



滔搏 (6110.HK): 短期供应链挑战持续, 长期基本面优势不变

- 供应链问题影响大于预期:** 滔搏于 12 月 21 日公布了其 3QFY22 (9-11 月) 的销售数据。由于受到供应链问题及疫情反复的双重打击, 滔搏 3QFY22 整体销售 (包括零售与批发) 同比下跌 20-30% 的低段, 下跌幅度大于我们和市场的预期。供应链问题造成公司新品 (3 个月以内产品) 缺货, 老货占比上升, 短期库龄有所增加, 零售折扣有所上升。放眼 4QFY22, 我们预计供应链问题大概率会持续, 而公司新品的库存相比 3QFY22 有可能变得更为紧缺, 同时滔搏会在 4QFY22 面对较高的基数。考虑到以上这些不利因素, 我们预计 4QFY22 的零售表现大概率将持续疲软。在品牌合作伙伴的支持下, 我们预计公司 2HFY22 毛利率将同比保持稳定。然而, 销售的大幅下跌可能将带来运营负杠杆, 使运营费用率同比上升。
- FY23 有望迎接强劲反弹:** 尽管供应链的负面影响可能在 4QFY22 持续, Nike 管理层表示所有受到影响的工厂都已在 10 月重新开工, 目前产量大概是关厂前的 80%。Nike 管理层预计供应链问题将于明年初开始看到持续的改善, 并在 Nike 的 FY23 财年完全恢复。更重要的是, Nike 在过去几个月里已逐步重启在中国的品牌推广与产品营销活动 (具体见表 2)。我们相信在供应紧缺的情况下, 市场对 Nike 产品的需求会在未来几个月逐渐恢复。这预示着一旦供应链影响退去, 滔搏有望在 2QFY23 以后迎来较强的销售反弹。
- 2HFY22 及 FY23 盈利预测:** 我们预计滔搏 2HFY22 的总体收入同比下跌 22%。毛利率同比扩张 90bps 至 41.0%, 但由于费用率的上升, 经营利润率同比下降 90bps, 经营利润同比下跌 30%。我们预测 FY23 的收入同比大幅反弹 17% 并回到高于 FY21 的水平, 毛利率同比小幅扩张 30bps。在正向经营杠杆的作用下, 我们预计 FY23 的经营利润率同比大幅提升 110bps 至 12.4%。
- 维持买入评级:** 考虑到短期业务的不确定性, 我们对 FY23 及 FY24 的收入预测下调 8%, 利润预测下调 5%。基于 16x CY22 P/E, 我们下调目标价至 HK\$10.0。我们持续看好滔搏在零售领域的数字化能力与线下运营表现。其对于品牌合作所持更开放的心态有望为其带来更大的增长空间。维持“买入”评级。
- 投资风险:** 行业需求放缓、国内品牌竞争大于预期、疫情的反复。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	33,690	36,009	31,301	36,720	40,597
同比变动 (%)	3%	7%	-13%	17%	11%
归母净利润	2,303	2,770	2,509	3,324	3,978
同比变动 (%)	5%	20%	-9%	33%	20%
PE (X)	16	15	16	12	10
ROE (%)	37%	27%	24%	28%	29%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制, 请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

林闲嘉

消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

2021 年 12 月 23 日

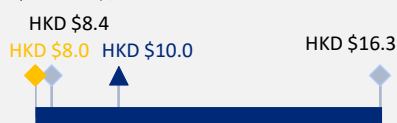
评级

买入

目标价 (港元)	10.0
潜在升幅/降幅	+24.8%
目前股价 (港元)	8.0
52 周内股价区间 (港元)	8.0-13.8
总市值 (百万港元)	49,672
近 3 月日均成交额 (百万港元)	89.1

注: 截至 2021 年 12 月 22 日收盘价

市场预期区间

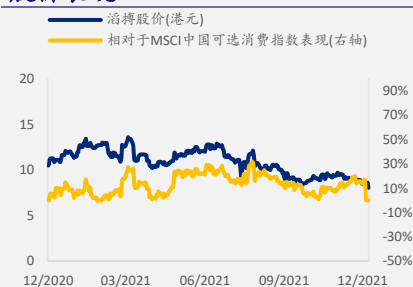


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注: 截至 2021 年 12 月 22 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



