

滔搏 (06110.HK)

上半财年净利润增长 17%，效率提升驱动高质量增长

买入

核心观点

上半财年效率提升驱动下净利润增速亮眼。公司在中国经营以国际运动品牌为主的全域零售平台。2024 财年上半年公司实现收入 141.8 亿，同比+7.3%；基于折扣同比改善、零售收入占比提升、新品占比提升、店效人效提升等因素，实现高质量增长，归母净利润同比+16.7%至 13.4 亿元。

分商业模式看：在全域场景的搭建下，零售强势恢复带动增长，零售/批发/其他分别同比+8.8%/-0.1%/-7.0%；其中零售模式各场景均实现同比增长。

分品牌看：主力品牌/其他品牌分别同比+7.0%/+10.5%。主力品牌与非主力品牌均实现折扣率的同比改善和同店销售的增长。

核心经营利润率稳步提升，维持 74%高分红率。上半财年毛利率同比小幅下降 0.9 个百分点至 44.7%，毛利率变动主要因去年基数较高，今年品牌合作伙伴对促销帮助在疫情后合理递减，预计未来影响将逐渐削弱。上半财年费用控制情况良好，费用率的改善与客流恢复、数字化赋能带动下店效、人效提升相关。核心经营利润率同比提升 1.5 个百分点至 11.8%。净利率受政府补贴减少影响，同比增长 0.7 个百分点至 9.4%。经营活动现金流净额同比+57.8%至 25.5 亿元；中期派息率 74.2%，较去年同期提升 3.8 个百分点。

门店持续调整优化，实现全域高质量增长。公司门店持续调整优化，关闭或改造低效门店，门店数量减少的同时店效显著提升。截至上半财年末，店铺数 6209 家，环比净减少 356 家；销售面积环比年末-1.7%，其中二季度末相较一季度末销售面积基本持平。门店数和销售面积环比降幅放缓，门店调整进入尾声。单店面积同比+7.7%；主力和非主力品牌店效及坪效均有所修复。会员数量持续提升，截至 2023 年 8 月底，公司累计注册会员数达 7310 万人，环比上季度末增长 4%，同比增长 16%。会员贡献销售额比例达 92.7%。

风险提示：消费复苏不及预期；供应链物流受阻；渠道优化改革不及预期。

投资建议：看好高效运营下的盈利弹性和长期现金回报。我们基于公司二季度销售增速放缓，以及消费需求缓慢复苏的大环境情况，小幅下调业绩预测，近期阿迪品牌呈现复苏势头，明年总体期货增长比今年进一步加速，未来新品牌和多领域拓展也有望促进增长，公司保持高效运营效率能够持续提供可观的现金回报。预计公司 2024~2026 财年净利润分别为 22.3/25.6/29.2 亿元（前值为 23.6/27.6/32.2 亿元），同比+21.6%/14.4%/14.4%。基于盈利预测下调，我们下调合理估值至 7.5~7.9 港元（前值为 8.2~8.6 港元），对应 2025 财年 17x~18xPE，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	31,876	27,073	29,651	33,658	37,871
(+/-%)	-11.5%	-15.1%	9.5%	13.5%	12.5%
净利润(百万元)	2446	1837	2234	2556	2925
(+/-%)	-11.7%	-24.9%	21.6%	14.4%	14.4%
每股收益(元)	0.39	0.30	0.36	0.41	0.47
EBIT Margin	9.2%	2.0%	8.9%	9.0%	9.1%
净资产收益率 (ROE)	23.1%	18.7%	21.5%	23.1%	24.7%
市盈率 (PE)	14.0	18.7	15.4	13.4	11.7
EV/EBITDA	15.0	79.1	12.4	11.2	10.2
市净率 (PB)	3.24	3.49	3.29	3.10	2.90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

纺织服饰 · 服装家纺

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

联系人：关竣尹

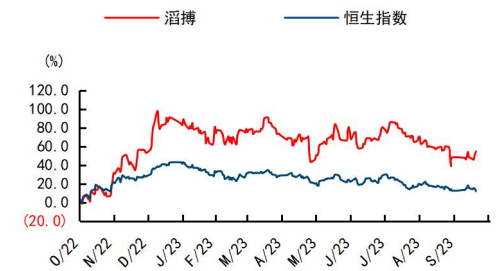
0755-81982834

guanjunyin@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	7.50 - 7.90 港元
收盘价	6.06 港元
总市值/流通市值	37579/37579 百万港元
52 周最高价/最低价	7.94/3.65 港元
近 3 个月日均成交额	32.67 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《滔搏 (06110.HK) - 财年一季度销售增长约 20%~25%，折扣率单位数改善》——2023-06-27

