

门店优化+数字化推进，疫情更显经营韧性



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- 滔搏发布 FY2021H1 中报（2020 年 3 月 1 日至 8 月 31 日），公司实现营业收入 157.7 亿元，同比下滑 7%，实现归母净利润 13.1 亿元，同比下滑 11%。经营活动现金流为 26.7 亿，同比净增加 1.83 亿元。
- 毛利率受疫情影响有所下滑，费用管控得力，实际税率有所上升。从毛利率来看，FY21H1 公司毛利率为 41.6%，同比下降 2.1pcts，主要原因系公司在疫情期间销售折扣增加。从期间费用率来看，FY21H1 销售及分销开支占收入比重为 26.7%，同比下降 1.2pcts，疫情期间租金开支有所减免，同时公司在销售薪酬和门店经营开支等方面有所精简；一般及行政开支占收入比重为 3.8%，同比下降 0.5pcts，除了由于去年同期的上市费用和无形资产摊销费用较高外，公司对广告宣传等费用也做了严格管控。实际税率方面，FY21H1 为 29.4%，同比增长 3.7pcts，主要系因分派特殊股息额外计提预扣税所致。
- 疫情期间优化门店结构，开大店关小店，净关店背景下毛销售面积逆势增长。截至 FY21H1，公司直营门店数量为 8,156 家，同比净关店 209 家，但毛销售面积逆势增长 5.2%，公司基于“优选+优化”的策略，150 平方米及以上面积的店铺占比持续提升，其中 300 平方米以上的大店数量占比 8%，同比提升 0.7pcts。
- 会员规模继续扩大，继续推进数字化进程。截至 FY21H1，公司累计注册会员数达 3,310 万人，上半年净增加会员数达 590 万人，会员贡献店内零售额比例也大幅提升，从年初的 91% 提升至年中的 97.3%。滔搏运动 APP 于今年 2 月 14 日上线，集会员活动、积分兑换、购物商城、限量发售等功能于一体，截至 FY21H1，用户规模已突破 1,100 万人。在疫情中公司加速推进数字化进程，重构数字化场景下的零售闭环，稳步提升以门店为基础的微信小程序覆盖、移动收银工具的开通。

财务预测与投资建议

- 我们基本维持未来三年的盈利预测，预计 FY2021-23 的每股收益分别为 0.37 元、0.48 元和 0.56 元（原 0.38、0.48 和 0.56 元），给予公司 FY2022 年 26 倍的市盈率，对应目标价为 14.5 港币，维持“增持”评级。

风险提示：经济持续减速和疫情反复对运动服饰零售的可能影响；阿迪达斯和耐克业务增长的波动，其他品牌合作的可能变化等。

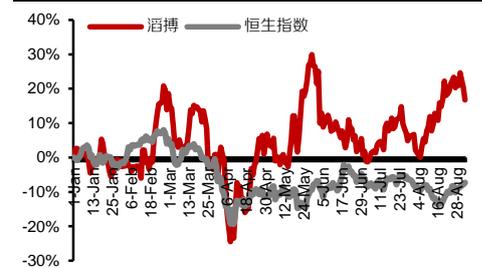
公司主要财务信息					
	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入（百万元）	32,564	33,690	35,767	40,578	45,284
同比增长	22.7%	3.5%	6.2%	13.5%	11.6%
营业利润（百万元）	3,237	3,303	3,453	4,347	4,973
同比增长	43.7%	2.0%	4.5%	25.9%	14.4%
归属母公司净利润（百万元）	2,200	2,303	2,321	2,962	3,480
同比增长	53.2%	4.7%	0.8%	27.6%	17.5%
每股收益（元）	0.35	0.37	0.37	0.48	0.56
毛利率	41.8%	42.1%	41.3%	41.7%	41.9%
净利率	6.8%	6.8%	6.5%	7.3%	7.7%
净资产收益率	76.8%	36.9%	20.9%	23.8%	24.8%
市盈率（倍）	27.1	25.9	25.7	20.1	17.1
市净率（倍）	30.6	5.7	5.1	4.5	4.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2020年10月28日)	10.3 港币
目标价格	14.5 港币
52周最高价/最低价	11.9/6.9 港币
总股本/流通H股(万股)	620,122
H股市值(百万元港币)	63,873
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2020年10月28日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-9.6	-1.9	14.8	12.6
相对表现	-10.2	-8.1	14.0	20.7
恒生指数	0.6	6.2	0.8	-8.1



