



滔搏 (6110.HK): 基本面依然稳健, 利润率扩张确定性强, 建议逢低吸纳

我们认为, 滔搏 2HFY23 毛利率表现低于预期, 体现了管理层致力于主动调整库存结构以改善零售折扣, 从而提升 FY24 毛利率的决心。我们逆势上调了公司 FY24E 和 FY25E 的收入与盈利预测。在公司运营效率大幅提升的基础上, 我们预测随着店效与坪效提升, 公司 FY24 的净利率有望在零售折扣改善及正向经营杠杆的帮助下创新高。我们维持“买入”评级及目标价 9.5 港元。建议投资者逢低吸纳。

- 坪效提升驱动收入高质量增长:** 管理层表示, 3-4 月的销售规模同比增长双位数, 并已回到 2019 年同期 80-85% 的水平。尽管基数环比 3-4 月有所上升, 但 5 月前两周的增速并未明显放缓, 且 3-5 月的日均单店销售收入逐月上升。我们预计, 随着消费力和消费情绪逐渐好转, 公司后续的销售收入有望逐步回到 2019 年同期的水平。鉴于 FY23 的总销售面积同比下滑 6.8%, 我们认为, 公司 FY24 截止目前的收入增长皆由坪效提升所驱动。这一方面体现了滔搏较高的收入增长质量, 另一方面也将为 FY24 的业绩带来较大的经营杠杆。
- FY24 毛利率同比改善确定性高:** 我们对 FY24 毛利率的信心, 来自于滔搏当前合理的库存水平与健康的库龄结构, 而这都归功于滔搏在 FY23 主动进行了库存管理。截止 FY23 年末, 滔搏的库销比已回到 4-5 个月, 且库存中 6 个月以内新品占比环比 1H23 末上升 10 天至 80 天。基于此, 公司 2MFY24 (即 2023 年 3-4 月) 的零售折扣同比改善低单位数, 但相较 2019 年同期的零售折扣仍加深中到高单位数。我们预期, 零售折扣同比改善的趋势将在 FY24 后续维持。此外, 我们预计 FY24 合作品牌会继续对零售折扣给予补贴, 但力度将逐步减小。
- 经营杠杆有望超预期助力盈利的提升:** 管理层目标 FY24 的收入增长来自于坪效提升, 这意味着 FY24 收入增速将快于销售面积增长。同时, 管理层预计 FY24 人效也将持续改善, 这意味着销售面积增长将快于员工数增长。基于坪效与人效双提升带来的正向经营杠杆, 我们预测 FY24 的员工费用占收入比及租金占收入比同比都将录得较大幅度的降低, 叠加折扣的改善, 共同助力净利率的提升。
- 维持目标价及行业首选不变:** 基于出众的运营效率、优秀的现金流管理、较低的估值水平及较高的派息率, 我们认为滔搏仍是具有较高吸引力的投资标的。基于 20 倍 FY24E P/E, 我们维持滔搏 9.5 港元的目标价, 维持“买入”评级及行业首选。
- 投资风险:** 行业需求放缓; 国内品牌竞争大于预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	31,877	27,073	31,806	34,818	37,188
同比变动 (%)	-11%	-15%	17%	9%	7%
归母净利润	2,447	1,837	2,558	2,899	3,243
同比变动 (%)	-12%	-25%	39%	13%	12%
PE (X)	14.0	18.6	13.4	11.8	10.5
ROE (%)	24%	18%	26%	29%	33%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制, 请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

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

2023 年 5 月 24 日

评级

买入

目标价 (港元)	9.5
潜在升幅/降幅	+55.0%
目前股价 (港元)	6.1
52 周内股价区间 (港元)	3.9-8.2
总市值 (百万港元)	38,013
近 3 月日均成交额 (百万港元)	47.2

