

投资评级 优于大市 维持

股票数据

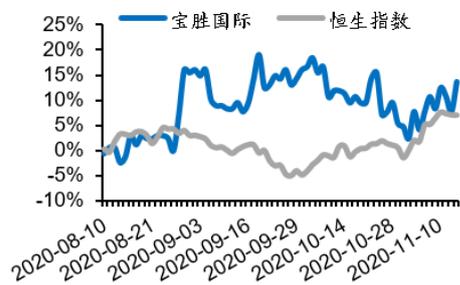
11月13日收盘价(港元)	1.92
52周股价波动(港元)	1.17-2.96
总股本(百万股)	5357
总市值(百万港元)	10285

相关研究

《运动龙头显韧性，看好未来盈利弹性》

2020.09.18

市场表现



恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.59	10.34	12.94
相对涨幅(%)	-4.52	-4.80	16.56

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 梁希
Tel: (021) 23219407
Email: lx11040@htsec.com
证书: S0850516070002
分析师: 盛开
Tel: (021) 23154510
Email: sk11787@htsec.com
证书: S0850519100002

库存指标表现优异，同店增速持续改善

投资要点:

- **公司 2020Q1-Q3 收入/净利润同比降 8.3%/70.9%**。公司 2020Q1-Q3 实现收入 183.4 亿元，同比降 8.3%，净利润 1.9 亿元，同比降 70.9%，毛利率 30.1%，同比降 4.1pct，净利率 1.0%，同比降 2.3pct，2020Q3 公司实现收入 66 亿元，同比基本持平，净利润 1.73 亿元，同比降 9.4%，毛利率 30.4%，同比降 3.1pct，净利率 2.6%，同比降 0.3pct。
- **净利率、毛利率环比均改善**。公司前三季度毛利率、净利率环比上半年改善 0.2pct、0.9pct，我们判断受疫情影响，产品终端折扣率较去年同期仍有单个位数水平扩大，公司费用管控良好，通过提升管理效率，加之仍享受一定程度租金减免，公司管理+销售费用率合计 28.2%，环比上半年降 1.3pct
- **同店增速延续改善趋势，低效店铺持续清理**。截至 2020Q3，公司合计店铺 9292 家，较 2019 年末减少 541 家，其中直营店 5391 家，较 2019 年末减少 492 家，加盟店 3901 家，较 2019 年末减少 49 家。公司 Q3 同店增速下滑 13%，较 Q1 (-32.5%)、Q2 (-17.8%) 持续改善，10 月公司同店增速上升至 7-8%，优于 2019Q3 水平，我们判断公司面积提升和低效店铺关闭对收入增长起重要作用。
- **库存指标优异，周转水平回归至去年同期**。截至三季度末，公司库存 62.1 亿元，同比降 20.8%，存货周转天数 152 天，同比增加 1 天，应收账款周转天数 23 天，同比持平。公司近年持续对业务进行重大变革，其中最重要的一项则为扩展产品共享平台，透过该平台，直营实体店及线上平台可与区域分销中心和仓库共享销售资讯。该大数据的使用可以实现更好的线下线上整合，更高的销售利润率和一套更完整的全年销售模式。
- **O2O 收入同比增 27.3%，多方位搭建电商渠道**。公司前三季度 O2O 收入增速同比增 27.3%，占比收入 16%，其中 B2C（天猫、京东、唯品会、微信小程序、购物中心平台）收入占比提升 25pct 至 73%，相较传统电商品平台，公司微信店铺建立了更高转化率和更优产品单价，并通过导购指引和创意内容分享，与会员形成更全面的互动。
- **盈利预测与估值**。我们认为伴随公司未来数据平台的建设完善，B2C 业务占比的提升，以及店效的不断进步，其将具有较大盈利反弹空间，我们预计公司 2020/2021 年收入 267.5/319.3 亿元，净利润 4.7/12.1 亿元，给予 2021 年 PE 估值区间 10-12X，按照 1 港币=0.88 元人民币折算，对应合理价值区间 2.61-3.14 港元/股，维持“优于大市”评级。
- **风险提示**。全球零售环境疲软，店铺拓展，数据链接建设不及预期，品牌商运营策略变化等。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	22677.38	27189.77	26747.80	31925.09	37801.49
(+/-)YoY(%)	20.41%	19.90%	-1.63%	19.36%	18.41%
净利润(百万元)	542.89	833.28	465.71	1213.96	1646.88
(+/-)YoY(%)	37.67%	53.49%	-44.11%	160.67%	35.66%
全面摊薄 EPS(元)	0.10	0.16	0.09	0.23	0.31
毛利率(%)	33.51%	34.11%	32.00%	34.41%	34.83%
净资产收益率(%)	7.72%	10.81%	5.68%	12.81%	14.69%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 3 可比公司估值表

