

滔搏 (6110 HK)

7月起业务将重回正轨

滔搏在20财年(2月结)的现金流表现强劲,我们相信公司数字化转型能有效帮助21财年下半年业务复苏。目前公司的估值是在22财年(2月结)的18倍预测市盈率,属于偏高水平(相对国际同业平均的12倍有44%溢价),不过我们仍然预期滔搏在21财年下半年有望实现双位数的增长,所以在市场情绪改善下,公司可获重新估值。

- **20财年(2月结)净利润符合预期,但销售低于预期5%。**公司净利润同比增长5%至23亿元人民币,符合彭博预测,但销售仅同比增长3%至337亿元人民币,低于市场预期5%。我们认为主要原因包括:1)直接零售业务略差(20财年下半年下跌8%,但同期批发业务增长35%),2)20财年下半年毛利率在疫情影响下,同比只下跌0.4个百分点至40.5%。**疫情前公司增长势头不俗**,管理层表示2019年3月至2020年1月(不包括2月)期间的销售/营运收入同比增长13%/20%以上,均快于2019年下半年同比增长的12%/18%。
- **现金流承压,但由于公司1)营运资金管理稳健,2)主力品牌给予多项支持以及3)在数字化占有优势,所以我们仍然对滔搏充满信心。**公司20财年(2月结)销售未如理想,库存天数持续上升(由19财年的104天增加至20财年的120天),但由于应付天数由10天增加至16天,应收天数则由29天减少至22天,公司20财年的营运现金流仍同比增长105%。另外,主力品牌给予多项支持,包括1)允许取消订单(我们认为主要在第一季及第三季度),2)提供更具弹性的退货政策,3)愿意给予经销商更多补贴去清理库存,即使零售折扣会比正常高,以及4)广泛利用数字方式进行采购及电商销售等。2020年3月至5月期间直接零售业务中的数字方式的销售占比达10-20%,远高于疫情前的中至高单位数占比,主要归因于公司数字化的努力如小程序、门店手机支付以及更多库存打通分享等等。
- **2020年5月录得增长,预料7月开始业务可重回正轨。**管理层表示,公司已于2020年5月录得正增长,相信7月开始增长及零售折扣将回复正常。
- **公司预期门店数量在21财年(2月结)会保持稳定,但面积扩充及门店改造将继续。**21财年(2月结)整体门店数量预料不会有太大变化,但门店改造将继续,并且会开拓更多的大面积门店。20财年总零售面积同比增长了10.6%(19财年的同比增长为9.3%),而门店数量仅同增加了0.6%(增加52家至8,395家)。
- **虽然目前估值溢价不低,但业务复苏有望继续改善市场情绪。**虽然我们销售的市场预期将进一步下调,但我们对滔搏未来的销售复苏仍然感到乐观。根据彭博市场预期,滔搏的估值为18倍的22财年(2月结)预测市盈率,估值偏高(相对国际同业平均的12倍有44%溢价),但仍是可以被解释的。

财务资料

(截至2月28日)	FY18A	FY19A	FY20A
营业额(百万人民币)	26,550	32,564	33,690
同比增长(%)	22.4	22.7	3.5
净利润(百万人民币)	1,436	2,200	2,303
每股收益(人民币)	不适用	0.4173	0.4088
每股收益变动(%)	不适用	不适用	(2.0)
市盈率(x)	不适用	21.9	22.7
市帐率(x)	不适用	28.6	5.5
股息率(%)	不适用	1.2	2.0
权益收益率(%)	33.1	76.8	36.9
净负债比率(%)	64.0	202.7	32.6

数据来源:公司及招银国际证券

敬请参阅尾页之免责声明

本报告摘要自英文版本,如欲进一步了解,敬请参阅英文报告。

请到彭博(搜索代码: CMBR)或 <http://www.cmbi.com.hk> 下载更多招银国际证券研究报告

未评级

当前股价

HK\$10.40

中国体育用品行业

胡永匡

(852) 3761 8776

walterwoo@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	64,493
3月平均流通量(百万港元)	95.05
52周内股价高/低(港元)	11.28/6.31
总股本(百万)	6,201.2

数据来源:彭博

股东结构

高瓴资本集团	82.91%
自由流通	17.09%

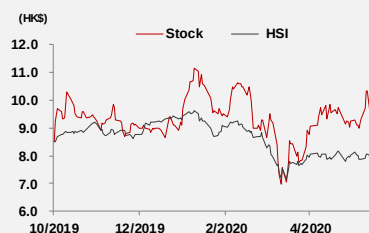
数据来源:港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	2.4%	6.3%
3-月	-6.7%	9.3%
6-月	5.8%	24.5%
12-月	不适用	不适用

数据来源:彭博

股份表现



数据来源:彭博

审计师: 罗兵咸永道

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

披露

招银国际证券或其他关联机构曾在过去12个月内与报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

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。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。