



## 滔搏 (6110.HK): 斯凯奇占比提高驱动收入增长, Nike 业绩反弹有望推动估值回升

经我们的调研以及近期与运动服饰行业专家的深度沟通, 我们对于斯凯奇与滔搏合作的愿景及其在中国市场的长期增长目标有了进一步的了解, 我们更加确信斯凯奇将扮演滔搏未来三年重要的增长驱动力之一。与此同时, 我们相信 Nike 9 月底的业绩有望改善市场情绪, 提升估值水平。我们维持滔搏目标价 8.5 港元及“买入”评级。

- 斯凯奇将驱动滔搏未来三年收入增长:** 据我们调研, 斯凯奇目前在中国一共拥有 2800 家店, 其中 300 家左右为直营, 2500 家左右为加盟 (经销商所有)。我们预计斯凯奇中国区批发总流水大致为 80 亿人民币左右。其中, 宝胜作为斯凯奇在中国最大的经销商与零售合作伙伴, 目前占斯凯奇批发流水的 25-30%, 而滔搏仅占 10% 左右。行业专家预计 2024-25 年, 滔搏对斯凯奇的流水贡献与店铺规模将达到宝胜目前的水平。基于相对保守的假设 (斯凯奇每年流水增长 20%), 我们估计滔搏来自斯凯奇的收入 2022-25 年复合增长率将达到 60%-70%, 收入贡献将从目前的低单位数提升至高单位数。
- Nike 业绩反弹有望改善短期市场情绪:** Nike 将于北京时间 9 月 30 日凌晨公布其 1QFY23 (2022 年 6-8 月) 的业绩。在低基数的帮助下, 我们预计 Nike 中国区的 1QFY23 业绩表现环比将大幅改善, 并好于市场预期。据我们了解, Nike 近期加大了在中国的营销活动, 有望助力 Nike 品牌力的持续恢复。作为滔搏最大的品牌合作伙伴 (我们预计 Nike 占滔搏收入的 60% 左右), Nike 的持续恢复将改善市场对滔搏的投资情绪, 提升滔搏的估值水平。
- 1HFY23 及 FY23 业绩预测:** 滔搏将于 10 月底公布 1HFY23 (2022 年 3-8 月) 业绩。我们预测滔搏 2QFY23 的收入同比下滑 1-2%, 1HFY23 收入同比下跌中双位数 (mid-teen)。在高基数及折扣率加深的影响下, 1HFY23 的毛利率同比收窄 2ppt 至 42.5%, 核心经营利润率同比收窄 1ppt 至 10.2%。我们暂时维持我们对 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。
- 目标价与评级:** 基于 15 倍 CY23E P/E 的估值, 我们维持滔搏 8.5 港元目标价及“买入”评级。考虑到其强大的零售运营能力、较高的长期增长确定性、较低的估值水平以及可观的股息率, 滔搏依然是我们在体育运动服饰行业的首推。
- 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)	11.9	13.5	13.1	11.0	10.4
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 9 月 22 日

### 评级

**买入**

目标价 (港元)	8.5
潜在升幅/降幅	+37.3%
目前股价 (港元)	6.2
52 周内股价区间 (港元)	5.1-9.7
总市值 (百万港元)	38,013
近 3 月日均成交额 (百万港元)	35.9

注: 截至 2022 年 9 月 21 日收盘价

### 市场预期区间



▲ 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

## 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

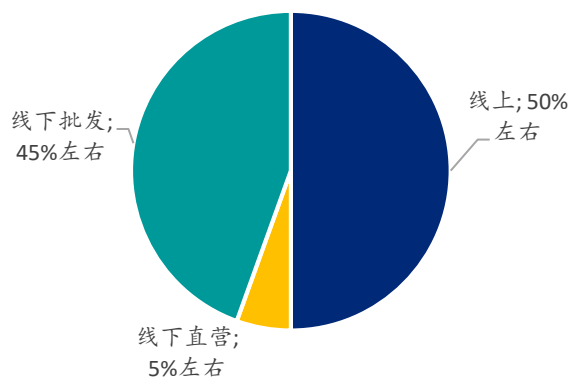
### 现金流量表

(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
应收账款增加/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