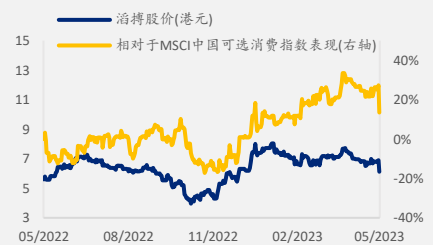
注: 截至 2023 年 5 月 24 日收盘价

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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	31,877	27,073	31,806	34,818	37,188
同比	-11.5%	-15.1%	17.5%	9.5%	6.8%
销售成本	-18,052	-15,789	-18,278	-19,910	-21,181
毛利	13,824	11,284	13,528	14,908	16,007
毛利率	43.4%	41.7%	42.5%	42.8%	43.0%
销售、一般及行政开支	-10,732	-9,153	-10,251	-11,141	-11,796
其他经营收入及收益 (损失)	338	300	301	301	301
经营溢利	3,430	2,431	3,578	4,068	4,512
经营利润率	10.8%	9.0%	11.3%	11.7%	12.1%
融资成本	-218	-213	-236	-266	-254
财务收入	114	104	115	116	125
税前溢利	3,326	2,322	3,457	3,918	4,383
所得税开支	-880	-486	-899	-1,019	-1,140
所得税率	26.4%	20.9%	26.0%	26.0%	26.0%
归母净利润	2,447	1,837	2,558	2,899	3,243
归母净利润率	7.7%	6.8%	8.0%	8.3%	8.7%
同比	-11.7%	-24.9%	39.3%	13.3%	11.9%

现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
除所得税前溢利	3,326	2,322	3,457	3,918	4,383
固定资产折旧	667	615	681	666	814
使用权资产折旧	1,830	1,438	1,545	1,780	1,767
无形资产摊销	31	34	34	34	34
其他	170	307	322	350	229
营运资金变动前经营现金流	6,024	4,717	6,038	6,748	7,228
预付款项及其他资产增加	-36	1,126	-52	0	0
存货增加	-524	439	-263	237	-110
应收贸易款项减少	1,081	52	-339	-132	-104
其他应收款、按金及预付款减少	-571	299	36	0	0
应付贸易款项增加	481	64	-90	-29	56
其他应付款、应计费用及其他负债增加	137	-925	101	0	0
支付所得税	-903	-486	-899	-1,019	-1,140
经营活动所得 (所用) 现金净额	5,690	5,286	4,533	5,806	5,929
购买物业、厂房及设备和无形资产支付款项	-716	-550	-650	-550	-550
出售物业、厂房及设备所得款项	3	8	8	8	8
以跨境资金池安排下提取 / (存入) 的定期抵押存款	0	-1,286	0	0	0
已收利息	42	104	115	116	125
其他	0	0	0	0	0
投资活动所用现金净额	-671	-1,724	-527	-426	-417
偿还银行借款	-5,152	0	0	0	0
银行借款所得款项	4,348	1,027	0	0	0
支付租赁负债 (含利息)	-2,117	-1,300	-1,619	-2,141	-2,186
已付银行借款之利息	-22	-40	-48	-50	-50
已付股息	-1,550	-2,047	-2,558	-2,899	-3,243
其他	0	0	0	0	0
融资活动 (所用) 所得现金净额	-4,494	-2,360	-4,226	-5,090	-5,479
现金及现金等价物变动	524	1,203	-220	291	33
于年初的现金及现金等价物	1,229	1,753	2,357	2,137	2,428
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	1,753	2,357	2,137	2,428	2,461

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
存货	6,686	6,247	6,510	6,273	6,383
应收账款	1,107	1,055	1,394	1,526	1,630
按金、预付款项及其他应收款项	1,435	1,136	1,100	1,100	1,100
抵押定期存款	0	1,286	1,286	1,286	1,286
银行结余及现金	1,753	2,357	2,137	2,428	2,461
流动资产	10,980	12,101	12,427	12,613	12,860
物业、厂房及设备	1,009	733	498	174	-198
使用权资产	3,100	2,425	3,187	3,406	3,139
无形资产	1,093	1,073	1,024	990	956
长期按金、预付款项及其他应收款项	1,309	249	300	300	300
递延所得税资产	305	239	240	240	240
非流动资产	6,816	4,719	5,249	5,110	4,437
应付贸易账款	927	991	901	873	928
其他应付款项、应计费用及其他应付款项	1,645	1,192	1,250	1,250	1,250
应付股息	0	0	0	0	0
短期借款	518	1,545	1,545	1,545	1,545
租赁负债	1,086	1,181	1,200	1,200	1,200
即期所得税负债	697	360	400	400	400
流动负债	4,873	5,268	5,296	5,268	5,323
递延所得税负债	372	237	240	240	240
租赁负债	1,970	1,481	2,368	2,443	1,961
非流动负债	2,342	1,719	2,608	2,683	2,201
股本及其他储备	3,512	1,742	1,742	1,742	1,742
保留溢利	7,070	8,092	8,092	8,092	8,092
权益	10,582	9,834	9,834	9,834	9,834

