

纺织服装 | 公司研究
2023年10月20日

买入
维持

市场数据: 2023年10月19日

收盘价 (港币)	6.06
恒生指数	17295.89
52周最高/最低价 (港币)	7.94/3.65
H股市值 (亿港元)	376
流通H股 (亿股)	62.01
汇率 (港币/人民币)	0.92

股价表现:



资料来源: Wind

证券分析师

王立平
A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

刘佩
A0230523070002
liupeipei@swsresearch.com

联系人

刘佩
(8621)23297818
liupeipei@swsresearch.com

业绩高质量增长，效率提升下利润弹性显现

滔搏 (06110.HK)

滔搏发布 FY24 中期业绩及二季度运营情况，业绩增速快于收入增长。公司 FY24H1 (23 年 3-8 月) 收入同比增长 7.3% 至 141.8 亿元 (数据来自公司公告，下同)，归母净利润同比增长 16.7% 至 13.4 亿元，收入增速略慢于预期，主要由于当前消费仍处于弱复苏态势，财年初零售恢复的强劲势头在二季度随基数走高后有所回落，但业绩增长快于收入，且表现略超预期，主要来源于租金、人员等费用率优化以及新品表现强劲带动零售折扣改善。同时根据公司运营数据，FY24 财年二季度 (23 年 6-8 月) 因基数走高，导致流水同比低单位数下跌，但 9 月在中秋国庆双节拉动下，流水已经呈现出环比改善趋势。中期派息为 0.16 元/股，派息率为 74.2%，高于去年同期的 70.4%。

主力及非主力品牌均在稳步复苏，会员运营带动客群粘性持续提升。上半年主力品牌收入增长 7% 至 123.5 亿元，占比 87.1%，非主力品牌收入增长 10.5% 至 17.2 亿元，占比 12.1%，非主力品牌增速较快主要是受细分领域增长较快拉动，强劲的新品表现和高质量复苏驱动两类品牌在同店及零售折扣上均有改善。截至到 23 年 8 月，公司累计用户数达到 7310 万人，同比提升 16.2%。期内会员贡献店内零售额的 92.7%，复购会员对会员整体消费贡献在 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，消费潜力与粘性更加凸显。

分渠道看，核心直营业务拉动增长，线上私域增速较快。从不同渠道增速上看，由高到低排序分别为线上私域、线下渠道、线上公域。从业务模式上看，上半年直营收入同比增长 8.8% 至 119.9 亿元，占比 83.4%，批发收入同比略降 0.1% 至 20.8 亿元，占比 15.7%。伴随客流回暖以及渠道调整进入尾声，公司关店数目及销售面积整体降幅边际放缓，截至到 FY24H1，公司总共运营 6209 家直营店铺，相比期初净关店 356 家，店铺总数同比下降 10.4%，但单店面积同比增长 7.7%，数量下降的同时质量在不断提升，据公司公开交流，新开店约为关闭店店效的 3 倍，坪效约为 1.7 倍。

盈利能力提升，资产质量稳健。1) 效率提升推动费用率下降，净利率稳步提升。FY24H1 毛利率同比下降 0.9 pct 至 44.7%，主要是由于疫情期间品牌伙伴的特殊支持在市场回暖后合理化递减，抵消了折扣改善及零售收入占比提升对毛利率的拉动作用，但员工数量减少 (上半年员工人数同比下降 8.7%，员工费用率下降 1.3 pct 至 10.0%)、门店减少租金节省 (上半年租金费用率同比下降 0.5 pct 至 13.3%)，带动销售/管理费用率同比下降 1.9/0.5pct 至 29.0/3.9%，归母净利率提升 0.7pct 至 9.4%。**2) 运营效率持续改善，现金创造能力强劲。**上半年底公司存货同比下降 10.1% 至 57.5 亿元，存货周转天数同比下降 26.7 天至 140.9 天，应收账款周转天数同比下降 1.6 天至 14.8 天，应付账款周转天数同比上升 0.7 天至 17.1 天，运营效率不断改善。上半年末的现金为 31.48 亿元，同比大幅提升了 87.8%，环比提升了 33.5%，充足的现金储备为公司提供更强的抗风险能力。

公司 FY24H1 零售运营能力突出，实现多品牌+全域的高质量增长，利润弹性显现，维持“买入”评级。公司主力品牌及非主力品牌线上、线下均实现优质成长，“零售+新品+同店”的三大增长动力共同驱动复苏，下半年在旺季来临下有望加速增长。但考虑到当下零售环境仍处于弱复苏状态，终端流水在年初需求集中释放及基数走高后，有一定的放缓，出于谨慎考虑，我们略微下调公司的收入预测，但由于公司费用管控的效率比预期更好，也驱动了业绩弹性的释放，我们下调了对公司费用率的预测，最终到利润端和前期比略微上升，预计 FY24-FY26 年收入分别为 304.6/346.1/393.8 亿元 (原来为 317.6/361.8/407.6 亿元)，净利润分别为 23.1/27.3/31.9 亿元 (原来为 23.0/27.1/31.5 亿元)，对应 PE 为 15/13/11 倍，维持“买入”评级。

