-8 月; 2022 年对应 FY2023, 截至 2023 年 2 月, 其余年份类推

图表 19 各公司 ROE 水平


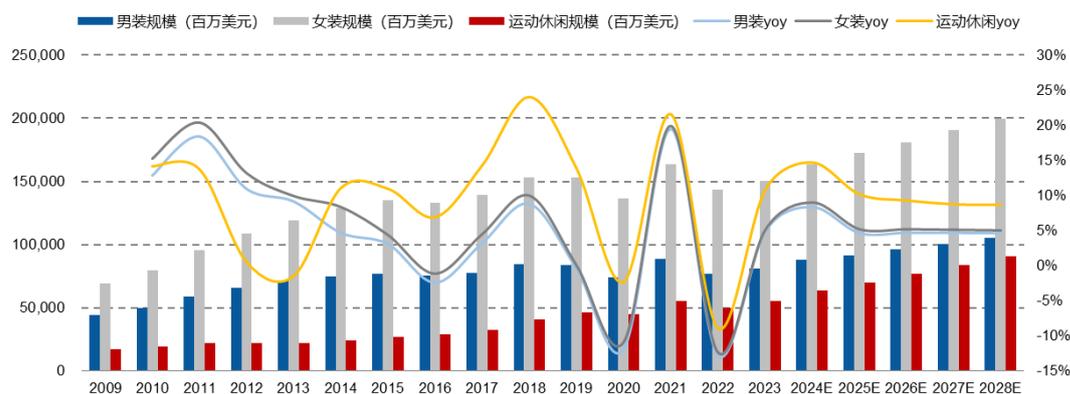
资料来源: Wind, 华创证券

注: 滔搏为财年数据, 2023H1 对应 2023 年 3-8 月; 2022 年对应 FY2023, 截至 2023 年 2 月, 其余年份类推

二、行业概况: 景气度上行, 品牌库存消化进行时

运动休闲鞋服增速可观, 景气度尚在高位。据欧睿数据显示, 2023 年我国运动休闲鞋服行业规模约 555 亿美元, 尽管规模上较男/女装有差距, 但过去几年增速显著, 2018-2023 年复合增长率 6.4% (同期男装-0.9%, 女装-0.4%)。据通联数据预测, 2028 年我国运动休闲鞋服行业规模约 908 亿美元, 2023-2028 年复合增长率约 10.3%, 较男/女装快近 5pct; 与海外国家对比, 美国+5.7%, 德国+2.2%, 日本+6.0%, 增速领先。

