

滔搏 (6110.HK)

高效运营体系疫情下表现稳健，数字化转型引领行业变革

——滔搏点评报告

✍ 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
☎ 联系人: 陈腾曦、林骥川、詹陆雨
✉ : mail@stocke.com.cn

评级 **增持**
上次评级 首次覆盖
当前价格 HKD 10.68

报告导读

疫情影响 FY21H1 收入及毛利率，但高效管理下整体利润率保持稳定；持续深化数字化改革，领衔新时代零售商变革。

投资要点

□ FY21H1 收入受疫情影响有所下滑，管理优秀利润率和现金流保持稳定

滔搏 FY21H1 收入同比下降 7%，基本反映疫情影响。受疫情影响，在公司 FY21H1 的 3~8 月中，3/4 月线下客流均受到严重影响，虽然 5 月开始线下客流有所恢复，但是线下的整体零售情况依旧仍未完全恢复到疫情前水平。在此情况下，滔搏以线下为主的业务模式受到挑战，FY21H1 直营渠道收入下滑 11.5%。

疫情下，滔搏依旧保持了良好的运营效率，FY21H1 利润率基本维持稳定。疫情除了影响公司收入之外，由于更多的折扣力度，FY21H1 公司毛利率同比下降 2.1pct 至 41.6%。但是在费用控制上公司表现出色，FY21H1 公司销售费用率同比下降 1.2pct 至 26.7%，其中租赁开支由 16 亿下降至 12 亿；同时公司管理费用率也同比下降 0.4pct 至 3.8%。费用的出色控制使得公司在收入和毛利率均有所下滑的情况下，净利率仅下滑 0.4pct，净利润同比下滑 11%。

资产负债表方面，公司继续保持优秀的存货控制水平。在疫情面前库存与去年同期基本保持持平状态；应收账款同比下降 21%。同时，公司经营性现金流 19.8 亿，继续明显高于净利润较去年同期下滑 10%。公司 FY20H1 分派股息每股 0.52 元（其中 0.4 元/股特别股息），总计派息 32.3 亿元。

□ 优化门店、深耕会员、持续数字转型，滔搏领衔新时代零售商变革

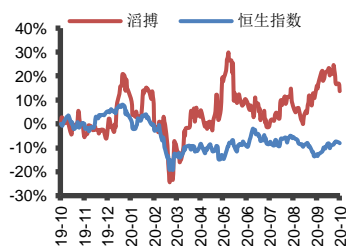
滔搏在疫情下持续优化门店结构，深耕会员体系。从门店看，公司 FY21H1 门店数量较年初下降 239 家至 8156 家，其中 150 平及以下门店下降 254 家，300 平以上大店增加 37 家，明显体现出公司持续的门店结构优化。同时从会员结构看，公司 FY20H1 会员人数 3310 万人，较年初增长近 300 万人，会员消费比例达到 97.3%。公司在微信公众号、小程序、APP 在内的多个渠道不断唤醒会员提升粘性，并持续加深对会员需求的洞察。

作为数字型零售商典范，滔搏在数字化转型上领先行业。公司持续用移动工具赋能一线员工，帮助员工进行快速决策。同时公司也在门店层面系统性的捕捉与分析完整的消费者旅程。在采购方面，数字化的商品管理和采购体系也可以帮助每个门店自动配货。这一系列数字化系统均帮助公司成为整个服饰行业效率最高的零售商之一。同时疫情下开始建立的微信小程序运营体系，也正在逐步帮助公司建立新的零售渠道。

□ 盈利预测及估值

我们认为公司的数字化体系建设带来的高效率使其能够持续在零售商中脱颖而出。同时作为耐克阿迪中国的首选合作伙伴，公司有望长期享受运动行业高速增长的红利。我们预计公司 FY21/21/23 净利润 24.9/29.7/34.4 亿，对应估值 23/19/17X，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：疫情恶化超出预期，消费者需求变化



公司简介

公司以遍布全国的零售网络为基础，在中国经营以消费者为核心的运动零售及服务平台。

相关报告

报告撰写人: 马莉

联系人: 陈腾曦、林骥川、詹陆雨

财务摘要

(百万元)	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
主营收入	33,690	36,086	42,207	48,196
(+/-)	3.5%	7.1%	17.0%	14.2%
净利润	2,303	2,492	2,974	3,435
(+/-)	4.7%	8.2%	19.3%	15.5%
每股收益 (元)	0.37	0.40	0.48	0.55
P/E	24.9	23.0	19.3	16.7

