

滔搏 (6110.HK)

浦银国际启航 2022 企业日纪要

1月12日，我们邀请了滔搏管理层来参加我们的浦银企业日。以下为主要的会议纪要内容。

- 4QFY22 零售表现好转：**滔搏在 3QFY22 (2021 年 9-11 月) 遭受到疫情反复、客流下降与供应链问题的多重打击。面对复杂的外部环境，滔搏 3QFY22 整体销售 (包括零售与批发) 同比下跌 20-30% 的低段。进入到 4QFY22 (2021 年 12 月至今)，公司客流与收入表现相较 11 月持续好转。
- 4QFY22 零售折扣改善：**回顾 3QFY22，供应链问题造成当季新品 (3 个月以内产品) 无法正常供应，次新品 (3-6 个月的产品) 占比有所上升。新品对收入占比的下降造成零售折扣有所上升。放眼 4QFY22，新品缺货造成零售折扣的压力有所缓解。同时，主要品牌合作伙伴对滔搏的折扣补贴将持续弥补零售折扣的压力。管理层有信心在 2HFY22 保持毛利率同比稳定。
- 供应链问题有望持续缓解：**在 Nike 的 2QFY22 (2021 年 9-11 月) 业绩会上，公司管理层指出，其越南生产线的复工率已经达到 80%，供应链问题正在逐渐恢复。滔搏的两个主力品牌都在近期表示它们的供应链问题将于 2022 年第二季度完全恢复。对于申洲宁波北仑工厂由于疫情而关停，滔搏管理层表示对其主力品牌在中国市场的影响并不大。申洲是滔搏主力品牌的服装供应商，而其主力品牌在中国市场的销售中，服装的占比只有 20%，鞋占 80%。另外，滔搏的收入中，服装占比也仅为 30%，鞋占 70%。
- 加强与非主力品牌之间的合作：**滔搏近期加大了与非主力品牌斯凯奇在中国市场的合作，并从 3QFY22 开始整合斯凯奇在中国的零售资源。管理层强调，滔搏与斯凯奇合作将打破传统的经销模式，并将在零售店铺的管理、数字化、会员体系等方面赋能斯凯奇。斯凯奇近几年在中国有着快速的增长。我们相信，斯凯奇在中国市场份额不断提升 (图表 1) 以及滔搏对斯凯奇在中国零售额贡献不断上升，有望为滔搏注入新的增长动力。另外，管理层表示，滔搏将对与品牌力强、创新力优、运营效率高的中国运动服饰企业间的合作持更加开放的态度。
- 我们的观点：FY23 有望迎接强劲反弹。**滔搏在 FY22 经历了一系列的外部环境的挑战 (包括 4-5 月份棉花事件、8 月开始的疫情反复、以及 10 月开始的供应链问题)，进入到 FY23，公司将迎来较低的基数。而过去几个月里，主要合作国际品牌也已逐步重启在中国的品牌推广与产品营销活动 (具体见图表 2)。我们相信在供应紧缺的情况下，市场对国际品牌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 FY23 迎来较强的收入反弹。

林闻嘉

消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

2021 年 1 月 17 日

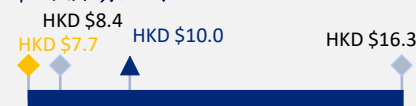
评级

买入

目标价 (港元)	10.0
潜在升幅/降幅	+30.4%
目前股价 (港元)	7.7
52 周内股价区间 (港元)	7.5-13.8
总市值 (百万港元)	48,370
近 3 月日均成交额 (百万港元)	88.3

注：截至 2022 年 1 月 14 日收盘价

市场预期区间

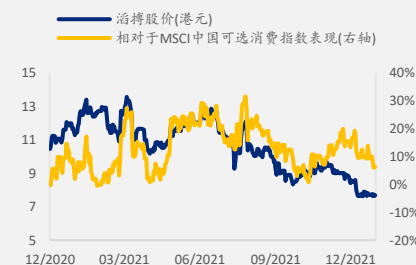


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注：截至 2022 年 1 月 14 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