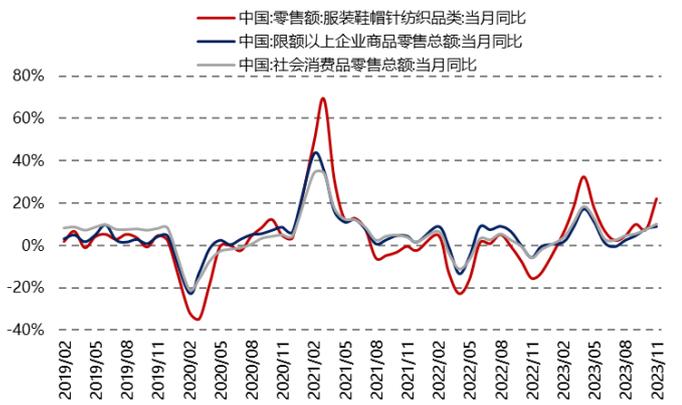
图表 20 我国运动休闲鞋服规模及增速



资料来源: 欧睿数据, 转引自通联数据, 华创证券

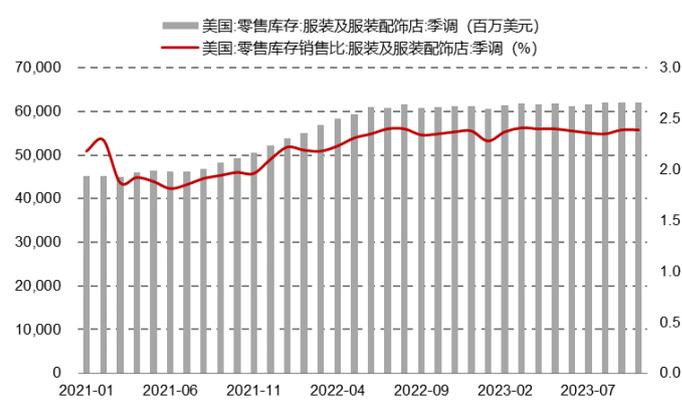
国内运动消费回暖, 海外品牌去库延续。得益于疫情防控放开后社交需求增长, 我国纺织服装消费复苏。据国家统计局数据, 我国限额以上服装、鞋帽、针纺织品类 1-11 月累计零售额 12595 亿元, 同比增长 11.5%, 较限额以上商品零售额增速+5.9pct, 较社会消费品零售总额+4.0pct。据财报披露, 耐克 FY24Q1、Q2 (分别对应 23 年 6-8 月, 9-11 月) 大中华区销售 (剔除汇率影响) 分别增长+12%、+8% (vs 大盘增长+2.0%、+0.5%), 阿迪达斯 23Q2、Q3 大中华区销售 (剔除汇率影响) 分别增长+16%、+6% (vs 大盘增长-4.5%、-6.4%)。两大品牌库存水平均有所下降, 耐克 FY24Q2 同比-14.4%, 环比-8.3%, 阿迪达斯 23Q3 同比-23.2%, 环比-12.5%。

图表 21 限额以上纺织服装零售额同比增速



资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 22 美国纺织服装零售库存比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 23 耐克大中华区收入及增速 (剔除汇率影响)



资料来源: 耐克公告, 华创证券

注: 耐克为财年数据, FY24Q2 对应 2023 年 9-11 月; FY2023 年对应 2022 年 6 月-2023 年 5 月, 其余年份类推

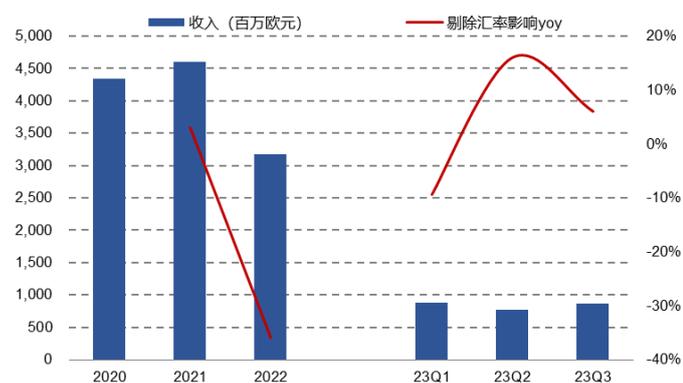
图表 24 耐克库存规模及增速



资料来源: 耐克公告, 华创证券

注: 耐克为财年数据, FY24Q2 对应 2023 年 9-11 月; FY2023 年对应 2022 年 6 月-2023 年 5 月, 其余年份类推

图表 25 阿迪大中华区收入及增速 (剔除汇率影响)



资料来源: 阿迪公告, 华创证券

图表 26 阿迪库存规模及增速



资料来源: 阿迪公告, 华创证券

三、竞争力: 品牌合作深度和广度兼备, 渠道优化和全域零售有序推进

(一) 核心品牌深度绑定, 差异化塑造品牌形象

合作历史悠久, 与耐克、阿迪发展成为重要战略伙伴。公司分别在 1999 年、2004 年开启与耐克、阿迪达斯的合作, 尽管受新疆棉事件影响, 但据欧睿数据显示, 耐克仍然是我国市占率第一 (23 年占比 16.2%), 阿迪市占率第三 (23 年占比 8.0%) 的运动休闲品牌。据公司招股书披露, 公司此前是大陆唯一定期与耐克全球总部分享国内消费者分析和产品需求见解的零售合作伙伴。公司会与品牌大中华区管理层保持沟通, 向他们持续提供消费者对产品的反馈, 并对设计细节提供改进建议, 帮助品牌微调其产品设计、产品线及品牌定位战略。此外, 国内前十大市占率的运动服饰品牌公司已合作 5 个, 并在不断拓宽自己的合作领域及细分赛道, 如 HOKA、凯乐石。

