



滔搏 (6110.HK): 为什么坚定看好滔搏未来 12 个月的股价表现?

在我们看来,滔搏是为数不多 2024 年有明显业绩催化的运动服饰标的。其多品牌的运营模式、高效的全域零售运营能力、不断创新的业态及服务都使滔搏在中长期有望逆周期获得较高速增长。我们坚定看好滔搏未来 12 个月的股价表现,主要是基于以下四个原因:

- adidas 的恢复有望成为下一个增长驱动力:** 管理层表示, adidas 在中国市场的发展趋势正在逐步改善: (1) 库存总量与库存结构都在逐步向好, (2) 产品设计有了可喜的变化, 新品正得到更多中国消费者的认同, (3) 品牌声量逐步放大, 营销力度逐步加强, (4) 明年的期货订单数稳步提升。滔搏 1HFY24 来自 adidas 的收入同比依然有所下降, 很大程度上是受了 adidas 副品牌 Neo 关店的影响。排除 Neo 的短期影响, 我们估计公司 1HFY24 来自 adidas 的收入同比正增长, 零售端收入同比增长超 10%。随着 Neo 关店逐步进入尾声、adidas 总门店数恢复正增长, 滔搏来自 adidas 的收入有望在 FY25 显著反弹。
- 运营效率提升将推动利润率持续扩张:** 在门店数同比下降 10%、总销售面积同比下降 3.4% 的基础上, 滔搏 1HFY24 的零售收入同比增长 9%, 带动租金费用率同比下降 50bps (即店效与坪效的改善)。同时, 公司 1HFY24 末的总员工数同比下降 9%, 带动员工费用率同比下降 130bps (即人效的改善)。管理层表示, 店效、坪效、人效的改善将是一个长期的过程, 有望带动公司经营利润率持续提升。
- 新赛道、新品牌、新业态驱动长期规模成长:** 滔搏近期开始与一些户外细分赛道的品牌展开合作, 同时积极布局运动零售以外的新业态。我们相信, 滔搏较强的运营能力使其能够不断拓展业务的边界, 快速且灵活地迎合行业风口, 从而带来更大的规模增长空间。这也有助于滔搏长期减小对主力品牌的依赖, 获得更稳定的增长。
- 强大的现金流与高派息保障投资回报:** 滔搏 1HFY24 经营现金流同比增长 58%, 自由现金流与净利润的比例达到 1.39, 远高于疫情前的水平。这保障了公司有能力维持较高的派息比例。较高的股息率 (预计 FY24 在 7% 左右) 也为滔搏未来的股价表现提供了稳定的支撑。

维持滔搏目标价与行业首选地位不变: 基于稳定的业绩表现与强大的现金流, 我们基本维持 FY24 盈利预测不变, 维持滔搏 8.4 港元目标价 (17x CY24 P/E) 不变, 维持滔搏“买入”评级及行业首选不变。

投资风险: 行业需求放缓、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	30,478	34,080	37,275
同比变动 (%)	-11%	-15%	13%	12%	9%
归母净利润	2,447	1,837	2,365	2,855	3,319
同比变动 (%)	-12%	-25%	29%	21%	16%
PE (X)	14.4	19.1	14.9	12.3	10.6
ROE (%)	24%	18%	24%	29%	34%

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

消费助理分析师

serena_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2023 年 10 月 20 日

评级

买入

目标价 (港元)	8.4
潜在升幅/降幅	+36.4%
目前股价 (港元)	6.2
52 周内股价区间 (港元)	3.8-8.0
总市值 (百万港元)	38,200
近 3 月日均成交额 (百万港元)	33.4

注: 截至 2023 年 10 月 20 日收盘价

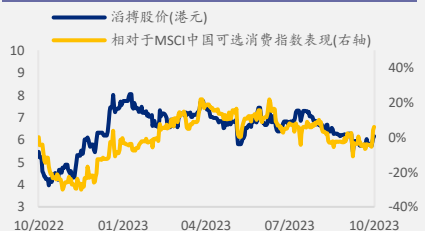
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 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 - 溢搏

