



滔搏 (6110.HK): 3QFY24 稳健且高质量的销售增长有望提振市场信心

滔搏 3QFY24 税前销售 (包括零售与批发) 增速基本符合市场预期, 但我们认为滔搏销售增长背后所展现出的不凡的运营质量却要比市场预期更为优秀。在行业竞争加剧、不确定性加大的背景下, 滔搏 3QFY24 稳健的表现有望提升市场对公司的信心, 对其短期的股价表现有较积极的作用。基于高质量的增长、较强的业绩确定性与强大的现金流, 我们维持 FY24 盈利预测不变, 维持滔搏 8.4 港元目标价不变, 维持滔搏“买入”评级及行业首选不变。

- adidas 驱动 3QFY24 加速增长:** 滔搏 3QFY24 税前总销售同比增长低双位数 (low-teen), 相较 1HFY24 (+7.3%) 增速有所加快。其中, 零售收入同比增长高双位数 (high-teen), 远高于 1HFY24 的 8.8%。管理层透露, 增速高于公司平均销售增速的品牌集合 (主要为 Nike) 在 3QFY24 录得了同比高双位数的增长 (high-teen), 略快于 1HFY24 的中双位数 (mid-teen)。而增速低于公司平均销售增速的品牌集合 (主要为 adidas) 扣除一次性子品牌的调整以后在 3QFY24 录得低双位数 (low-teen) 销售增长, 远高于 1HFY24 的微正增长。由此可见, 滔搏 3QFY24 销售增速的环比提升很大程度上归功于 adidas 的强势回归。
- 3QFY24 的增长“质量”好于市场预期:** 滔搏 3QFY24 高质量的增长主要体现在以下方面: (1) 在市场对行业库存水平充满担忧的情况下, 滔搏 3QFY24 依然实现库存金额同比双位数下降、环比持平, 11 月底库销比略低于 4x, 同比大幅改善, 且远好于同业。在健康可控的库存水平下, 滔搏没有清库存的压力。(2) 新产品的售罄率同比继续提升, 驱动 3QFY24 销售的增长。新品占销售比例的提升也帮助公司 3QFY24 零售折扣继续同比改善低单位数, 与 1HFY24 保持一致。(3) 与大部分国产运动服饰品牌形成反差, 滔搏凭借对私域渠道的发展, 线上线下均录得双位数的同比销售扩张, 实现全域均衡增长。
- 中长期业绩确定性高于同业:** 我们预测 adidas 的持续恢复将在未来 12 个月继续驱动滔搏同店销售的增长。同时, 公司门店数和总销售面积在 3QFY24 重回扩张阶段。考虑到公司零售折扣同比持续改善、零售收入占比持续提升、品牌补贴减少的影响逐渐降低, 我们认为滔搏 FY24 依然有望实现毛利率同比扩张。基于滔搏多品牌的业务模型、相对高端的品牌定位、健康的库存水平和灵活的运营能力, 我们认为滔搏中长期业绩确定性强于同业。
- 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)	14.3	19.0	14.8	12.2	10.5
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

首席消费分析师
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费分析师
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2023 年 12 月 16 日

评级

买入

目标价 (港元)	8.4
潜在升幅/降幅	+37.0%
目前股价 (港元)	6.1
52 周内股价区间 (港元)	4.9-7.8
总市值 (百万港元)	38,013
近 3 月日均成交额 (百万港元)	33.4

注: 截至 2023 年 12 月 15 日收盘价

市场预期区间

HKD \$6.1
HKD \$5.8
HKD \$8.4
HKD \$9.4

▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

浦银国际

公司研究

滔搏 (6110.HK) : 3QFY24 稳健且高质量的销售增长有望提振市场信心

财务报表分析与预测 - 滔搏

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
经营盈利	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
税前盈利	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%

现金流量表

(百万人民币)	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
除所得税前盈利	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	-4,949	-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

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
保留盈利	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

(人民币)	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%
经营盈利	-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)	14.3	19.0	14.8	12.2	10.5
市销率 (x)	1.1	1.3	1.1	1.0	0.9
股息率	7%	5%	6%	8%	9%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 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	19.0	买入	34.8	2023年11月3日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	74.9	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	6.1	买入	8.4	2023年12月16日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	3.1	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	40.2	买入	67.7	2023年11月1日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	312.6	买入	528.2	2023年11月1日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	14.6	持有	24.9	2023年8月30日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	11.4	买入	21.1	2023年9月5日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	6.6	买入	17.1	2023年8月23日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	33.7	买入	56.9	2023年8月20日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	62.4	买入	115.9	2023年8月17日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	13.8	买入	17.9	2023年11月29日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	49.2	买入	81.7	2023年10月30日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	69.8	持有	98.2	2023年10月30日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.1	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	25.5	买入	33.9	2023年11月1日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	21.7	买入	32.2	2023年8月31日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.9	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.3	持有	5.4	2023年8月30日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.8	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	15.9	买入	19.8	2023年10月30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	8.7	买入	7.8	2023年9月13日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	100.1	买入	125.9	2023年12月11日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	31.9	买入	43.0	2023年12月11日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	65.2	持有	70.1	2023年12月11日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	65.2	持有	76.5	2023年12月11日	化妆品

注：截至 2023 年 12 月 15 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

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

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

