

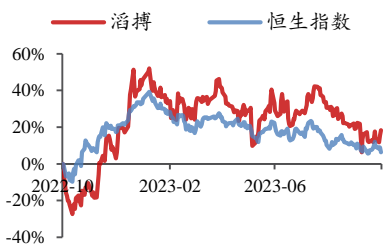
滔搏 (06110.HK)

2023 年 10 月 20 日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2023/10/20
当前股价(港元)	6.160
一年最高最低(港元)	8.190/3.880
总市值(亿港元)	382.00
流通市值(亿港元)	382.00
总股本(亿股)	62.01
流通港股(亿股)	62.01
近 3 个月换手率(%)	5.27

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《库存良性折扣可控, 低基数与疫后复苏下业绩可期—港股公司信息更新报告》-2022.12.22

《弱零售下费控优秀&经营高效, 盈利能力超预期—港股公司信息更新报告》-2022.10.27

《FY2023Q1 经营韧性凸显, 经营效率持续提升—港股公司信息更新报告》-2022.6.30

FY2024H1 全域多品牌高效运营, 核心盈利能力持续提升

——港股公司信息更新报告

吕明 (分析师)

张霜凝 (联系人)

lvming@kysec.cn

zhangshuangning@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790122070037

● FY2024H1 弱市下体现强运营力, 核心盈利能力持续提升, 维持“买入”评级

FY2024H1 收入 141.8 亿元 (+7.3%), 实现从 BCI 事件以来的首次正增长, 归母净利润 13.4 亿元 (+16.7%), 主要系零售业务复苏, 新品表现驱动全品牌同店增长, 同时持续渠道优化、人效提升带来有效费用率下降。考虑消费环境复苏不及预期以及政府补助等其他收入影响, 我们下调盈利预测, 预计 FY2024-2026 归母净利润分别为 23.1/27.2/31.4 亿元(原为 25/30.3/35 亿元), 对应 EPS 为 0.4/0.4/0.5 元, 当前股价对应 PE 为 15.2/12.9/11.2 倍, 国庆流水维持 9 月环比改善的势头, FY2024H2 (2023.9-2024.2) 低基数下预计盈利持续改善, 维持“买入”评级。

● **流水短期受 NEO 品牌加速调整影响, 新品驱动同店, 全品牌店/坪效均有修复**分季度看, FY2024Q1-Q2 零售及批发总销售金额录得 20-30%低段增长/低单下跌, 短期受 NEO 品牌加速关店及产品线调整影响, 预计 H1 闭店数量中 NEO 品牌占比 30-40%。分品牌看, FY2024H1 主力品牌收入 123.5 亿元 (+7.0%), 非主力品牌收入 17.2 亿元 (+10.5%) 受益于运动细分领域成长。分模式看, 直营收入 119.9 亿元 (+8.8%), 占比 85.2%(+1.1pct), 产品及营销节奏恢复后新品销售占比提升带动折扣改善及同店增长, 零售占比提升, 批发收入 20.8 亿元 (-0.1%)。

● FY2024H1 总门店面积降幅边际趋缓, 全域零售场景整体回归

截至 FY2024H1 门店数量 6209 家 (-10.4%), 同比净闭 719 家/环比净闭 356 家, 直营毛销售面积同比-3.5%/环比-1.7%, 其中 FY2024Q2 直营毛销售面积同比-3.5%/环比基本持平, 面积收缩趋势边际放缓。**精准单店&全域新零售提升单店辐射能力:** (1) 单店销售面积同比+7.7%, 其中主力和非主力品牌及不同面积类型门店的单店面积均增长。(2) 全域零售: 传统平台增长、私域增速持续亮眼。

● FY2024H1 核心盈利能力提升, 营运资金效率优化, 现金创收能力强劲

FY2024H1 毛利率 44.7%, 同比-0.9pct/环比+3.0pct, 零售折扣同比改善及零售业务收入占比提升带来积极影响, 部分抵消品牌补贴退坡的负面影响。经营效率提升, SG&A 为 32.9% (-2.4pct), 估测租金占比-0.5pct 至 13.3%、员工费用率 10.0% (-1.3pct), 平均人效大幅提升。OPM 为 12.2% (+0.2pct), 归母净利率 9.4% (+0.7pct)。**营运资金效率提升:** 截至 FY2024H1 存货 57.5 亿元 (-10.1%), 存货周转天数 140.9 天, 同比-26.7 天/环比-8.6 天, 应收/应付周转天数同比-1.6/+0.7 至 14.8/17.1 天。**现金创收能力强劲, 持续高派息:** 经营性现金流净额为 25.51 亿元 (+57.8%), 中期每股派息 0.16 元, 派息率 74.2% (+3.8pct)。