图表 27 公司与耐克、阿迪达斯合作历程

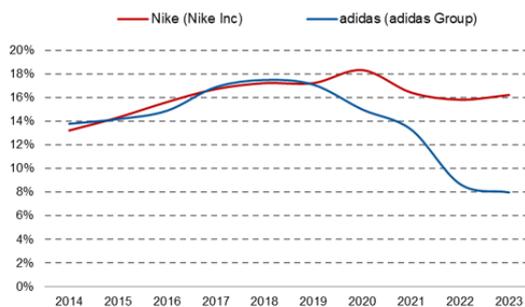
滔搏与耐克关系的里程碑		滔搏与阿迪达斯关系的里程碑	
1999	开始与耐克的业务关系，并在中国开设首家耐克单一品牌门店。	2004	开始与阿迪达斯的业务关系
2004	按进货金额计算，滔搏成为耐克在中国最大的零售合作伙伴。	2009	滔搏与阿迪达斯单一品牌门店超过1000家，且滔搏开始销售阿迪达斯的限定款跑鞋。
2007	在中国开设了首家由零售合作伙伴经营的耐克篮球主题门店。	2010	按进货金额计算，滔搏是阿迪达斯在中国最大的零售合作伙伴。
2008	按进货金额计算，滔搏是耐克在全球第二大的零售合作伙伴。	2012	按进货金额计算，滔搏是阿迪达斯在全球最大的零售合作伙伴。
2013	滔搏与耐克在中国推出了新的零售形式计划，即消费者主导概念计划 (CLC)。	2016	滔搏与阿迪达斯协调，在中国开设首家阿迪达斯工厂店。
2016	与耐克合作，开设中国首家耐克Factory Store Partner(NFSP)工厂店。	2018	滔搏的一家阿迪达斯单一品牌门店取得阿迪达斯在中国所有零售合作伙伴运营单一品牌门店中最高月销售额，并在中国开设了首家adidas SWCI门店。

资料来源：滔搏招股说明书，华创证券

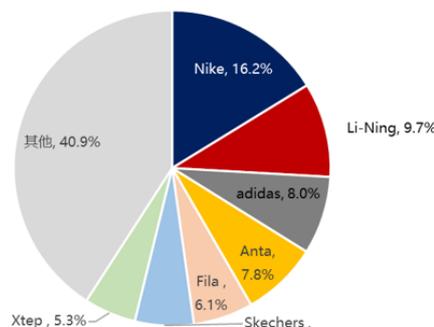
图表 28 我国运动休闲鞋服市占率

序号	品牌名称 (公司名称)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	是否与滔搏合作
1	Nike	13.2%	14.3%	15.6%	16.7%	17.2%	17.2%	18.3%	16.4%	15.8%	16.2%	是
2	Li-Ning	6.5%	6.7%	6.5%	6.1%	5.9%	6.3%	6.5%	8.9%	10.0%	9.7%	是
3	adidas	13.8%	14.2%	14.9%	16.9%	17.5%	17.1%	15.0%	13.3%	8.7%	8.0%	是
4	Anta	6.3%	6.7%	6.8%	6.9%	7.5%	7.4%	6.8%	7.7%	8.4%	7.8%	否
5	Fila	1.3%	1.8%	2.0%	2.2%	3.2%	4.5%	5.5%	6.0%	6.0%	6.1%	否
6	Skechers	0.6%	1.8%	3.0%	3.9%	4.9%	5.3%	5.9%	6.6%	5.9%	6.0%	是
7	Xtep	5.8%	5.9%	5.2%	4.2%	4.3%	4.3%	4.1%	4.4%	5.3%	5.3%	否
8	Jordan (Nike Inc)	2.2%	2.5%	2.9%	2.9%	3.0%	3.9%	4.5%	4.3%	4.5%	4.7%	是
9	361 Degrees (361 Degrees International Ltd)	3.8%	3.8%	3.7%	3.3%	2.7%	2.4%	2.3%	2.3%	2.7%	2.8%	否
10	Anta Kids (Anta (China) Co Ltd)	0.8%	1.0%	1.3%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	2.1%	2.4%	2.3%	否

