

# 滔搏 (06110.HK)

## 经营持续回暖，数字化全渠道进程加快

**短期：经营情况持续回暖。**我们预计公司终端流水表现略好于运动行业平均水平，2-4月流水持续改善。阿迪达斯 Q2 披露，大中华区流水 5-6 月流水双位数增长，我们预计公司 5 月终端流水实现正增长，6 月流水在线上“618”抢占流量的影响下仍有正向增长。运营层面，公司前期优质、精准的存货管控下库存、折扣压力皆有所改善。

**中期：数字化进程加速，推动全渠道融合。**早在疫情前，公司已基于提供全方位消费体验、加深用户洞察的目标，确立了线上线下融通的大方向，着手开发 APP、门店小程序。疫情期间公司顺势加速推进数字化应用速度：1) 针对价格驱动类型消费者加强传统电商平台运营；2) 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。

**长期：渠道、品牌、消费者资源共建壁垒。**我们认为，公司凭借全覆盖强渗透的庞大直营终端网络，前端广触消费者积累丰富的会员资源，后端与品牌商深度长期合作，双向互相促进形成战略性优势闭环。渠道端，截至 FY2020，公司拥有直营门店 8395 家，布局覆盖全国近 300 个城市，后续在一、二线城市进行大店布局的同时加密三、四线城市布局。运营层面，公司不断探索数字化转型，打通线上线下，协助门店运营减负提效。品牌合作上，公司凭借着强大的零售网络与用户信息资源，积累了丰厚的供应商资源，与国际顶级运动品牌 Nike、Adidas 等维持着长期、深度、稳定的合作关系，目前前两大品牌占收入比例维持在 90% 左右。

**投资建议：**公司作为运动鞋服下游渠道商龙头公司，门店渠道结构持续优化，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 9.95 港币，对应 FY2021 PE 为 23 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)        | 24.3   | 23.2   | 22.7   | 19.6   | 17.2   |
| P/B(倍)        | 27.4   | 5.1    | 4.1    | 3.4    | 2.8    |

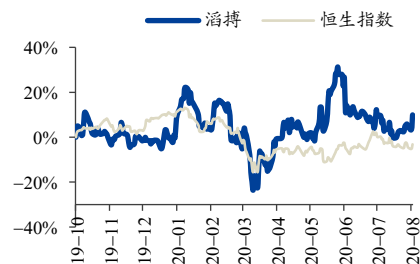
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

### 股票信息

|            |           |
|------------|-----------|
| 行业         |           |
| 前次评级       | 买入        |
| 最新收盘价      | 9.95      |
| 总市值(百万元)   | 60,647.95 |
| 总股本(百万股)   | 6,201.22  |
| 其中自由流通股(%) | 17.09     |

### 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)：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
- 《滔搏国际 (N19114.HK)：一文拆解中国最大运动鞋服零售商》2019-07-04



