

## 两大因素缠扰，滔搏难解困局

这家外国体育品牌代理商，业务正受两大负面因素冲击。



你有没有发现，最近一些国际服装品牌提供了更多折扣？

零售商提供优惠促销，主要目的就是去库存。以两大国际运动品牌 Nike(NKE.US)和 Adidas(ADS.DE)为例，由于在大中华地区的销售下挫，不时在中国内地与香港推出大幅度打折活动。在疫情封控与停用“新疆棉”政治风波两大负面因素冲击下，作为这两个品牌的中国最大代理商，滔搏国际控股有限公司(6110.HK)上周二公布了四年来最差的中期业绩。

这一年多来，滔搏面对的困难是“一波未平一波又起”，去年一场“新疆棉风波”，中国消费者罢买外国货，转投“国民品牌”，令 Nike 和 Adidas 销售减少，已经重击滔搏；踏入今年第二季，又遇上新冠变异病毒株疫情在中国多地暴发，上海等大城市的严格封控措施，导致旗下实体店长时间无法开门做生意。

根据滔搏截至今年 8 月底的上半财年业绩，期内营收同比减少 15.1% 至 132 亿元，是四年以来最低销售额，其中包括 Nike 及 Adidas 的主力品牌业务收入减少 14.6% 至 115.4 亿元，仍占总收入 87.3%；至于 Puma、Converse、Vans、The North Face 及 Timberland 的其他品牌业务，收入也下跌 18.2% 至 15.6 亿元。

虽然公司的毛利同比下降 12.9% 至 60.3 亿元，较整体收入跌幅温和，但由于新冠疫情对销售的不利影响加重经营杠杆，令集团销售及分销开支、以及一般及行政开支占收入比例仍然增加，拖累净利润大降 19.9% 至 11.5 亿元。但值得高兴的是，该公司仍能维持每股 0.13 元中期股息，总算对投资者有个交代。

### **努力节流**

为了节省成本，滔搏不得不加快关店速度，截至 8 月底，旗下直营店比去年同期减少了 857 家，剩下 6,928 家；其中单是 3 至 8 月已减

少了 767 家，员工人数由今年 2 月底的 40,913 人，半年间裁减近两成至 32,745 人。

另外，滔搏近年一直持续“小店搬大店”策略，目前 300 平方米以上的大店数量已增至 1,030 家，占比由今年 2 月底的 12.9% 增至 14.9%，反观 150 平方米及以下的门店比 2 月底减少了 686 家，占比跌至 56.8%，毛销售面积在半年内减少 5.1%，或有助纾缓租金开支。

除了节流取得成果，更令投资者欣慰的是，滔搏的线上线下“双渠道”的营运模式开始奏效，公司虽然没有公布相关数据，只显示累计注册会员数同比增长 28% 至 6,020 万名，但管理层在报告中称：“在线销售金额同比实现大幅增长，其中基于社群运营的在线私域销售金额同比增速最为显著，对总销售金额的贡献占比同比翻倍。”

不过，有财经界人士对滔搏的前景抱审慎态度。“公司很多库存根本卖不出去，最后只能促销清货，加上产品持续折旧，将会蚕食利润。”独立股评人邹家华分析说。

虽然滔搏截至 8 月底的存货金额，已比 2 月底微减 4.2% 至约 64 亿元，但平均存货周转期却同比大幅增加了 19.8 天，至 167.6 天，令投资者关注公司下半年清库存的进度。

## 股价腰斩

面对中国经济放缓环境与反复多变的疫情，投资银行也相继下调滔搏目标价。瑞信表示，由于新一波的变异病毒疫情自9月起再度爆发，估计滔搏至11月底的第三财季零售销售额，同比跌幅将扩大至10%；此外，该行认为公司在“双11”的在线促销，也会为毛利率带来压力，因此将2023及2024年每股盈利预测降低21%及24%，目标价从7.3港元下调至5港元，评级维持“中性”。

大和则认为，滔搏的派息比率达70.4%，优于该行预期，但由于公司销售展望疲软，因此把未来三年的每股盈利预测下跌12%至16%，目标价从9港元下调至7.3港元。麦格理称，该公司线下门店人流恢复比预期慢，加上中国持续的防疫限制，令其销售表现可能要到明年下半年才会改善，因此把未来两个财年的盈利预测各下调13%，目标价从8.5港元降至7.8港元。

由于港股持续疲软，两大“国民品牌”李宁(2331.HK)及安踏(2020.HK)最近同创52周新低。滔搏股价难免同病相怜，在公布业绩后四个交易日累计下跌12%，本周一以3.96港元的历史低位收盘，比去年高位13.78港元蒸发71%，市值跌至245亿港元(227亿元)，仅为三年前上市时的一半。

从估值上看，滔搏的预测市盈率已跌至 8.8 倍，李宁及安踏分别达 20.8 倍和 17.5 倍，滔搏明显存在折让，反映了以代理品牌为主营业务的滔搏，毛利率远低于李宁和安踏等生产商的因素。

邹家华认为，投资者不宜因为滔搏的估值较低而“追落后”：“中国仍然坚持动态清零，市场未能看见曙光，加上地产行业不景，减弱中产人士的消费信心，目前并非这类体育用品股的投资时机。”

体育的本质是考验自律与意志的坚持，作为体育服装代理的滔搏，反复的疫情正好考验管理层能否保持自律、汇聚在线线下流量及坚持“小店搬大店”策略，静待在市况回暖时引领公司走出低谷。