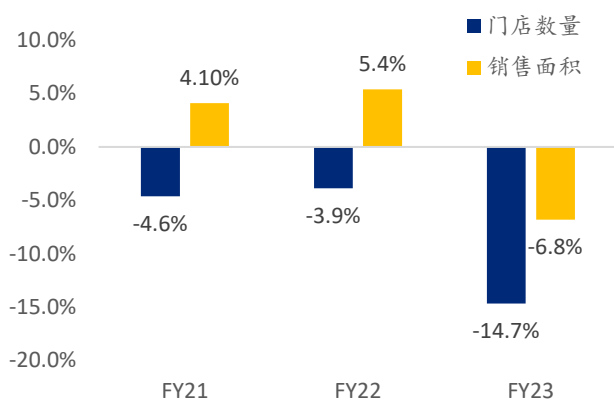
财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.39	0.30	0.41	0.47	0.52
每股销售额	5.14	4.37	5.13	5.61	6.00
每股股息	0.43	0.33	0.41	0.47	0.52
同比变动					
收入	-11%	-15%	17%	9%	7%
经营溢利	-14%	-29%	47%	14%	11%
归母净利润	-12%	-25%	39%	13%	12%
摊薄每股收益	-12%	-25%	39%	13%	12%
费用与利润率					
毛利率	43%	42%	43%	43%	43%
经营利润率	11%	9%	11%	12%	12%
归母净利润率	8%	7%	8%	8%	9%
回报率					
平均股本回报率	24%	18%	26%	29%	33%
平均资产回报率	14%	11%	15%	16%	19%
资产效率					
库存周转天数	130	149	130	115	110
应收账款周转天数	19	15	16	16	16
应付账款周转天数	14	22	18	16	16
财务杠杆					
流动比率 (x)	2.3	2.3	2.3	2.4	2.4
速动比率 (x)	0.9	1.1	1.1	1.2	1.2
现金比率 (x)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
负债/权益 (%)	5%	16%	16%	16%	16%
估值					
市盈率 (x)	14.0	18.6	13.4	11.8	10.5
市销率 (x)	1.1	1.3	1.1	1.0	0.9
股息率	7%	5%	7%	8%	9%

E=浦银国际预测

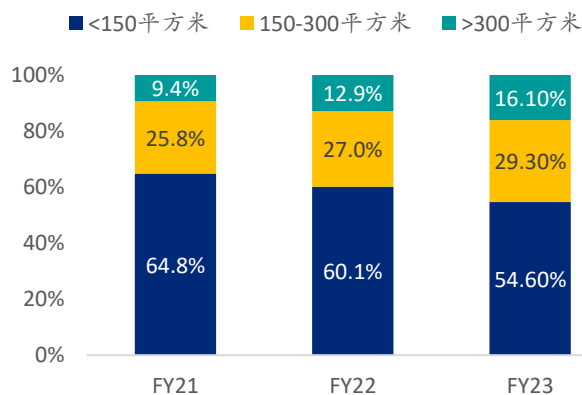
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 滔搏店舖数量及总销售面积同比变化