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 10161 | 15376 | 19639 | 18262 | 23946 |
| 现金             | 651   | 2824  | 4687  | 5339  | 6080  |
| 应收票据及应收账款      | 2518  | 1487  | 3407  | 1798  | 4332  |
| 其他应收款          | 854   | 822   | 2783  | 502   | 3095  |
| 预付账款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 存货             | 6139  | 6649  | 5103  | 6948  | 6807  |
| 其他流动资产         | 0     | 3595  | 3658  | 3674  | 3630  |
| <b>非流动资产</b>   | 6056  | 6659  | 9916  | 11864 | 12880 |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     | 15    |
| 固定资产           | 1116  | 1154  | 870   | 576   | 272   |
| 无形资产           | 1145  | 5012  | 6631  | 9054  | 10879 |
| 其他非流动资产        | 3795  | 493   | 2415  | 2234  | 1714  |
| <b>资产总计</b>    | 16216 | 22035 | 29554 | 30126 | 36826 |
| <b>流动负债</b>    | 11839 | 8899  | 14962 | 12432 | 15876 |
| 短期借款           | 1300  | 2400  | 692   | 4238  | -516  |
| 应付票据及应付账款      | 4202  | 1106  | 9472  | 2580  | 11175 |
| 其他流动负债         | 6337  | 5394  | 4799  | 5614  | 5217  |
| <b>非流动负债</b>   | 2428  | 2593  | 1654  | 1986  | 2078  |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 2428  | 2593  | 1654  | 1986  | 2078  |
| <b>负债合计</b>    | 14268 | 11492 | 16616 | 14418 | 17954 |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股本             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 留存收益           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 归属母公司股东权益      | 1949  | 10543 | 12938 | 15709 | 18872 |
| <b>负债和股东权益</b> | 16216 | 22035 | 29554 | 30126 | 36826 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 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    |
| <b>投资活动现金流</b> | -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   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -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   |
| <b>现金净增加额</b>  | -611  | 2427  | 1863  | 652   | 741   |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 32564 | 33690 | 36053 | 41071 | 46772 |
| 营业成本            | 18957 | 19503 | 21154 | 24103 | 27510 |
| 营业税金及附加         | 2     | 19    | 0     | 0     | 0     |
| 营业费用            | 9248  | 9644  | 10239 | 11623 | 13237 |
| 管理费用            | 1258  | 1413  | 1446  | 1618  | 1796  |
| 研发费用            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用            | 191   | 217   | 25    | 60    | 7     |
| 资产减值损失          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他收益            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资产处置收益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 2847  | 2897  | 3179  | 3662  | 4238  |
| 营业外收入           | 198   | 189   | 30    | 50    | 0     |
| 营业外支出           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 3045  | 3086  | 3209  | 3712  | 4238  |
| 所得税             | 846   | 783   | 814   | 942   | 1075  |
| <b>净利润</b>      | 2200  | 2303  | 2395  | 2771  | 3163  |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 2200  | 2303  | 2395  | 2771  | 3163  |
| EBITDA          | 4831  | 3303  | 3905  | 4599  | 5204  |
| EPS (元)         | 0.35  | 0.37  | 0.39  | 0.45  | 0.51  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)         | 22.7  | 3.5   | 7.0   | 13.9  | 13.9  |
| 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  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 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  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 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   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 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   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 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  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 24.3  | 23.2  | 22.7  | 19.7  | 17.2  |
| P/B             | 27.4  | 5.1   | 4.1   | 3.4   | 2.8   |
| EV/EBITDA       | 11.7  | 16.8  | 13.0  | 11.8  | 9.4   |

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

|                                     |   |
|-------------------------------------|---|
| 短期：精准管控库存压力小，数字化加速升级渠道 .....        | 4 |
| 长期：渠道、品牌、消费者资源共建壁垒 .....            | 4 |
| 渠道端：直营网络强大，结构优化+运营升级驱动店效提升 .....    | 5 |
| 品牌端：乘行业东风，借品牌之势 .....               | 6 |
| 消费端：会员信息资源成为软实力，传统电商+新零售全方位维护 ..... | 7 |
| 估值分析 .....                          | 8 |
| 风险提示 .....                          | 9 |

## 图表目录

|   |   |
|---|---|
| 图表 1: 滔搏/宝胜国际存货周转天数 (天) .....                           | 4 |
| 图表 2: 疫情前后线上收入占直营零售额比重 (%) .....                        | 4 |
| 图表 3: 公司渠道、品牌、用户优势关系图 .....                             | 5 |
| 图表 4: FY2016-2020 公司门店数量 (家) .....                      | 6 |
| 图表 5: FY2017-2020 公司门店结构 (%) .....                      | 6 |
| 图表 6: 公司品牌合作大事记 .....                                   | 6 |
| 图表 7: FY2018Q4-FY2020Q4 累计注册会员数及环比 (百万, %) .....        | 7 |
| 图表 8: 截至 FY2019Q4-FY2020Q4 会员累计贡献额占比 (%) .....          | 7 |
| 图表 9: 滔搏运动 APP 场景实览 .....                               | 8 |
| 图表 10: 部分线上门店小程序 .....                                  | 8 |
| 图表 11: 2019/10/10-2020/07/31 滔搏及宝胜国际 PE (TTM) (倍) ..... | 9 |

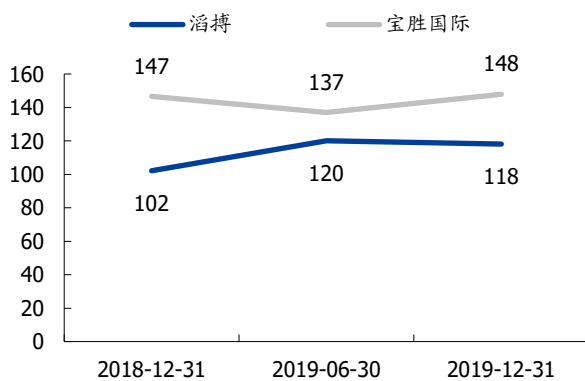
## 短期：精准管控库存压力小，数字化加速升级渠道

作为国内领先的运动鞋服全国性大型零售商，公司业务结构稳定健康，积极探索数字化应对疫情。**短期来看，经营情况持续回暖**，我们预计公司终端流水表现略好于运动行业平均水平；运营层面，优质、精准的存货管控下公司库存、折扣压力皆优于同业。