《滔搏 (06110.HK) - 全年净利润下滑 24.9%，全域运营强化经营韧性》——2023-05-25

《滔搏 (06110.HK) - 财年三季度销售下滑约 15%~20%，库存持续回落》——2022-12-22

《滔搏 (06110.HK) - 上半财年收入下降 15%，渠道优化毛利率提升》——2022-10-27

《滔搏 (06110.HK) - 财年一季度销售下滑明显，直营门店面积正增长》——2022-07-01

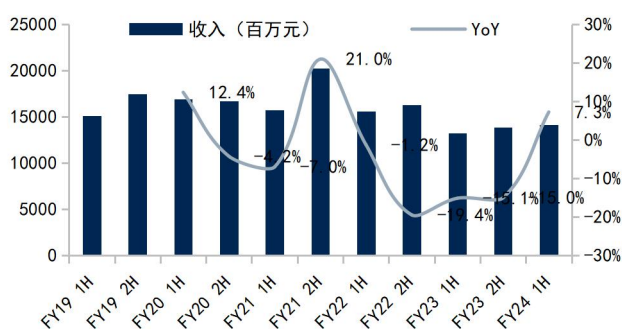
净利润同比增长 17%，经营利润率稳步提升

2024 财年上半年公司收入增长与消费需求缓慢复苏趋势及运动行业增长趋势一致，公司实现收入 141.8 亿，同比+7.3%；基于折扣同比改善、零售收入占比提升、新品占比提升、店效人效提升等因素，实现高质量增长，归母净利润同比+16.7%至 13.4 亿元。

分商业模式看：在全域场景的搭建下，零售强势恢复带动增长，零售/批发/其他分别同比+8.8%/ -0.1%/ -7.0%；其中零售模式分场景看，各场景均实现同比增长，按增速排序，线上私域>线下>线上公域。

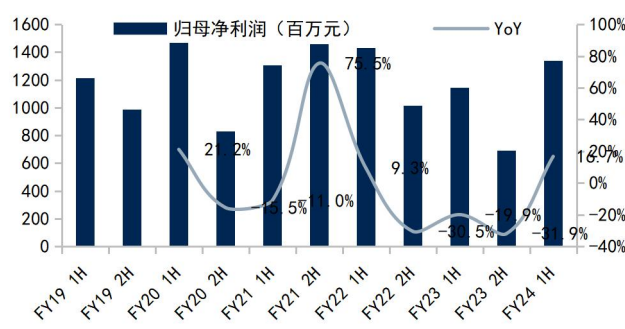
分品牌看：主力品牌/其他品牌分别同比+7.0%/+10.5%。主力品牌与非主力品牌均实现折扣率的同比改善和同店销售的增长；其中非主力品牌增速较快主要受益于今年小众运动赛道流行的带动。

图1：公司营业收入及增速



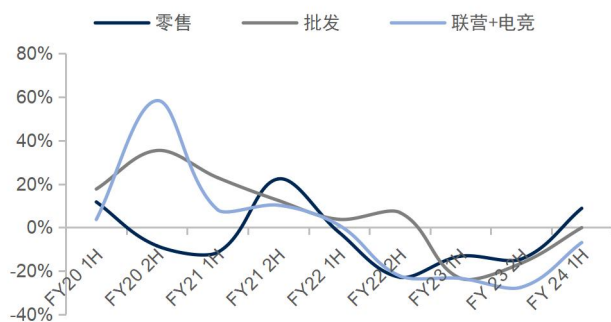
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司净利润及增速



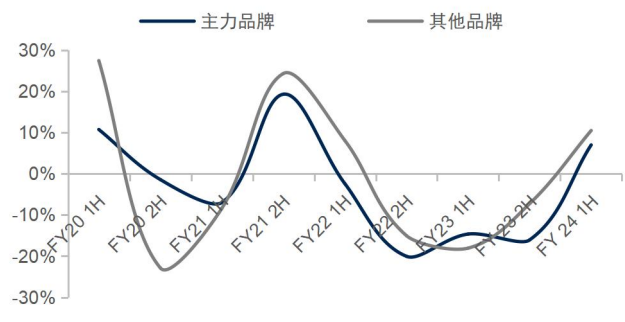
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司分商业模式收入增长