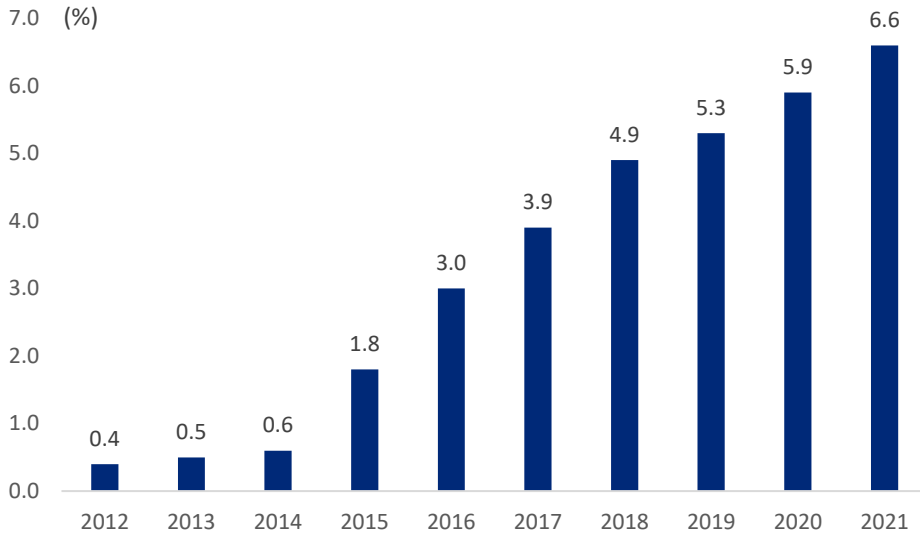
注：截至 2022 年 1 月 14 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

图表 1: 斯凯奇在中国市场销售额占比



资料来源: Euromonitor、浦银国际

图表 2: 耐克 2021 年 6-11 月在中国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

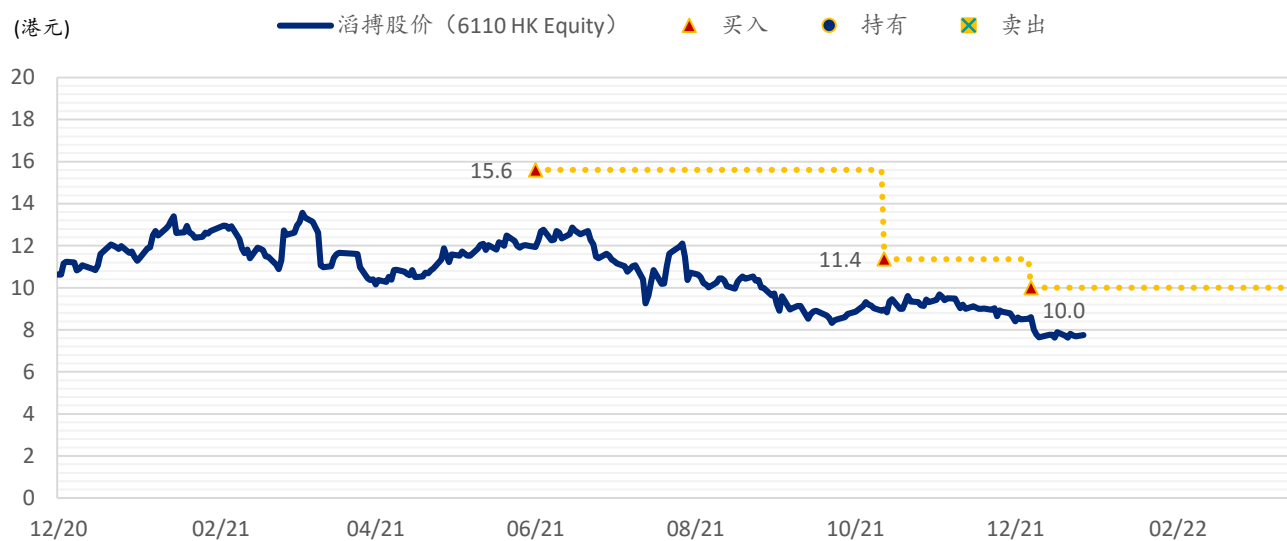
图表 3: 运动服饰零售商企业估值表

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	200.3	14,190.7	32.5	18.2	14.7	(6.0)	80.2	24.1	13	8	7.9
6110.HK Equity	滔搏	7.7	6,109.9	15.4	13.4	11.2	9.3	4.1	19.1	7	6	6.0
FL.US Equity	富乐客公司	43.2	4,339.9	16.4	5.7	6.6	(43.0)	168.5	(13.7)	6	3	3.3
3813.HK Equity	宝胜国际	1.2	834.7	6.7	4.4	3.6	150.4	53.5	23.5	3	3	2.3
DKS.US Equity	迪克体育用品	113.8	9,855.8	20.3	7.5	10.2	65.9	151.2	(26.0)	9	4	5.0
平均值				24.8	14.5	12.1				9.8	6.7	6.5

E=Bloomberg 一致预期; 数据截至 2022 年 1 月 14 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 滔搏



注: 截至 2022 年 1 月 14 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 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	76.9	买入	116.8	2021 年 7 月 6 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	114	买入	173.5	2021 年 10 月 19 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	1.2	持有	1.22	2021 年 11 月 12 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	7.7	买入	10	2021 年 12 月 23 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	7.7	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 2022 年 1 月 14 日收盘价。

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