- **终端回暖**，2-4月流水持续改善，我们预计公司5月终端流水实现正增长，6月流水在线上“618”抢占流量的影响下仍有正向增长。
- **库存情况优于同业**。优质、精准的存货管控是公司的一贯优势，存货水平较同业优。目前公司库存水平处于业内较好水平，整体逐渐向正常存货周转天数水平3.5月靠近。1) 疫情之前行业对未来预判普遍乐观，但公司基于稳健经营的考虑，“谨慎+乐观”进行库存管理。2) 品牌商原定于2月的库存召回计划受阻，而后随着召回计划逐步推进存货情况转好。3) 库存情况的好转能够缓解公司终端销售折扣压力。

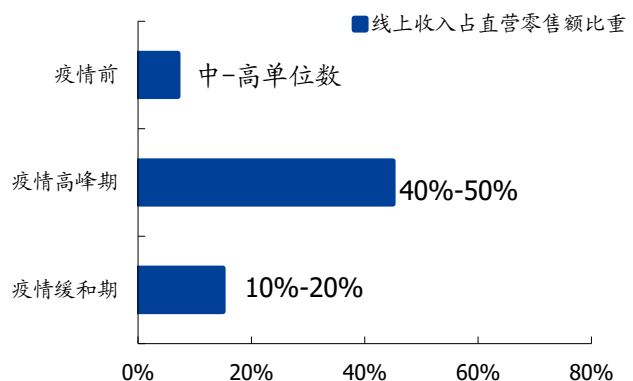
**数字化进程加速，打通线上线下库存稳度疫情**。早在疫情前，公司已基于提供全方位消费体验、加深用户洞察的目标，确立了线上线下融通的大方向，着手开发APP、门店小程序。疫情期间公司顺势加速推进数字化应用速度：1) 门店端，科技赋能终端员工及管理系统，协助精准订货、即时管理，持续提升门店运营效率；2) 面向传统线上消费者，优化、拓宽线上传统电商平台（天猫、京东、微信小程序、APP）；3) 基于原有线下门店流量，运作企业微信社群、门店小程序（优选一批优质门店专门开设独立的小程序），为消费者提供线上、线下无缝衔接的服务体验。我们估算公司目前约85%门店实现O2O联通（疫情前30%），约90%门店配备并使用移动收银（疫情前仅尝试）。

图表1：滔搏/宝胜国际存货周转天数（天）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表2：疫情前后线上收入占直营零售额比重（%）



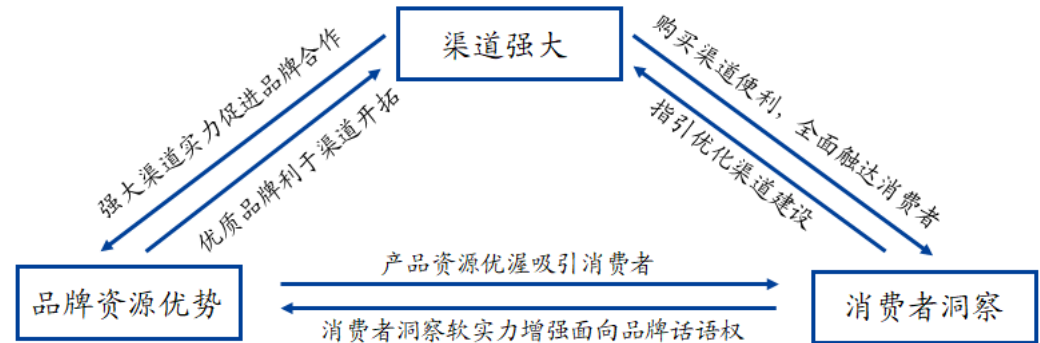
资料来源：草根调研，国盛证券研究所预测

## 长期：渠道、品牌、消费者资源共建壁垒

**渠道竞争力强大、品牌资源丰富、消费者洞察三者形成优势闭环**。公司凭借全覆盖强渗透的庞大直营终端网络，前端广触消费者积累丰富的会员资源，后端与品牌商深度长期合作，双向互相促进形成战略性优势闭环，在国内运动鞋服零售行业构建强势地位。**1)**

