滔搏（06110）

渠道优化及数字化管理如期推进，疫情影响 H2 零售承压

增持（维持）

盈利预测与估值	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入（百万元）	**33,690.2**	**35,542.7**	**41,574.8**	**47,481.7**
同比（%）	3.46%	5.50%	16.97%	14.21%
归母净利润（百万元）	**2,303.4**	**2,146.0**	**2,953.0**	**3,405.6**
同比（%）	4.71%	-6.84%	37.61%	15.33%
每股收益（元/股）	0.37	0.35	0.48	0.55
P/E（倍）	25.7	27.6	20.1	17.4

投资要点

- **事件：**公司披露截至 2020/2/29 财年年报，收入 336.9 亿元（+3.5%），上/下半财年收入同比分别+12.4%/-4.6%，其中销售货品/联营费用/电竞收入分别达到 334/2.7/0.3 亿元；归母净利 23.0 亿元（+4.7%），若剔除上市费用及企业合并产生无形资产摊销影响，归母净利 23.8 亿元（+6.5%）。
- **前 11 月零售表现好于预期，但疫情影响 2 月零售。**20 财年前 11 个月公司收入增速大于 13%，经营利润增速大于 20%，整体增长趋势与 FY20H1 保持一致且增速略快于上半年，但最终报表受到 2 月疫情影响，销售货品收入 334 亿（+3.3%），其中：

  1）核心品牌表现仍然坚挺：本财年 Nike、Adidas 品牌销售收入 294.9 亿（+4.4%），上下半财年分别+10.7%/-1.4%，表现坚挺；非核心品牌的其他品牌收入 39.0 亿（-4.2%），上下半财年分别+27.5%/-22.9%，下半年销售下滑与公司与个别品牌停止合作以及将部分低效店铺进行梳理有关。

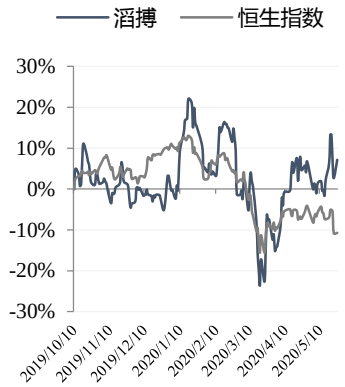
  2）直营下半年因疫情承压：直营收入 291.7 亿（+0.7%），上/下半财年分别+11.7%/-8.5%，下半年增速放缓估计与其他品牌销售下半年同比下降较多有关；批发收入 42.2 亿（+25.8%），上下半财年分别+17.6%/+35.4%。

  3）渠道优化继续：财年内直营门店新增/关闭门店 1416/1364 家，门店总数净增 52 家至 8395 家，大店策略下门店毛面积增幅达到 10.6%；门店中，300 平米以上门店数量占比提升 2.3pp 至 7.3%（612 家），150-300 平米门店占比提升 0.7pp 至 24.4%（2051 家）。
- **会员运营愈加完善，数字化运营助力疫情期间销售工作：**年内继续通过丰富福利和活动吸引会员，截至 2 月底累计注册会员 2720 万（+92%），会员贡献零售占比提升到 91%（去年同期 52.3%）；疫情发生后亦充分利用规模化会员基础进行老带新活动和非会员的激活活动，加大社群营销和内容互动，全面启动线上线下库存联通和共享，数字化零售在直营零售的占比从中高单位数上升到疫情高峰期的 40%，并在疫情缓和后稳定在 10%-20%。
- **盈利能力稳健、营运效率维持高水准。**财年内受益更严格的折扣控制公司毛利率提升 0.3pp 至 42.1%；剔除上市费用及企业合并因素，营业利润 33.90 亿元（+3.3%），疫情影响下营业利润率仍达到同比持平；归母净利 23.81 亿元(+6.5%)，净利率 7.1%（+0.2pp），盈利能力持续提升；同时 2 月末作为疫情影响最严重时期公司存货规模同比仅上升 8.3%至 66.5 亿元，应收账款规模同比下降 41%至 14.9 亿元，叠加应付款余额上行，带来营运资本增加，20 财年经营性现金流同比增长 105%至 64 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2021 财年 3-6 月零售增长及折扣率受到疫情影响，7 月后零售有望恢复正常，2022 财年则回到收入中双位数增长、净利率 7.1%状态（净利率与 FY2020 基本持平），由此，预计 FY2021/2022/2023 年收入同增 5.5%/17.0%/14.2%至 355/416/475 亿元，归母净利同比-6.8%/37.6%/15.3%至 21.5/29.5/34.1 亿元，对应当前市值 PE28/20/17X，作为我国第一大体育服饰经销商竞争力仍然突出，考虑估值及增长中枢匹配度，维持“增持”评级。
- **风险提示：**疫情影响超出预期、合作品牌市场竞争力下降

