



## 滔搏 (6110.HK): adidas 占比大幅减小, 品牌结构持续优化驱动长期健康发展

自从上市以来,滔搏一直致力于优化品牌结构与品牌矩阵。从 adidas 与 Nike 收入占比的此消彼长,到整合斯凯奇在中国的零售渠道,以及与李宁和“TEAM CHINA”品牌的合作,滔搏对合作品牌的动态调整,不仅使公司短期收入增长好于竞争对手,也为公司带来长期的增长动力。我们维持滔搏目标价 8.5 港元以及“买入”评级。

- adidas 对滔搏的收入影响已大幅减小:** adidas 昨晚 (26 日) 发布公告,称其 3Q22 中国业务的恢复速度不及预期,因此公司将其 2H22 中国业务收入的预期从原来的同比持平,下调至双位数下跌。考虑到 Nike 在 6 月份提出 1QFY23(6-8 月)收入同比微涨以及 FY23 财年收入低双位数增长的预期,我们认为 adidas 在中国市场疲弱的恢复速度很大程度上源自于公司自身运营问题,对市场不具备代表性。过去几年里,滔搏策略性地调整了主力品牌的收入结构。在主力品牌销售贡献基本维持稳定的情况下, Nike 占滔搏整体采购的比重在 FY22 大幅增加至 59%。这也意味着 adidas 对滔搏的收入贡献已大幅缩减。我们相信 adidas 对滔搏整体收入的影响大幅降低,对于 adidas 下调预期,市场无需过度反应。
- 斯凯奇对收入的帮助将逐渐显现:** 管理层表示,公司与斯凯奇的合作正在进行中。公司原本是斯凯奇在中国第三大的零售合作伙伴 (第一为宝胜)。我们相信,通过对斯凯奇现有零售资源的整合,滔搏在斯凯奇中国业务中的占比将逐步提升,并最终成为斯凯奇在中国最大的合作零售商。我们认为,滔搏与斯凯奇的合作最快会在 FY23 财人对收入产生正向的帮助。
- 国内运动品牌有望成为公司长期增长动力:** 在继与李宁达成协议以后,滔搏又携手国服体育推动“TEAM CHINA”品牌在中国市场不同零售渠道的发展。值得注意的是,TEAM CHINA 是国家体育总局体育器材装备中心在 2021 年底授权国服体育独家特许经营的品牌。我们认为,这一次合作体现了国家体育总局对滔搏零售能力的肯定,也为滔搏未来的发展带来更多想象空间。
- 维持 FY23 预测及“买入”评级:** 我们维持我们对 FY23 全年的预测不变:收入同比增长 2%,毛利率同比微跌,净利率基本持平。考虑到疫情逐步好转,市场确定性增加,我们维持滔搏 8.5 港元目标价及“买入”评级。滔搏与李宁依然是我们行业首推。
- 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	FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E
营业收入	36,009	31,877	32,504	36,697	39,491
同比变动 (%)	7%	-11%	2%	13%	8%
归母净利润	2,770	2,447	2,516	3,011	3,184
同比变动 (%)	20%	-12%	3%	20%	6%
PE (X)	13	14	15	12	12
ROE (%)	27%	24%	24%	28%	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

桑若楠, CFA

助理分析师

serena\_sang@spdbi.com  
(852) 2808 6439

2022 年 7 月 27 日

### 评级

**买入**

目标价 (港元)	8.5
潜在升幅/降幅	+30.8%
目前股价 (港元)	6.5
52 周内股价区间(港元)	5.3-12.5
总市值 (百万港元)	39,750
近 3 月日均成交额(百万港元)	54.9

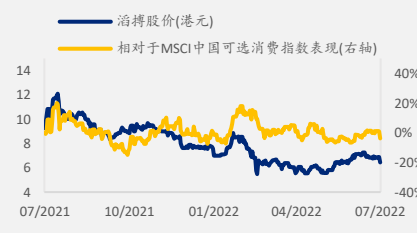
注: 截至 2022 年 7 月 27 日午市收盘价

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) adidas 占比大幅减小, 品牌结构持续优化驱动长期健康发展

