

滔搏 (6110 HK)

7月起業務將重回正軌

滔搏在20財年(2月結)的現金流表現強勁,我們相信公司數字化轉型能有效幫助21財年下半年業務復甦。目前公司的估值是在22財年(2月結)的18倍預測市盈率,屬於偏高水準(相對國際同業平均的12倍有44%溢價),不過我們仍然預期滔搏在21財年下半年有望實現雙位數的增長,所以在市場情緒改善下,公司可獲重新估值。

- **20財年(2月結)淨利潤符合預期,但銷售低於預期5%。**公司淨利潤同比增長5%至23億元人民幣,符合彭博預測,但銷售僅同比增長3%至337億元人民幣,低於市場預期5%。我們認為主要原因包括:1)直接零售業務略差(20財年下半年下跌8%,但同期批發業務增長35%),2)20財年下半年毛利率在疫情影響下,同比只下跌0.4個百分點至40.5%。**疫情前公司增長勢頭不俗**,管理層表示2019年3月至2020年1月(不包括2月)期間的銷售/營運收入同比增長13%/20%以上,均快於2019年下半年同比增長的12%/18%。
- **現金流承壓,但由於公司1)營運資金管理穩健,2)主力品牌給予多項支持以及3)在數字化佔有優勢,所以我們仍然對滔搏充滿信心。**公司20財年(2月結)銷售未如理想,庫存天數持續上升(由19財年的104天增加至20財年的120天),但由於應付天數由10天增加至16天,應收天數則由29天減少至22天,公司20財年的營運現金流仍同比增長105%。另外,主力品牌給予多項支持,包括1)允許取消訂單(我們認為主要在第一季及第三季度),2)提供更具彈性的退貨政策,3)願意給予經銷商更多補貼去清理庫存,即使零售折扣會比正常高,以及4)廣泛利用數字方式進行採購及電商銷售等。2020年3月至5月期間直接零售業務中的數字方式的銷售佔比達10-20%,遠高於疫情前的中至高單位數佔比,主要歸因於公司數字化的努力如小程序、門店手機支付以及更多庫存打通分享等等。
- **2020年5月錄得增長,預料7月開始業務可重回正軌。**管理層表示,公司已於2020年5月錄得正增長,相信7月開始增長及零售折扣將回復正常。
- **公司預期門店數量在21財年(2月結)會保持穩定,但面積擴充及門店改造將繼續。**21財年(2月結)整體門店數量預料不會有太大變化,但門店改造將繼續,並且會開拓更多的大面積門店。20財年總零售面積同比增長了10.6%(19財年的同比增長為9.3%),而門店數量僅同比增加了0.6%(增加52家至8,395家)。
- **雖然目前估值溢價不低,但業務復甦應有望繼續改善市場情緒。**雖然我們銷售的市場預期將進一步下調,但我們對滔搏未來的銷售復甦仍然感到樂觀。根據彭博市場預期,滔搏的估值為18倍的22財年(2月結)預測市盈率,估值偏高(相對國際同業平均的12倍有44%溢價),但仍是可以被解釋的。

財務資料

(截至2月28日)	FY18A	FY19A	FY20A
營業額(百萬人民幣)	26,550	32,564	33,690
同比增長(%)	22.4	22.7	3.5
淨利潤(百萬人民幣)	1,436	2,200	2,303
每股收益(人民幣)	不適用	0.4173	0.4088
每股收益變動(%)	不適用	不適用	(2.0)
市盈率(x)	不適用	21.9	22.7
市帳率(x)	不適用	28.6	5.5
股息率(%)	不適用	1.2	2.0
權益收益率(%)	33.1	76.8	36.9
淨負債比率(%)	64.0	202.7	32.6

資料來源:公司及招銀國際證券

敬請參閱尾頁之免責聲明

本報告摘要自英文版本,如欲進一步瞭解,敬請參閱英文報告。

請到彭博(搜索代碼: CMBR)或<http://www.cmbi.com.hk>下載更多招銀國際證券研究報告

未評級

當前股價

HK\$10.40

中國體育用品行業

胡永匡

(852) 3761 8776

walterwoo@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	64,493
3月平均流通量(百萬港元)	95.05
52周內股價高/低(港元)	11.28/6.31
總股本(百萬)	6,201.2

數據源: 彭博

股東結構

高瓴資本集團	82.91%
自由流通	17.09%

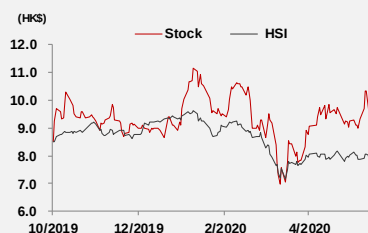
數據源: 港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	2.4%	6.3%
3-月	-6.7%	9.3%
6-月	5.8%	24.5%
12-月	不適用	不適用

數據源: 彭博

股份表現



數據源: 彭博

審計師: 羅兵咸永道

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

披露

招銀國際證券或其他關聯機構曾在過去12個月內與報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構撰寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。