注: 截至 2021 年 12 月 22 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 滔搏

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	33,690	36,009	31,301	36,720	40,597
同比	3%	7%	-13%	17%	11%
销售成本	-19,503	-21,328	-17,921	-20,921	-23,017
毛利	14,188	14,681	13,380	15,799	17,581
毛利率	42%	41%	42.7%	43.0%	43%
销售、一般及行政开支	-11,057	-10,898	-10,202	-11,445	-12,408
其他经营收入及收益 (损失)	172	206	363	199	199
经营盈利	3,303	3,989	3,541	4,553	5,372
经营利润率	10%	11%	11%	12%	13%
融资成本	-272	-279	-243	-229	-234
财务收入	55	141	167	242	327
税前盈利	3,086	3,851	3,465	4,566	5,465
所得税开支	-783	-1,081	-956	-1,242	-1,486
所得税率	25%	28%	28%	27%	27%
归母净利润	2,303	2,770	2,509	3,324	3,978
归母净利润率	7%	8%	8%	9%	10%
同比	5%	20%	-9%	33%	20%

现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
除所得税前盈利	3,086	3,851	3,465	4,566	5,465
固定资产折旧	701	680	752	808	941
使用权资产折旧	1,752	1,924	1,900	1,981	2,050
无形资产摊销	57	28	47	47	47
其他	325	181	76	-13	-93
营运资金变动前经营现金流	5,920	6,663	6,240	7,389	8,409
预付款项及其他资产增加	-46	-1,039	62	0	0
存货增加	-528	438	1,007	-814	-540
应收贸易款项减少	1,012	-691	891	-323	-170
其他应收款、按金及预付款减少	39	-1	3	0	0
应付贸易款项增加	485	-660	340	131	92
其他应付款、应付费用及其他负债增加	94	82	-329	200	0
支付所得税	-528	-950	-956	-1,242	-1,486
经营活动所得 (所用) 现金净额	6,448	4,706	7,257	5,341	6,305
购买物业、厂房及设备和无形资产支付款项	-712	-643	-624	-681	-713
出售物业、厂房及设备所得款项	10	6	8	8	8
以跨境资金池安排下提取 / (存入) 的定期抵押存款	-3,595	3,595	0	0	0
已收利息	22	141	167	242	327
其他	-21	-1,001	0	0	0
投资活动所用现金净额	-4,297	2,098	-448	-431	-377
偿还银行借款	-1,500	-3,786	0	0	0
银行借款所得款项	2,800	2,723	-1,337	0	0
支付租赁负债 (含利息)	-1,895	-1,960	-2,189	-2,270	-2,305
已付银行借款之利息	-88	-81	-20	0	0
已付股息	-2,609	-5,294	-1,254	-1,662	-1,989
其他	3,568	0	0	0	0
融资活动 (所用) 所得现金净额	276	-8,398	-4,801	-3,932	-4,294
现金及现金等价物变动	2,427	-1,595	2,008	979	1,633
于年初的现金及现金等价物	450	2,824	1,229	3,237	4,216
现金及现金等价物汇兑差额	-53	0	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	2,824	1,229	3,237	4,216	5,849

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
存货	6,649	6,211	5,205	6,018	6,558
应收账款	1,487	2,177	1,286	1,610	1,780
按金、预付款项及其他应收款项	822	823	820	820	820
抵押定期存款	3,595	0	0	0	0
银行结余及现金	2,824	1,229	3,237	4,216	5,849
流动资产	15,376	10,440	10,548	12,664	15,007
物业、厂房及设备	1,154	1,020	883	747	511
使用权资产	3,909	3,625	3,825	3,944	4,094
无形资产	1,103	1,090	1,043	996	949
长期按金、预付款项及其他应收款项	256	1,266	1,200	1,200	1,200
递延所得税资产	238	266	270	270	270
非流动资产	6,659	7,266	7,220	7,157	7,025
应付贸易账款	1,106	445	786	917	1,009
其他应付款项、应付费用及其他应付款项	1,593	1,516	1,200	1,400	1,400
应付股息	1,635	0	0	0	0
短期借款	2,400	1,337	0	0	0
租赁负债	1,345	1,320	1,320	1,320	1,320
即期所得税负债	820	807	810	810	810
流动负债	8,899	5,426	4,116	4,447	4,539
递延所得税负债	73	246	230	230	230
租赁负债	2,520	2,329	2,463	2,522	2,651
非流动负债	2,593	2,575	2,693	2,752	2,881
股本及其他储备	8,593	5,040	5,040	5,040	5,040
保留盈利	1,950	4,666	5,920	7,583	9,572
权益	10,543	9,706	10,960	12,622	14,611