2020 年 05 月 26 日

证券分析师　陈腾曦
执业证号：S0600517070001
021-60199793
chentx@dwzq.com.cn
证券分析师　林骥川
执业证号：S0600517050003
021-60199793
linjch@dwzq.com.cn
证券分析师　詹陆雨
执业证号：S0600519070002
021-60199793
zhanly@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	10.40
一年最低/最高价	6.31/11.28
市净率(倍)	5.63
港股流通市值(百万港元)	64492.69

基础数据

每股净资产(元)	1.70
资产负债率(%)	52.15
总股本(百万股)	6201.22
流通股本(百万股)	6201.22

相关研究

1、《滔搏（06110）：本土第一大运动服饰零售商，数字化提效，与全球龙头共成长》2020-03-07

表：滔搏收入及毛利率拆分

财年	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2019H1	FY2019H2	FY2020H1	FY2020H2
报告期末	2017/2/28	2018/2/28	2019/2/28	2020/2/29	2018/8/31	2019/2/28	2019/8/31	2020/2/29
销售货品收入(亿元)	**214.98**	**263.21**	**323.31**	**333.94**	**149.58**	**173.72**	**168.18**	**165.75**
YOY		*22.4%*	*22.8%*	*3.3%*			12.4%	-4.6%
直营业务收入（亿元）	**197.11**	**238.04**	**289.74**	**291.71**	**131.45**	**158.29**	**146.85**	**144.87**
YOY		*20.8%*	*21.7%*	*0.7%*			11.7%	-8.5%
占滔搏销售货品收入比重	91.7%	90.4%	89.6%	87.4%	87.9%	91.1%	87.3%	87.4%
毛利率	45.0%	44.0%	44.7%					
批发业务收入（亿元）	**17.87**	**25.17**	**33.57**	**42.23**	**18.14**	**15.43**	**21.34**	**20.89**
YOY		*40.8%*	*33.4%*	*25.8%*			17.6%	35.4%
占滔搏销售货品收入比重	8.3%	9.6%	10.4%	12.6%	12.1%	8.9%	12.7%	12.6%
毛利率	17.6%	13.4%	12.5%					
联营费用收入（亿元）	**1.92**	**2.29**	**2.34**	**2.66**	**1.34**	**0.99**	**1.39**	**1.27**
YOY		19.4%	2.1%	13.9%			3.6%	27.8%
电竞收入（亿元）				**0.30**				**0.30**
滔搏总收入（亿元）	**216.90**	**265.50**	**325.64**	**336.90**	**150.93**	**174.72**	**169.58**	**167.33**
YOY		22.4%	22.7%	3.5%			12.4%	-4.2%
毛利率	43.2%	41.6%	41.8%	42.1%	42.8%	40.9%	43.7%	40.5%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表：滔搏主要客户销售占比

财年	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2019H1	FY2019H2	FY2020H1	FY2020H2
报告期末	2017/2/28	2018/2/28	2019/2/28	2020/2/29	2018/8/31	2019/2/28	2019/8/31	2020/2/29
销售 Nike、Adidas 收入（亿元）	**193.46**	**235.38**	**282.53**	**294.90**	**134.50**	**148.03**	**148.96**	**145.94**
YOY		21.7%	20.0%	4.4%			10.7%	-1.4%
占销售货品收入比重	90.0%	89.4%	87.4%	88.3%	89.9%	85.2%	88.6%	88.0%
销售其他品牌产品收入（亿元）	**21.53**	**27.83**	**40.77**	**39.04**	**15.08**	**25.69**	**19.23**	**19.81**
YOY		29.3%	46.5%	-4.2%			27.5%	-22.9%
占销售货品收入比重	10.0%	10.6%	12.6%	11.7%	10.1%	14.8%	11.4%	12.0%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表：滔搏直营门店面积扩张情况

财年	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
报告期末	2017/2/28	2018/2/28	2019/2/28	2020/2/29
150 平方米及以下门店数量	**5918**	**6268**	**5947**	**5732**
占比	77.8%	75.5%	71.3%	68.3%
150 平方米至 300 平方米门店数量	**1487**	**1779**	**1978**	**2051**
150-300 ㎡门店占比	19.6%	21.4%	23.7%	24.4%
300 平方米及以上门店数量	**200**	**255**	**418**	**612**
300 ㎡以上门店占比	2.6%	3.1%	5.0%	7.3%
滔搏直营门店数量	**7,605**	**8,302**	**8,343**	**8,395**
门店总面积涨幅	13.0%	11.4%	9.3%	10.6%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表：滔搏财务数据（单位：亿人民币）