## 财务报表分析与预测 - 溢博

### 利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>36,009</b>	<b>31,877</b>	<b>32,504</b>	<b>36,697</b>	<b>39,491</b>
同比	6.9%	-11.5%	2.0%	12.9%	7.6%
销售成本	-21,328	-18,052	-18,426	-20,741	-22,254
<b>毛利</b>	<b>14,681</b>	<b>13,824</b>	<b>14,078</b>	<b>15,956</b>	<b>17,236</b>
毛利率	40.8%	43.4%	43.3%	43.5%	43.6%
销售、一般及行政开支	-10,898	-10,732	-10,861	-12,014	-13,045
其他经营收入及收益 (损失)	206	338	301	301	301
<b>经营溢利</b>	<b>3,989</b>	<b>3,430</b>	<b>3,518</b>	<b>4,243</b>	<b>4,492</b>
经营利润率	11.1%	10.8%	10.8%	11.6%	11.4%
融资成本	-279	-218	-200	-213	-222
财务收入	141	114	120	107	103
<b>税前溢利</b>	<b>3,851</b>	<b>3,326</b>	<b>3,438</b>	<b>4,137</b>	<b>4,373</b>
所得税开支	-1,081	-880	-921	-1,125	-1,189
所得税率	28.1%	26.4%	26.8%	27.2%	27.2%
<b>归母净利润</b>	<b>2,770</b>	<b>2,447</b>	<b>2,516</b>	<b>3,011</b>	<b>3,184</b>
归母净利润率	7.7%	7.7%	7.7%	8.2%	8.1%
同比	20.3%	-11.7%	2.9%	19.7%	5.7%

### 资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
存货	6,211	6,686	5,805	6,251	6,402
应收账款	2,177	1,107	1,692	1,810	1,947
按金、预付款项及其他应收款项	823	1,435	1,300	1,300	1,300
抵押定期存款	0	0	0	0	0
银行结余及现金	1,229	1,753	1,671	1,392	1,562
<b>流动资产</b>	<b>10,440</b>	<b>10,980</b>	<b>10,468</b>	<b>10,752</b>	<b>11,212</b>
物业、厂房及设备	1,020	1,009	908	786	413
使用权资产	3,625	3,100	3,425	3,594	3,691
无形资产	1,090	1,093	1,047	1,015	983
长期按金、预付款项及其他应收款项	1,266	1,309	1,300	1,300	1,300
递延所得税资产	266	305	300	300	300
<b>非流动资产</b>	<b>7,266</b>	<b>6,816</b>	<b>6,980</b>	<b>6,995</b>	<b>6,687</b>
应付贸易账款	445	927	707	796	854
其他应付款项、应计费用及其他应付款项	1,516	1,645	1,600	1,600	1,600
应付股息	0	0	0	0	0
短期借款	1,337	518	0	0	0
租赁负债	1,320	1,086	1,320	1,320	1,320
即期所得税负债	807	697	700	700	700
<b>流动负债</b>	<b>5,426</b>	<b>4,873</b>	<b>4,327</b>	<b>4,416</b>	<b>4,474</b>
递延所得税负债	246	372	350	350	350
租赁负债	2,329	1,970	2,190	2,401	2,494
<b>非流动负债</b>	<b>2,575</b>	<b>2,342</b>	<b>2,540</b>	<b>2,751</b>	<b>2,844</b>
股本及其他储备	5,040	3,512	3,512	3,512	3,512
保留溢利	4,666	7,070	7,070	7,070	7,070
<b>权益</b>	<b>9,706</b>	<b>10,582</b>	<b>10,582</b>	<b>10,582</b>	<b>10,582</b>