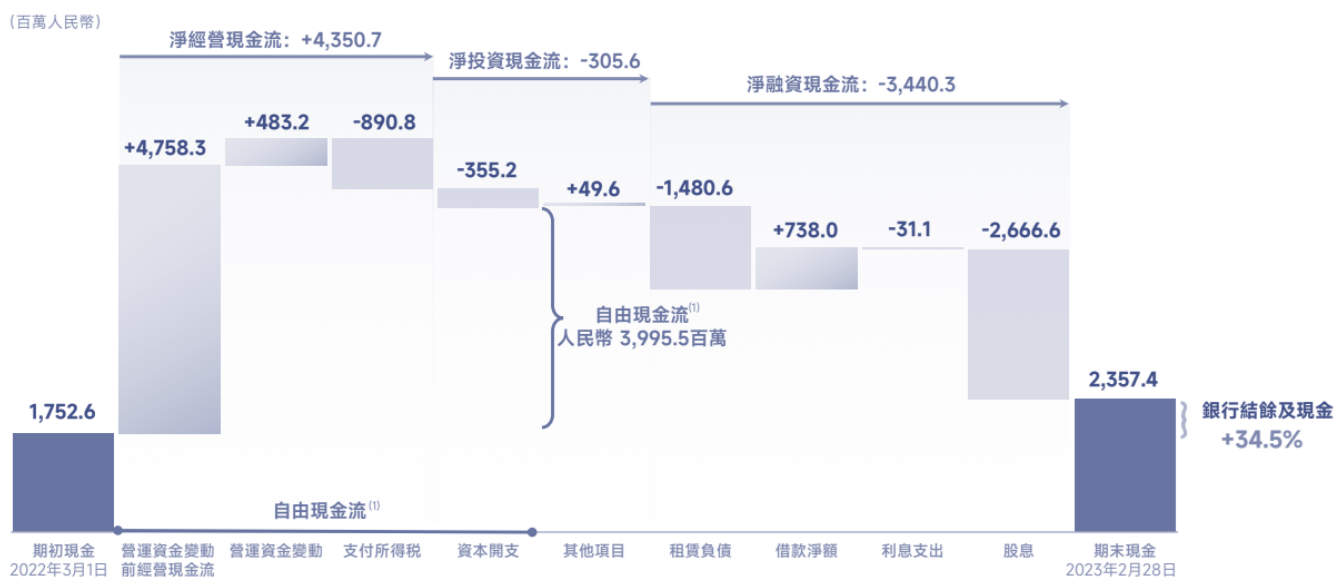
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 3: 滔搏店舖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 FY2023 现金变化情况



资料来源: 公司資料、浦銀國際

图表 5：滔搏 FY2022-FY2023 上、下半年及全年经营情况

百万人民币	1HFY22	1HFY23	YoY	2HFY22	2HFY23	YoY	FY22	FY23	YoY
营业收入	15,573	13,218	-15%	16,303	13,855	-15%	31,877	27,073	-15%
其中：主要品牌	13,518	11,544	-15%	14,051	11,780	-16%	27,569	23,324	-15%
其他品牌	1,903	1,558	-18%	2,102	1,963	-7%	4,005	3,520	-12%
营业成本	-8,650	-7,187	-17%	-9,402	-8,602	-9%	-18,052	-15,789	-13%
毛利润	6,924	6,031	-13%	6,901	5,254	-24%	13,824	11,284	-18%
毛利率	44.5%	45.6%		42.3%	37.9%		43.4%	41.7%	
销售费用	-4,543	-4,091	-10%	-4,896	-3,961	-19%	-9,439	-8,052	-15%
销售费用率	29.2%	30.9%		30.0%	28.6%		29.6%	29.7%	
租金支出	-1,251	-1,054	-16%	-1,363	-947	-31%	-2,614	-2,001	-23%
使用权资产折旧	-917	-772	-16%	-913	-810	-11%	-1,830	-1,582	-14%
人力成本	-1,618	-1,488	-8%	-1,845	-1,403	-24%	-3,464	-2,891	-17%
管理费用	-635	-574	-10%	-659	-527	-20%	-1,293	-1,101	-15%
管理费用率	4.1%	4.3%		4.0%	3.8%		4.1%	4.1%	
经营利润	1,746	1,366	-22%	1,346	765	-43%	3,093	2,131	-31%
经营利润率	11.2%	10.3%		8.3%	5.5%		9.7%	7.9%	
其他收入	310	213	-31%	17	85	401%	327	299	-9%
拨回应收贸易账款减值	3	2	-50%	7	0	-100%	10	2	-85%
财务支出	-38	-63	66%	-66	-46	-31%	-104	-109	4%
税前盈利	2,022	1,518	-25%	1,304	805	-38%	3,326	2,322	-30%
所得税	-591	-372	-37%	-288	-113	-61%	-880	-486	-45%
净利润	1,431	1,145	-20%	1,016	691	-32%	2,447	1,837	-25%
净利润率	9.2%	8.7%		6.2%	5.0%		7.7%	6.8%	