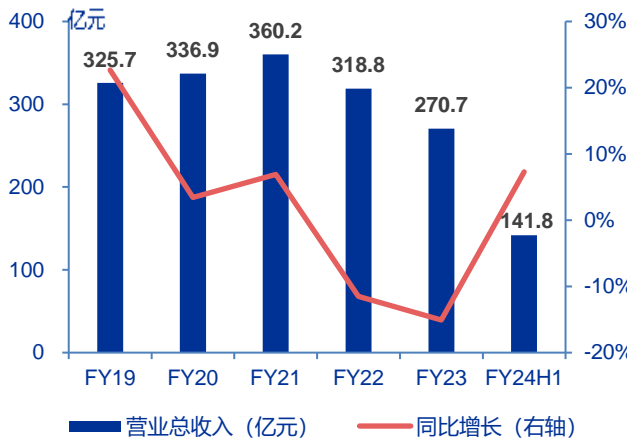
风险提示: 疫后恢复不及预期；市场竞争加剧风险；存货风险增加。

财务数据及盈利预测

货币单位: 人民币	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入 (亿元)	318.8	270.7	304.6	346.1	393.8
同比增长率 (%)	-11%	-15%	12%	14%	14%
归母净利润 (亿元)	24.5	18.4	23.1	27.3	31.9
同比增长率 (%)	-12%	-25%	26%	18%	17%
每股收益 (摊薄, 元/股)	0.39	0.30	0.37	0.44	0.51
毛利率 (%)	43.4%	41.7%	42.8%	43.2%	43.5%
市盈率 (倍)	14	19	15	13	11

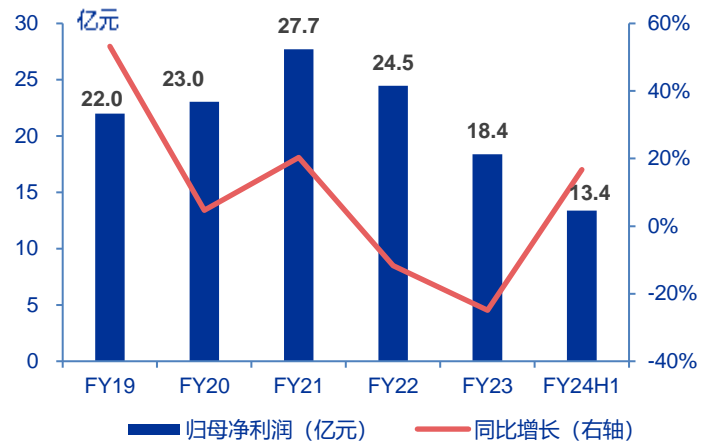
注：“每股收益”为归母净利润除以总股本

图 1: FY24H1 营收 141.8 亿元, 同比增长 7.3%



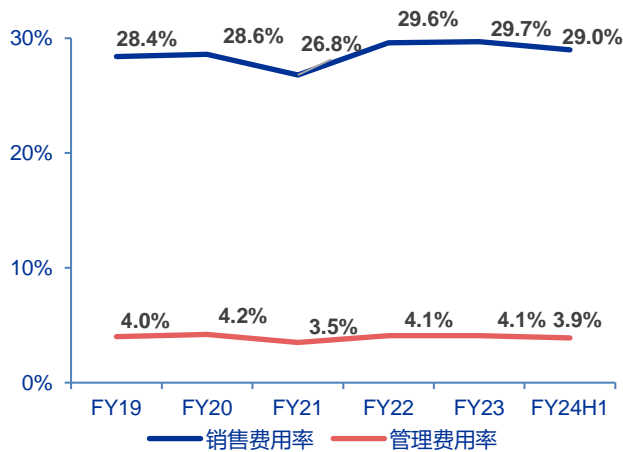
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 2: FY24H1 归母净利润 13.4 亿元, 同比增长 16.7%



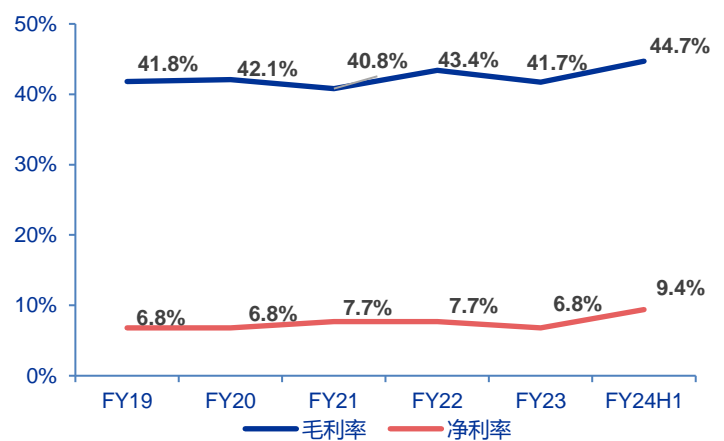
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: FY24H1 销售费用率下降 1.9pct 至 29.0%, 管理费用率下降 0.5pct 至 3.9%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 4: FY24H1 毛利率下降 0.9pct 至 44.7%, 归母净利率提升 0.7pct 至 9.4%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

财务摘要

合并利润表

百万元 (人民币)	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	31877	27073	30455	34608	39385
营业成本	-18052	-15789	-17420	-19657	-22252
毛利	13824	11284	13035	14951	17132
销售费用	-9439	-8052	-8771	-9967	-11343
管理费用	-1293	-1101	-1188	-1350	-1536
应收账款减值损失	0	0	0	0	0
应收款项之减值拨回/(拨备)	10	2	0	0	0
其他收入-经营	327.00	298.50	0.00	0.00	0.00
营业利润	3430	2431	3076	3634	4254
财务收入/(费用)净额	-104	-109	0	0	0
除税前溢利	3326	2322	3076	3634	4254
所得税	-880	-486	-769	-908	-1063
净利润	2447	1837	2307	2725	3190

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20%以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10%和 +10%之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

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。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。