

证券研究报告—动态报告

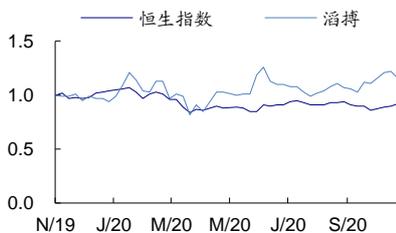
(HS) 非必需消费品

(HS) 纺织及服饰

滔搏(06110)
买入

(维持评级)

2020年10月29日

一年该股与恒生指数走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	6,201/6,201
总市值/流通(百万港元)	63,873/63,873
恒生指数	24,709
12个月最高/最低(港元)	12.16/6.31

相关研究报告:

《波司登-03998.HK-重大事件快评: 股权激励, 收购物流园, Q4 旺季呈现良好势头》——2020-10-29

《比音勒芬-002832-重大事件快评: 业绩恢复加速, 渠道优化进行中》——2020-10-22

《李宁-02331.HK-重大事件快评: Q3 流水增长出色, 看好品牌驱动盈利增长》——2020-10-21

《安踏体育-02020.HK-重大事件快评: Q3 持续改善, 黄金周增长亮眼》——2020-10-16

《中国利郎-01234.HK-重大事件快评: Q3 销售超预期, 看好冬季持续发力》——2020-10-14

证券分析师: 丁诗洁

电话: 0755-81981391

E-MAIL: dingshijie@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040004

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

海外公司财报点评

盈利表现稳健, 迎接旺季反弹

● 疫情下业绩小幅下滑, 现金流充沛增派特别息

FY21 1H 实现收入 157.7 亿, -7%, 归母净利润 13.1 亿, -11%, 扣非后净利润 13.1 亿, -14.6%。零售/批发/其他收入-11.5%/+22.9%/+8.1%, 主力品牌与其他品牌收入变化一致。毛利率 41.6%, -2.1pp, 扣非后净利率 8.3%, -0.7pp; 存货周转天数 132.4 天, +9.7 天, 仍为健康水平, 经营性现金流净额 20 亿, 不考虑税率影响下同比+7.3%; EPS 约为 21.11 分, 中期股息每股 12 分派息率约 57%, 额外派发每股 40 分。

● 线下店铺面积正增长, 线上 O2O 持续发力

FY21 1H 店铺数比期初净减少 239 家, 同比-2.5%, 但总面积同比+5.2%, 150 平以上店铺占比继续扩大。期间数字化转型加速, 包括 9 月实现小程序 2.0 的升级, 选拔店员展开直播活动, 企业微信覆盖门店网络超过 90%统一管理私域流量, 累计会员注册数 3310 万人, 贡献销售比例提升至 97.3%; 电竞英雄联盟分部取得亮眼战绩。

● 更改持股结构利于避免管理层被动减持, 看好下半财年业绩反弹

公告百丽体育分派股权, 因此前公司因此前公司管理层和其他股东一致行动的持股架构存在导致管理层被动减持的可能性, 分派股权后将有利于管理层更长远持有公司股份。展望下半财年, 9-10 月销售环比 7-8 月加速, 双十一加强线上线下联动, 供应链到货率情况好于此前预期, 以及去年 2 月的低基数效应, 下半年财年业绩有望实现加速增长。

● 风险提示

1. 疫情反复, 经济大幅下行; 2. 渠道改革不及预期; 3. 系统性风险。

● 投资建议: 看好短期业绩拐点与长期“现金牛”表现

我们维持盈利预测, 预计公司, 我们预计公司 21-23 财年净利润分别同增 13%/19.8%/15.1%, 当前股价对应 PE 为 22.1x/18.4x/16.02x, 上调合理估值为 11.7-12.3 港元, 对应 FY22 PE21-22x, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	FY 2020	FY 2021E	FY 2022E	FY 2023E
营业收入(百万元)	33,690	36,479	41,622	47,324
(+/-%)	3.5%	8.3%	14.1%	13.7%
净利润(百万元)	2,303	2,603	3,119	3,590
(+/-%)	4.7%	13.0%	19.8%	15.1%
摊薄每股收益(元)	0.37	0.42	0.50	0.58
毛利率	42.1%	41.9%	42.3%	42.3%
经营利润率	9.8%	10.0%	10.5%	10.6%
净利率	6.8%	7.1%	7.5%	7.6%
净资产收益率 (ROE)	36.9%	23.1%	24.2%	24.3%
市盈率(PE)	24.96	22.09	18.43	16.02
EV/EBITDA	9.92	8.89	7.68	6.72
市净率(PB)	5.45	4.80	4.17	3.64