利润表

(百万人民币)	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	31,877	27,073	30,478	34,080	37,275
同比	-11.5%	-15.1%	12.6%	11.8%	9.4%
销售成本	-18,052	-15,789	-17,566	-19,526	-21,230
毛利	13,824	11,284	12,912	14,554	16,045
毛利率	43.4%	41.7%	42.4%	42.7%	43.0%
销售、一般及行政开支	-10,732	-9,153	-9,862	-10,819	-11,651
其他经营收入及收益 (损失)	338	300	90	150	150
经营溢利	3,430	2,431	3,140	3,885	4,545
经营利润率	10.8%	9.0%	10.3%	11.4%	12.2%
融资成本	-218	-213	-230	-256	-250
财务收入	114	104	122	128	130
税前溢利	3,326	2,322	3,031	3,757	4,426
所得税开支	-880	-486	-667	-902	-1,106
所得税率	26.4%	20.9%	22.0%	24.0%	25.0%
归母净利润	2,447	1,837	2,365	2,855	3,319
归母净利率	7.7%	6.8%	7.8%	8.4%	8.9%
同比	-11.7%	-24.9%	28.7%	20.7%	16.3%

资产负债表

(百万人民币)	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
存货	6,686	6,247	6,256	6,152	6,398
应收账款	1,107	1,055	1,336	1,494	1,634
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	2,408	2,623	2,495
流动资产	10,980	12,101	12,407	12,675	12,933
物业、厂房及设备	1,009	733	553	282	-31
使用权资产	3,100	2,425	2,942	3,169	2,907
无形资产	1,093	1,073	1,038	1,004	969
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	5,073	4,995	4,384
应付贸易账款	927	991	866	856	931
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	5,261	5,251	5,326
递延所得税负债	372	237	240	240	240
租赁负债	1,970	1,481	2,145	2,345	1,918
非流动负债	2,342	1,719	2,385	2,585	2,158
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

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

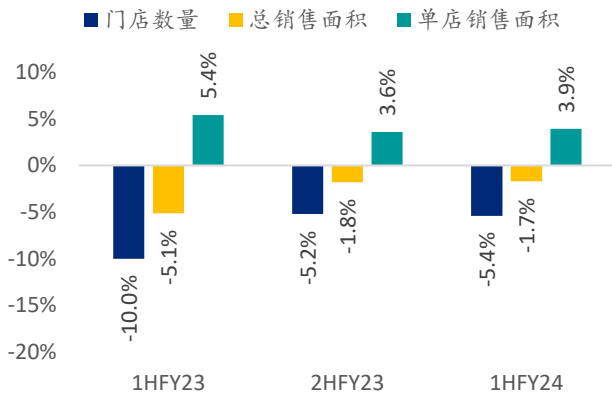
现金流量表

(百万人民币)	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
除所得税前溢利	3,326	2,322	3,031	3,757	4,426
固定资产折旧	667	609	622	614	755
使用权资产折旧	1,830	1,582	1,583	1,772	1,762
无形资产摊销	31	25	35	35	35
其他	170	220	308	328	219
营运资金变动前经营现金流	6,024	4,758	5,579	6,506	7,197
预付款项及其他资产增加	-36	61	-52	0	0
存货增加	-524	423	-9	104	-246
应收贸易款项减少	1,081	51	-281	-158	-140
其他应收款、按金及预付款减少	-571	337	36	0	0
应付贸易款项增加	481	27	-125	-10	75
其他应付款、应计费用及其他负债增加	137	-415	101	0	0
支付所得税	-903	-891	-667	-902	-1,106
经营活动所得 (所用) 现金净额	5,690	4,351	4,582	5,540	5,779
购买物业、厂房及设备和无形资产支付款项	-716	-357	-650	-550	-550
出售物业、厂房及设备所得款项	3	5	8	8	8
以跨境资金池安排下提取 / (存入) 的定期抵押存款	0	0	0	0	0
已收利息	42	66	122	128	130
其他	0	-20	0	0	0
投资活动所用现金净额	-671	-306	-520	-414	-412
偿还银行借款	-5,152	-1,571	0	0	0
银行借款所得款项	4,348	2,595	0	0	0
支付租赁负债 (含利息)	-2,117	-1,481	-1,597	-2,007	-2,127
已付银行借款之利息	-22	-31	-49	-50	-50
已付股息	-1,550	-2,667	-2,365	-2,855	-3,319
其他	0	-286	0	0	0
融资活动 (所用) 所得现金净额	-4,494	-3,440	-4,011	-4,912	-5,496
现金及现金等价物变动	524	605	51	215	-128
于年初的现金及现金等价物	1,229	1,753	2,357	2,408	2,623
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	2,408	2,623	2,495