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
流动资产	15,376	13,784	15,074	17,549
现金	2,824	466	646	1,398
交易性金融资产	3,595	3,600	3,600	3,600
应收账款	1,487	2,122	2,568	2,787
其他应收及预付账款	822	904	995	1,094
存货	6,649	6,692	7,265	8,669
其他	0	0	0	0
非流动资产	6,659	7,418	7,906	8,160
金额资产类	0	0	0	0
权益法核算的投资	0	0	0	0
固定资产	1,154	1,220	1,320	1,420
无形资产	1,103	1,115	1,106	1,106
有使用权资产	3,909	4,529	4,857	4,932
其他	493	554	623	701
资产总计	22,035	21,202	22,980	25,709
流动负债	8,899	8,108	7,998	8,609
短期借款	2,400	2,400	2,400	2,400
应付款项	1,106	1,096	1,347	1,442
应计费用、其他应付款	1,593	1,832	2,107	2,423
租赁-流动负债	1,345	1,545	1,745	1,945
其他	3,800	2,780	2,145	2,345
非流动负债	2,593	3,050	3,450	3,850
长期借款	0	0	0	0
租赁-非流动负债	2,520	2,920	3,320	3,720
其他	73	130	130	130
负债合计	11,492	11,158	11,448	12,459
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	10,543	10,045	11,531	13,249
负债和股东权益	22,035	21,202	22,980	25,709
现金流量表				
单位: 百万元	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
经营活动现金流	6,448	4,246	5,127	5,231
净利润	2,303	2,492	2,974	3,435
折旧摊销	2,568	2,285	2,737	3,108
财务费用	(217)	(4)	(52)	(48)
投资损失	0	(1)	(2)	(3)
营运资金变动	1,123	(531)	(584)	(1,312)
其它	671	5	54	51
投资活动现金流	(4,297)	(1,266)	(1,009)	(1,422)
资本支出	712	872	1,064	1,184
长期投资	(3,616)	(394)	56	(238)
其他	(1,393)	(1,744)	(2,128)	(2,368)
筹资活动现金流	276	(5,338)	(3,938)	(3,058)
债务的增加	(595)	(1,544)	(1,565)	(1,292)
股息及利息支付	(2,609)	(3,790)	(2,322)	(1,718)
其他	3,480	(4)	(52)	(48)
现金净增加额	2,373	(2,358)	180	752

利润表				
单位: 百万元	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入	33,690	36,086	42,207	48,196
营业成本	(19,503)	(22,012)	(24,424)	(27,884)
毛利润	14,188	14,074	17,783	20,312
销售费用	(9,644)	(9,491)	(12,282)	(13,977)
管理费用	(1,413)	(1,441)	(1,665)	(1,884)
其他收入及收益	191	200	200	200
营业利润	3,303	3,342	4,036	4,651
财务费用	(217)	(4)	(52)	(48)
以权益法核算的投资	0	0	0	0
除税前溢利	3,086	3,339	3,984	4,603
所得税	(783)	(847)	(1,011)	(1,167)
净利润	2,303	2,492	2,974	3,435
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	2,303	2,492	2,974	3,435
EBITDA	5,871	5,628	6,773	7,759
EPS (最新摊薄)	0.37	0.40	0.48	0.55
主要财务比率				
	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
成长能力				
营业收入	3.5%	7.1%	17.0%	14.2%
营业利润	2.0%	1.2%	20.7%	15.2%
归属母公司净利润	4.7%	8.2%	19.3%	15.5%
获利能力				
毛利率	42.1%	39.0%	42.1%	42.1%
净利率	6.8%	6.9%	7.0%	7.1%
ROE	36.9%	24.2%	27.6%	27.7%
ROIC	25.0%	19.7%	22.8%	23.5%
偿债能力				
资产负债率	52.2%	52.6%	49.8%	48.5%
净负债比率	109.0%	111.1%	99.3%	94.0%
流动比率	1.7	1.7	1.9	2.0
速动比率	0.9	0.8	0.9	0.9
营运能力				
总资产周转率	1.8	1.7	1.9	2.0
应收帐款周转率	16.8	20.0	18.0	18.0
应付帐款周转率	22.3	10.0	10.0	10.0
每股指标(元)				
每股收益	0.37	0.40	0.48	0.55
每股经营现金	1.04	0.68	0.83	0.84
每股净资产	1.70	1.62	1.86	2.14
估值比率				
P/E	24.9	23.0	19.3	16.7
P/B	5.4	5.7	5.0	4.3
EV/EBITDA	10.8	11.5	9.5	8.3

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>