财年	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2019H1	FY2019H2	FY2020H1	FY2020H2
报告期末	2017/2/28	2018/2/28	2019/2/28	2020/2/29	2018/8/31	2019/2/28	2019/8/31	2020/2/29
利润表摘要								
营业收入	**216.90**	**265.50**	**325.64**	**336.90**	**150.93**	**174.72**	**169.58**	**167.33**
YOY		22.4%	22.7%	3.5%			12.4%	-4.2%
毛利	**93.78**	**110.38**	**136.07**	**141.88**	**64.64**	**71.44**	**74.10**	**67.78**
YOY		17.7%	23.3%	4.3%			14.6%	-5.1%
毛利率	**43.2%**	**41.6%**	**41.8%**	**42.1%**	**42.8%**	**40.9%**	**43.7%**	**40.5%**
销售费用	-60.98	-73.28	-92.48	-96.44	-42.05	-50.43	-47.28	-49.16
销售费用率	28.1%	27.6%	28.4%	28.6%	27.9%	28.9%	27.9%	29.4%
管理费用	-13.85	-15.38	-12.93	-14.13	-6.11	-6.83	-7.22	-6.91
管理费用率	6.4%	5.8%	4.0%	4.2%	4.0%	3.9%	4.3%	4.1%
其他收入-经营	0.44	0.80	2.04	1.91	1.52	0.52	1.32	0.59
营业利润	**19.40**	**22.52**	**32.37**	**33.03**	**17.78**	**14.59**	**20.92**	**12.11**
YOY		16.1%	43.7%	2.0%			17.7%	-17.0%
营业利润率	**8.9%**	**8.5%**	**9.9%**	**9.8%**	**11.8%**	**8.4%**	**12.3%**	**7.2%**
财务收入/(费用)净额	-0.48	-1.38	-1.92	-2.17	-0.86	-1.05	-1.12	-1.05
财务费用率	0.2%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%
除税前溢利	**18.92**	**21.14**	**30.45**	**30.86**	**16.91**	**13.54**	**19.81**	**11.06**
YOY		11.7%	44.1%	1.3%			17.1%	-18.3%
所得税	-5.75	-6.78	-8.46	-7.83	-4.77	-3.68	-5.10	-2.73
所得税率	30.4%	32.1%	27.8%	25.4%	28.2%	27.2%	25.7%	24.7%
净利润(含少数股东权益)	**13.17**	**14.36**	**22.00**	**23.03**	**12.14**	**9.86**	**14.71**	**8.33**
YOY		9.0%	53.2%	4.7%			21.2%	-15.5%
净利率	**6.1%**	**5.4%**	**6.8%**	**6.8%**	**8.0%**	**5.6%**	**8.7%**	**5.0%**
归母净利润	**13.17**	**14.36**	**22.00**	**23.03**	**12.14**	**9.86**	**14.71**	**8.33**
YOY		9.0%	53.2%	4.7%			21.2%	-15.5%
资产负债表摘要								
存货	**41.54**	**46.17**	**61.39**	**66.49**		**46.17**	**65.98**	**66.49**
存货周转天数		*102*	*102*	*118*				
应收账款	**18.59**	**26.33**	**25.18**	**14.87**		**26.33**	**21.06**	**14.87**
应收账款周转天数		*30*	*28*	*21*				
资产总计	121.82	143.53	162.16	220.35		143.53	164.52	220.35
负债合计	72.87	105.71	142.68	114.92		105.71	130.29	114.92
股东权益	48.94	37.81	19.49	105.43		37.81	34.23	105.43
现金流量表摘要								
经营活动产生的现金流量净额	**18.29**	**26.77**	**31.46**	**64.48**	**10.99**	**20.48**	**22.11**	**42.37**
/净利润	138.8%	186.4%	143.0%	279.9%	90.5%	207.7%	150.3%	508.9%
投资活动产生的现金流量净额	11.35	-7.42	-9.83	-42.97	-7.50	-2.32	-2.56	-40.40
筹资活动产生的现金流量净额	-27.73	-25.46	-17.77	2.76	-5.94	-11.83	-30.56	33.32
现金及现金等价物净增加额	1.90	-6.11	3.87	24.27	-1.82	5.69	-6.51	30.78