● 风险提示: 消费者信心恢复、国际品牌恢复、新品牌合作不达预期。

财务摘要和估值指标

指标	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入(百万元)	31877	27073	29795	34342	38965
YOY(%)	-5.4	-16.2	10.1	15.3	13.5
净利润(百万元)	2447	1837	2305	2719	3135
YOY(%)	-11.7	-24.9	25.5	18.0	15.3
毛利率(%)	43.4	41.7	42.6	42.6	42.8
净利率(%)	7.7	6.8	7.7	7.9	8.0
ROE(%)	23.1	18.7	19.1	18.4	21.3
EPS(摊薄/元)	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
P/E(倍)	14.3	19.1	15.2	12.9	11.2
P/B(倍)	3.3	3.6	2.9	2.4	2.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所 (2023 年 10 月 20 日汇率, 1 港币=0.94 人民币)

目 录

1、FY2024H1 全域多品牌高效运营，核心盈利能力持续提升.....	3
1.1、FY2024Q1 流水增长，全域零售场景及多品牌实现高质量复苏.....	3
1.2、分渠道看：线下结构调整夯实渠道力、全域零售场景整体回归.....	4
1.2.1、线下：精准调控匹配最佳门店面积，门店数目及总销售面积降幅边际放缓.....	4
1.2.2、线上：社群好友和会员数目不断攀升，会员消费及全域一体化优势驱动.....	4
2、核心盈利能力提升，营运资金效率优化，持续高股息.....	4
2.1、盈利能力：FY2024H1 毛利率微跌，核心盈利能力提升拉动净利率同比提升.....	4
2.2、营运能力：存货管理健康高效，强劲的现金创收能力奠定高派息基础.....	5
3、盈利预测与投资建议.....	6
4、风险提示.....	6

图表目录

图 1：FY2024H1 公司实现收入 141.8 亿元（+7.3%）.....	3
图 2：FY2024H1 归母净利润 13.4 亿元（+16.7%）.....	3
图 3：FY2024H1 闭店节奏放缓.....	4
图 4：FY2024H1 总面积降幅放缓，单店面积高单增长.....	4
图 5：FY2024H1 毛利率为 44.7%，经营效率提升拉动净利率同比+0.7pct.....	5
图 6：FY2024H1 估测租金费用率-0.5pct 至 13.3%、员工费用率 10.0%（-1.3pct）.....	5
图 7：截至 FY2024H1，公司存货为 57.5 亿元（-10.1%）.....	6
图 8：截至 FY2024H1 应收款为 12.26 亿元（-2.3%）.....	6
图 9：FY2024H1 营运能力改善，存货周转和应收周转下降.....	6
表 1：FY2024H1 销货品收入为 140.68 亿元（+7.4%），主力品牌收入 123.5 亿元（+7.0%）、零售收入 119.9 亿元（+8.8%）.....	3

1、FY2024H1 全域多品牌高效运营，核心盈利能力持续提升

FY2024H1 公司实现收入 141.77 亿元 (+7.3%)，主要受核心零售同比增长、新品表现强劲下同店销售增长驱动，归母净利润 13.4 亿元 (+16.7%)。

图1: FY2024H1 公司实现收入 141.8 亿元 (+7.3%)