财务和估值比率

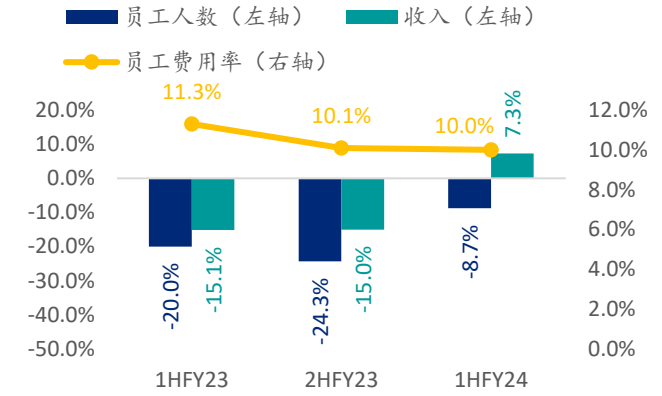
	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.39	0.30	0.38	0.46	0.54
每股销售额	5.14	4.37	4.91	5.50	6.01
每股股息	0.43	0.33	0.38	0.46	0.54
同比变动					
收入	-11%	-15%	13%	12%	9%
经营溢利	-14%	-29%	29%	24%	17%
归母净利润	-12%	-25%	29%	21%	16%
摊薄每股收益	-12%	-25%	29%	21%	16%
费用与利润率					
毛利率	43%	42%	42%	43%	43%
经营利润率	11%	9%	10%	11%	12%
归母净利率	8%	7%	8%	8%	9%
回报率					
平均股本回报率	24%	18%	24%	29%	34%
平均资产回报率	14%	11%	14%	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	2.4	2.4	2.4
速动比率 (x)	0.9	1.1	1.2	1.2	1.2
现金比率 (x)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
负债 / 权益 (%)	5%	16%	16%	16%	16%
估值					
市盈率 (x)	14.4	19.1	14.9	12.3	10.6
市销率 (x)	1.1	1.3	1.2	1.0	0.9
股息率	7%	5%	6%	7%	9%

图表 2: 滔搏门店数量、总销售面积及平均单店销售面积的半年环比变化, 1HFY23-1HFY24



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 3: 滔搏员工数量及收入的同比变化以及对应的员工费用率, 1HFY23-1HFY24



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 4: 滔搏 FY2023-2024E 年上、下半年及全年盈利预测

百万人民币	1HFY23	1HFY24	YoY	2HFY23	2HFY24E	YoY	FY2023	FY2024E	YoY
营业收入	13,218	14,177	7%	13,855	16,301	18%	27,073	30,478	13%
营业成本	-7,187	-7,836	9%	-8,602	-9,730	13%	-15,789	-17,566	11%
毛利润	6,031	6,341	5%	5,254	6,571	25%	11,284	12,912	14%
毛利率	45.6%	44.7%		37.9%	40.3%		41.7%	42.4%	
销售与管理费用	-4,665	-4,663	0%	-4,488	-5,200	16%	-9,153	-9,862	8%
销售与管理费用率	35.3%	32.9%		32.4%	31.9%		33.8%	32.4%	
核心经营利润	1,366	1,678	23%	765	1,371	79%	2,131	3,050	43%
核心经营利润率	10.3%	11.8%		5.5%	8.4%		7.9%	10.0%	
其他收入	215	48	-78%	85	42	-50%	300	90	-70%
经营利润	1,581	1,726	9%	850	1,414	66%	2,431	3,140	29%
经营利润率	12.0%	12.2%		6.1%	8.7%		9.0%	10.3%	
财务支出	-63	-18	-71%	-46	-90	96%	-109	-108	0%
税前盈利	1,518	1,708	13%	805	1,324	65%	2,322	3,031	31%
所得税	-372	-371	0%	-113	-296	161%	-486	-667	37%
归母净利润	1,145	1,337	16.7%	691	1,027	48.6%	1,837	2,365	28.7%
归母净利率	8.7%	9.4%		5.0%	6.3%		6.8%	7.8%	

