



滔搏 (6110.HK): 灵活高效的运营能力带来充满韧性的业绩表现; 维持买入评级

在复杂多变的环境中,滔搏 1HFY23 的收入与利润都略高于市场预期,与我们的预测基本一致。我们认为,滔搏稳健的业绩表现主要归功于公司灵活高效的运营能力以及与主要国际品牌之间紧密的合作关系。

- 稳健的业绩背后是卓越而又灵活的运营能力:**滔搏 1HFY23 业绩的亮点主要包括 (1) 滔搏线上收入 (尤其是私域流量) 同比大幅增长,占比提升至 20-30% 中端 (相比 FY22 的 20%), 大幅抵消了疫情对线下客流的影响。(2) 基于“后进 (sell-in) 先出 (sell-out)”的原则,滔搏对库存的严格管理以及品牌对库存的回收使滔搏 1HFY23 库存同比下降 17%; (3) 尽管 3 个月以内的新货占比有所下降,但在有节制的促销下,整体零售折扣同比仅小幅加深。结合品牌对折扣的补助,公司毛利率同比提升 1.1ppt; (4) 加快了对低效以及亏损门店的关闭 (净关门店 767 家),同时积极对员工数进行调整 (相比 FY22 末下降 20%),从而减缓经营负杠杆对利润率的影响; (5) 持续开设 300 平方米以上的大店,增加店效的同时,也改善了客户体验,提高了连带率。以上种种措施都反映了滔搏在巨大的外部环境挑战之下,具有灵活的运营措施及强大的运营能力。
- 对于 2HFY23 的展望:**根据管理层的阐述,我们预计滔搏 9 月至今的收入同比下滑低双位数至中双位数 (11-15%)。截止 10 月中,库存水平相比 8 月末略高 (为“双十一”活动备货),但 6 个月以下新货的占比有所提升。直营零售整体折扣率同比去年略有加深,但环比上半年保持稳定。在相对健康的渠道水平之下,我们认为滔搏没有迫切的需求在接下来的“双十一”中大幅加大促销力度,而是会通过“双十一”进一步改善库龄结构,继续提升新品的占比。我们目前预测滔搏 2HFY23 收入同比下滑低双位数,毛利率同比基本持平,上半年门店数与员工数的缩减,将在下半年进一步抵消经营负杠杆的作用,使核心经营利润率基本维持同比稳定。
- 维持滔搏买入评级:**滔搏 1HFY23 的派息率从去年同期的 56% 大幅提升至 70%,坚定了我们对公司全年派息率高于 100% 的预期。基于目前的股价,滔搏的股息率高达 11%。基于 12 倍 CY23E P/E 的估值,我们下调滔搏目标价至 5.8 港元。考虑其卓越的零售运营能力、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	27,603	31,895	32,633
同比变动 (%)	7%	-11%	-13%	16%	2%
归母净利润	2,770	2,447	2,043	2,834	2,664
同比变动 (%)	20%	-12%	-17%	39%	-6%
PE (X)	9	10	12	9	9
ROE (%)	27%	24%	19%	27%	25%

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 10 月 26 日

评级

买入

目标价 (港元)	5.8
潜在升幅/降幅	+33.3%
目前股价 (港元)	4.4
52 周内股价区间 (港元)	4.3-9.7
总市值 (百万港元)	26,975
近 3 月日均成交额 (百万港元)	30.2

注: 截至 2022 年 10 月 26 日收盘价

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

财务报表分析与预测 - 溢博

利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	36,009	31,877	27,603	31,895	32,633
同比	6.9%	-11.5%	-13.4%	15.6%	2.3%
销售成本	-21,328	-18,052	-15,495	-17,851	-18,211
毛利	14,681	13,824	12,108	14,044	14,423
毛利率	40.8%	43.4%	43.9%	44.0%	44.2%
销售、一般及行政开支	-10,898	-10,732	-9,550	-10,487	-11,101
其他经营收入及收益 (损失)	206	338	251	301	301
经营溢利	3,989	3,430	2,809	3,858	3,623
经营利润率	11.1%	10.8%	10.2%	12.1%	11.1%
融资成本	-279	-218	-192	-168	-167
财务收入	141	114	107	139	144
税前溢利	3,851	3,326	2,724	3,830	3,600
所得税开支	-1,081	-880	-681	-996	-936
所得税率	28.1%	26.4%	25.0%	26.0%	26.0%
归母净利润	2,770	2,447	2,043	2,834	2,664
归母净利率	7.7%	7.7%	7.4%	8.9%	8.2%
同比	20.3%	-11.7%	-16.5%	38.7%	-6.0%