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

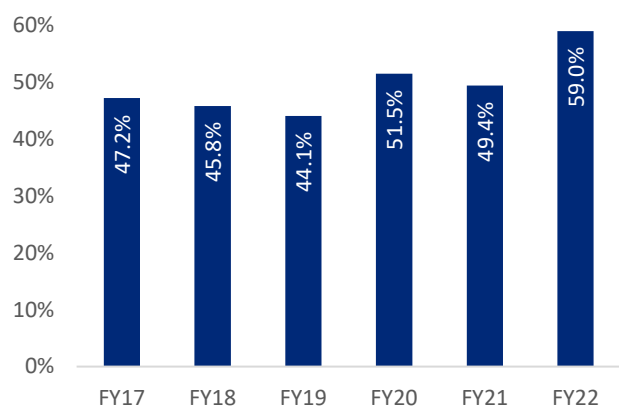
### 现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
除所得税前溢利	3,851	3,326	3,438	4,137	4,373
固定资产折旧	680	699	746	764	965
使用权资产折旧	1,924	1,743	1,757	1,930	2,003
无形资产摊销	29	30	32	32	32
其他	141	94	80	106	119
营运资金变动前经营现金流	6,624	5,893	6,053	6,969	7,492
预付款项及其他资产增加	-20	-82	14	0	0
存货增加	417	-475	881	-445	-151
应收账款减少	-716	1,070	-585	-118	-138
其他应收款、按金及预付款减少	24	-612	135	0	0
应付贸易款项增加	-660	481	-220	89	58
其他应付款、应计费用及其他负债增加	-13	145	-64	0	0
支付所得税	-950	-880	-921	-1,125	-1,189
<b>经营活动所得(所用)现金净额</b>	<b>4,706</b>	<b>5,690</b>	<b>5,293</b>	<b>5,370</b>	<b>6,072</b>
购买物业、厂房及设备和无形资产支付款项	-643	-716	-650	-650	-600
出售物业、厂房及设备所得款项	6	3	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	0	0	0	0
已收利息	141	42	120	107	103
其他	-1,001	0	0	0	0
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>2,098</b>	<b>-671</b>	<b>-522</b>	<b>-535</b>	<b>-489</b>
偿还银行借款	-3,786	-5,152	0	0	0
银行借款所得款项	2,723	4,348	-518	0	0
支付租赁负债(含利息)	-1,960	-2,117	-1,814	-2,106	-2,233
已付银行借款之利息	-81	-22	-4	4	4
已付股息	-5,294	-1,550	-2,516	-3,011	-3,184
其他	0	0	0	0	0
<b>融资活动(所用)所得现金净额</b>	<b>-8,398</b>	<b>-4,494</b>	<b>-4,853</b>	<b>-5,114</b>	<b>-5,412</b>
现金及现金等价物变动	-1,595	524	-82	-279	171
于年初的现金及现金等价物	2,824	1,229	1,753	1,671	1,392
现金及现金等价物汇兑差额	0	0	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	1,229	1,753	1,671	1,392	1,562

### 财务和估值比率

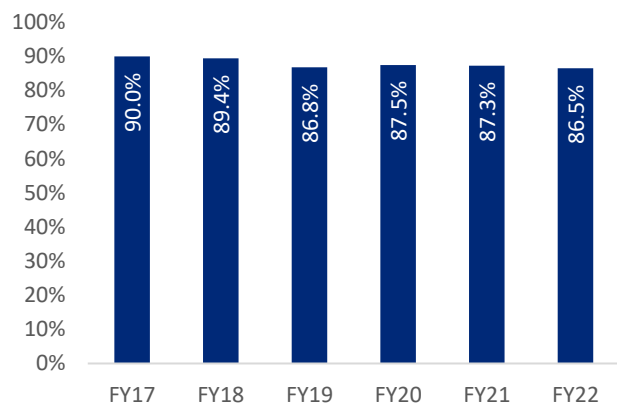
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股数据(人民币)</b>					
摊薄每股收益	0.45	0.39	0.41	0.49	0.51
每股销售额	5.81	5.14	5.24	5.92	6.37
每股股息	0.64	0.43	0.41	0.49	0.51
<b>同比变动</b>					
收入	7%	-11%	2%	13%	8%
经营溢利	21%	-14%	3%	21%	6%
归母净利润	20%	-12%	3%	20%	6%
摊薄每股收益	9%	-12%	3%	20%	6%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	41%	43%	43%	43%	44%
经营利润率	11%	11%	11%	12%	11%
归母净利润率	8%	8%	8%	8%	8%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	27%	24%	24%	28%	30%
平均资产回报率	14%	14%	14%	17%	18%
<b>资产效率</b>					
库存周转天数	110	130	115	110	105
应收账款周转天数	19	19	19	18	18
应付账款周转天数	13	14	14	14	14
<b>财务杠杆</b>					
流动比率(x)	1.9	2.3	2.4	2.4	2.5
速动比率(x)	0.8	0.9	1.1	1.0	1.1
现金比率(x)	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3
负债/权益(%)	14%	5%	0%	0%	0%
<b>估值</b>					
市盈率(x)	12.5	14.2	14.6	12.2	11.6
市销率(x)	1.0	1.1	1.1	0.9	0.9
股息率	10%	7%	6%	7%	7%

