



滔搏 (6110.HK): 零售流水提前反弹, 市场情绪持续恢复

- 1 月亮眼表现开启反弹序章:** 滔搏 4QFY22 的零售流水环比持续好转。2021 年 11-12 月, 滔搏的零售流水下跌幅度相比 9-10 月环比持续收窄, 而公司更是在 2022 年 1 月录得双位数的零售流水同比增长。这与宝胜公告的 1 月数据 (同比增长 12.6%) 相吻合。鉴于滔搏更强的运营效率和更优秀的历史数据, 我们估计滔搏 1 月实际零售流水同比增长接近 20%。我们认为 1 月份强劲的零售流水反弹部分受益于春节提早的因素以及 12 月较好的到货情况。这同时也反映了国际品牌供应链问题近两个月有所缓解。然而, 考虑到春节提前以及高基数影响, 2 月零售流水将会承压, 同比增速相比 1 月大概率将会大幅放缓。
- 2 月零售折扣同比提升:** 相比 3QFY22, 公司在 4QFY22 的零售折扣持续好转。今年 2 月初的零售折扣更是在过去几个月里首次实现了同比收窄。零售折扣的恢复将减小公司毛利率的压力。随着市场需求的持续恢复与供应链问题的持续缓和, 我们预计零售折扣同比收窄的趋势有望在未来持续。
- FY23 有望迎接强劲反弹:** Nike 管理层预计供应链问题将于今年初开始看到持续的改善, 并在 Nike 的 FY23 财年 (2022 年 6 月起) 完全恢复。更重要的是, 我们观察到 Nike 已逐步重启在中国的品牌推广与产品营销活动 (具体见表 3)。这预示着一旦供应链影响完全退去, 滔搏有望在 2QFY23 以后迎来较强的销售反弹。
- FY23 盈利预测:** 我们预测 FY23 的收入同比大幅反弹 17%, 相较 FY21 增长 7%。基于零售折扣的同比改善, 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 100bps 至 12.5%, 净利润率同比扩张 100bps 至 9.1%。
- 维持买入评级:** 我们认为滔搏 1 月强劲的零售表现大幅提升了市场情绪, 开启了股价反弹的序幕, 股价短期内有望继续走强。长期来看, 公司与潜在国产品牌的合作以及对斯凯奇中国零售资源的收购与整合有望成为公司未来新的增长驱动力。我们上调盈利预测及目标价 (至 10.65 港币) 并维持买入评级。
- 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	FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
营业收入	33,690	36,009	32,807	38,498	42,536
同比变动 (%)	3%	7%	-9%	17%	10%
归母净利润	2,303	2,770	2,660	3,512	4,193
同比变动 (%)	5%	20%	-4%	32%	19%
PE (X)	18	16	15	12	10
ROE (%)	37%	27%	26%	29%	30%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

林闲嘉

消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

2022 年 2 月 18 日

评级

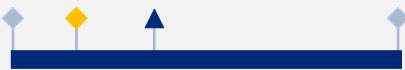
买入

目标价 (港元)	10.65
潜在升幅/降幅	+20.2%
目前股价 (港元)	8.86
52 周内股价区间 (港元)	6.79-13.74
总市值 (百万港元)	54,943
近 3 月日均成交额 (百万港元)	74.5

注: 截至 2022 年 2 月 17 日收盘价

市场预期区间

HKD \$7.40
HKD \$8.86 HKD \$10.65 HKD \$16.3



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

浦银国际

公司研究

滔搏 (6110.HK): 零售流水提前反弹, 市场情绪持续恢复

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	32,807	38,498	42,536
同比	3%	7%	-9%	17%	10%
销售成本	-19,503	-21,328	-18,874	-22,039	-24,231
毛利	14,188	14,681	13,934	16,459	18,305
毛利率	42%	41%	42.5%	42.8%	43%
销售、一般及行政开支	-11,057	-10,898	-10,538	-11,834	-12,828
其他经营收入及收益(损失)	172	206	363	199	199
经营溢利	3,303	3,989	3,758	4,824	5,676
经营利润率	10%	11%	11%	13%	13%
融资成本	-272	-279	-243	-229	-234
财务收入	55	141	159	229	318
税前溢利	3,086	3,851	3,675	4,825	5,760
所得税开支	-783	-1,081	-1,014	-1,312	-1,567
所得税率	25%	28%	28%	27%	27%
归母净利润	2,303	2,770	2,660	3,512	4,193
归母净利率	7%	8%	8%	9%	10%
同比	5%	20%	-4%	32%	19%

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
存货	6,649	6,211	5,481	6,340	6,904
应收账款	1,487	2,177	1,348	1,688	1,865
按金、预付款项及其他应收款项	822	823	820	820	820
银行定期存款	3,595	0	0	0	0
银行结余及现金	2,824	1,229	3,016	4,035	5,748
流动资产	15,376	10,440	10,665	12,883	15,337
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	827	966	1,062
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	4,157	4,496	4,592
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
保留溢利	1,950	4,666	5,996	7,752	9,849
权益	10,543	9,706	11,036	12,792	14,889