资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
存货	6,211	6,686	4,882	5,380	5,239
应收账款	2,177	1,107	1,437	1,573	1,609
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	2,515	2,135	2,665
流动资产	10,440	10,980	10,133	10,387	10,813
物业、厂房及设备	1,020	1,009	908	786	413
使用权资产	3,625	3,100	2,938	2,916	2,903
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
非流动资产	7,266	6,816	6,493	6,317	5,899
应付贸易账款	445	927	594	685	698
其他应付款项、应付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
流动负债	5,426	4,873	4,214	4,305	4,318
递延所得税负债	246	372	350	350	350
租赁负债	2,329	1,970	1,480	1,468	1,462
非流动负债	2,575	2,342	1,830	1,818	1,812
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
权益	9,706	10,582	10,582	10,582	10,582

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

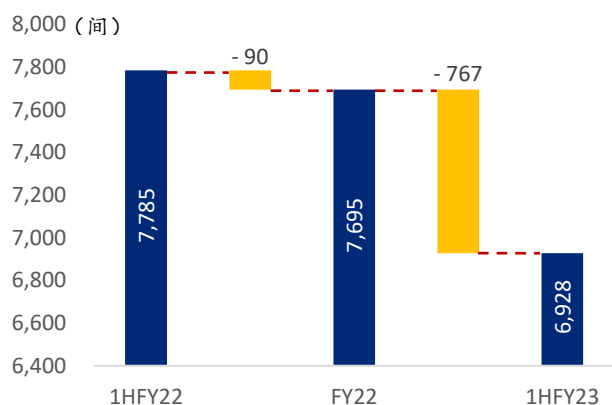
现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
除所得税前溢利	3,851	3,326	2,724	3,830	3,600
固定资产折旧	680	667	746	764	965
使用权资产折旧	1,924	1,830	1,537	1,522	1,513
无形资产摊销	29	31	32	32	32
其他	141	170	86	28	23
营运资金变动前经营现金流	6,624	6,024	5,125	6,176	6,133
预付款项及其他资产增加	-20	-36	14	0	0
存货增加	417	-524	1,804	-498	141
应收账款减少	-716	1,081	-330	-136	-36
其他应收款、按金及预付款减少	24	-571	135	0	0
应付贸易款项增加	-660	481	-332	90	14
其他应付款、应付费用及其他负债增加	-13	137	-64	0	0
支付所得税	-950	-903	-681	-996	-936
经营活动所得(所用)现金净额	4,706	5,690	5,671	4,636	5,315
购买物业、厂房及设备和其他无形资产支付款项	-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	107	139	144
其他	-1,001	0	0	0	0
投资活动所用现金净额	2,098	-671	-535	-503	-448
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	-1,790	-1,680	-1,673
已付银行借款之利息	-81	-22	-23	0	0
已付股息	-5,294	-1,550	-2,043	-2,834	-2,664
其他	0	0	0	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	-8,398	-4,494	-4,374	-4,514	-4,337
现金及现金等价物变动	-1,595	524	762	-380	531
于年初的现金及现金等价物	2,824	1,229	1,753	2,515	2,135
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	2,515	2,135	2,665

