

2023年10月24日

滔搏 (6110.HK)

公司动态分析

证券研究报告

运动零售

## 多品牌高效运营，盈利能力改善

事件：滔搏公布 FY2024H1 业绩表现，收入为 141.77 亿元，同比增长 7.3%；归母净利润为 13.37 亿元，同比增长 16.7%。我们预测未来三个财年的 EPS 为 0.37/0.44/0.50 元。给予 2024/02 财年 22 倍 PE，目标价 8.8 港元，维持“买入”评级。

### 报告摘要

**非主力品牌增速亮眼，零售渠道复苏势头较好** 随着经济的持续复苏，消费者购买意愿提升，消费环境也逐渐回暖，在此背景下，FY2024H1 公司录得收入 141.77 亿元，同比增长 7.3%。分品牌来看，主力品牌（耐克及阿迪达斯）收入达 123.47 亿元，同比增长 7.0%，占总收入的 87.1%；非主力品牌（彪马、匡威、威富集团品牌、亚瑟士、鬼冢虎、斯凯奇、NBA、李宁、HOKA ONE ONE 及凯乐石）收入为 17.21 亿元，同比增长 10.5%，收入占比为 12.1%。非主力品牌增长亮眼主要得益于公司新增了合作品牌，拓宽了运动细分领域，在不稳定的市场环境中能够把握更多机遇。分渠道来看，零售收入为 119.88 亿元，同比增长 8.8%，零售渠道复苏势头较好，主要是由于新品销售占比提升带动了折扣改善及同店增长；批发收入为 20.81 亿元，同比基本持平。毛利率方面，FY2024H1 公司毛利率同比下降 0.9pp 至 44.7%，主要是由于去年同期毛利率基数高（达到上市后上半财年历史高位），以及合作伙伴在疫情阶段的支持在市场回暖后合理化递减，但一部分负面影响被新品占比的提升和折扣率的改善所抵消。费率方面，由于经营效率提升，销售和管理费用率分别下降 2pp/0.4pp，带动归母净利率提升至 9.4%。

**3+3 战略驱动业绩成长，门店及员工结构持续优化** 在消费复苏的背景之下，公司推行了 3+3 战略，聚焦用户、聚焦全域零售、聚焦创新业态及服务，并促进店效、坪效、人效三项效率提升。在店效和坪效方面，公司根据 14 个品牌的特性量身打造合适的店铺，精准匹配店铺面积，驱动店铺结构改善。截至 2023 年 8 月 31 日，公司已运营 6209 家总直营门店，较年报时减少 356 家；总销售面积环比减少 1.7%，主要由于阿迪达斯 NEO 加速关店及业务调整对店铺数以及销售面积均产生影响。单店销售面积同比增长 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有所增长。人效方面，公司致力于高效用人并配置生产力强大的数字化工具，促进门店向新的发展阶段迈进，在此期间员工人数有所下降但平均人效有所提升。

**投资建议：**在外部环境的压力下，公司通过改善折扣、拓宽品牌合作、店效提升等策略，保持稳健运营。综合考虑，我们预测未来三个财年的 EPS 为 0.37/0.44/0.50 元。考虑到公司与国际巨头耐克和阿迪达斯的深度绑定，我们给予 2024/02 财年 22 倍 PE，目标价 8.8 港元，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行，消费疲软；门店优化不及预期；库存风险。

| 人民币百万元    | FY2022/02 | FY2023/02 | FY2024/02E | FY2025/02E | FY2026/02E |
|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 营业收入      | 31,877    | 27,073    | 29,908     | 34,451     | 39,028     |
| 增长率 (%)   | -11.5%    | -15.1%    | 10.5%      | 15.2%      | 13.3%      |
| 归母净利润     | 2,447     | 1,837     | 2,304      | 2,706      | 3,088      |
| 增长率 (%)   | -11.7%    | -24.9%    | 25.4%      | 17.5%      | 14.1%      |
| 毛利率 (%)   | 43.4%     | 41.7%     | 42.5%      | 42.6%      | 42.7%      |
| 归母净利率 (%) | 7.7%      | 6.8%      | 7.7%       | 7.9%       | 7.9%       |
| 每股收益 (元)  | 0.39      | 0.30      | 0.37       | 0.44       | 0.50       |
| 每股净资产 (元) | 1.71      | 1.59      | 1.77       | 1.99       | 2.24       |
| 市盈率       | 14.52     | 19.34     | 15.42      | 13.13      | 11.51      |
| 市净率       | 3.36      | 3.61      | 3.23       | 2.88       | 2.56       |
| 股息收益率 (%) | 7.51      | 5.76      | 3.24       | 3.81       | 4.35       |

数据来源：公司资料，安信国际预测

投资评级：

买入

目标价格：

8.8 港元

现价 (2023-10-20)：

6.16 港元

|               |           |
|---------------|-----------|
| 总市值 (百万港元)    | 38,199.53 |
| 流通市值 (百万港元)   | 38,199.53 |
| 总股本 (百万股)     | 6,201.22  |
| 流通股本 (百万股)    | 6,201.22  |
| 12 个月低/高 (港元) | 5.3/8.2   |
| 平均成交 (百万港元)   | 33.67     |