面向品牌商，硬性渠道资源+软性消费端洞察优势增强话语权；**2)**面向消费者，优渥的品牌产品资源+便利的购买渠道和服务增加消费者粘性；**3)**渠道方面，公司持续进行“开改关”结构优化，同时借助数字化手段为运营增效，多方面夯实核心渠道竞争力，循环强化竞争优势。

图表 3: 公司渠道、品牌、用户优势关系图



资料来源：国盛证券研究所绘制

### 渠道端：直营网络强大，结构优化+运营升级驱动店效提升

渠道建设是零售之基，覆盖全国、渗透深入的直营门店布局，是公司最核心、最基本的竞争优势之一。强大的渠道意味着面向品牌商的直接话语权、拿货商议能力，也意味着能够全面广角深度地触达消费者、开拓消费空间。

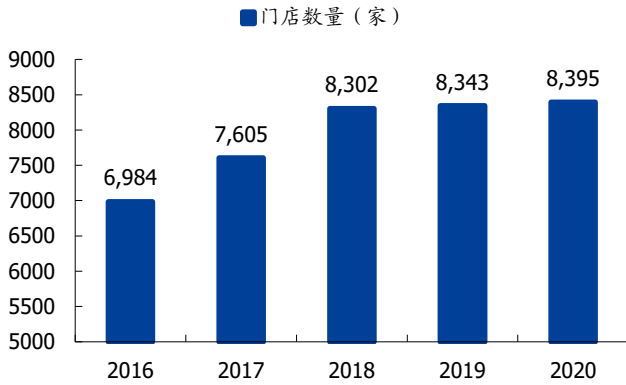
公司线下门店深度覆盖全国。截至 FY2020 期末，公司直营门店共 8395 家，布局全国近 300 个城市，1-7 线城市全面覆盖。纵向来看，FY2017-FY2020 公司门店数量分别净增加 621/697/41/52 家至 7605/8302/8343/8395 家，门店数量一直处于净增加状态，其中 FY2019-FY2020 增速有所放缓，主要进行门店结构优化。

结构优化驱动店效提升，调整布局强化优势。渠道革新旨在结构性、深层次地挖掘门店潜力，长期来看将持续驱动业绩增长。

- **横向结构方面**，公司采用“开改关”策略，有选择性地新开位置优、面积大、高配置大店，对于现有门店基于店面形象、产品组合、人员配备方面进行店面升级改造，并持续关停业绩低迷门店。随着结构不断优化大店占比增加，FY2019-FY2020 期末 300 平方米以上门店数量分别同增 163/194 家至 418/612 家，占线下门店比例同增 1.9/2.3pcts 至 5.0%/7.3%。渠道优化成果初显，将带来店效持续提升，FY2020 门店店效同增 10.6%，成为当年业绩主要增长点。
- **纵向布局来看**，高线优化改进+低线下沉加速。公司对一、二线城市门店进行升级，三、四线城市则加大门店密集程度，经营端利于健康化渠道生态、进一步夯实渠道竞争力，财务端低线城市利润率更高、下沉利于改善盈利质量。

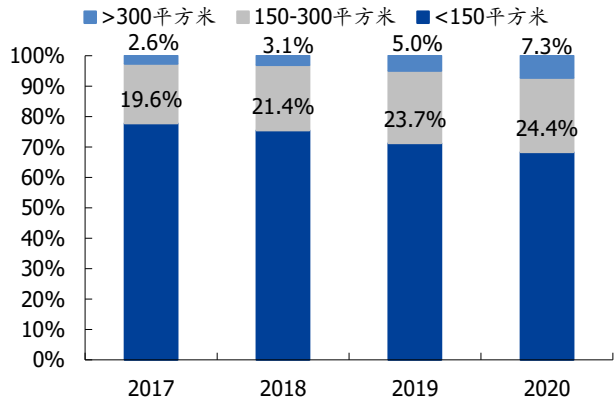


图表 4: FY2016-2020 公司门店数量 (家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: FY2017-2020 公司门店结构 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**门店数字化转型, 运营升级提效。**公司不断探索数字化转型, 打通线上线下, 协助门店运营减负提效。1) 员工端, 通过移动工具包赋能一线员工, 货物库存、访客信息、业绩考核等数据一键灵活获取。2) 货品端, 库存变化即时共享云端, 精细化、智能化存货管理及补货决策。3) 门店端, 通过智慧设备采集数据生成消费者参观停留“热力圈”, 协助调整店内产品组合与陈列、清晰化消费者画像, 以体验式服务打造互动式智能消费体验。4) 云端, 将线下门店流量社群通过企业微信、移动收银、门店小程序等同步至线上, 拓延门店渠道, 为业务带来更多潜在爆发点。