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 施红梅
021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511010001

证券分析师 赵越峰
021-63325888*7507
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860513060001
香港证监会牌照：BPU173

联系人 朱炎
021-63325888*6107
zhuyan3@orientsec.com.cn

相关报告

主力品牌增长稳健，公司逐步走出短期疫情影响： 2020-06-29

深度绑定耐克阿迪达斯，尽享中国运动服饰行业增长红利： 2020-02-27

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

我们基本维持未来三年的盈利预测，预计 FY2021-23 的每股收益分别为 0.37 元、0.48 元和 0.56 元（原 0.38、0.48 和 0.56 元），参考可比公司估值，给予公司 FY2022 年 26 倍的市盈率，对应目标价为 14.5 港币，维持“增持”评级。

表 1：行业可比公司估值（港币）

公司名称	公司代码	每股收益（港币）				市盈率			
		FY20	FY21E	FY22E	FY23E	TTM	FY21E	FY22E	FY23E
李宁	2331.HK	0.73	0.75	1.01	1.28	62	55	41	32
安踏体育	2020.HK	2.25	2.25	3.37	4.24	46	39	26	21
宝胜国际	3813.HK	0.18	0.09	0.24	0.30	20	21	8	6
申洲国际	2313.HK	3.85	4.05	4.86	5.63	35	35	29	25
NIKE	NIKEUSEQUITY	14.17	22.31	28.42	33.35	68	44	35	30
ADIDAS	ADSGREQUITY	85.13	21.38	79.41	97.36	94	116	31	25
FOOTLOCKER	FLUSEQUITY	38.60	13.18	29.82	32.37	14	23	10	9
调整后平均							39	26	22

数据来源：Bloomberg、东方证券研究所，各公司财报披露截止日期：李宁、安踏、宝胜国际、申洲国际、Adidas 披露截止 12 月 31 日年度数据，Nike 披露截止 5 月 31 日年度数据，FOOTLOCKER 披露截止 2 月 2-3 日年度数据