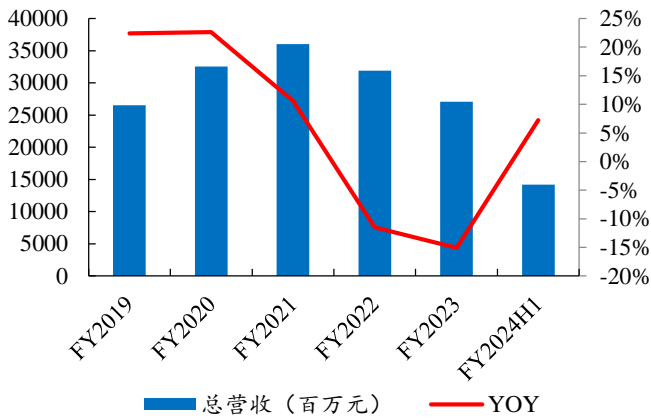
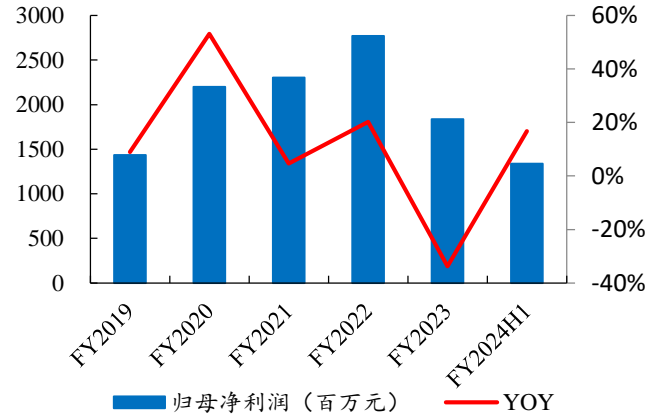


图2: FY2024H1 归母净利润 13.4 亿元 (+16.7%)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

1.1、FY2024Q1 流水增长，全域零售场景及多品牌实现高质量复苏

流水端分季度看，FY2024Q1、Q2 零售及批发总销售金额分别录得 20-30% 低段增长、低单下跌。

公司 FY2024H1 销售货品收入为 140.68 亿元 (+7.4%)，联营收入为 0.87 亿元 (-4.7%)，电竞收入为 0.22 亿元 (-15.0%)，其中：

货品销售收入分品牌看：主力品牌仍旧是主要的收入来源，FY2024H1 主力品牌收入 123.5 亿元 (+7.0%)，在货品销售收入中占比 87.8% (-0.3pct)。FY2024H1 其他品牌收入 17.2 亿元 (+10.5%)，占比 12.2%。

货品销售收入按业务拆分：FY2024H1 零售收入 119.9 亿元 (+8.8%)，直营占比 +1.1pct 至 85.2%。FY2024H1 批发收入 20.8 亿元 (-0.1%)。

表1: FY2024H1 销货品收入为 140.68 亿元(+7.4%)，主力品牌收入 123.5 亿元(+7.0%)、零售收入 119.9 亿元(+8.8%)

单位: 百万元	FY2021			FY2022			FY2023			FY2024H1		
	收入	占比%	YOY	收入	占比%	YOY	收入	占比%	YOY	收入	占比%	YOY
销售货品	35,687.30	99.0%	7.0%	31,574.50	99.0%	-11.5%	26,844.30	99.0%	-15.0%	14,068.20	99.2%	7.4%
按品牌拆分												
主力品牌	31,421.20	88.0%	7.0%	27,569.30	87.3%	-12.3%	23,324.00	86.2%	-15.4%	12,346.80	87.8%	7.0%
其他品牌	4,266.10	12.0%	9.0%	4,005.20	12.7%	-6.1%	3,520.30	13.8%	-12.1%	1,721.40	12.2%	10.5%
按渠道拆分												
零售业务	30,733.30	86.1%	5.0%	26,354.30	83.5%	-14.2%	22,686.50	84.5%	-13.9%	11,987.70	85.2%	8.8%
批发业务	4,954.00	13.9%	17.0%	5,220.20	16.5%	5.4%	4,157.80	15.5%	-20.4%	2,080.50	14.8%	-0.1%
总计	36,009.00	100.0%	7.0%	31,876.50	100.0%	-11.5%	27,073.20	100.0%	-15.1%	14,176.50	100.0%	7.3%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

