



中信证券研究部



冯重光
首席纺织服装
分析师
S1010519040006



郑一鸣
纺织分析师
S1010519120002

核心观点

滔搏 2020 财年经营稳健，收入/净利润（经调整）+3.5%/+6.3%，盈利和现金流皆表现较好，其中 2019 年 3 月~2020 年 1 月收入/经营利润分别增长 13%/+20%+。短期看，2020 年 5 月稳步复苏、同比基本持平，下半年有望恢复正常增长（收入 10%+）；长期看，公司坚持渠道改革和数字化推进，持续提升品牌合作深度，有望强化综合优势，加速行业整合和提升份额。上调目标价 11.38 港元，对应 2021 财年 27X PE，维持“买入”评级。

■ 2020 财年收入/净利润/净利润（经调整）同增 3.5%/4.7%/6.3%，疫情影响前增长稳健。公司 2020 财年实现营收 336.93 亿元（+3.5%）、经调整净利润 23.8 亿元（+6.3%），其中 2020H2 收入/经调整净利润分别-4.3%/16.8%。不考虑疫情影响下，2019 年 3 月~2020 年 1 月收入/经营利润分别增长 13%/+20%+。盈利表现良好，毛利率小幅提升 0.3pcts 至 42.1%。管理费用率/销售费用率基本稳定、分别为 4.2%/28.6%。此外，报告期内对国内子公司计提预提税同比减少致所得税率下降 2.4Pcts 至 25.4%。综上，净利率 6.84%（+0.09Pct）。

■ 主力品牌保持增长，其他品牌略有调整。分业务和客户结构来看，报告期内主力品牌（Nike&Adidas）收入+4.4%，其他品牌收入-4.2%，下降主要系：①报告期终止部分小品牌合作；②主动优化门店结构、关闭部分小品牌低效门店。此外，联营收入 2.66 亿元（+13.9%），电竞收入 3040 万元。

■ 积极推进大店&渠道下沉策略，整体面积稳步提升。报告期内公司净开直营门店 52 家至 8395 家（新开 1416 家/关闭 1364 家），其中毛销售面积+10.6%，倒算店效略有增长但坪效略有下滑。从门店规模看，150 平以下门店 5732 家（-215 家），150~300 平门店 2051 家（+73 家），300 平以上门店 612 家（+194 家），占比分别为 68.3%/24.4%/7.3%（去年同期为 71.3%/23.7%/5%）。另外，公司会员稳步增长，报告期内累计注册会员数 27.2 百万人（2019 财年同期 14.2 百万人），会员销售占比达 91%（2019 财年同期 52.3%）。

■ 疫情影响下存货增加但相对可控，经营性现金流显著提升。报告期内存货周转天数增加 17 天至 120 天，但公司结合品牌商积极推进过季货品处理，整体零售折扣相对可控。经营性现金流净额 64.48 亿元（+104%），主要系应收账款减少和应付账款的增加。

■ 风险因素。终端零售波动风险；门店拓展不及预期；上游供应商交期风险。

■ 盈利预测及估值。疫情影响公司短期增长，品牌客户订单调整仍有不确定性，因此下调 2021/2022 财年 EPS 预测至 0.39/0.47 元（原 EPS 预测为 0.46/0.54 元），新增 2023 财年 EPS 预测 0.54 元。长期看，公司坚持渠道改革和数字化推进，持续提升品牌合作深度，有望强化综合优势，加速行业整合和提升份额。上调目标价至 11.38 港元，对应 2021 财年 27X PE，维持“买入”评级。

滔搏	06110.HK
评级	买入（维持）
当前价	9.78 港元
目标价	11.38 港元
总股本	6,201 百万股
港股流通股本	6,201 百万股
52 周最高/最低价	11.28/6.31 港元
近 1 月绝对涨幅	3.35%
近 12 月绝对涨幅	-11.62%

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	32,570	33,693	36,099	41,157	46,186
增长率 YoY	22.66%	3.45%	7.14%	14.01%	12.22%
净利润(百万元)	2,200	2,303	2,404	2,892	3,368
增长率 YoY	53.19%	4.71%	4.37%	20.30%	16.44%
每股收益 EPS(基本)	0.35	0.37	0.39	0.47	0.54
毛利率	41.80%	42.12%	41.33%	41.90%	42.06%
PE	28	26	23	19	16