财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.41	0.45	0.40	0.54	0.64
每股销售额	5.98	5.81	5.05	5.92	6.55
每股股息	0.19	0.64	0.20	0.27	0.32
同比变动					
收入	3%	7%	-13%	17%	11%
经营盈利	2%	21%	-11%	29%	18%
归母净利润	5%	20%	-9%	33%	20%
摊薄每股收益	-2%	9%	-9%	33%	20%
费用与利润率					
毛利率	42%	41%	43%	43%	43%
经营利润率	10%	11%	11%	12%	13%
归母净利润率	7%	8%	8%	9%	10%
回报率					
平均股本回报率	37%	27%	24%	28%	29%
平均资产回报率	12%	14%	14%	18%	19%
资产效率					
库存周转天数	120	110	106	105	104
应收账款周转天数	22	19	15	16	16
应付账款周转天数	16	13	16	16	16
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.7	1.9	2.6	2.8	3.3
速动比率 (x)	0.3	0.2	0.8	0.9	1.3
现金比率 (x)	23%	14%	0%	0%	0%
负债 / 权益 (%)					
估值					
市盈率 (x)	16.0	14.6	16.2	12.2	10.2
市销率 (x)	1.1	1.1	1.3	1.1	1.0
股息率	2%	8%	3%	3%	4%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 耐克 2021 年 6-11 月在中国的品牌推广及宣传活动

品牌推广宣传活动	
1	2021 年 7 月, 耐克发布全新《运动的快乐》主题品牌推广影片, 其中邀请了中国网红、奥运选手和其他体育运动的运动员
2	Jordan 品牌宣布与中国女子篮球运动员杨舒予签约, 这是 Jordan 品牌签约的第一位亚洲女子运动员
3	今年正值耐克进入中国 40 周年, 公司 Express Lane 团队全球首发“耐克”系列 (Naiké Collection) 鞋服产品。该系列产品以耐克 1981 年进入中国时生产的首批球鞋配色为灵感, 既是对耐克进入中国 40 年历程的纪念, 也代表了耐克对于中国市场始终如一的愿景和承诺。
4	耐克双十一期间在天猫推出的会员进阶计划, 提升电商端客户互动体验 (包括 3D 虚拟形象、小游戏等)。会员计划共设置 5 个升级头衔, 会员可通过消费、互动游戏、运动计步数等形式获得积分并解锁新头衔。

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 3: 耐克在天猫上的会员进阶计划: 会员虚拟形象



资料来源: 天猫、浦银国际

图表 4: 耐克在天猫上的会员进阶计划: 投篮小游戏



资料来源: 天猫、浦银国际

图表 5: 运动服饰零售商估值表

股份代号	公司名称	股价(LC)	市值 (百万美元)	PE			EPS增速			EV/EBITDA		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
运动服饰零售商												
JD/ LN Equity	JD 运动时装有限公司	207.0	14,180.6	31.5	19.3	18.6	(6.0)	64.6	3.8	12	8	8.0
6110.HK Equity	滔搏	8.0	6,368.2	17.4	13.9	11.8	9.3	12.8	17.7	7	7	6.3
FL.US Equity	富乐客公司	41.6	4,174.3	15.1	5.3	6.1	(43.0)	169.1	(12.7)	6	3	2.9
3813.HK Equity	宝胜国际	1.1	755.5	6.1	4.0	3.3	157.4	51.4	22.3	3	3	2.2
平均值				24.5	15.2	14.4				9.7	6.8	6.6

E= Bloomberg 一致预期

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2021 年 12 月 22 日收盘价。

图表 6: SPDBI 财务预测变化

(人民币百万)	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入			
旧预测	36,257	39,793	43,940
新预测	31,301	36,720	40,597
变动	-13.7%	-7.7%	-7.6%
净利润			
旧预测	2,992	3,511	4,203
新预测	2,509	3,324	3,978
变动	-16.2%	-5.3%	-5.4%