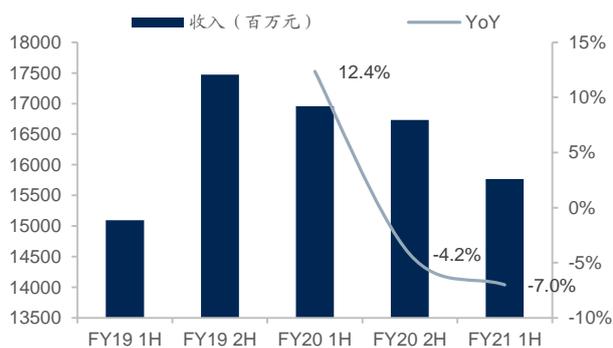
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

疫情下业绩小幅下滑，现金流充沛增派特别息

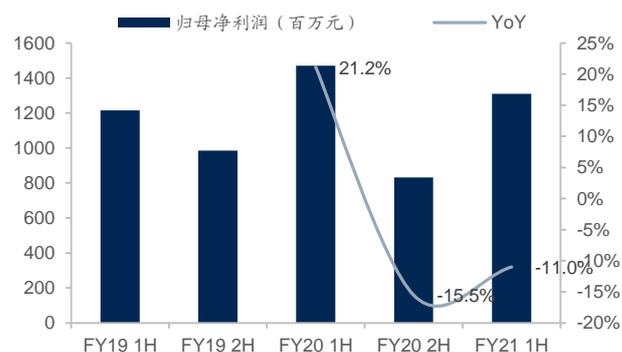
FY21 1H 公司实现收入 157.7 亿，-7%，归母净利润 13.1 亿，-11%，扣非后净利润 13.1 亿，-14.6%。其中，零售/批发/其他收入-11.5%/+22.9%/+8.1%，主力品牌与其他品牌收入变化一致。

图 1: 公司营业收入与变化情况



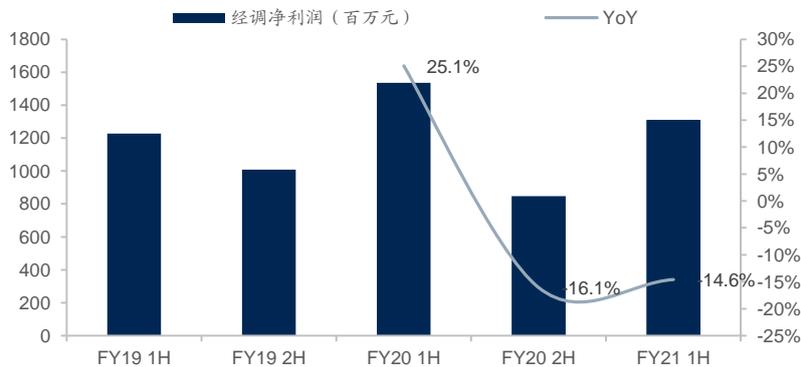
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司归母净利润与变化情况



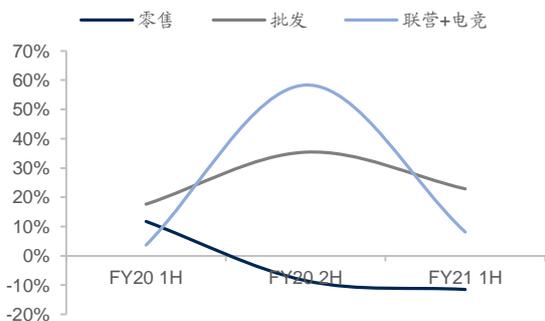
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司经调净利润与变化情况