E=浦银国际预测。资料来源: 公司资料、浦银国际

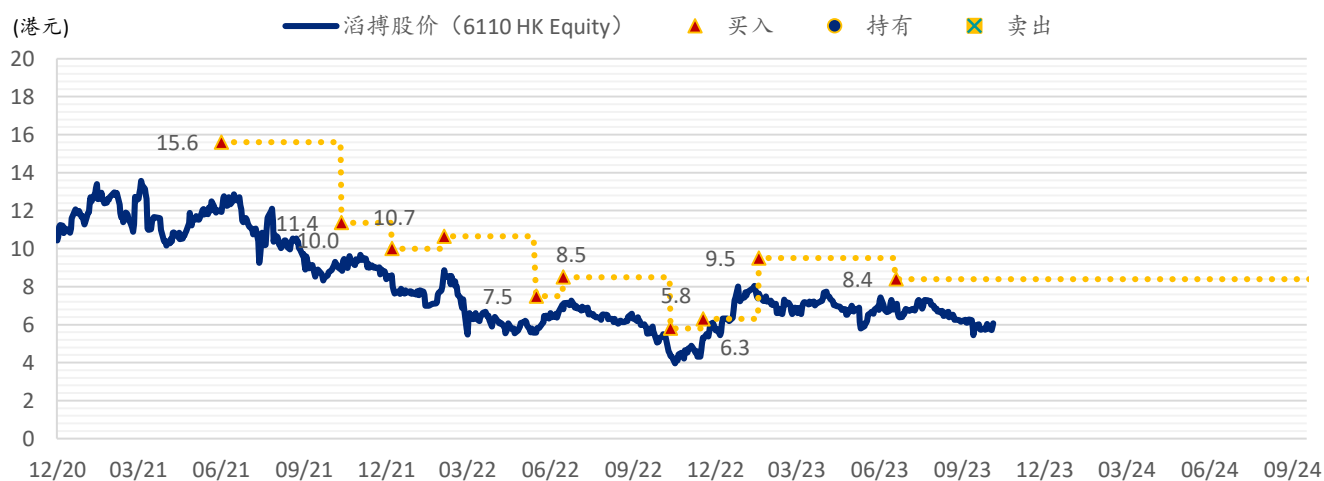
图表 5: SPDBI 财务预测变化: 滔搏

(人民币百万)	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入			
旧预测	30,887	34,540	37,782
新预测	30,478	34,080	37,275
变动	-1.3%	-1.3%	-1.3%
净利润			
旧预测	2,369	2,898	3,420
新预测	2,365	2,855	3,319
变动	-0.2%	-1.5%	-3.0%

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际预测

图表 6: SPDBI 目标价: 滔搏



注: 截至 2023 年 10 月 20 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 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	30.6	买入	52.8	2023年9月8日	运动服饰品牌
2020.HK Equity	安踏体育	91.6	买入	110.5	2023年10月18日	运动服饰品牌
3813.HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	0.8	2023年8月14日	运动服饰零售
6110.HK Equity	滔搏	6.2	买入	8.4	2023年10月20日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	3.7	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	52.1	买入	77.2	2023年8月1日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	404.4	买入	601.8	2023年8月1日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	19.7	持有	24.9	2023年8月30日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	13.2	买入	21.1	2023年9月5日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	9.0	买入	17.1	2023年8月23日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	41.5	买入	56.9	2023年8月20日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	76.8	买入	115.9	2023年8月17日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	14.4	持有	19.9	2023年8月3日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	58.3	买入	81.7	2023年9月5日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	81.1	持有	98.2	2023年9月5日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.2	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	26.0	买入	32.6	2023年8月29日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	25.0	买入	32.2	2023年8月31日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	9.8	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.5	持有	5.4	2023年8月30日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.7	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	16.7	买入	42.8	2023年2月20日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.4	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
6683.HK Equity	巨星传奇	8.1	买入	7.8	2023年9月13日	新零售

注: 截至 2023 年 10 月 20 日收盘价。

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

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团 - 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联属公司、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（巨星传奇 6683.HK）在过去 12 个月内有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