耐克、阿迪国内市占率变化



2023年国内市占率一览



资料来源：欧睿数据，转引自通联数据，华创证券

合作模式灵活，精心打造品牌形象。公司一般与品牌是非独家销售模式，在国内开设单一品牌门店，给消费者提供更为全面的购物体验。此外，公司还会开发更能展示品牌形象的战略门店，比如滔搏与NBA中国共创的NBA天津旗舰店，这家店由双方团队共同规划和设计，一层打造比赛现场感，二层将体验、展览、售卖融为一体，充分展示NBA文化，树立品牌心智，深化与品牌的合作关系。

图表 29 公司与品牌门店的合作协议

款项	具体内容
协议期限	零售协议的期限通常为 <u>一至五年</u> ，通常可经双方合意续期。就我们其中一份零售协议而言，只要根据其条款获授权的门店仍在经营，则该协议期限会自动延期。

指定门店及渠道	零售协议通常规定，我们仅能够在品牌批准的门店及渠道销售相关品牌合作伙伴的产品。
排他性	通常获授权以 非独家销售方式 销售品牌合作伙伴的产品。
定价政策	以制造商建议零售价的折扣价从品牌合作伙伴批发采购产品。虽然品牌合作伙伴通常为其分销商及其自营门店制定全国统一制造商建议零售价，但我们有 权最终决定我们销售这些产品的制造商建议零售价折扣 。
销售目标及最低采购价格	我们的部分零售协议规定年度销售目标或年度最低采购要求。如果我们未能达到这些目标或要求，则相应的品牌合作伙伴可以根据相关零售协议调整我们后续采购的批发价，限制我们开设新门店的能力，减少供给我们的产品或终止协议。如果达到年度销售目标，某些品牌合作伙伴也会向我们提供批发价格的返点。
产品交付	产品通常由品牌合作伙伴自费运送至我们指定的地点，而我们则负责在送达后提供足够的仓储空间以及产品物流和配送。
所有权及风险转移	视乎相关零售协议，当产品交付时，产品所有权和法律风险通常会转移给我们。
付款条款	我们采购产品一般拥有 30 天上限的信用期并通过电汇方式以人民币结算。
退货或换货	我们可以退回或更换残次产品。
终止条款	我们的零售协议可经双方同意予以终止，也可以由任何一方在不可抗力或另一方资不抵债、破产或清算时予以终止。此外，如果我们未能履行协议项下的任何重大义务，或者我们违反协议规定的任何其他义务，并且未能在规定的时间内纠正该违约行为，品牌合作伙伴可以单方面终止协议。

资料来源：滔搏招股说明书，华创证券

图表 30 滔搏与耐克打造的 Nike 沈阳中街路店



资料来源：蓝洞商业

图表 31 滔搏与 NBA 中国打造的 NBA 天津旗舰店



资料来源：蓝洞商业

(二) 优选门店，注重质量，数字化赋能经营

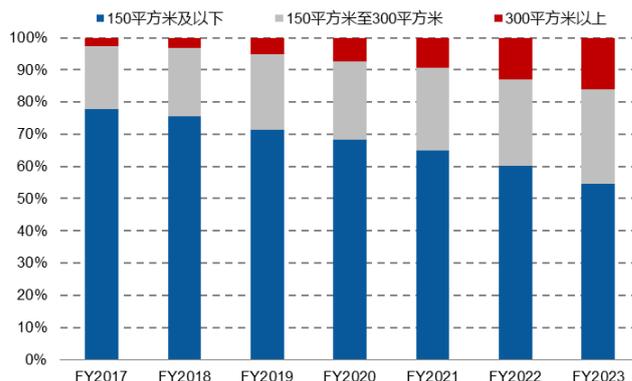
主动进行门店数量和结构调整，店效与坪效修复。零售行业经营管理极为重要，非独家合作关系当中，除了选址和既往经验，更依赖行业 knowhow 与信任。公司作为行业龙头，近几年主动优化和优选直营门店网络，加快关闭低产和亏损店铺。截至 2023 年 8 月底，公司共运营 6209 家直营店，较同年 2 月总门店数减少 356 家，较 22 年 8 月门店总数下降 10.4%，毛销售面积减少 3.5%，门店数及总销售面积下降幅度边际放缓，市场有所回暖。从门店结构上看，公司“大店”战略效果显著，截至 23 年 2 月，300 平米以上的店铺数占比 16%，同比增长 67 家，更好地提高了消费者的沉浸式购物，以及更高效地进行品牌形象展示。从销售表现上看，主力和非主力品牌的店效和坪效均有改善，受益于此，公司 FY24 H1 租金费用率同比下降 0.5pct 至 13.3%。