1.2、分渠道看：线下结构调整夯实渠道力、全域零售场景整体回归

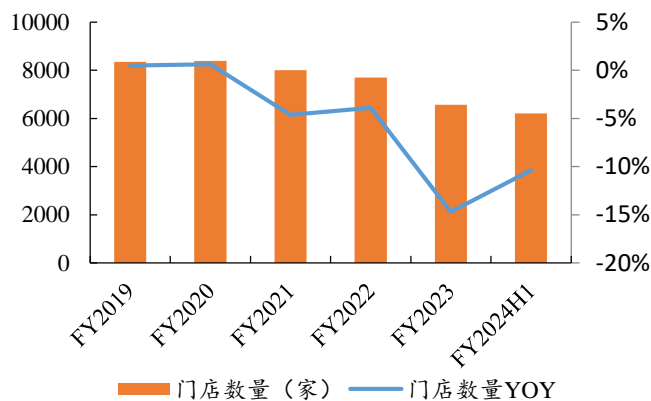
1.2.1、线下：精准调控匹配最佳门店面积，门店数目及总销售面积降幅边际放缓

门店数量：截至 2023/8/31 门店数量 6209 家 (-10.4%)，同比净闭 719 家/环比净闭 356 家，其中阿迪达斯旗下子品牌 NEO 调整快于计划，关店幅度较大，在 FY2024H1 的关店数中占比预计 30-40%。净闭店趋势趋缓，新开店具有显著效率优势，预计月均店效为新关店的 3 倍，改店的店效平均提升幅度大于 30%，主力和非主力品牌的店效及坪效同步提升。

门店面积：FY2024H1 毛销售面积同比-3.5%/环比-1.7%，总门店面积下降幅度趋缓，精准单店面积策略持续推进，单店销售面积维持增长同比+7.7%，其中主力和非主力品牌及不同面积类型门店的单店面积均增长。

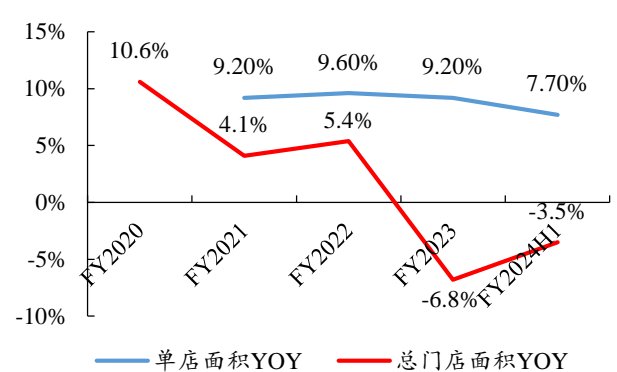
线上线下同步复苏，全域零售场景整体回归。线上公域、线上私域及线下销售金额均同比增长，其中线上公域增速快于行业增速，线上私域增长最快。

图3：FY2024H1 闭店节奏放缓



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：FY2024H1 总面积降幅放缓，单店面积高单增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2.2、线上：社群好友和会员数目不断攀升，会员消费及全域一体化优势驱动

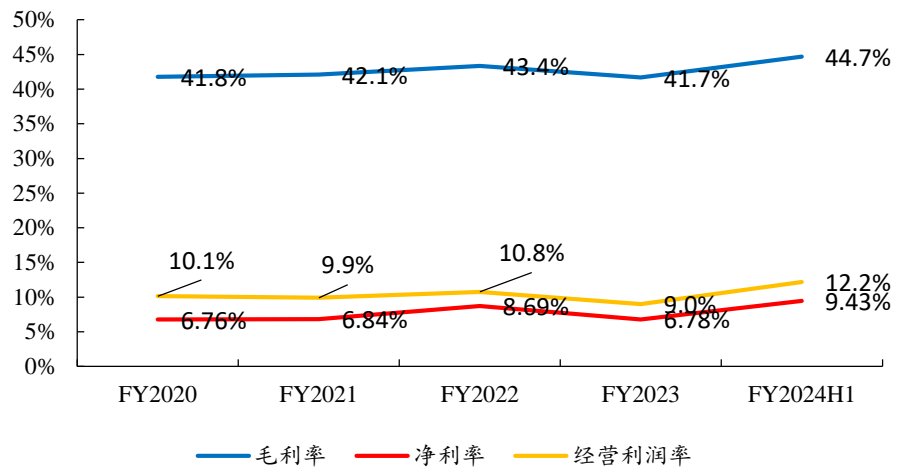
全域用户规模拓展，社群好友和会员数目继续攀升。截至 2023 年 8 月 31 日，公司全国范围内运营超 6209 家店铺企业微信号并拥有 7 万多个微信群，同比显著提升，累计用户数达到 73.1 百万人，同比提升 16%。