财务和估值比率

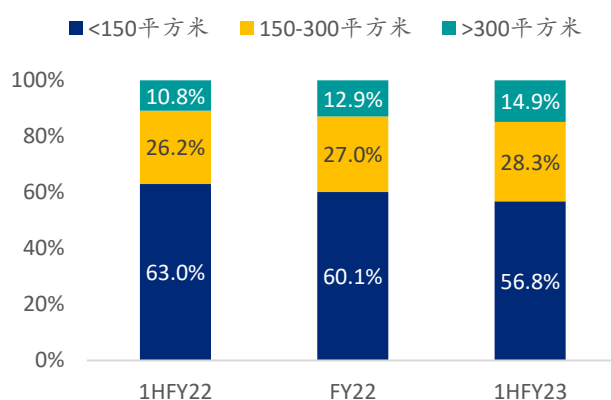
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	0.45	0.39	0.33	0.46	0.43
每股销售额	5.81	5.14	4.45	5.14	5.26
每股股息	0.64	0.43	0.33	0.46	0.43
同比变动					
收入	7%	-11%	-13%	16%	2%
经营溢利	21%	-14%	-18%	37%	-6%
归母净利润	20%	-12%	-17%	39%	-6%
摊薄每股收益	9%	-12%	-17%	39%	-6%
费用与利润率					
毛利率	41%	43%	44%	44%	44%
经营利润率	11%	11%	10%	12%	11%
归母净利率	8%	8%	7%	9%	8%
回报率					
平均股本回报率	27%	24%	19%	27%	25%
平均资产回报率	14%	14%	12%	17%	16%
资产效率					
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
财务杠杆					
流动比率(x)	1.9	2.3	2.4	2.4	2.5
速动比率(x)	0.8	0.9	1.2	1.2	1.3
现金比率(x)	0.2	0.4	0.6	0.5	0.6
负债/权益(%)	14%	5%	0%	0%	0%
估值					
市盈率(x)	8.9	10.0	12.0	8.7	9.2
市销率(x)	0.7	0.8	0.9	0.8	0.8
股息率	15%	10%	8%	11%	10%

图表 2: 滔搏店铺数量变化



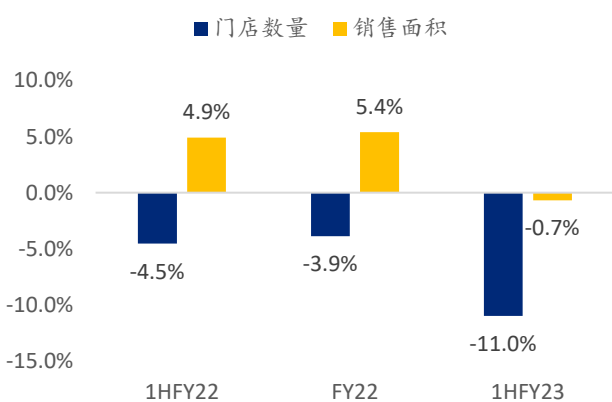
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 3: 滔搏店铺占比按销售面积分布



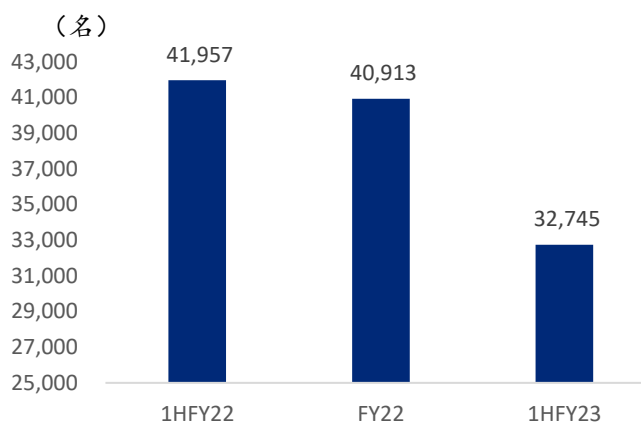
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 4: 滔搏店铺数量及销售面积同比变化