图表 2: Nike 占总采购量比例



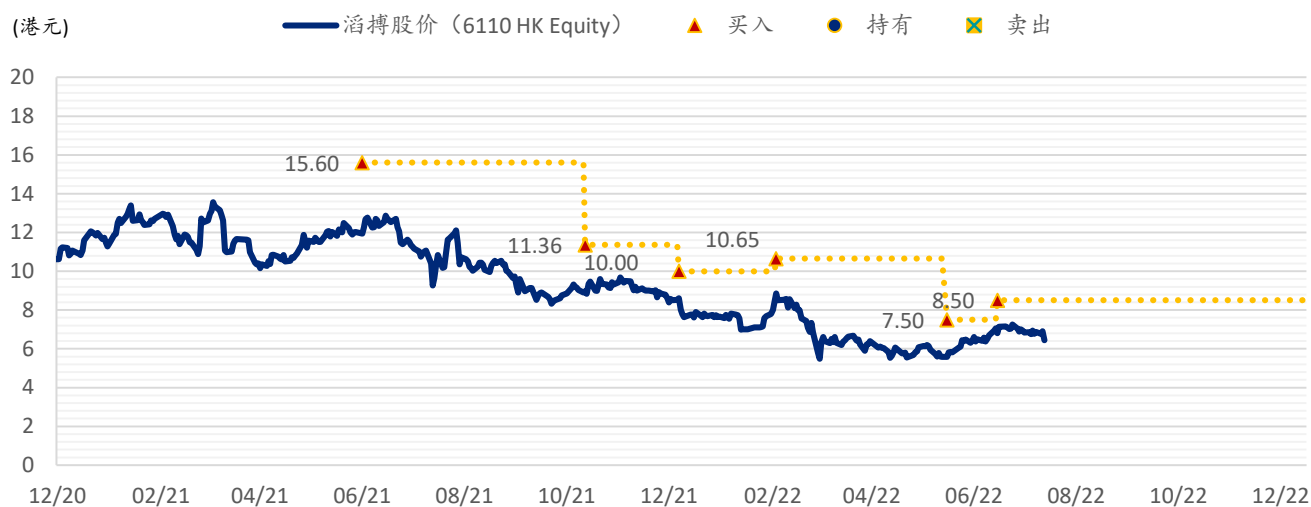
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 3: 滔搏主力品牌收入贡献比例



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 滔搏



注: 截至 2022 年 7 月 27 日午市收盘价;

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	65.9	买入	92.8	2022 年 4 月 21 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	89.3	买入	119.0	2022 年 4 月 18 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.9	买入	1.1	2022 年 5 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	6.5	买入	8.5	2022 年 6 月 30 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	5.9	持有	6.0	2022 年 3 月 30 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	55.6	买入	70.0	2022 年 3 月 25 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	128.4	买入	150.0	2022 年 4 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	23.3	买入	31.0	2022 年 2 月 24 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	78.1	买入	74.6	2022 年 4 月 29 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	101.2	持有	91.2	2022 年 4 月 29 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	8.7	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 7 月 27 日午市收盘价。

## 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的财务权益或持有股份。
- 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

#### 周文硕

tallan\_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 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](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