会员消费仍为门店销售主力贡献，尤其高价值核心会员贡献显著。FY2024H1 会员贡献的店内零售总额（含增值税）比例为 92.7%，持续保持着较高比例且稳健的销售贡献，老会员贡献占比稳定为 60-70%，高价值会员占总消费会员比例仅中单位数，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，消费者的潜力和粘性更加凸显。

2、核心盈利能力提升，营运资金效率优化，持续高派息

2.1、盈利能力：FY2024H1 毛利率微跌，核心盈利能力提升拉动净利率同比提升

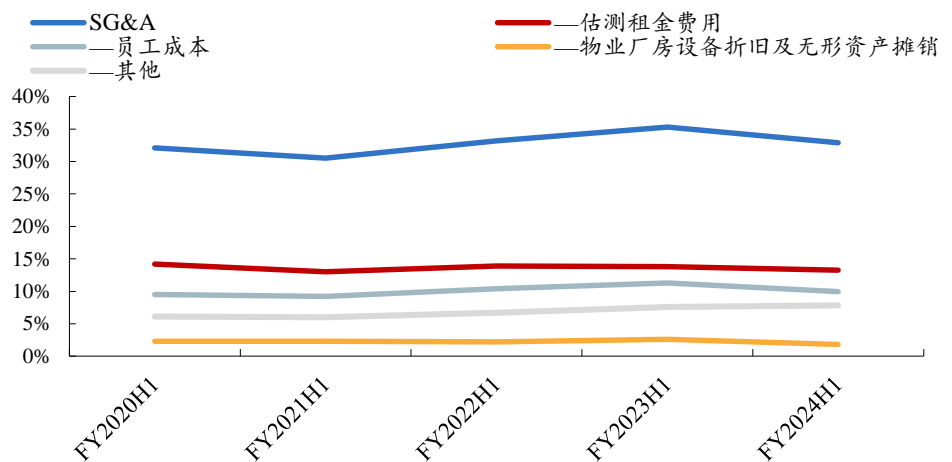
(1) 毛利率：FY2024H1 毛利率 44.7%，同比-0.9pct/环比+3.0pct，下降主要系品牌合作伙伴于疫情期间提供的特殊支持在市场回暖后逐步合理化递减，零售折扣同比改善&零售业务收入占比提升带来积极影响。

图5: FY2024H1 毛利率为 44.7%，经营效率提升拉动净利率同比+0.7pct


数据来源：公司公告、开源证券研究所

(2) 费用端: FY2024H1 公司 SG&A 为 32.9% (-2.4pct)，主要系门店结构及组织结构优化带来更多正向的经营杠杆影响。

估测租金费用率-0.5pct 至 13.3%、员工费用率 10.0% (-1.3pct)，经营效率提升，平均人效大幅提升。

图6: FY2024H1 估测租金费用率-0.5pct 至 13.3%、员工费用率 10.0% (-1.3pct)


数据来源：公司公告、开源证券研究所

(3) 经营利润率及净利率: FY2024H1 公司经营利润率为 12.2% (+0.2pct)，核心经营利润 16.8 亿元(+22.9%)，显著优于收入增速，核心经营利润率 11.8%(+1.5pct)，归母净利率为 9.4%，核心盈利能力提升，在毛利率-0.9pct，政府补贴同比-1.3pct 的影响下净利润率仍能同比+0.7pct。

2.2、营运能力：存货管理健康高效，强劲的现金创收能力奠定高派息基础

(1) 存货: 截至 2023 年 8 月 31 日，公司存货为 57.5 亿元 (-10.1%)，存货周转天数为 140.9 天，同比-26.7 天，环比缩短 8.6 天。