### 品牌端: 乘行业东风, 借品牌之势

品牌商资源是零售之源, 零售商手握的上游资源决定了其发展空间。公司与国际顶尖品牌商深度长期合作, 拥有其他零售商难以比拟的话语权(公司是中国区唯一可以与 Nike 集团商议产品策略的零售商), 所获优渥产品资源利于反向促进渠道升级建设与会员维护。

**上游对接顶尖品牌商, 业绩或随之稳定增长。**公司凭借着强大的零售网络与用户信息资源, 积累了丰厚的供应商资源, 与国际顶级运动品牌 Nike、Adidas 等维持着长期、深度、稳定的合作关系。1999 年起公司与 Nike 建立合作关系, 2004 年正式与 Adidas 合作, 目前已经成为 Nike/Adidas 全球第二大/第一大零售合作伙伴及客户。主力品牌 Nike、Adidas 的零售是公司的核心业务, FY2020 主力品牌收入占公司零售收入的 88.3%, 龙头品牌经营稳健, 这也意味着公司业务风险较小, 业绩或随之长期稳定增长。

图表 6: 公司品牌合作大事记

| 年份          | 事件   |
|-------------|--|
| 1999 年      | 开展与耐克业务关系                                  |
| 2004 年      | 开展与阿迪达斯业务关系, 成为耐克中国最大零售合作伙伴                |
| 2006-2007 年 | 拓展品牌组合, 开始与 PUMA 等品牌合作                     |
| 2012 年      | 成为阿迪达斯在全球最大零售合作伙伴                          |
| 2015 年      | 业务覆盖 The North Face、Timberland、亚瑟士、鬼冢等多个品牌 |
| 2019 年      | 开设北美以外地区最大 NBA 旗舰店                         |

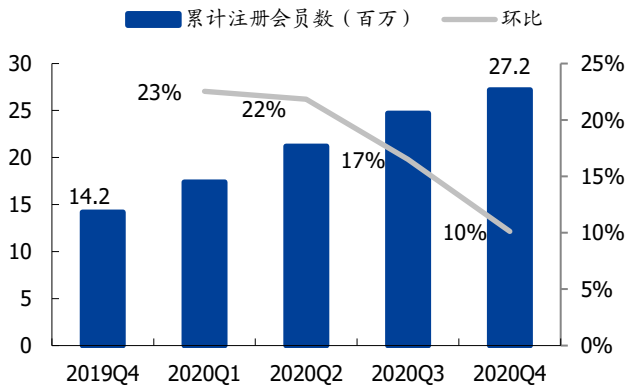
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 消费端：会员信息资源成为软实力，传统电商+新零售全方位维护

消费者是零售之本，能否准确把握市场直接决定了零售商的成败。公司对 2700 万会员群体的洞察是其最重要的软实力，对于渠道建设优化、增强品牌资源有着重要意义。

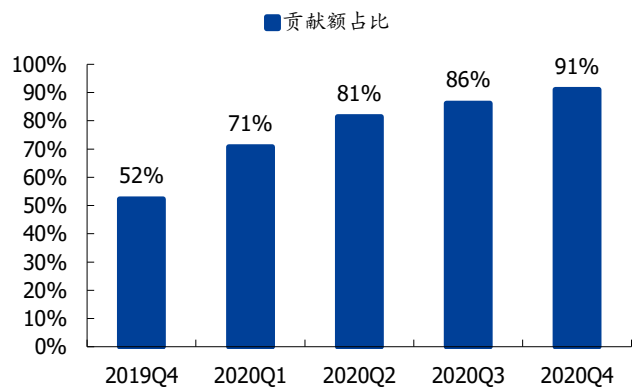
**会员覆盖业绩贡献主力，为消费者洞见提供基础。**公司于 2016 年推出 TopFans 计划，目前累计注册会员数量 0.27 亿人，较去年同期 0.14 亿人同增 91.5%。该会员计划迅速覆盖消费主力，截至 FY2020Q4 会员累计零售额贡献占比同增 38.7Pcts 至 91.0%。会员规模快速扩张，基本覆盖消费主力，为公司采集消费者基本信息、详细描绘消费者画像、深入洞察消费者喜好提供基础。

图表 7: FY2018Q4-FY2020Q4 累计注册会员数及环比 (百万, %)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所  
注：横坐标为财年季度。