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

滔搏三大财务预测表

资产负债表（百万元）	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
流动资产	**15,376.3**	**15,301.6**	**16,582.8**	**18,979.8**
现金	2,823.9	2,229.1	2,177.3	3,109.4
应收账款	1,486.7	2,067.6	2,551.9	2,723.9
存货	6,649.0	6,500.8	7,259.0	8,452.4
其他流动资产	4,416.7	4,504.2	4,594.6	4,694.1
非流动资产	**6,658.9**	**7,440.6**	**7,955.1**	**8,238.9**
固定资产	1,153.8	1,220.0	1,320.0	1,420.0
有使用权资产	3,908.8	4,551.5	4,905.4	5,011.2
无形资产	1,103.3	1,114.9	1,106.4	1,106.4
其他非流动资产	493.0	554.2	623.2	701.3
资产总计	**22,035.2**	**22,742.3**	**24,537.8**	**27,218.7**
流动负债	**8,899.1**	**8,076.4**	**7,995.5**	**8,573.5**
短期借款	2,400.0	2,400.0	2,400.0	2,400.0
应付账款	1,105.5	1,064.2	1,343.8	1,405.8
租赁负债-流动负债	1344.7	1544.7	1744.7	1944.7
应付关联方款项	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	5,393.6	4,612.2	4,251.7	4,767.8
非流动负债	**2,593.1**	**3,049.9**	**3,449.9**	**3,849.9**
递延所得税负债-非流动	73.2	130.0	130.0	130.0
租赁负债-非流动负债及	2,519.9	2,919.9	3,319.9	3,719.9
负债合计	**11,492.2**	**11,126.3**	**11,445.4**	**12,423.4**
归属母公司股东权益	10,543.0	11,616.0	13,092.5	14,795.3
负债和股东权益	**22,035.2**	**22,742.3**	**24,537.8**	**27,218.7**

现金流量表（百万元）	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
经营活动现金流	6,447.8	4,081.4	4,872.1	5,382.6
投资活动现金流	-4,296.8	-1,283.7	-1,026.3	-1,410.5
筹资活动现金流	275.8	-3,392.5	-3,897.6	-3,039.9
现金净增加额	2,373.4	-594.8	-51.8	932.1
折旧和摊销	2,568.0	2,252.6	2,697.6	3,063.9
资本开支	711.9	861.5	1,051.5	1,169.6
营运资本变动	1,122.5	-317.2	-778.6	-1,086.9

利润表（百万元）	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入	**33,690.2**	**35,542.7**	**41,574.8**	**47,481.7**
毛利润	14,187.5	13,845.6	17,495.2	19,986.7
销售费用	-9,643.8	-9,774.2	-12,098.3	-13,769.7
管理费用	-1,412.8	-1,420.9	-1,641.6	-1,857.8
其他收入及收益	191.1	200.0	200.0	200.0
营业利润	**3,302.9**	**2,850.5**	**3,955.3**	**4,559.1**
财务费用	-216.8	24.7	1.2	3.7
除税前溢利	**3,086.1**	**2,875.2**	**3,956.4**	**4,562.8**
减:所得税费用	-782.7	-729.2	-1,003.4	-1,157.2
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	1.0
归属母公司净利润	**2,303.4**	**2,146.0**	**2,953.0**	**3,405.6**
EBIT	3,302.9	2,850.5	3,955.3	4,559.1
EBITDA	5,870.9	5,103.0	6,652.9	7,623.0

重要财务与估值指标	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
每股收益(元)	0.37	0.35	0.48	0.55
每股净资产(元)	1.70	1.87	2.11	2.39
发行在外股份(百万股)	6,201.2	6,201.2	6,201.2	6,201.2
ROIC(%)	24.96%	15.78%	20.01%	20.82%
ROE(%)	36.88%	19.37%	23.90%	24.42%
毛利率(%)	42.11%	38.95%	42.08%	42.09%
销售净利率(%)	6.84%	6.04%	7.10%	7.17%
资产负债率(%)	52.15%	48.92%	46.64%	45.64%
收入增长率(%)	3.46%	5.50%	16.97%	14.21%
净利润增长率(%)	4.71%	-6.84%	37.61%	15.33%
P/E	25.7	27.6	20.1	17.4
P/B	5.6	5.1	4.5	4.0
EV/EBITDA	11.1	12.8	9.8	8.5

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所，港币汇率使用 1 港币=0.9196 人民币

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn