

滔搏 (06110.HK)

门店结构持续优化，疫情影响短期业绩

FY2020 收入/归母净利润分别同增 3.5%/4.7%。FY2020 公司实现收入/归母净利润 336.9/23.0 亿元，同比增速分别为 3.5%/4.7%。调整后归母净利润 23.8 亿元(加回上市开支 0.52 亿元和企业合并产生无形资产摊销 0.27 亿元)，同增 6.5%。毛利率同增 0.3Pcts 达 42.1%，销售/管理费用率分别同增 0.2Pcts/0.2Pcts 至 28.6%/4.2%，净利率达 6.8%，同比持平。

H2 收入/业绩同比下滑 4.2%/15.5%，拖累整年业绩。公司下半财年包含 2020 年 1-2 月期间疫情影响，收入/归母净利润同比下滑 4.2%/15.5% 至 167.3/8.3 亿元。毛利率/净利率同降 0.4Pcts/0.7Pcts 至 40.5%/5.0%。考虑疫情影响，整体收入业绩符合预期。

主力品牌收入占比持续提升，批发业务稳步扩张。按品牌分：FY2020 公司主力品牌收入同增 4.4% 至 294.9 亿元，占总收入比重同增 0.7Pcts 至 87.5%；其他品牌收入同减 4.2% 至 39.0 亿元，占比同减 0.9Pcts 至 11.6%；联营费用/电竞收入 2.7/0.3 亿元。按渠道分：FY2020 公司零售收入同增 0.7% 至 291.7 亿元；批发业务受益规模增长，收入同增 25.8% 至 42.2 亿元，占比同增 2.2Pcts 至 12.5%。FY2020 年公司持续关小店开大店、关低效店开高效店策略。FY2020 直营门店数净增 52 家至 8395 家，规模上，150 平及以下小店占比同降 3.0Pcts 至 68.3%，150 平以上大店占比提升至 31.7%

营运层面：会员贡献提升，终端运营健康。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 2 月 29 日，累计注册会员数量同增 91.5% 至 0.27 亿人，截止 2020 年 2 月 29 日的季度零售额贡献同增 38.7Pcts 至 91.0%，会员成消费贡献主力。在终端消费拉动下，营运表现保持健康，受疫情影响存货周转天数同比提升 16 天到 118 天。经营性净现金流同增超 100% 至 64.5 亿元。

当前流水有所恢复，预计 FY2021 实现收入增长。我们跟踪认为现有渠道 3-4 月终端流水有所恢复，下半年能够恢复增长。公司持续优化现有渠道，门店数量预计较上一财年有所增长的同时未来加快门店的数字化转型带来店效增长，预计全年仍然能够实现收入的稳定增长。

投资建议。公司作为国内最大的运动鞋服下游渠道龙头公司，门店结构持续优化，会员贡献稳步提升。我们预计公司 FY2021-FY2023 归母净利润分别 24.0/27.7/31.6 亿元，现价 9.78 港币，对应 FY2021 PE 22 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	22.3	19.3	16.9
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	纺织服装
前次评级	买入
最新收盘价	9.78
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

研究助理 杨莹

邮箱：yangying1@gszq.com

相关研究

- 《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
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	16216	22035	29554	30126	36826
流动负债	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
非流动负债	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
负债合计	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
负债和股东权益	16216	22035	29554	30126	36826

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

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	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
营业利润	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
利润总额	3045	3086	3209	3712	4238
所得税	846	783	814	942	1075
净利润	2200	2303	2395	2771	3163
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	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
成长能力					
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
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	24.3	23.2	22.3	19.3	16.9
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

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