公司名称	股票代码	总市值	股价	净利润 (百万元)				市盈率 (X)			
		(亿元)	(元/股)	2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E
滔搏	6110.HK	685	11.04	2581	2563	2833	3484	27	27	24	20
安踏体育	2020.HK	2744	77.70	4683	5966	6139	8943	59	46	45	31
李宁	2331.HK	1055	42.40	816	1674	1858	2416	129	63	57	44
Footlocker	FL.N	39	36.91	541	491	146	406	7	8	27	10
JD Sports Fashion	JD.L	89	810.60	296	282	134	389	30	32	66	23
平均								50	35	44	25

资料来源: Wind, Bloomberg, 海通证券研究所; 收盘价取 2020/11/13 数据, 个股货币单位为当地币值, 港股盈利预测为 WIND 一致预期, 其余为 Bloomberg 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	27190	26748	31925	37801
每股收益	0.16	0.09	0.23	0.31	营业成本	17914	18189	20939	24637
每股净资产	1.44	1.53	1.77	2.09	毛利率%	34%	32%	34%	35%
每股经营现金流	0.34	0.07	0.28	0.39	营业税金及附加	12	12	12	12
每股股利	0.03	0.03	0.03	0.03	营业税金率%	0%	0%	0%	0%
价值评估 (倍)					营业费用	7169	6794	8045	9450
P/E	10.86	19.43	7.46	5.50	营业费用率%	26%	25%	25%	25%
P/B	0.52	0.51	0.48	0.45	管理费用	1012	936	1054	1247
P/S	0.33	0.34	0.28	0.24	管理费用率%	4%	4%	3%	3%
EV/EBITDA	3.03	6.13	3.56	2.91	EBIT	1082	817	1875	2455
股息率 (%)	1.5%	1.8%	1.8%	1.8%	财务费用	248	142	132	90
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1%	1%	0%	0%
毛利率	34.11%	32.00%	34.41%	34.83%	资产减值损失				
净利率	3.06%	1.74%	3.80%	4.36%	投资收益				
净资产收益率	10.81%	5.68%	12.81%	14.69%	营业利润	1524	817	1875	2455
资产回报率	4.79%	2.63%	6.41%	8.19%	营业外收支	-51	0	0	0
投资回报率					利润总额	1224	681	1750	2375
盈利增长 (%)					EBITDA	2991	1476	2542	3111
营业收入增长率	19.90%	-1.63%	19.36%	18.41%	所得税	345	191	473	641
EBIT 增长率	47.76%	-46.37%	129.49%	30.92%	有效所得税率%	28%	28%	27%	27%
净利润增长率	53.49%	-44.11%	160.67%	35.66%	少数股东损益	47	25	64	87
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	833	466	1214	1647
资产负债率	55.69%	53.79%	49.97%	44.27%					
流动比率	1.50	1.57	1.77	2.09	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.46	0.49	0.53	0.67	货币资金	614	420	520	570
现金比率	0.08	0.06	0.07	0.08	应收款项	2965	3343	3470	4109
经营效率指标					存货	8021	8156	9306	9855
应收帐款周转天数	40	46	40	40	其它流动资产	63	73	84	99
存货周转天数	163	164	162	146	流动资产合计	11663	11993	13380	14632
总资产周转率	1.56	1.51	1.69	1.88	长期股权投资	256	258	260	262
固定资产周转率	21.88	18.80	21.95	26.37	固定资产	1354	1492	1417	1450
					在建工程				
					无形资产	3215	3094	2977	2863
					非流动资产合计	5728	5746	5556	5478
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	17391	17739	18936	20110
净利润	833	466	1214	1647	短期借款	3546	3798	3008	1619
少数股东损益	47	25	64	87	应付账款	773	785	903	1063
非现金支出	1468	658	667	656	预收账款				
非经营收益	23	0	0	0	其它流动负债	3455	3049	3639	4309
营运资金变动	-520	-765	-440	-276	流动负债合计	7774	7632	7551	6991
经营活动现金流	1827	383	1505	2113	长期借款	0	0	0	0
资产	-821	-675	-475	-575	其它长期负债	1911	1911	1911	1911
投资	9	0	0	0	非流动负债合计	1911	1911	1911	1911
其他	-60	0	0	0	负债总计	9685	9543	9462	8902
投资活动现金流	-848	-686	-483	-584	实收资本	5357	5357	5357	5357
债权募资	15	252	-789	-1390	普通股股东权益	7613	8078	9292	10939
股权募资	12	0	0	0	少数股东权益	94	118	182	269
其他	-1125	-142	-132	-90	负债和所有者权益合计	17391	17739	18936	20110
融资活动现金流	-1098	109	-921	-1479					
现金净流量	-117	-194	100	50					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 13 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

梁希 纺织服装行业
盛开 纺织服装行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：歌力思,安正时尚,罗莱生活,伟星股份,地素时尚,滔搏,开润股份,起步股份,宝胜国际,七匹狼,若羽臣,台华新材,健盛集团,太平鸟,森马服饰,跨境通,安踏体育,比音勒芬,海澜之家

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通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。