

【广发纺服&海外】滔搏 (06110.HK)

业绩底确认, 5月起实现正增长

核心观点: (本文如无特殊说明, 货币单位均为人民币)

- 公司公布 2020 财年业绩。期间公司实现收入 336.9 亿元, YOY+3.5%; 毛利率 42.1%, YOY+0.3pct; 营业利润率 9.2%, YOY-0.1pct; 归母净利润 23.0 亿元, YOY+4.7%; 净利率 6.8%, YOY+0.1pct; 经营现金流 64.5 亿元, YOY+104.9%; 每股派息 19 分人民币, 分红率 51.2%。
- 分渠道, 直营/经销/联营收入分别为 291.7/42.2/2.7 亿元, YOY+0.7%/25.8%/13.9%。期末直营店 8395 家, YOY+52 家。公司开改关策略持续, 300 平以上门店占比 7.3%, YOY+2.3pct; 150-300 平门店占比 24.4%, YOY+0.7pct; 带动直营销售面积同比增长 10.6%。
- 分品牌, 耐克/阿迪及二线运动品牌收入分别为 294.9/39.0 亿元, YOY+4.4%/-4.2%。二线运动品牌受部分品牌不再继续合作有所拖累。
- 运营能力: 营业周期 139.4 天, YOY+8.8 天; 存货周转 118 天, YOY+15.9 天; 应收周转 21.4 天, YOY-7.1 天。存货周转天数上升主要系 2 月份疫情导致高库存。应收周转天数下降主要系流水基数下降较大, 以及商场月结优先支付滔搏等大型合作伙伴。
- 业绩底确认, 5 月流水恢复正增长。参考宝胜国际等其他运动鞋服公司数据, 3-4 月份流水大概率仍为负增长, 但业绩底部已经确认。据业绩会, 5 月份滔搏已实现正增长。剔除 2 月份, 19 年 3 月-20 年 1 月公司收入增速仍达 13%, 我们看好滔搏无可动摇的行业地位, 及领先的数字化与精细化运营, 预计下半年业绩有望回归增长中枢。
- 预计 21-22 年 EPS 为 0.38/0.43 元/股。预计 21-22 年滔搏收入 365.1/404.7 亿元, YOY+8.4%/10.9%; 归母净利润 23.9/26.9 亿元, YOY+3.6%/12.8%。使用 DCF 估值法, 滔搏合理价值为 11.94 港元/股, 维持“买入”评级。
- 风险提示。疫情反复, 零售环境恶化。

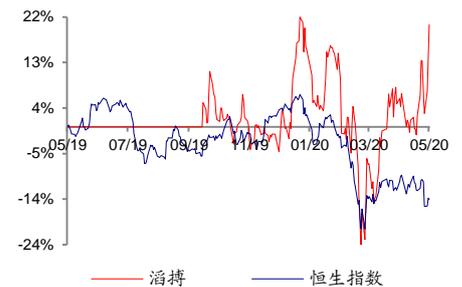
盈利预测:

单位: 人民币	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	26,550	32,564	33,690	36,506	40,470
增长率 (%)	22.40%	22.65%	3.46%	8.36%	10.86%
EBITDA (百万元)	3,844	3,237	3,303	4,307	4,781
归母净利润 (百万元)	1,436	2,200	2,303	2,385	2,690
增长率 (%)	9.01%	53.19%	4.71%	3.55%	12.78%
EPS (元/股)	0.23	0.35	0.37	0.38	0.43
市盈率 (P/E)	-	-	25.86	24.97	22.14
市净率 (P/B)	-	-	6.12	5.87	5.49
EV/EBITDA	-	-	17.83	13.67	12.31

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	11.0 港元
合理价值	11.94 港元
前次评级	买入
报告日期	2020-05-28

相对市场表现



分析师:

糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001

SFC CE No. BPH764



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn

分析师:

胡翔宇



SAC 执证号: S0260517080001

SFC CE No. BNG229



010-59136632



huxiangyu@gf.com.cn

相关研究:

【广发纺服】滔搏

2020-03-18

(06110.HK):规模优势、科技赋能、品牌效应铸就滔搏护城河

图 1: 公司总收入及增速



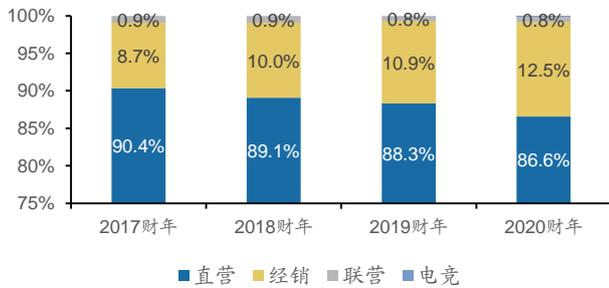
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 2: 公司门店数量及增速



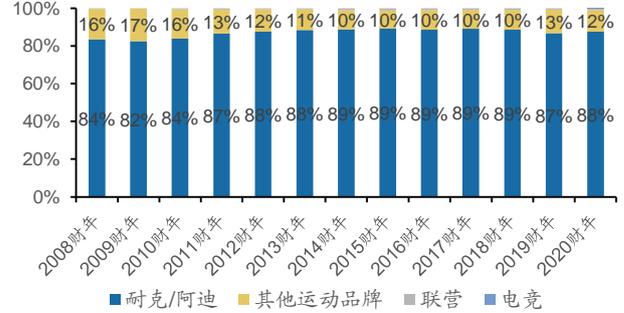
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 3: 公司分渠道收入占比



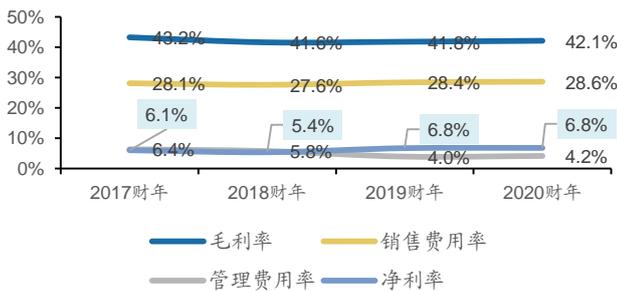
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 4: 公司分品牌收入占比



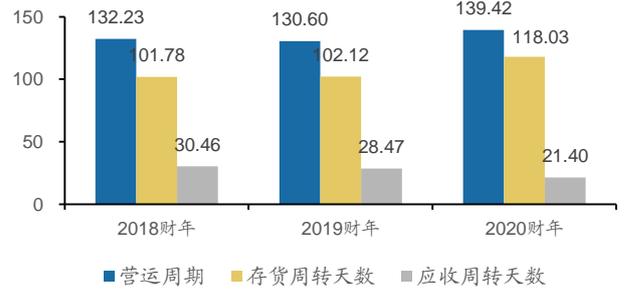
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 5: 公司毛利率、营业利润率、净利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心。注: 淡蓝色底色数据为净利率。

图 6: 公司运营指标



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 1: 滔搏DCF核心假设

资产贴现率	8.62%
股权 β (自滔搏上市以来)	1.12
无风险利率 Rf (十年期国债到期收益率)	2.69%
市场组合平均收益率 Rm (参考近十年恒生指数平均收益率)	8.00%
风险溢价	5.31%
WACC	7.80%
目标债务比率	20.00%
目标权益比率	80.00%
债务利率	4.50%
实际税率	30.00%
永续增长率	1%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 2: 滔搏现金流假设 (单位为百万元)

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	永续阶段	合计
净利润	2,385	2,690	2,941	2,946	3,176	3,304	3,398	3,517	3,519	3,551		
财务费用	131	178	240	248	205	207	222	222	210	180		
财务收入	29	30	32	34	35	37	39	41	43	45		
折旧摊销	1,010	1,030	1,051	1,072	1,093	1,115	1,138	1,161	1,185	1,209		
WCIInv	-1,245	-1,605	-2,298	776	-113	-1,419	-773	-830	-253	-39		
Capex	-1,133	-1,156	-1,179	-1,203	-1,228	-1,253	-1,279	-1,305	-1,332	-1,360		
FCFF	5,875	6,628	7,677	4,660	5,780	7,261	6,771	6,995	6,456	6,293	80,702	145,098
PV(FCFF)	5,450	5,704	6,129	3,451	3,971	4,628	4,003	3,836	3,284	2,970	38,087	81,512

数据来源: 广发证券发展研究中心

表 3: 滔搏DCF估值

负债合计(百万元)	13,155
少数股东权益(百万元)	-
股权价值(百万元)	68,357
股本(百万股)	6,201
CNY/HKD 汇率	0.9235
每股价值 (HKD/股)	11.94