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	单位:百万元	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
货币资金	651	2,824	1,073	1,217	1,359	营业收入	32,564	33,690	35,767	40,578	45,284
存货	6,139	6,649	7,094	6,020	8,585	营业成本	-18,957	-19,503	-20,960	-23,606	-26,289
应收账款	2,518	1,487	2,686	3,175	3,114	毛利	13,607	14,188	14,807	16,972	18,995
预付款项	802	822	822	822	822	销售费用	-9,248	-9,644	-10,043	-11,151	-12,398
其他	52	3,595	3,595	3,595	3,595	管理费用	-1,293	-1,413	-1,513	-1,676	-1,825
流动资产合计	10,161	15,376	15,270	14,830	17,474	应收账款减值损失	-34	-19	-50	0	0
固定资产	1,116	1,154	1,269	1,384	1,277	其他收入	204	191	252	202	202
有使用权资产	3,452	3,909	4,449	4,928	5,354	营业利润	3,237	3,303	3,453	4,347	4,973
无形资产	1,145	1,103	1,298	1,246	1,196	财务收入	20	55	97	11	13
递延所得税资产	128	238	238	238	238	财务费用	-212	-272	-327	-356	-346
其他	215	256	256	256	256	财务收入/(费用)净额	-192	-217	-229	-345	-333
非流动资产合计	6,056	6,659	7,509	8,051	8,320	除税前溢利	3,045	3,086	3,224	4,002	4,640
资产总计	16,216	22,035	22,780	22,881	25,795	所得税	-846	-783	-903	-1,041	-1,160
短期借款	1,300	2,400	2,452	730	1,143	净利润(不含少数股东权益)	2,200	2,303	2,321	2,962	3,480
应付账款	642	1,106	750	355	853	净利润(含少数股东权益)	2,200	2,303	2,321	2,962	3,480
租赁	1,000	1,345	1,278	1,377	1,463	其他综合收益-可能重新分					
应交所得税	402	820	820	820	820	类至损益之项目-汇兑差额	2	-1	0	0	0
其他	8,495	3,229	2,719	3,127	3,104	调整					
流动负债合计	11,839	8,899	8,020	6,409	7,383	综合收益总额(母公司)	2,201	2,262	2,321	2,962	3,480
递延所得税负债	127	73	73	73	73	每股收益(元)	0.35	0.37	0.37	0.48	0.56
租赁	2,301	2,520	2,983	3,214	3,414						
非流动负债合计	2,428	2,593	3,056	3,287	3,487						
负债合计	14,268	11,492	11,076	9,696	10,870						
股本	0	0.00000	0	0	0	主要财务比率					
股本溢价	0	0	0	0	0						
其他储备	1,458	8,593	8,694	8,794	8,895	成长能力					
留存收益	491	1,950	3,010	4,390	6,030	营业收入	22.7%	3.5%	6.2%	13.5%	11.6%
股东权益合计	1,949	10,543	11,703	13,184	14,924	除税前溢利	43.7%	2.0%	4.5%	25.9%	14.4%
负债和股东权益总计	16,216	22,035	22,780	22,881	25,795	归属于母公司净利润	53.2%	4.7%	0.8%	27.6%	17.5%
						获利能力					
						毛利率	41.8%	42.1%	41.3%	41.7%	41.9%
						归母净利率	6.8%	6.8%	6.5%	7.3%	7.7%
						ROE	76.8%	36.9%	20.9%	23.8%	24.8%
						偿债能力					
						资产负债率	88.0%	52.2%	48.6%	42.4%	42.1%
						流动比率	0.86	1.73	1.90	2.31	2.37
						速动比率	0.34	0.98	1.02	1.37	1.20
						营运能力					
						应收账款周转率	12.6	16.8	17.1	13.8	14.4
						存货周转率	3.5	3.1	3.1	3.6	3.6
						总资产周转率	2.1	1.8	1.6	1.8	1.9
						每股指标(元)					
						每股收益	0.35	0.37	0.37	0.48	0.56
						每股经营现金流	0.33	0.48	0.58	1.14	0.85
						每股净资产	0.31	1.70	1.89	2.13	2.41
						估值比率					
						市盈率	27.1	25.9	25.7	20.1	17.1
						市净率	30.6	5.7	5.1	4.5	4.0
						EV/EBITDA					
						EV/EBIT					

现金流量表					
单位:百万元	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
归母净利润	2,199.8	2,303.4	2,321.0	2,961.6	3,480.2
折旧摊销	2,097	2,592	2,854	3,200	3,462
营运资金变动	-2,454	-2,171	-1,874	597	-2,028
其他	179	238	279	307	331
经营活动现金流	3,146	6,448	3,580	7,066	5,245
新增固定资产	-813	-766	-956	-1,086	-940
新增无形资产	-0	-14	-243	0	0
持有出售的资产	-254	0	0	0	0
投资活动现金流	-983	-4,297	-1,200	-1,086	-940
应付股利	3,500	-1,865	-635	0	0
其他储备	42	7,035	0	0	0
留存收益(股息)	-4,074	-744	-1,160	-1,481	-1,740
短期借款	900	1,100	52	-1,722	413
筹资活动现金流	-1,777	276	-4,131	-5,836	-4,164
现金净增加额	387	2,427	-1,751	144	141
汇率变动影响					
现金净增加额					

资料来源:东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