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
除所得税前溢利	3,086	3,851	3,675	4,825	5,760
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	84	0	-84
营运资金变动前经营现金流	5,920	6,663	6,457	7,660	8,713
预付款项及其他资产增加	-46	-1,039	62	0	0
存货增加	-528	438	730	-859	-564
应收贸易款项减少	1,012	-691	829	-339	-177
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	382	139	96
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	-1,014	-1,312	-1,567
经营活动所得(所用)现金净额	6,448	4,706	7,121	5,489	6,502
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	159	229	318
其他	-21	-1,001	0	0	0
投资活动所用现金净额	-4,297	2,098	-456	-444	-387
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	-1,330	-1,756	-2,097
其他	3,568	0	0	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	276	-8,398	-4,877	-4,026	-4,402
现金及现金等价物变动	2,427	-1,595	1,787	1,019	1,713
于年初的现金及现金等价物	450	2,824	1,229	3,016	4,035
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	3,016	4,035	5,748

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	0.43	0.57	0.68
每股销售额	5.98	5.81	5.29	6.21	6.86
每股股息	0.19	0.64	0.21	0.28	0.34
同比变动					
收入	3%	7%	-9%	17%	10%
经营溢利	2%	21%	-6%	28%	18%
归母净利润	5%	20%	-4%	32%	19%
摊薄每股收益	-2%	9%	-4%	32%	19%
费用与利润率					
毛利率	42%	41%	42%	43%	43%
经营利润率	10%	11%	11%	13%	13%
归母净利率	7%	8%	8%	9%	10%
回报率					
平均股本回报率	37%	27%	26%	29%	30%
平均资产回报率	12%	14%	15%	19%	20%
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	2.9	3.3
速动比率(x)					
现金比率(x)	0.3	0.2	0.7	0.9	1.3
负债/权益(%)	23%	14%	0%	0%	0%
估值					
市盈率(x)	17.7	16.2	15.2	11.5	9.7
市销率(x)	1.2	1.2	1.4	1.2	1.1
股息率	2%	7%	3%	4%	4%

图表 2: 宝胜国际 2021 年 1 月至 2022 年 1 月单月零售流水同比表现



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 3: 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	2021 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。

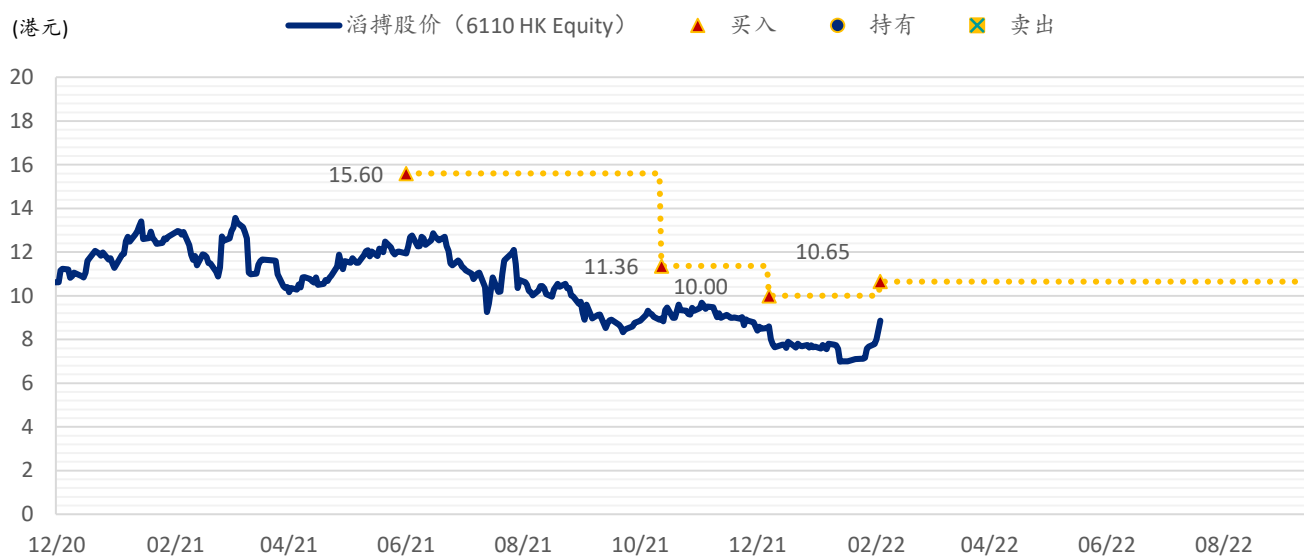
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 4: SPDBI 财务预测变化

(人民币百万)	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入			
旧预测	31,301	36,720	40,597
新预测	32,807	38,498	42,536
变动	4.81%	4.84%	4.78%
净利润			
旧预测	2,509	3,324	3,978
新预测	2,660	3,512	4,193
变动	6.03%	5.66%	5.41%