图表 32 公司门店总数变化



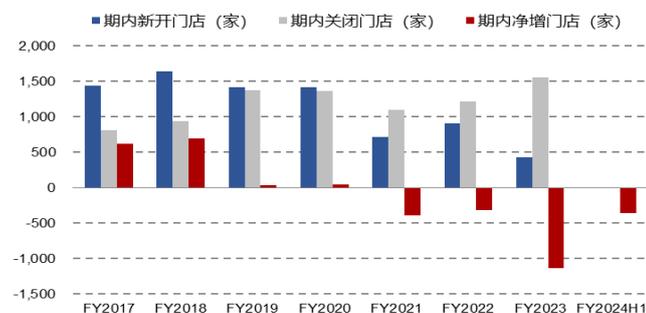
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 33 公司各类面积门店数量占比情况



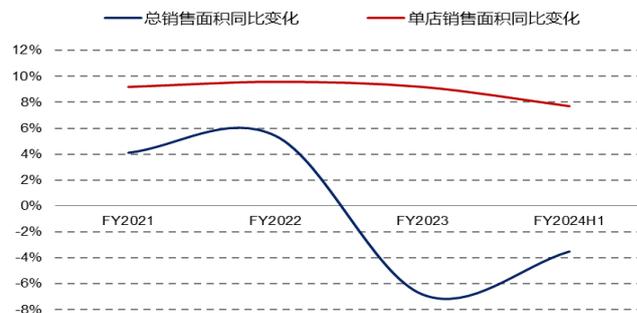
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 34 公司期内开关店情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 35 公司销售面积变化情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

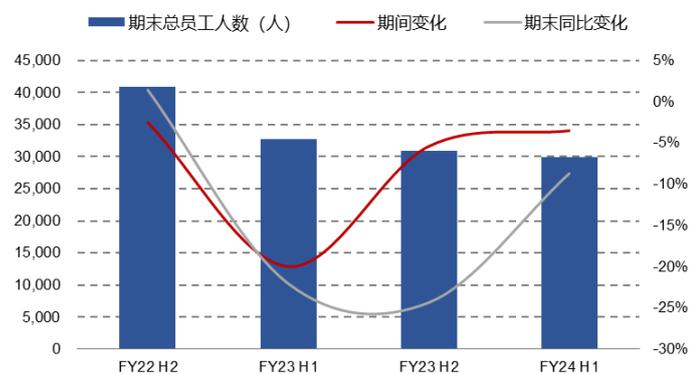
数字化应用于前线员工、门店运营和商品管理, 经营效率提升。公司根据市场需求和客流情况逐步添加员工配置, 并研发了一系列赋能终端门店销售和用户管理的工具, 用数字化手段更加高效、精准地协助员工提升工作效率。据招股说明书, 公司在以下三个方面进行了数字化赋能:

- 1) 前线员工:** 开发了一个数字工具包为前线员工及区域经理赋能, 能够实时读取门店数据, 算法自动对运营数据进行多维分析。工具包涵盖店内商品管理、人员管理、销售目标管理、流程管理等。
- 2) 门店运营:** 为更好地了解消费者的购物偏好, 并更科学地累积技术知识, 公司在试点门店安装部署智能门店系统, 从消费者 (获取基本数据, 生成消费者概况)、产品 (调整产品陈列和销售策略)、购物区 (针对访客人数少的区域做出调整) 三个维度有效监测店内活动, 提升销售表现。
- 3) 商品管理:** 公司在商品分析、分类流程中投入数字化系统化。比如, 数字化采购系统可以为每个特定门店自动生成基准订货单, 包括有关门店产品组合的建议及各 SKU 的建议订货量; 补货系统可以实时确认门店内库存水平并在需要时立即下达补货订单。