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 5: 滔搏员工数, 1HFY22-1HFY23



资料来源: 公司数据、浦银国际

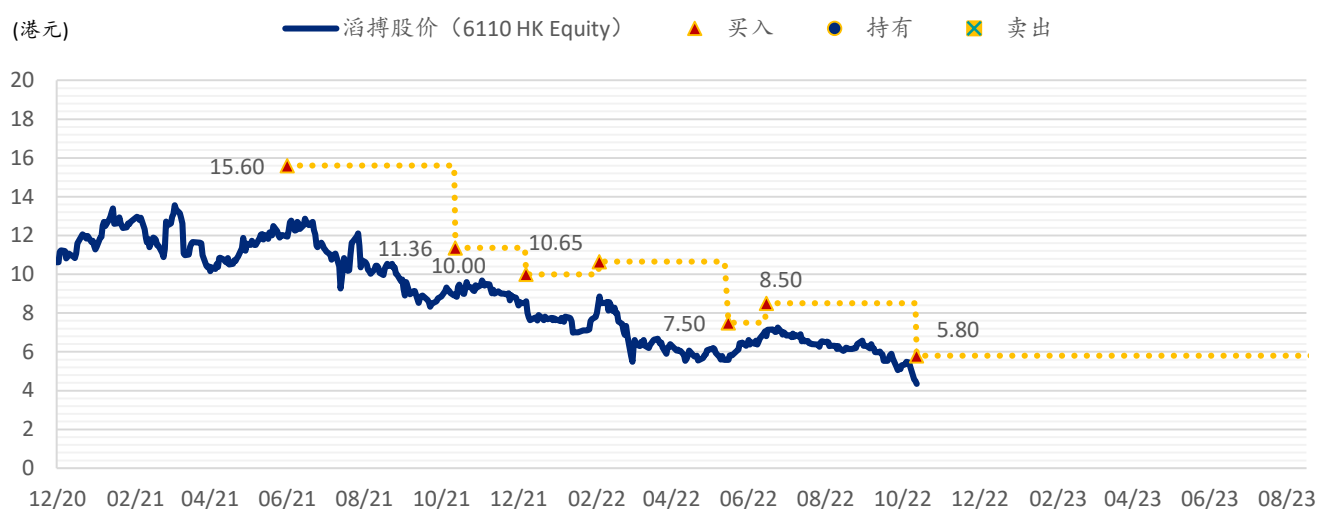
图表 6: SPDBI 财务预测变化

(人民币百万)	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入			
旧预测	32,504	36,697	39,491
新预测	27,603	31,895	32,633
变动	-15.1%	-13.1%	-17.4%
净利润			
旧预测	2,516	3,011	3,183
新预测	2,043	2,834	2,664
变动	-18.8%	-5.9%	-16.3%

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际预测

图表 7: SPDBI 目标价: 滔搏



注: 截至 2022 年 10 月 26 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

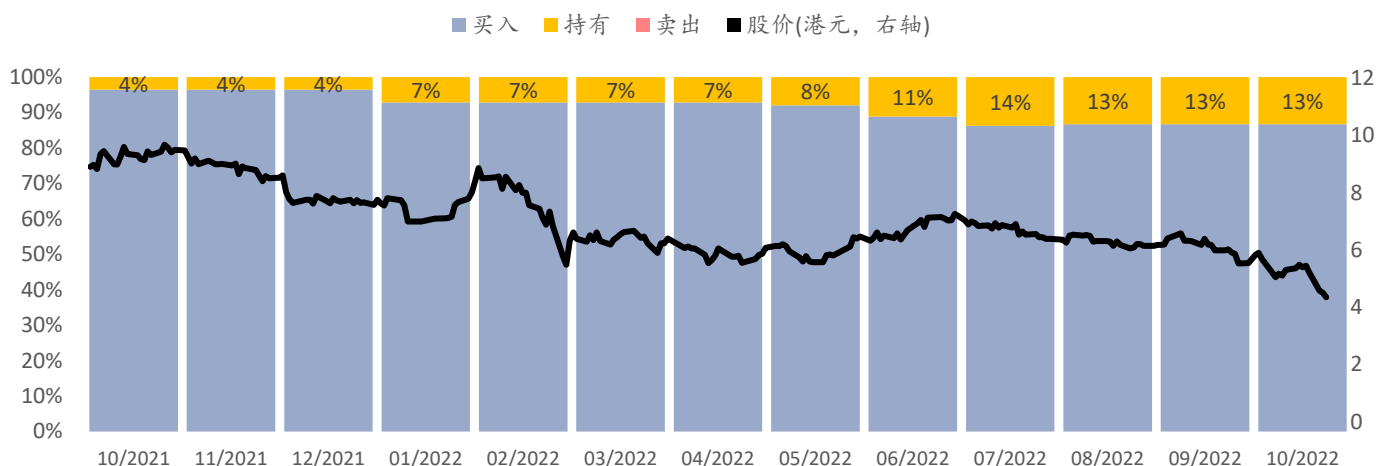
图表 8: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	46.4	买入	92.8	2022 年 4 月 21 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	74.8	买入	119.0	2022 年 4 月 18 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.4	买入	1.1	2022 年 5 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	4.4	买入	5.8	2022 年 10 月 26 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	4.4	持有	6.0	2022 年 3 月 30 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	41.5	买入	70.0	2022 年 3 月 25 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	92.0	买入	143.0	2022 年 8 月 18 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	16.8	买入	31.0	2022 年 2 月 24 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	63.9	买入	96.0	2022 年 8 月 29 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	94.8	持有	115.0	2022 年 8 月 29 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.1	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	29.1	买入	47.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	27.8	买入	47.0	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	10.1	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.9	持有	7.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	3.7	持有	6.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	29.6	买入	50.0	2022 年 8 月 1 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.6	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.8	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 10 月 26 日收盘价。