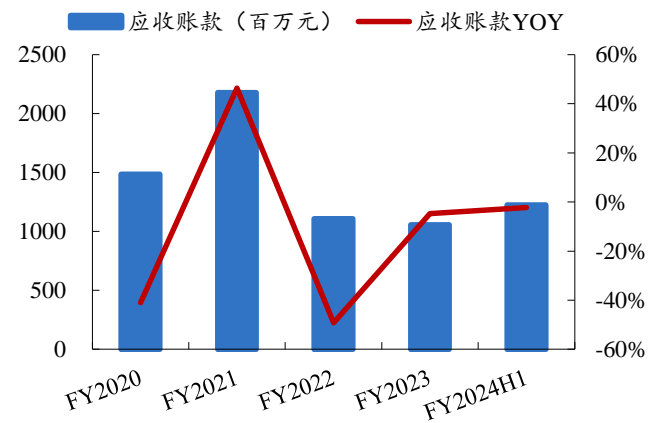
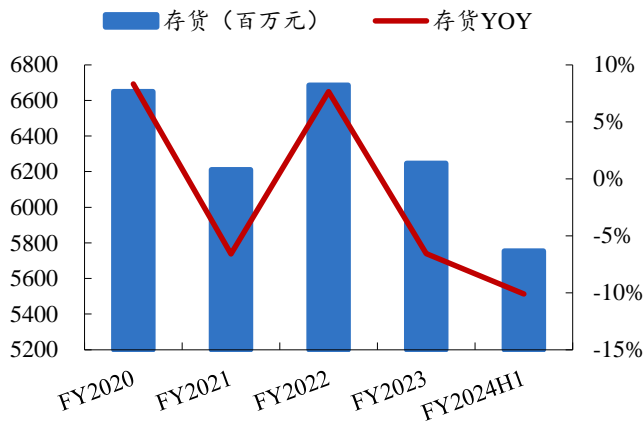
(2) 应收/应付账款: 截至 2023 年 8 月 31 日，应收/应付款分别为 12.26 亿元、

4.64 亿元，分别同比-2.3%/+31.0%，应收/应付周转天数分别同比-1.6/+0.7 天至 14.8/17.1 天。

(3) **经营性现金流**：FY2024H1 经营性现金流净额为 25.51 亿元 (+57.8%)，自由现金流 23.63 亿元 (+61.9%)，现金及银行总款结余同比+87.8%至 31.48 亿元，在强劲的现金创收能力下维持高派息率，派息额占期初现金 53%，中期每股派息 0.16 元，派息率 74.2% (+3.8pct)。

图7：截至 FY2024H1，公司存货为 57.5 亿元 (-10.1%)

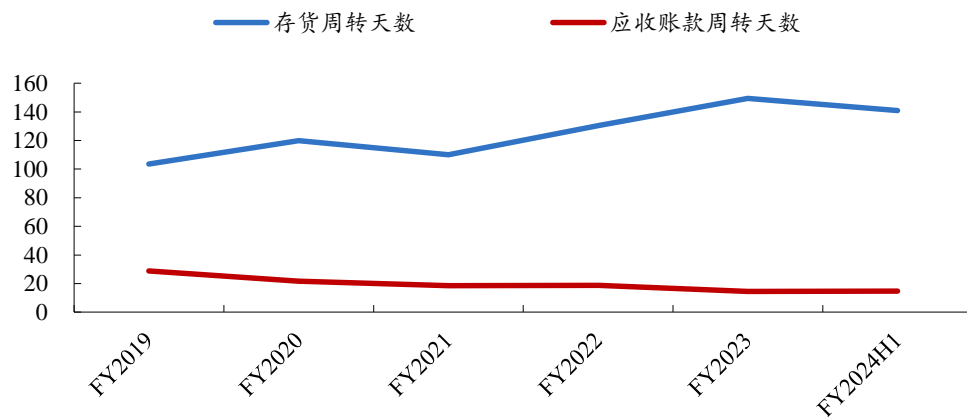
图8：截至 FY2024H1 应收款为 12.26 亿元 (-2.3%)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：FY2024H1 营运能力改善，存货周转和应收周转下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

考虑消费环境复苏不及预期以及政府补助等其他收入影响，我们下调盈利预测，预计 FY2024-2026 归母净利润分别为 23.1/27.2/31.4 亿元(原为 25/30.3/35 亿元)，对应 EPS 为 0.4/0.4/0.5 元，当前股价对应 PE 为 15.2/12.9/11.2 倍，国庆流水维持 9 月环比改善的势头，FY2024H2 (2023.9-2024.2) 低基数下预计盈利持续改善，维持“买入”评级。

4、风险提示

消费者信心恢复、国际品牌恢复、新品牌合作不达预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn