

滔搏 (06110.HK)

数字化进程加速，运营稳健

FY2021H1 收入/归母净利润分别同减 7%/11%。FY2021H1 公司收入 157.7 亿元人民币，同减 7%；归母净利润 13.1 亿元，同减 11%，调整后归母净利润同减 14.6%（剔除企业合并产生的无形资产摊销 220 万元及去年同期上市开支 5070 万元影响）。疫情影响终端零售折扣，公司毛利率同比降低 1.9PCTs 至 41.6%，销售/管理费用率分别下降 1.2/0.5PCTs 至 26.7%/3.8%，综合净利率略微下降 0.4PCTs 至 8.3%。

主力品牌表现略佳，批发业务稳步扩张。按品牌分：FY2021 年 H1 公司主力品牌收入同减 7% 至 138.6 亿元，占总收入比重 87.9%；其他品牌收入同减 8.4% 至 17.6 亿元，占总收入比重 11.2%；**按渠道分：**FY2021H1 公司零售收入同减 11.5% 至 130.0 亿元，收入占比同降 4.1Pct 至 82.5%；批发业务受益合作品牌的增加，收入同增 22.9% 至 26.2 亿元，占比同增 4Pct 至 16.6%。

门店结构持续优化，运营稳健。门店方面，FY2021 年公司持续关小店开大店、关低效店开高效店策略，持续聚焦直营零售门店网络的优化和优选。FY2021H1 门店净减少 239 家至 8156 家，但毛销售面积保持稳定。直营门店规模上，150 平及以下小店占比相年初占比减少 1.2Pct 至 67.1%，300 平以上大店占比提升至 8%。从营运层面来说，公司存货周转天数为 129.5 天，同比增加 10 天，目前处于相对健康水平；应收账款周转天数 31 天，同增 7 天。

科技赋能，推动全渠道融合。疫情期间公司更加强科技赋能 1) APP 于 2 月 14 日上线，用户规模突破 110 万；2) 针对价格驱动类型消费者加强对传统电商平台运营；3) 基于原有线下门店流量，运作企业微信社群、门店小程序（优选一批优质门店专门开设独立的小程序），移动收银（覆盖 85% 左右门店，疫情前我们预计为 30% 左右）为消费者提供线上、线下无缝衔接的服务体验。**会员方面，**公司丰富会员活动、深化与消费者互动，会员数量与贡献稳步提升，截止 2020 年 8 月 31 日，累计注册会员数量达到 3310 万人，零售额贡献占比达到 97.3%，会员成消费贡献主力。

下游流水恢复，预计 FY2021 实现收入增长。我们跟踪认为现有渠道终端流水有所恢复。公司持续优化现有渠道，同时已基于提供全方位消费体验、加深用户洞察的目标，确立了线上线下载通的大方向，预计全年仍然能够实现收入的稳定增长。

投资建议。公司为运动鞋服下游渠道商龙头公司，渠道结构持续优化，会员增长，我们预计公司 FY2021-FY2023 归母净利润分别为 24.0/27.7/31.6 亿元，现价 10.68 港币，对应 FY2021PE23 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情持续的范围及时间超过预期；终端销售放缓；品牌商合作变化带来的经营风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	32,564	33,690	36,053	41,071	46,772
增长率 yoy (%)	22.7	3.5	7.0	13.9	13.9
归母净利润 (百万元)	2,200	2,303	2,395	2,771	3,163
增长率 yoy (%)	53.2	4.7	4.0	15.7	14.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.35	0.37	0.39	0.45	0.51
净资产收益率 (%)	112.9	21.8	18.5	17.6	16.8
P/E (倍)	24.7	23.6	22.7	19.6	17.2
P/B (倍)	27.9	5.1	4.2	3.5	2.9

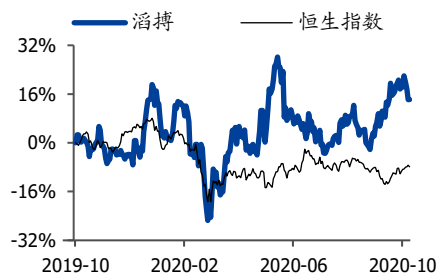
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	
前次评级	买入
最新收盘价	10.68
总市值(百万元)	0.00
总股本(百万股)	0.00
其中自由流通股(%)	

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

相关研究

- 《滔搏 (06110.HK)：经营持续回暖，数字化全渠道进程加快》2020-08-11
- 《滔搏 (06110.HK)：门店结构持续优化，疫情影响短期业绩》2020-05-26
- 《滔搏 (06110.HK)：运动零售龙头，尽享行业景气》2019-10-09



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10161	15376	19639	18262	23946	营业收入	32564	33690	36053	41071	46772
现金	651	2824	4687	5339	6080	营业成本	18957	19503	21154	24103	27510
应收票据及应收账款	2518	1487	3407	1798	4332	营业税金及附加	2	19	0	0	0
其他应收款	854	822	2783	502	3095	营业费用	9248	9644	10239	11623	13237
预付账款	0	0	0	0	0	管理费用	1258	1413	1446	1618	1796
存货	6139	6649	5103	6948	6807	研发费用	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	3595	3658	3674	3630	财务费用	191	217	25	60	7
非流动资产	6056	6659	9916	11864	12880	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	15	其他收益	0	0	0	0	0
固定资产	1116	1154	870	576	272	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	1145	5012	6631	9054	10879	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	3795	493	2415	2234	1714	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	16216	22035	29554	30126	36826	营业利润	2847	2897	3179	3662	4238
流动负债	11839	8899	14962	12432	15876	营业外收入	198	189	30	50	0
短期借款	1300	2400	692	4238	-516	营业外支出	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4202	1106	9472	2580	11175	利润总额	3045	3086	3209	3712	4238
其他流动负债	6337	5394	4799	5614	5217	所得税	846	783	814	942	1075
非流动负债	2428	2593	1654	1986	2078	净利润	2200	2303	2395	2771	3163
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2428	2593	1654	1986	2078	归属母公司净利润	2200	2303	2395	2771	3163
负债合计	14268	11492	16616	14418	17954	EBITDA	4831	3303	3905	4599	5204
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.35	0.37	0.39	0.45	0.51
股本	0	0	0	0	0	主要财务比率					
资本公积	0	0	0	0	0	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	0	0	0	0	0	成长能力					
归属母公司股东权益	1949	10543	12938	15709	18872	营业收入(%)	22.7	3.5	7.0	13.9	13.9
负债和股东权益	16216	22035	29554	30126	36826	营业利润(%)	39.8	1.8	9.7	15.2	15.7
						归属于母公司净利润(%)	53.2	4.7	4.0	15.7	14.2
						获利能力					
						毛利率(%)	41.8	42.1	41.3	41.3	41.2
						净利率(%)	6.8	6.8	6.6	6.7	6.8
						ROE(%)	112.9	21.8	18.5	17.6	16.8
						ROIC(%)	42.1	15.9	15.8	12.9	15.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	33.5	52.2	56.2	47.9	48.8
						净负债比率(%)	-33.4	82.2	92.2	57.8	62.9
						流动比率	0.9	1.7	1.3	1.5	1.5
						速动比率	0.3	1.0	1.0	0.9	1.1
						营运能力					
						总资产周转率	2.1	1.8	1.4	1.4	1.4
						应收账款周转率	12.6	16.8	14.7	15.8	15.3
						应付账款周转率	3.8	7.3	4.0	4.0	4.0
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.35	0.37	0.39	0.45	0.51
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	1.04	1.37	-0.06	1.18
						每股净资产(最新摊薄)	0.31	1.70	2.09	2.53	3.04
						估值比率					
						P/E	24.7	23.6	22.7	19.6	17.2
						P/B	27.9	5.1	4.2	3.5	2.9
						EV/EBITDA	11.8	17.1	13.3	12.0	9.5

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2677	6448	8503	-347	7323
净利润	1436	2303	2395	2771	3163
折旧摊销	1594	0	671	827	960
财务费用	191	217	25	60	7
投资损失	0	0	0	0	-15
营运资金变动	-953	0	5436	-4032	3212
其他经营现金流	408	3928	-24	27	-4
投资活动现金流	-742	-4297	-3919	-2808	-1936
资本支出	-763	-712	-2274	-1798	-1428
长期投资	0	-3616	-671	-827	-975
其他投资现金流	21	31	-974	-184	467
筹资活动现金流	-2546	276	-2721	3808	-4645
短期借款	0	0	-1734	3486	-4761
长期借款	-1196	-595	0	0	0
普通股增加	0	7076	0	0	0
资本公积增加	-2217	-2609	0	0	0
其他筹资现金流	867	-3596	-987	321	116
现金净增加额	-611	2427	1863	652	741

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

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

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com