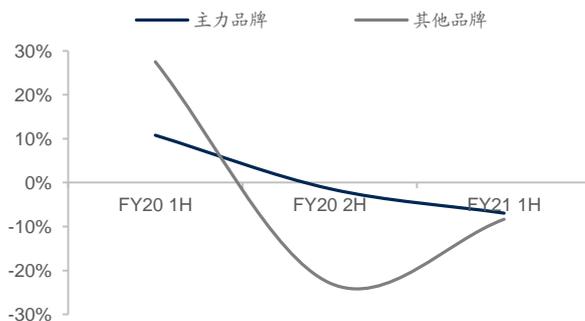
资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 4: 公司分商业模式收入增长



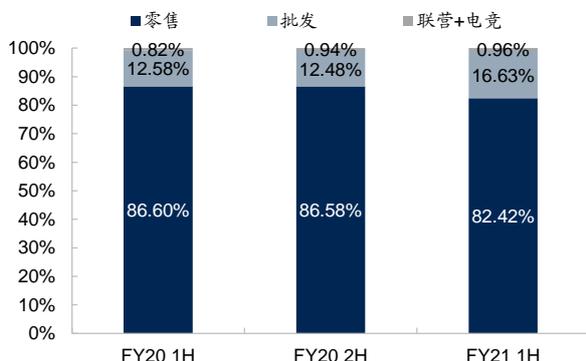
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 5: 公司分品牌收入增长



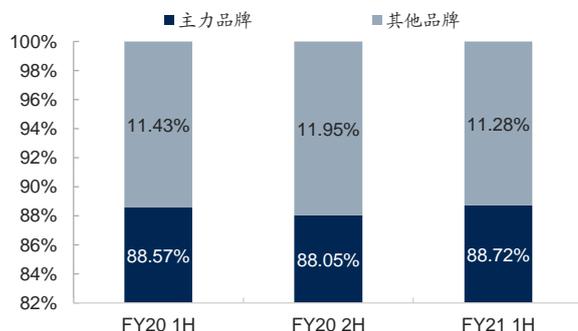
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 6: 公司分商业模式收入占比



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

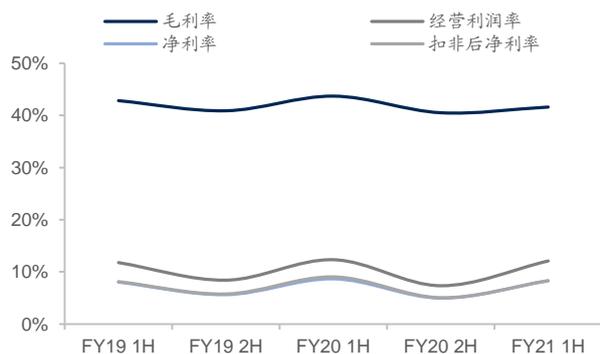
图 7: 公司分品牌收入占比



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

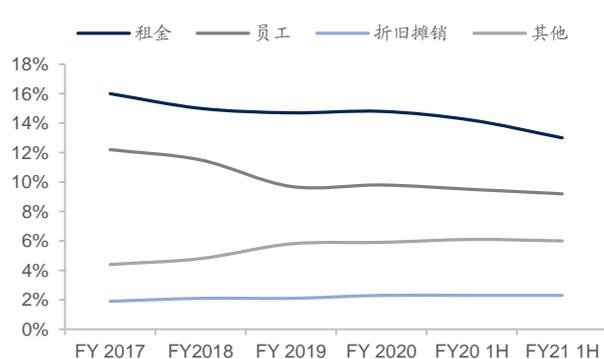
FY21 1H 公司毛利率 41.6%，-2.1pp，扣非后净利率 8.3%，-0.7pp；毛利率下滑与疫情期间折扣促销有关，而费用率收窄主要来自于租金占比下滑贡献 1.2pp。