截至 23 年 8 月, 公司员工数同比下降 8.7% 至 29896 人, 环比下降 3.5%; 员工费用率同

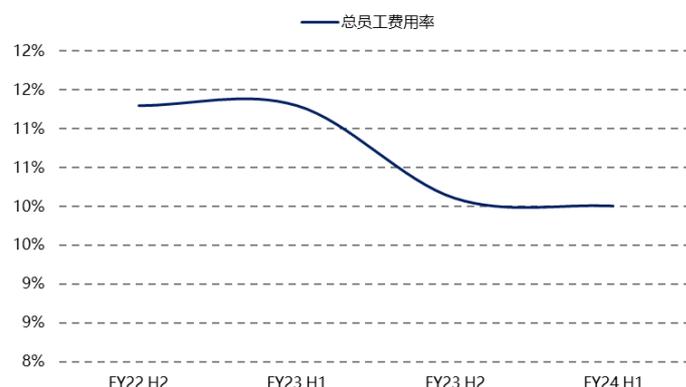
比下降 1.3pct 至 10%，平均人效同比提升。

图表 36 公司员工数及变化



资料来源：公司公告，华创证券

图表 37 公司员工费用率



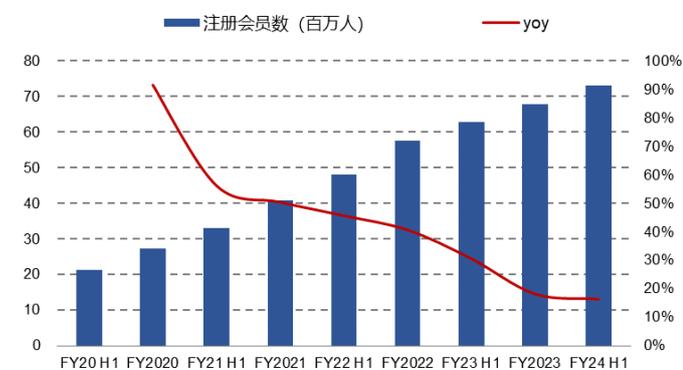
资料来源：公司公告，华创证券

(三) 聚焦用户增长，布局全域零售

拓宽用户触达场景，用户复购贡献占比大。公司全面进驻抖音、小红书等新零售平台，并通过“TOPSPORTS 滔搏运动”微信小程序、“TOPSPORTS 滔搏”微信公众号、“滔搏运动”APP 等方式建立了全域零售平台矩阵，全方面触达用户群体。截至 23 年 2 月，公司运营超 5000 家门店的企业微信号并拥有 4 万多个微信群。截至 23 年 8 月，公司拥有 7310 万累计用户，会员贡献门店销售额 92.7%，复购会员对会员消费总额贡献约 60-70%，体现了会员对公司的较高的忠诚度和粘性。FY23 财年，公司注重对高价值会员的挖掘，其占比仅中单位数，但对会员消费的贡献近 4 成。

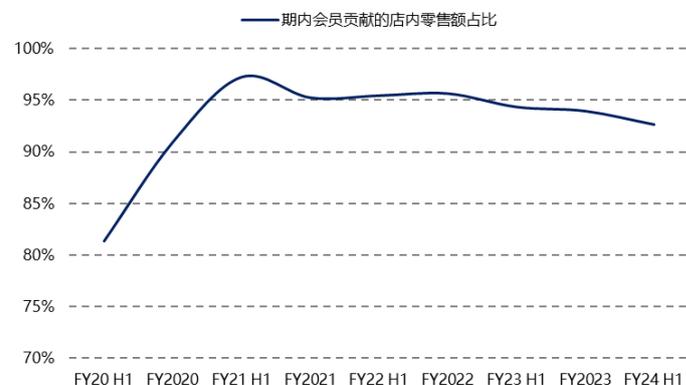
为了进一步与潜在的年轻群体建立更紧密的联系，抢占用户心智，公司于 2017 年成立了滔搏电子竞技俱乐部，拥有王者荣耀分部(长沙 TES.A)与英雄联盟分部(TES)。目前，电子竞技业务收入占比不到 1%，未来有望进一步拓宽粉丝群体，提高收入占比。