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 5 月 26 日收盘价，汇率为 0.9201

利润表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	32,570	33,693	36,099	41,157	46,186
营业成本	-18,957	-19,503	-21,180	-23,913	-26,762
毛利率	41.80%	42.12%	41.33%	41.90%	42.06%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	-9,248	-9,644	-9,974	-11,507	-12,883
营业费用率	28.39%	28.62%	27.63%	27.96%	27.89%
管理费用	-1,293	-1,413	-1,435	-1,652	-1,833
管理费用率	3.97%	4.19%	3.97%	4.01%	3.97%
财务费用	-192	-217	-149	-39	2
财务费用率	0.59%	0.64%	0.41%	0.10%	0.00%
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	3,039	3,114	3,511	4,085	4,709
营业利润率	9.33%	9.24%	9.73%	9.92%	10.19%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	3,045	3,086	3,362	4,045	4,710
所得税	-846	-783	-958	-1,153	-1,342
所得税率	-27.76%	-25.36%	-28.50%	-28.50%	-28.50%
少数股东损益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	3,045	3,086	3,362	4,045	4,710
所得税支出	-846	-783	-958	-1,153	-1,342
折旧和摊销	2,071	2,071	1,235	1,255	1,275
营运资金的变化	-946	-946	2,447	122	534
其他经营现金流	-648	-283	149	39	-2
经营现金流合计	2,677	3,146	6,236	4,309	5,175
资本支出	-763	-918	-1,400	-1,400	-1,400
投资收益	0	0	0	0	0
其他投资现金流	21	-65	-503	-553	-608
投资现金流合计	-742	-983	-1,903	-1,953	-2,008
权益变动	0	0	0	0	0
负债变化	-1,196	-1,535	-2,400	0	0
股利支出	0	0	0	0	0
其他融资现金流	-1,350	-242	-149	-39	2
融资现金流合计	-2,546	-1,777	-2,549	-39	2
现金及现金等价物净增加额	-611	386	1,784	2,317	3,168

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	651	2,824	4,608	6,925	10,094
存货	6,139	6,649	7,201	7,652	7,761
应收账款、预付账款、按金及其他应收款	3,372	2,309	3,584	4,086	4,584
其他流动资产	0	3,595	3,595	3,595	3,595
流动资产	10,161	15,376	18,988	22,258	26,033
物业、厂房及设备	1,116	1,154	1,218	1,263	1,288
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	1,145	1,103	1,203	1,303	1,403
其他长期资产	3,795	4,402	4,905	5,457	6,066
非流动资产	6,056	6,659	7,326	8,024	8,757
资产总计	16,216	22,035	26,315	30,282	34,790
短期借款	1,300	2,400	0	0	0
应付账款、应付票据和其他应付	9,137	4,334	10,166	11,239	12,310
其他流动负债	1,402	2,165	608	610	680
流动负债	11,839	8,899	10,774	11,850	12,990
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	2,428	2,593	2,593	2,593	2,593
非流动性负债	2,428	2,593	2,593	2,593	2,593
负债合计	14,268	11,492	13,367	14,443	15,583
股本及储备	491	1,950	4,354	7,246	10,614
其他	1,458	8,593	8,593	8,593	8,593
归属于母公司所有者权益合计	1,949	10,543	12,947	15,839	19,207
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	1,949	10,543	12,947	15,839	19,207
负债股东权益总计	16,216	22,035	26,315	30,282	34,790

主要财务指标

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
增长率 (%)					
营业收入	22.66%	3.45%	7.14%	14.01%	12.22%
营业利润	39.71%	2.49%	12.75%	16.33%	15.27%
净利润	53.19%	4.71%	4.37%	20.30%	16.44%
利润率 (%)					
毛利率	41.80%	42.12%	41.33%	41.90%	42.06%
EBITDA Margin	9.93%	10.02%	7.02%	7.18%	7.15%
净利率	6.75%	6.84%	6.66%	7.03%	7.29%
回报率 (%)					
净资产收益率	112.88%	21.85%	18.57%	18.26%	17.53%
总资产收益率	13.57%	10.45%	9.14%	9.55%	9.68%
其他 (%)					
资产负债率	0.88	0.52	0.51	0.48	0.45
所得税率	-27.76%	-25.36%	-28.50%	-28.50%	-28.50%
股利支付率	0.00%	49.96%	50.00%	50.00%	50.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。