图 8: 公司利润率水平



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

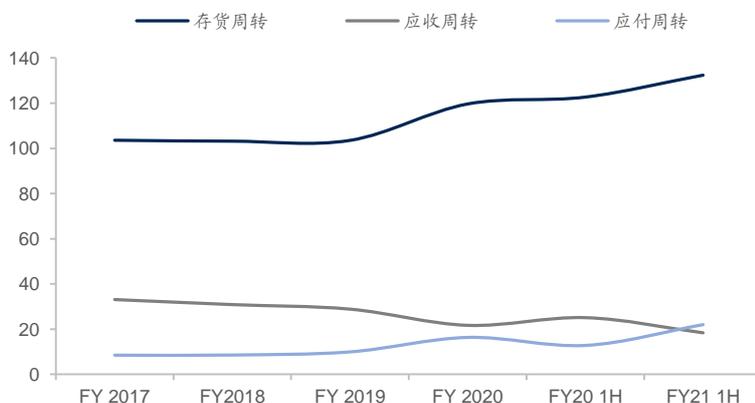
图 9: 公司费用开支占比



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

存货周转天数 132.4 天，+9.7 天，仍为健康水平，经营性现金流净额 20 亿，不考虑税率影响下同比+7.3%；EPS 约为 21.11 分，中期股息每股 12 分派息率约 57%，额外派发每股 40 分。

图 10: 公司营运资金周转水平



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

线下店铺面积正增长，线上 O2O 持续发力

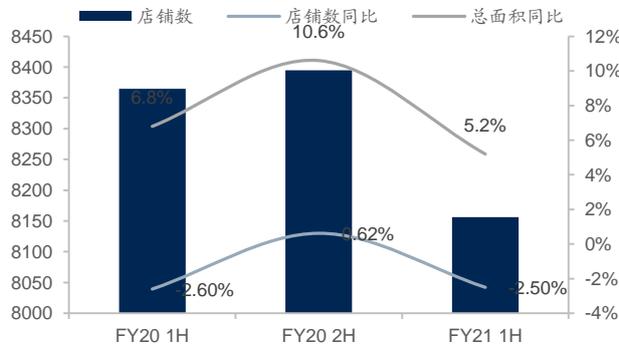
FY21 1H 店铺数 8156 家，比期初净减少 239 家，同比-2.5%，但总面积同比 +5.2%。150 平以上店铺占比继续扩大，150-300 平占比达到 24.9%，+0.5pp，300 平个以上占比达到 8%，+0.7pp。

表 1: 店铺数量变化

项目	FY19 1H	FY19 2H	FY20 1H	FY20 2H	FY21 1H
期初	8,302	8,588	8,343	8,365	8,395
净增加	286	-245	22	30	-239
期末	8,588	8,343	8,365	8,395	8,156

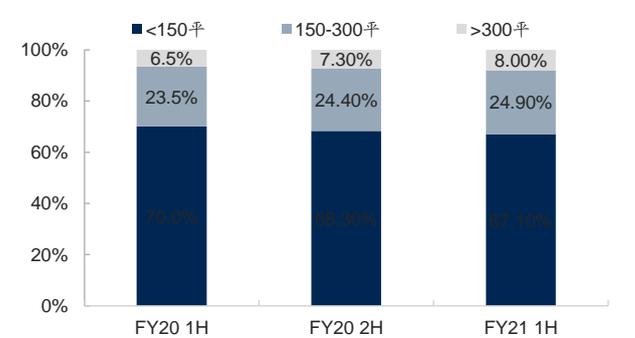
资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 11: 公司店铺数与总面积同比增长