图表 38 公司累计注册会员数及增速



资料来源：公司公告，华创证券

图表 39 公司会员用户贡献的零售额占比



资料来源：公司公告，华创证券

四、盈利预测和估值

盈利预测

我们认为公司合作品牌库存去化已经开始，直营门店数量为阶段性底部，后续开店数将迎来正增长。预计 FY2024~FY2026 实现营业收入 298/333/369 亿元，同比增长 10.1%/11.8%/10.7%，其中主力品牌同比增速为 9.5%/11%/10%，其他品牌同比增速为 15%/17%/15%；预计 FY2024~FY2026 毛利率为 42.5%/42.7%/43.0%，逐年改善；费用率相维持稳定；则对应 FY2024~FY2026 归母净利润为 20.9/26.6/31.4 亿元，每股盈利 0.34/0.43/0.51 元/股。

图表 40 公司关键指标预测

单位: 亿元	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	270.7	298.2	333.4	369.2
Yoy	-15.1%	10.1%	11.8%	10.7%
其中: 主力品牌	233.2	255.4	283.5	311.8
Yoy	-15.0%	9.5%	11%	10%
其中: 其他品牌	40.4	47.4	54.5	61.0
Yoy	-12.1%	15%	17%	15%
其中: 联营费用	17.5	18.2	19.6	21.6
Yoy	-25.9%	4%	8%	10%
其中: 电竞收入	0.54	0.49	0.58	0.69
Yoy	-18.2%	-10%	20%	18%
毛利率	41.7%	42.5%	42.7%	43.0%
销售费用率	29.7%	29.5%	29.0%	28.7%
管理费用率	4.1%	4%	4%	3.8%
归母净利润	18.4	20.9	26.6	31.4

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

估值

历经 2021~2023 年三年时间的恢复，我们预计公司直营门店渠道调整已经完成，未来门店数量将有所增长，同时叠加运动鞋服需求端的修复，零售业务将迎来复苏态势。我们选取同为运动赛道零售商的宝胜国际，以及运动品牌安踏体育、李宁为可比公司，我们看好公司的主力品牌库存改善，放量可期，以及持续拓展细分赛道，丰富品牌矩阵，给予公司 FY2025 13xPE 估值，对应市值 380 亿港元，目标价 6.1 港元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 41 可比公司估值

名称	代码	市值 (亿港元)	EPS (元/股)			PE		
			2023	2024	2025	2023	2024	2025
宝胜国际	3813.HK	31.0	0.09	0.12	0.16	6.04	4.31	3.39
安踏体育	2020.HK	1887	3.42	4.07	4.76	17.66	14.86	12.72

李宁	2331.HK	458	1.43	1.65	1.93	11.26	9.74	8.35
平均	-	-	-	-	-	11.65	9.64	8.15

资料来源: Wind, 华创证券

注: 时间截至 2024 年 2 月 2 日, EPS 为 Wind 一致预期; 可比公司报表年度均截止 12 月 31 日

五、风险提示

居民消费意愿下滑: 公司所销售产品属于可选品, 定位中高端, 考虑到如果后续居民消费意愿下滑, 有可能对公司销售收入产生影响。

品牌去库节奏不及预期: 若公司合作品牌去库进程缓慢, 则会影响产品折扣率水平和新品上新频率, 进而对公司销售及利润水平产生影响。

新品牌拓展较慢: 除了主力品牌外, 公司在持续开发新的合作品牌, 如果新品牌拓展不及预期, 则可能对公司销售增速产生影响。

品牌突发舆情事件: 互联网时代, 品牌、代言人等利益相关体, 一旦出现涉及民生、政治、民族等敏感性言论, 就可能通过社交媒体等被快速传播和放大, 对后续销售产生不良影响。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
现金及现金等价物	2,357	5,161	6,523	8,554
应收款项合计	2,191	2,630	2,915	3,096
存货	6,247	6,043	7,123	7,862
其他流动资产	1,306	471	703	1,039
流动资产合计	12,101	14,305	17,264	20,551
固定资产净额	733	891	898	879
权益性投资	0	0	0	0
其他长期投资	0	41	41	41
商誉及无形资产	3,498	3,539	3,407	3,248
土地使用权	0	389	818	1,230
其他非流动资产	489	545	549	528
非流动资产合计	4,720	5,405	5,713	5,926
资产总计	16,821	19,710	22,977	26,477
应付账款及票据	991	771	1,013	1,128
短期借贷及长期借				
贷当期到期部分	1,545	1,545	1,545	1,545
其他流动负债	2,732	3,058	3,446	3,740
流动负债合计	5,268	5,374	6,004	6,413
长期借贷	0	100	150	190
其他非流动负债	1,719	2,307	2,236	2,151
非流动负债合计	1,719	2,407	2,386	2,341
负债总计	6,987	7,781	8,390	8,754
归属母公司所有者				
权益	9,834	11,926	14,584	17,720
少数股东权益	0	3	3	3
股东权益总计	9,834	11,929	14,587	17,723
负债及股东权益				
总计	16,821	19,710	22,977	26,477