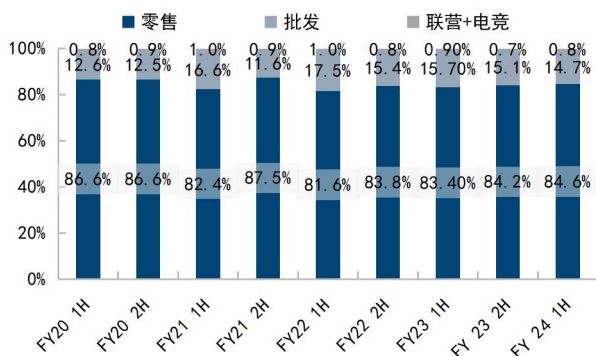
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司分品牌收入增长



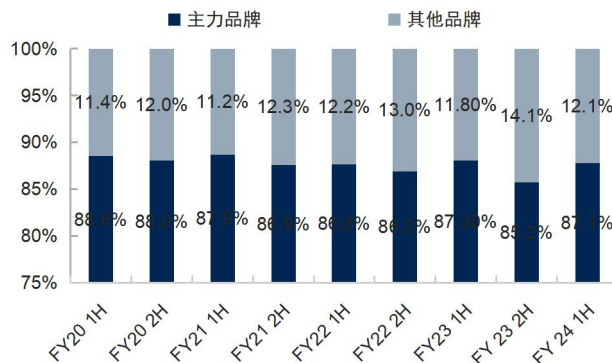
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司分商业模式收入占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司分品牌收入占比



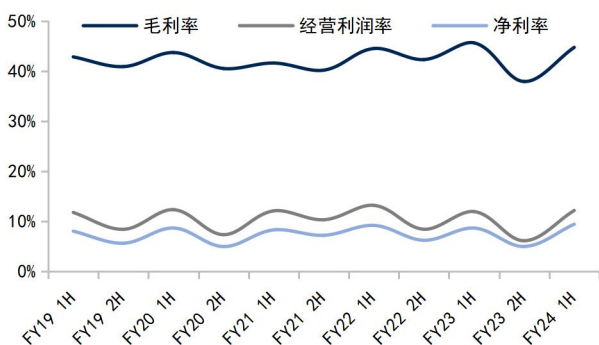
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

上半财年公司毛利率, 在去年高基数上同比小幅下降 0.9 个百分点至 44.7%, 毛利率变动主要因: 1) 正向因素: 零售折扣率同比改善, 以及零售收入占比提升。2) 负向因素: 品牌合作伙伴对促销帮助在疫情后合理递减。上半财年负向因素影响超过正向因素, 预计未来影响将逐渐削弱。

上半财年费用控制情况良好, 总体费用率下降 2.4 个百分点至 32.9%, 其中员工成本下降贡献 1.3 个百分点, 租金费用贡献 0.5 个百分点。费用率的改善与客流恢复、数字化赋能带动下店效、人效提升相关。

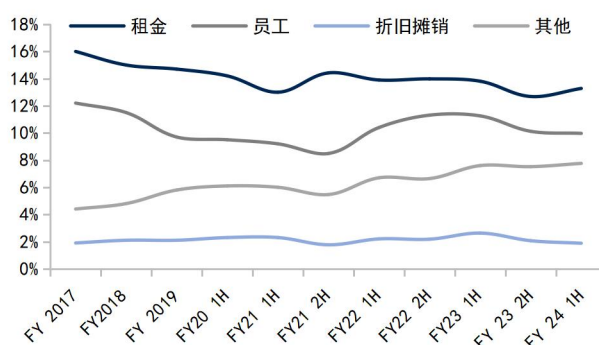
基于良好的费用控制, 核心经营利润同比增长 22.9%至 16.8 亿元; 核心经营利润率同比提升 1.5 个百分点至 11.8%。净利率受政府补贴减少影响, 增幅低于核心经营利润率, 同比增长 0.7 个百分点至 9.4%。