E=浦银国际预测 资料来源: 浦银国际预测

图表 5: SPDBI 目标价: 滔搏



注: 截至 2022 年 2 月 17 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

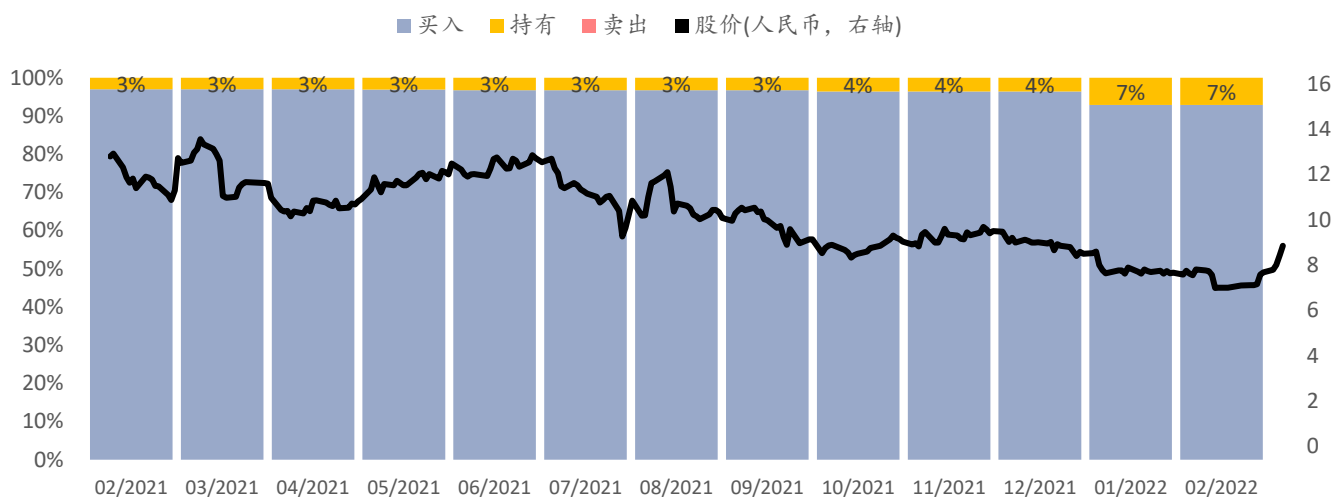
图表 6: SPDBI 消费行业覆盖公司

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	81.7	买入	116.8	2021 年 7 月 6 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	129.9	买入	173.5	2021 年 10 月 19 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	1.3	持有	1.2	2021 年 11 月 12 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	8.9	买入	10.7	2022 年 2 月 18 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	7.2	持有	10.1	2021 年 11 月 1 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	63.6	买入	80.9	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	142.0	买入	180.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	23.2	买入	27.4	2022 年 1 月 26 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	77.2	持有	86.0	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	96.4	持有	95.0	2022 年 1 月 26 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	8.0	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 2 月 17 日收盘价。

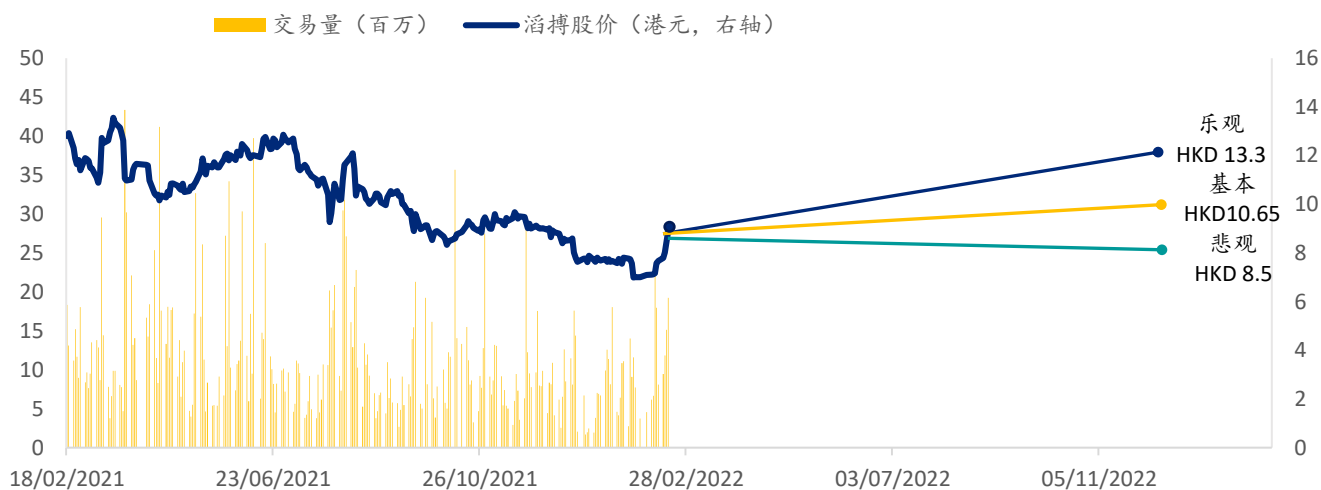
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: 滔搏市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 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: 13.3 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: 8.5 港元

概率: 20%

- FY23 净开店数不到 50 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