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

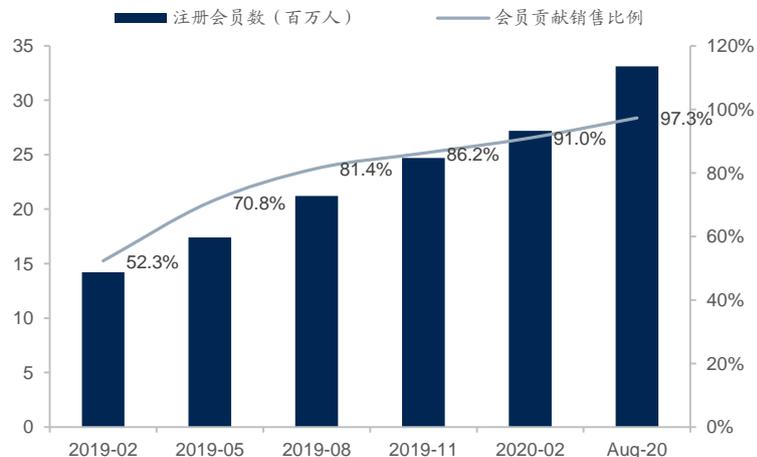
图 12: 公司按面积店铺数量分布比例



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

公司数字化包含 5 部分: 1) 传统电商, 2) O2O, 3) 小程序, 4) 移动收银, 5) 滔搏运动 APP。上半财年公司数字化转型加速, 包括 9 月实现小程序 2.0 的升级、选拔店员展开直播活动、企业微信覆盖门店网络超过 90%统一管理私域流量, 累计会员注册数 3310 万人, 贡献销售比例提升至 97.3%; 电竞英雄联盟分部取得亮眼战绩。

图 13: 公司会员人数与销售贡献比例



资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

更改持股结构利于避免管理层被动减持，看好下半年财年业绩反弹

10月28日，公司公告，接获控股股东百丽体育通知，其将分派其所持有本公司的全部股份给予其最终实益股东。百丽体育目前持有本公司的股份约占本公司全部已发行股本的78.4%。根据分派，百丽体育将派分分派股份予其最终实益股东，Hillhouse HHBH、智者创业、SCBL，于分派完成后（目前预期在2020年12月左右），约44.5%的分派股份将派分予Hillhouse HHBH、约46.4%的分派股份将派分予智者创业，而余下约9.1%的分派股份将派分予SCBL。此次分派对于滔搏在职的管理层来说，之前的这种一致行动的持股架构会导致管理层存在被动卖股的可能性，而现在分开的结构会消除这种影响。公司管理层表示对于公司有充足的信心，而新的持股的架构也会让滔搏的这些在职的这些管理层有机会更加长远的持有公司股份。

展望下半年财年，目前观察到公司9-10月销售环比7-8月加速，双十一将加强线上线下的联动，并且此前担心的供应链到货率情况也好于预期。根据目前行业表现出的冬季旺季行情趋势，以及公司去年2月的低基数效应，我们认为下半年财年公司业绩有望实现加速增长。

投资建议：看好短期业绩拐点与长期“现金牛”表现

公司在21财年上半年上的利润、现金流表现都相当稳健，一方面有赖于公司强大的零售管理能力，另一方面也受益于与国际龙头品牌深入的合作关系。公司竞争格局优势、议价力和经营效率转化为了抗风险的能力。我们看好接下来消费复苏、“冷冬”、“双十一”以及春节等诸多有利的销售环境对公司业绩的促进作用，同时也看好长期公司依赖强大的盈利效率持续提供充沛的现金回报。我们维持盈利预测，预计公司，我们预计公司21-23财年净利润分别同增13%/19.8%/15.1%，当前股价对应PE为22.1x/18.4x/16.02x，上调合理估值为11.7-12.3港元，对应FY22 PE21-22x，维持“买入”评级。

表 2: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	FY 2020	FY 2021E	FY 2022E	FY 2023E
营业收入(百万元)	33,690	36,479	41,622	47,324
(+/-%)	3.5%	8.3%	14.1%	13.7%
净利润(百万元)	2,303	2,603	3,119	3,590
(+/-%)	4.7%	13.0%	19.8%	15.1%
摊薄每股收益(元)	0.37	0.42	0.50	0.58
毛利率	42.1%	41.9%	42.3%	42.3%
经营利润率	9.8%	10.0%	10.5%	10.6%
净利率	6.8%	7.1%	7.5%	7.6%
净资产收益率 (ROE)	36.9%	23.1%	24.2%	24.3%
市盈率(PE)	24.96	22.09	18.43	16.02
EV/EBITDA	9.92	8.89	7.68	6.72
市净率(PB)	5.45	4.80	4.17	3.64

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理预测

风险提示

1. 疫情反复，经济大幅下行；

2. 渠道改革效果不及预期;
3. 市场的系统性风险。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032