图7: 公司利润率水平 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司费用开支占比

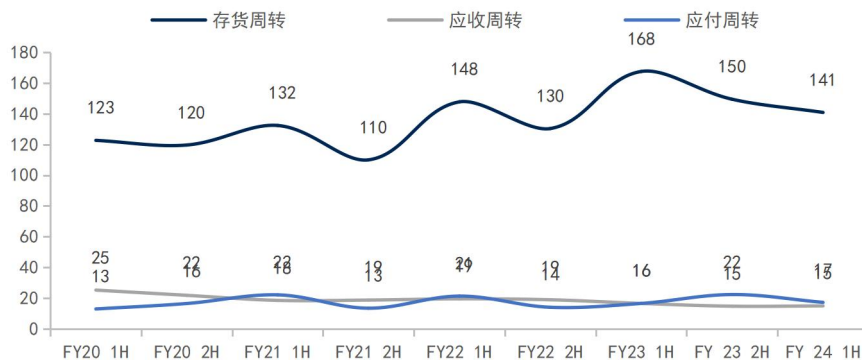


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

运营效率提升, 周转天数均有改善。存货周转天数同比-27 天至 141 天, 库存金额同比下降-10.1%至 57.5 亿元, 环比-7.9%。公司库存水平健康, 且新品占比和折扣率均有所改善。

高质量增长驱动现金流大幅提升。经营活动现金流净额同比+57.8%至 25.5 亿元。强劲的现金为派息奠定稳健基础, 中期派息率 74.2%, 较去年同期提升 3.8 个百分点。

图9：公司营运资金周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

门店持续调整优化，实现全域高质量增长

公司门店持续调整优化，关闭或改造低效门店，门店数量减少的同时店效显著提升。截至上半财年末，店铺数 6209 家，环比净减少 356 家，同比减少 719 家；销售面积同比-3.5%，环比年末-1.7%，其中二季度末相较一季度末销售面积基本持平。门店数和销售面积环比降幅放缓，门店调整进入尾声。

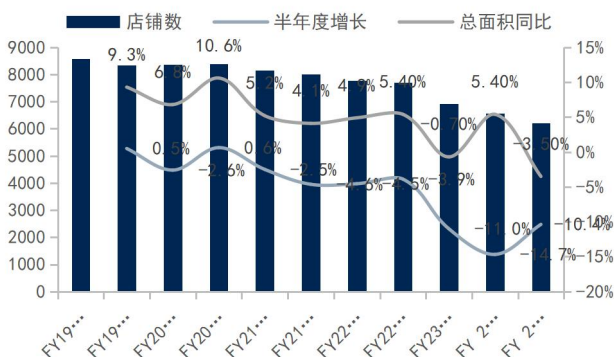
门店面积方面，精准结合品牌属性和消费者特征，单店销售面积同比+7.7%；店效方面，主力和非主力品牌店效及坪效均有所修复。

表1：公司零售店铺数及变化

	FY19 1H	FY19 2H	FY20 1H	FY20 2H	FY21 1H	FY21 2H	FY22 1H	FY22 2H	FY23 1H	FY23 2H	FY24 1H
期初	8,302	8,588	8,343	8,365	8,395	8,156	8,006	7,785	7,695	6,928	6,565
净增加	286	-245	22	30	-239	-150	-221	-90	-767	-363	-356
期末	8,588	8,343	8,365	8,395	8,156	8,006	7785	7695	6928	6565	6209

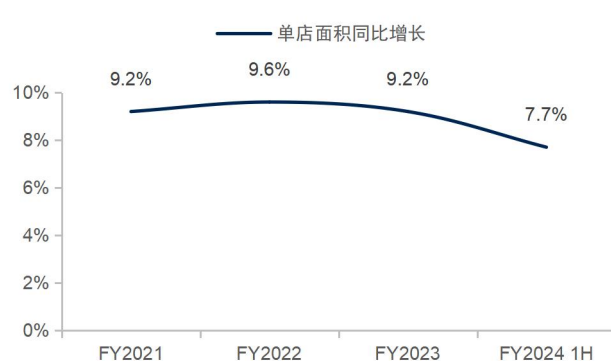
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10：公司店铺数与总面积同比增长