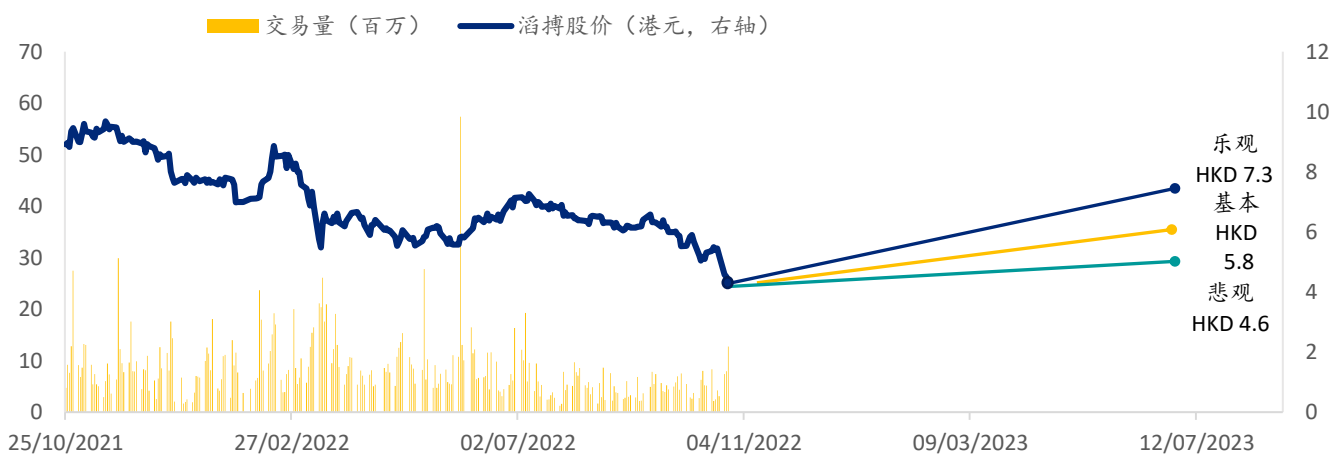
SPDBI 乐观与悲观情景假设

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: 7.3 港元

概率: 25%

- FY23 其他品牌收入取得超 10% 增长;
- FY23 直营零售店平均店效同比持平;
- FY23 毛利率同比提升 100bps 以上;
- FY23 公司经营费用率管控得当, 带动经营利润率提升 50bps 以上

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 4.6 港元

概率: 20%

- FY23 其他品牌收入录得负增长-10%;
- FY23 直营零售店平均店效降低-20%;
- FY23 毛利率同比下跌 50bps;
- FY23 公司经营费用率提升, 令经营利润率下跌 1%

E=浦银国际预测

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

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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