资料来源：公司数据、浦银国际

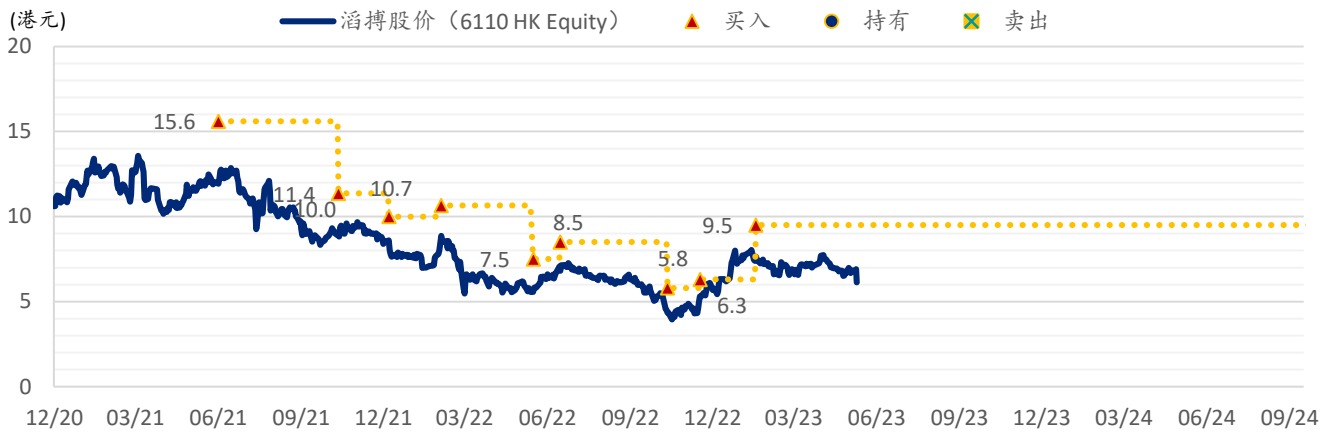
图表 6: SPDBI 财务预测变化

(百万人民币)	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入			
旧预测	30,952	33,847	n.a.
新预测	31,806	34,818	37,188
变动	2.8%	2.9%	n.a.
净利润			
旧预测	2,423	2,731	n.a.
新预测	2,558	2,899	3,243
变动	5.6%	6.1%	n.a.

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 2023 年 5 月 24 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/目标价/预测发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	47.4	买入	75.1	2023 年 3 月 20 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	84.6	买入	134.0	2023 年 4 月 13 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	1.2	2023 年 5 月 12 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	6.1	买入	9.5	2023 年 5 月 24 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	6.3	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	51.1	买入	80.4	2023 年 3 月 27 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	94.0	买入	126.7	2023 年 5 月 3 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	20.3	持有	26.2	2023 年 5 月 4 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	72.3	买入	100.0	2023 年 4 月 26 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	102.2	持有	121.0	2023 年 4 月 26 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	12.0	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	30.0	买入	35.4	2023 年 5 月 2 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	30.7	买入	40.2	2023 年 3 月 31 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	11.1	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.9	持有	7.6	2022 年 12 月 7 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	3.5	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	24.1	买入	42.8	2023 年 2 月 20 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.9	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

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2023 年 5 月 24 日收盘价。

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