现金流量表

单位：百万元	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
经营活动现金流	4351	3971	3318	3873
净利润	1837	2093	2657	3137
折旧和摊销	2216	1406	1545	1472
营运资本变动	190	335	-1004	-860
其他非现金调整	109	138	119	124
投资活动现金流	-306	-2504	-2142	-2018
资本支出	-357	-2391	-2138	-2040
长期投资减少	1000	-41	0	0
少数股东权益增加	0	4	0	0
其他长期资产的减少/(增加)	-949	-77	-4	22
融资活动现金流	-3440	1337	186	176
借款增加	1027	100	50	40
股利分配	-1152	-1163	-1745	-2239
普通股增加	0	0	0	0
其他融资活动产生的现金流量净额	-3314	2400	1881	2375

利润表

单位：百万元	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业总收入	27,074	29,819	33,340	36,916
主营业务收入	27,073	29,819	33,340	36,916
其他营业收入	0	0	0	0
营业总支出	24,942	27,135	30,106	33,040
营业成本	15,789	17,146	19,104	21,042
营业开支	9,153	9,989	11,002	11,998
营业利润	2,131	2,684	3,234	3,876
净利息支出	107	150	134	133
权益性投资损益	0	0	0	0
其他非经营性损益	-1	11	15	8
非经常项目前利润	2,023	2,545	3,115	3,752
非经常项目损益	300	100	245	215
除税前利润	2,322	2,645	3,360	3,967
所得税	486	553	703	830
少数股东损益	0	-1	0	0
持续经营净利润	1,836	2,093	2,657	3,137
非持续经营净利润	0	0	0	0
净利润	1,837	2,093	2,657	3,137
优先股利及其他调整项	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	1,837	2,093	2,657	3,137
EPS (摊薄)	0.30	0.34	0.43	0.51

主要财务比率

	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
成长能力				
营业收入增长率	-15.1%	10.1%	11.8%	10.7%
归属普通股股东净利润增长率	-24.9%	14.0%	27.0%	18.0%
获利能力				
毛利率	41.7%	42.5%	42.7%	43.0%
净利率	6.8%	7.0%	8.0%	8.5%
ROE	18.0%	19.2%	20.0%	19.4%
ROA	10.6%	11.5%	12.4%	12.7%
偿债能力				
资产负债率	41.5%	39.5%	36.5%	33.1%
流动比率	2.3	2.7	2.9	3.2
速动比率	1.1	1.5	1.7	2.0
每股指标 (元)				
每股收益	0.30	0.34	0.43	0.51
每股经营现金流	0.70	0.64	0.54	0.62
每股净资产	1.59	1.92	2.35	2.86
估值比率				
P/E	16.5	14.5	11.4	9.7
P/B	3.1	2.5	2.1	1.7

资料来源：公司公告，华创证券预测

商社组团队介绍

组长、首席分析师：王薇娜

美国密歇根大学安娜堡分校理学硕士。曾任职于光大永明资产管理、国寿安保基金。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖餐饮旅游第四名。

高级分析师：姚婧

南京财经大学经济学硕士。2020年加入华创证券研究所。

研究员：尚静雅

意大利博科尼大学管理学硕士。2021年加入华创证券研究所。

研究员：吴晓婵

上海财经大学会计学硕士。2021年加入华创证券研究所。

助理研究员：杨澜

上海财经大学金融硕士。2022年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	易星	销售助理		yixing@hcyjs.com
	张玉恒	销售助理		zhangyuheng@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹筠	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522