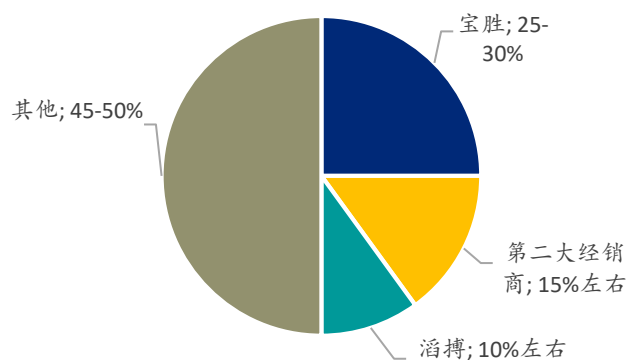
(人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	0.45	0.39	0.41	0.49	0.51
每股销售额	5.81	5.14	5.24	5.92	6.37
每股股息	0.64	0.43	0.41	0.49	0.51
<b>同比变动</b>					
收入	7%	-11%	2%	13%	8%
经营溢利	21%	-14%	3%	21%	6%
归母净利润	20%	-12%	3%	20%	6%
摊薄每股收益	9%	-12%	3%	20%	6%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	41%	43%	43%	43%	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)	11.9	13.5	13.1	11.0	10.4
市销率 (x)	0.9	1.0	1.0	0.9	0.8
股息率	10%	7%	7%	8%	8%

图表 2: 当前斯凯奇中国整体零售流水分布



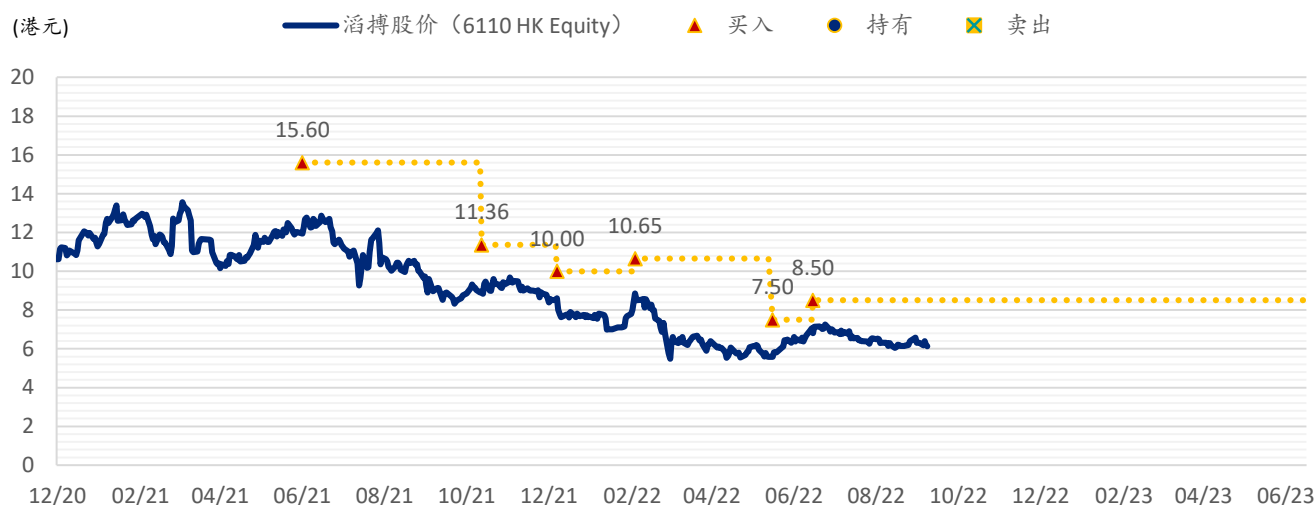
资料来源: 浦银国际估算

图表 3: 当前主要经销商对斯凯奇中国批发业务流水的贡献比例



资料来源: 浦银国际估算

图表 4: SPDBI 目标价: 滔搏



注: 截至 2022 年 9 月 21 日收盘价; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 浦银国际消费行业公司覆盖

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	64.6	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	0.6	买入	1.1	2022 年 5 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	6.2	买入	8.5	2022 年 6 月 30 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	5.8	持有	6.0	2022 年 3 月 30 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	53.8	买入	70.0	2022 年 3 月 25 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	105.6	买入	143.0	2022 年 8 月 18 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	22.3	买入	31.0	2022 年 2 月 24 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	73.0	买入	96.0	2022 年 8 月 29 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	101.9	持有	115.0	2022 年 8 月 29 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.2	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	32.5	买入	47.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	33.4	买入	47.0	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	10.6	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	5.9	持有	7.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	5.5	持有	6.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	29.5	买入	50.0	2022 年 8 月 1 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.1	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.0	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品

注: 截至 2022 年 9 月 21 日收盘价; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 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

#### 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