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
流动资产	9,340	10,161	15,376	17,316	19,824
货币资金	64	451	2,824	2,965	3,113
应收及预付	4,006	3,372	2,309	2,899	3,821
存货	4,617	6,139	6,649	7,523	8,572
其他流动资产	654	200	3,595	3,929	4,318
非流动资产	5,013	6,056	6,659	6,832	7,008
长期股权投资	-	-	-	-	-
固定资产	980	1,116	1,154	1,194	1,236
无形资产及商誉	3,736	4,597	5,012	5,095	5,179
递延所得税	-	-	-	-	-
其他长期资产	297	343	493	543	593
资产总计	14,353	16,216	22,035	24,148	26,832
流动负债	8,766	11,839	8,899	10,462	12,291
短期借款	400	1,300	2,400	3,409	4,484
应付及预收	1,230	1,297	1,926	2,097	2,313
其他流动负债	7,136	9,242	4,573	4,955	5,494
非流动负债	1,805	2,428	2,593	2,693	2,793
长期借款	-	-	-	-	-
应付债券	-	-	-	-	-
其他非流动负债	1,805	2,428	2,593	2,693	2,793
负债合计	10,571	14,268	11,492	13,155	15,084
股本	-	-	-	-	-
储备	3,781	1,947	10,543	12,928	15,618
其他	-	2	-	-	-
股东权益	3,781	1,949	10,543	12,928	15,618
少数股东权益	-	-	-	-	-
负债和股东权益	14,353	16,216	22,035	24,148	26,832

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
营业收入	26,550	32,564	33,690	36,506	40,470
营业成本	15,512	18,957	19,503	21,315	23,428
其他收入净额	2	6	2	2	2
费用拆分:					
销售费用	7,328	9,248	9,644	10,486	11,666
管理费用	1,538	1,293	1,413	1,560	1,762
研发费用	-	-	-	-	-
其他费用	-118	-109	19	19	19
经营利润	2,175	3,039	3,114	3,128	3,599
财务费用	136	191	217	102	147
投资净收益	-	-	-	-	-
其他非经营性损益	75	198	189	170	153
税前利润	2,114	3,045	3,086	3,196	3,604
所得税	678	846	783	811	914
净利润	1,436	2,200	2,303	2,385	2,690
少数股东损益	-	-	-	-	-
归属母公司净利润	1,436	2,200	2,303	2,385	2,690
EBITDA	3,844	5,308	3,303	4,307	4,781
EPS (元)	0.23	0.35	0.37	0.38	0.43

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,677	3,146	6,448	2,111	2,140
净利润	1,436	2,200	2,303	2,385	2,690
折旧摊销	1,594	2,071	-	1,010	1,030
营运资金变动	-953	-1,268	-	-1,245	-1,605
其它	600	143	4,144	-39	25
投资活动现金流	-742	-983	-4,297	-913	-953
资本支出	-763	-918	-712	-1,133	-1,156
投资变动	-	-	-	-	-
其他	21	-65	-3,585	220	203
筹资活动现金流	-2,546	-1,777	276	-1,056	-1,039
银行借款	-1,196	-435	-595	-742	-591
股权融资	-	-	7,076	-	-
其他	-1,350	-1,342	-6,204	-2,380	-2,562
现金净增加额	-611	387	2,373	141	148
期初现金余额	674	64	451	2,824	2,965
期末现金余额	64	451	2,824	2,965	3,113

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	22.40%	22.65%	3.46%	8.36%	10.86%
营业利润增长	14.55%	39.71%	2.49%	0.43%	15.06%
归母净利润增长	9.01%	53.19%	4.71%	3.55%	12.78%
获利能力					
毛利率	41.58%	41.79%	42.11%	41.61%	42.11%
净利率	5.41%	6.76%	6.84%	6.53%	6.65%
ROE	33.10%	76.78%	36.88%	20.32%	18.85%
ROIC	10.82%	14.39%	12.04%	9.91%	9.47%
偿债能力					
资产负债率	1.47	1.76	1.04	1.01	0.98
净负债比率	5.59	14.64	2.18	2.04	1.93
流动比率	1.07	0.86	1.73	1.66	1.61
速动比率	1.06	0.82	1.41	1.37	1.36
营运能力					
总资产周转率	2.00	2.13	1.76	1.58	1.59
应收账款周转率	7.58	8.83	11.86	14.02	12.05
存货周转率	3.54	3.53	3.05	3.01	2.91
每股指标 (元)					
每股收益	0.23	0.35	0.37	0.38	0.43
每股经营现金流	0.43	0.51	1.04	0.34	0.35
每股净资产	0.61	0.31	1.70	1.77	1.89
估值比率					
P/E	-	-	25.86	24.97	22.14
P/B	-	-	6.12	5.87	5.49
EV/EBITDA	-	-	17.83	13.67	12.31

广发纺织服装行业研究小组

糜 韩 杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，带领团队荣获 2019 年新财富轻工和纺织服装行业第四名，2016 年进入广发证券发展研究中心。

胡 幸：联系人，厦门大学会计学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大 道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，

广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。