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 7: SPDBI 目标价: 滔搏



注: 截至 2021 年 12 月 22 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

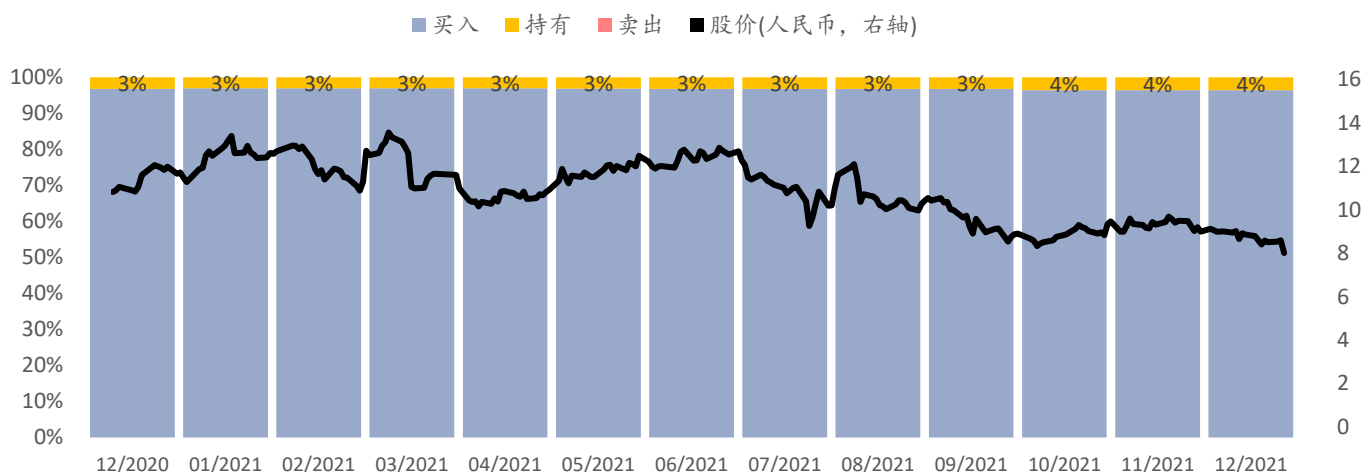
图表 8: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (港币)	评级	目标价 (港币)	评级及目标价发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	85.8	买入	116.8	2021 年 7 月 6 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	116.1	买入	173.5	2021 年 10 月 19 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	1.1	持有	1.22	2021 年 11 月 12 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	8.0	买入	10	2021 年 12 月 23 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	8.6	持有	11.7	2021 年 9 月 2 日	现制茶饮

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 12 月 22 日收盘价。

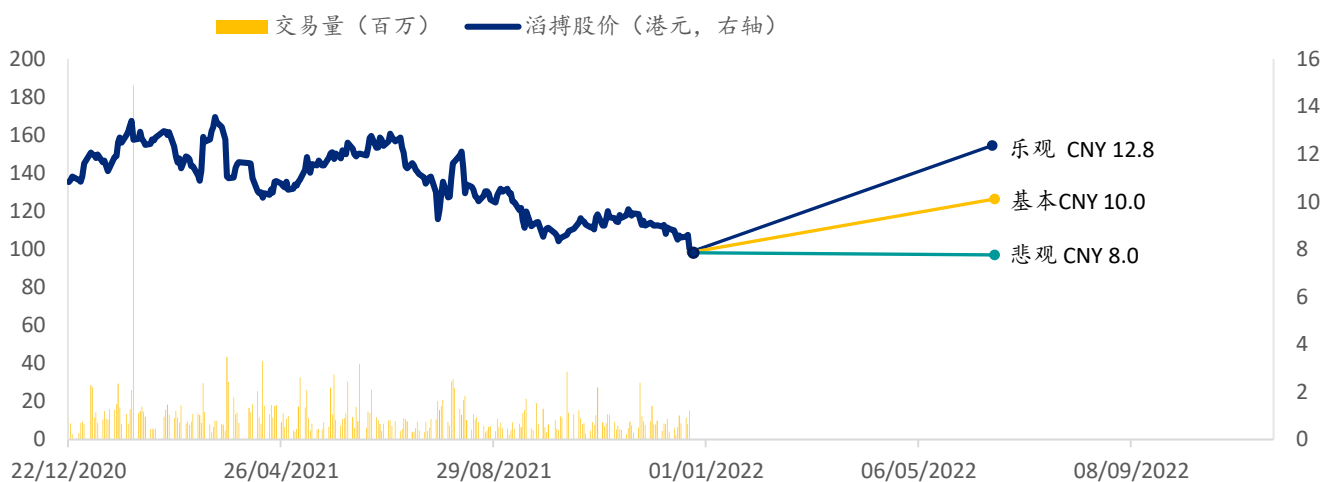
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 9: 滔搏市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10: 滔搏 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期

目标价: 12.8 港元

概率: 25%

- FY23 净开店超过 250 家;
- FY23 直营零售店平均店效同比提升 20% 以上;
- FY23 毛利率同比提升 80bps 以上;
- 公司主力品牌供应链问题在 4QFY22 得到改善。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 8.0 港元

概率: 20%

- FY23 净开店数不到 150 家;
- FY23 直营零售店平均店效提升单位数;
- FY23 毛利率同比未有提升;
- 公司主力品牌供应链问题将持续恶化。

资料来源: 浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com
852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com
852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