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图11：公司单店销售面积同比增长



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

“3+3”同步发展，实现全域高质量增长。一方面，公司聚焦长期效率提升，巩固店效、坪效、人效三项效率，强韧业务基础的护城河，在上半财年的高质量增长中有所体现。另一方面，公司聚焦用户、全域零售、创新业态及服务三大支柱：1) 通过多品牌、多品类、多场景，与用户构建新连接、新体验，扩大用户规模、提高用户转化和留存、培养客户忠诚度；2) 全域零售打造新场景、新角色，过去三年随着消费者行为变化，从传统的实体门店，延展到实体门店、社群、门店直播、特色 IP 的全域经营模式。3) 创新业态及服务，布局新赛道、新模式。在新品牌和新赛道的拓展方面，公司与“HOKA ONE ONE”、“凯乐石”启动合作，投资滑雪零售商“冷山”及专业户外内容机构“Mounster 山系文化”。

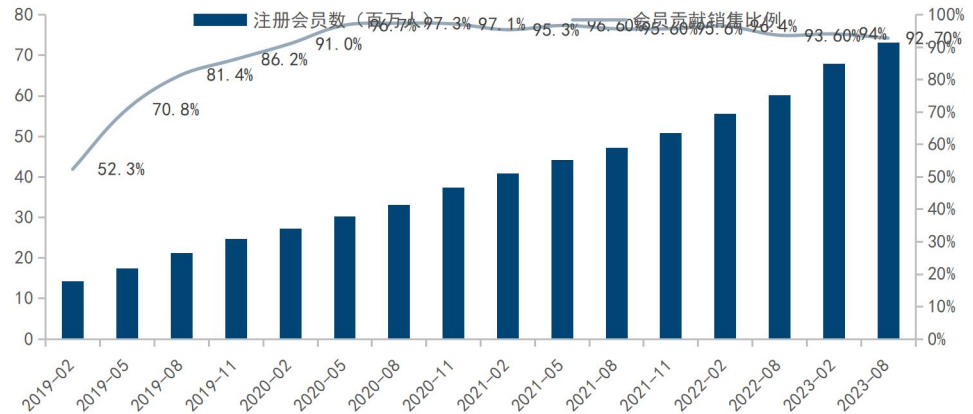
图12: 公司“3+3”战略



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

会员数量持续提升：截至 2023 年 8 月底，公司累计注册会员数达 7310 万人，环比上季度末增长 4%，同比增长 16%。会员贡献销售额比例达 92.7%，其中复购会员消费金额贡献占比为 60-70%；高价值会员贡献显著，占总消费会员数量比例仅中单位数，但对总消费会员的销售贡献近 4 成，客单价显著高于会员整体，其消费潜力与粘性较普通会员更为凸显。

图 13: 公司注册会员数以及会员贡献销售比例



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

二季度销售额下滑符合市场整体表现, 维持全年财年预期

1) 近期业绩表现: 财年一季度(2023年3~5月)直营和批发业务税前总销售额增长20~30%低段; 第二季度(2023年6~8月), 集团零售及批发业务之总销售金额按年同比录得低单位数下跌。截至2023年8月31日, 直营门店毛销售面积较上一季末基本持平, 较去年同期减少3.5%。

2) 2024财年预期: 收入预计保持和行业一致的增速, 利润率预计受益于毛利率改善及费率优化实现同比提升, 净利润增速预计优于收入增速。开店方面, 预期整体店铺总数和销售面积降幅收窄, 持续强调效率(坪效、店效)优化提升。

投资建议: 看好高效运营下的盈利弹性和长期现金回报

2024财年上半年, 随客流回暖、门店正常化运营, Q1销售额实现20~30%低段增长, Q2销售增长随受大环境影响降速, 但折扣率、新品售罄率、店效、坪效、人效同步改善, 下半财年在低基数下客流回暖叠加正向经营杠杆有望进一步加速业绩增长。我们基于公司二季度销售增速放缓, 以及消费需求缓慢复苏的大环境情况, 小幅下调业绩预测; 近期阿迪品牌呈现复苏势头, 明年总体期货增长比今年进一步加速, 未来新品牌和多领域拓展也有望促进增长, 公司保持高效运营效率能够持续提供可观的现金回报。预计公司2024~2026财年净利润分别为22.3/25.6/29.2亿元(前值为23.6/27.6/32.2亿元), 同比+21.6%/14.4%/14.4%。基于盈利预测下调, 我们下调合理估值至7.5~7.9港元(前值为8.2~8.6港元), 对应2025财年17x~18xPE, 维持“买入”评级。

表2: 盈利预测和财务指标

盈利预测及市场重要数据	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	31,877	27,073	29,651	33,658	37,871
(+/-%)	-11.5%	-15.1%	9.5%	13.5%	12.5%
净利润(百万元)	2447	1837	2234	2556	2925
(+/-%)	-11.7%	-24.9%	21.6%	14.4%	14.4%
每股收益(元)	0.39	0.30	0.36	0.41	0.47
EBIT Margin	9.2%	2.0%	8.9%	9.0%	9.1%
净资产收益率(ROE)	23.1%	18.7%	21.5%	23.1%	24.7%
市盈率(PE)	14.0	18.7	15.4	13.4	11.7
EV/EBITDA	15.0	79.1	12.4	11.2	10.2
市净率(PB)	3.24	3.49	3.29	3.10	2.90

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表3: 可比公司估值表

公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE				g	PEG
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
滔搏	买入	5.5	0.39	0.30	0.36	0.41	14.0	18.7	15.4	13.4	18.0%	1.039
可比公司												
宝胜国际	买入	0.6	0.02	0.09	0.11	0.14	35.9	6.9	5.6	4.4	24.7%	0.277

资料来源: wind, 国信证券经济研究所

注: 滔搏 FY2023 为实际值, 财年截至 2023/2/28

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1753	2357	3738	3975	4293	营业收入	31876	27073	29651	33658	37871
应收款项	2541	2191	2591	2941	3310	营业成本	18052	15789	17177	19486	21912
存货净额	6686	6247	6999	7937	8919	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	1286	469	533	600	销售费用	9655	9438	8642	9790	10994
流动资产合计	10980	12101	13817	15406	17142	管理费用	1243	1293	1200	1356	1518
固定资产	1009	733	1246	1737	2202	财务费用	139	104	106	120	120
无形资产及其他	4193	3498	2624	1749	874	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	1614	488	488	488	488	资产减值及公允价值变动	0	0	2	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	538	1874	298	327	371
资产总计	17796	16821	18175	19380	20706	营业利润	3326	2322	2825	3233	3698
短期借款及交易性金融负债	518	1545	2000	2000	2000	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	1960	1464	1853	2101	2361	利润总额	3326	2322	2825	3233	3698
其他流动负债	2394	2260	2189	2481	2787	所得税费用	880	486	591	676	774
流动负债合计	4872	5268	6041	6582	7148	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2446	1837	2234	2556	2925
其他长期负债	2342	1719	1719	1719	1719						
长期负债合计	2342	1719	1719	1719	1719	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	7215	6987	7760	8301	8867	净利润	2446	1837	2234	2556	2925
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	10582	9834	10414	11079	11840	折旧摊销	0	0	964	983	1010
负债和股东权益总计	17796	16821	18175	19380	20706	公允价值变动损失	0	0	(2)	0	0
						财务费用	139	104	106	120	120
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	250	(1127)	(17)	(811)	(851)
每股收益	0.39	0.30	0.36	0.41	0.47	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.39	0.00	0.27	0.31	0.35	经营活动现金流	2696	709	3179	2728	3083
每股净资产	1.71	1.59	1.68	1.79	1.91	资本开支	10	276	(600)	(600)	(600)
ROIC	19%	4%	19%	22%	24%	其它投资现金流	(314)	483	0	0	0
ROE	23%	19%	21%	23%	25%	投资活动现金流	(304)	759	(600)	(600)	(600)
毛利率	43%	42%	42%	42%	42%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	2%	9%	9%	9%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	2%	12%	12%	12%	支付股利、利息	(3120)	(2218)	(1653)	(1892)	(2164)
收入增长	-11%	-15%	10%	14%	13%	其它融资现金流	4373	3573	455	0	0
净利润增长率	-12%	-25%	22%	14%	14%	融资活动现金流	(1868)	(863)	(1198)	(1892)	(2164)
资产负债率	41%	42%	43%	43%	43%	现金净变动	524	605	1381	237	319
息率	8.5%	6.0%	4.5%	5.2%	5.9%	货币资金的期初余额	1229	1753	2357	3738	3975
P/E	14.0	18.7	15.4	13.4	11.7	货币资金的期末余额	1753	2357	3738	3975	4293
P/B	3.2	3.5	3.3	3.1	2.9	企业自由现金流	2412	(415)	2427	1965	2284
EV/EBITDA	15.0	79.1	12.4	11.2	10.2	权益自由现金流	6683	3076	2798	1870	2189

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032