图表 8: 截至 FY2019Q4-FY2020Q4 会员累计贡献额占比 (%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所  
注：横坐标为财年季度。

加速渗透的同时公司不断完善化会员计划方案，**传统电商注重价格端，新零售聚焦服务端**。会员扩张与维护主要通过数字化手段，能够全方位提供服务、探索跨地域、多场景下的消费可能性。天猫/京东等线上渠道面向的是传统线上消费者，这部分人群多受产品价格驱动。而在小程序尤其是 APP 上更多作为全渠道的一部分，在线上为消费者提供服务，实现多场景消费。

- **传统电商（天猫/京东/小程序/APP）会员维护注重价格端。**公司为线上会员提供优惠折扣、免费保养、同城免费快递等福利。例如，公司于 2020 年 2 月上线了“滔搏运动”APP，其注册会员可以在线进行商品购买、门店查询，同时享受积分换购商品、抽奖、专属折扣等会员福利，部分高级会员拥有限量运动鞋服的优先购买权。目前 APP 用户人数超过 50 万，月活人数超过 36 万。

图表 9: 滔搏运动 APP 场景实览



资料来源: 滔搏运动 APP, 国盛证券研究所绘制

- **新零售（企业微信/门店小程序）面向原线下流量，重点在于增强用户粘性。**公司基于以线下门店为基础的私域流量，1) 通过企业微信搭建社群网络，分享运动体育相关内容、组织线下体育及社交活动，多元化加深与会员的情感联系，有效将运动体育粉丝的社群化特征转化为公司用户群体粘性。2) 优质门店开设门店专属小程序，实现门店产品库存云端化，旨在为消费者提供线上、线下无缝衔接的购物体验，增强消费者粘性。同时通过“滔搏运动秀 e 秀”小程序门店直播等吸引力强、互动性高的方式助力营销。

图表 10: 部分线上门店小程序



资料来源: 微信, 国盛证券研究所绘制

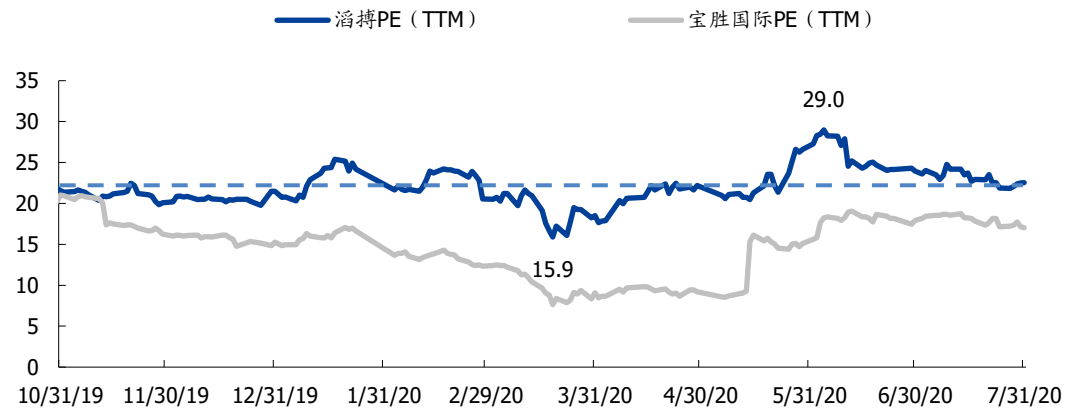
## 估值分析

公司上市以来估值水平较为稳定。目前公司 PE(TTM) 值为 24.1 倍, 上市以来 PE(TTM) 相对稳定大部分时间处于 18-25 倍之间, 平均值为 22.14 倍。



同业比较来看，公司作为龙头享受较高估值。与同行业宝胜国际相比，公司 PE 水平较高，主要原因系公司作为运动鞋服运营龙头，经营稳健、长期竞争优势显著，同业比较来看享受较略高水平的 PE 较为合理。

图表 11: 2019/10/10-2020/07/31 滔搏及宝胜国际 PE (TTM) (倍)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

投资建议: 公司作为运动鞋服下游渠道商龙头公司, 门店渠道结构持续优化, 会员贡献持续增长, 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 9.95 港币, 对应 FY2021 PE 为 23 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:** 疫情持续导致终端客流量下降进而导致销售不及预期。

**品牌商合作变化带来的经营风险:** 公司 90%左右收入来自于和核心品牌的合作, 合作变化会带来经营风险。

### 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