### 股东结构

|                     |         |
|---------------------|---------|
| Hillhouse Capital   | 34.89%  |
| Wisdom Man Ventures | 20.23%  |
| Credit Suisse       | 8.29%   |
| 先锋领航                | 1.79%   |
| 贝莱德                 | 1.02%   |
| 其他股东                | 33.77%  |
| 总共                  | 100.00% |

### 股价表现



| %    | 一个月   | 三个月   | 十二个月  |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | 3.15  | 2.17  | 19.59 |
| 绝对收益 | -1.75 | -5.84 | 25.52 |

数据来源：WIND、港交所、公司

杨怡然 消费行业分析师

+852-2213 1401

laurayang@eif.com.hk

## 附表：财务报表预测

| 利润表 (人民币百万元)   |           |           |            |            |            |
|----------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
|                | FY2022/02 | FY2023/02 | FY2024/02E | FY2025/02E | FY2026/02E |
| 收入             | 31,877    | 27,073    | 29,908     | 34,451     | 39,028     |
| 销售成本           | (18,052)  | (15,789)  | (17,205)   | (19,764)   | (22,377)   |
| <b>毛利</b>      | 13,824    | 11,284    | 12,703     | 14,687     | 16,651     |
| 销售费用           | (9,439)   | (8,052)   | (8,524)    | (9,819)    | (11,123)   |
| 管理费用           | (1,293)   | (1,101)   | (1,136)    | (1,309)    | (1,483)    |
| <b>经营溢利</b>    | 3,420     | 2,429     | 3,144      | 3,671      | 4,168      |
| 财务开支           | (104)     | (109)     | (113)      | (111)      | (106)      |
| 其他收入           | 198       | 216       | 226        | 221        | 211        |
| <b>税前盈利</b>    | 3,326     | 2,322     | 3,031      | 3,560      | 4,063      |
| 所得税            | (880)     | (486)     | (727)      | (855)      | (975)      |
| <b>税后净利润</b>   | 2,447     | 1,837     | 2,304      | 2,706      | 3,088      |
| 归母净利润          | 2,447     | 1,837     | 2,304      | 2,706      | 3,088      |
| <b>EPS (元)</b> | 0.39      | 0.30      | 0.37       | 0.44       | 0.50       |
| <b>同比增长率</b>   |           |           |            |            |            |
| 收入 (%)         | -11.48%   | -15.07%   | 10.47%     | 15.19%     | 13.28%     |
| 归母净利润 (%)      | -11.68%   | -24.93%   | 25.43%     | 17.46%     | 14.11%     |

| 资产负债表 (人民币百万元) |           |           |            |            |            |
|----------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
|                | FY2022/02 | FY2023/02 | FY2024/02E | FY2025/02E | FY2026/02E |
| 现金及现金等价物       | 1,753     | 2,357     | 4,329      | 3,412      | 5,280      |
| 应收账款           | 1,107     | 1,055     | 1,895      | 1,503      | 2,346      |
| 存货             | 6,686     | 6,247     | 5,066      | 7,930      | 6,783      |
| 其他流动资产         | 1,435     | 2,442     | 2,226      | 2,040      | 1,879      |
| <b>流动资产总额</b>  | 10,980    | 12,101    | 13,515     | 14,885     | 16,289     |
| 固定资产           | 1,009     | 733       | 258        | 392        | 657        |
| 无形资产           | 1,093     | 1,073     | 1,041      | 1,020      | 980        |
| 其他非流动资产        | 4,714     | 2,913     | 2,855      | 2,797      | 2,742      |
| <b>非流动资产总额</b> | 6,816     | 4,719     | 4,153      | 4,209      | 4,378      |
| <b>总资产</b>     | 17,796    | 16,821    | 17,669     | 19,095     | 20,667     |
| 应付账款           | 927       | 991       | 894        | 1,055      | 1,152      |
| 应付即期税项         | 697       | 360       | 360        | 360        | 360        |
| 其他流动负债         | 3,249     | 3,917     | 3,739      | 3,681      | 3,640      |
| <b>流动负债总额</b>  | 4,873     | 5,268     | 4,994      | 5,096      | 5,153      |
| 递延税项负债         | 1,970     | 1,481     | 1,452      | 1,423      | 1,394      |
| 其他长期负债         | 372       | 237       | 237        | 237        | 237        |
| <b>非流动负债总额</b> | 2,342     | 1,719     | 1,689      | 1,660      | 1,632      |
| <b>总负债</b>     | 7,215     | 6,987     | 6,683      | 6,756      | 6,784      |
| <b>股东权益</b>    | 10,582    | 9,834     | 10,985     | 12,338     | 13,882     |

(转下页)

| 现金流量表 (人民币百万元) |                |                |                |                |                |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                | FY2022/02      | FY2023/02      | FY2024/02E     | FY2025/02E     | FY2026/02E     |
| 除税前溢利          | 3,326          | 2,322          | 3,031          | 3,560          | 4,063          |
| 营运资金变化         | 1,077          | 555            | 245            | (2,312)        | 401            |
| 折旧及摊销          | 2,497          | 2,191          | 1,315          | 789            | 473            |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>5,690</b>   | <b>4,351</b>   | <b>5,852</b>   | <b>1,525</b>   | <b>4,317</b>   |
| 资本开支           | (716)          | (357)          | (839)          | (923)          | (738)          |
| 其他投资活动         | 45             | 51             | 5              | 4              | 4              |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(671)</b>   | <b>(306)</b>   | <b>(834)</b>   | <b>(918)</b>   | <b>(734)</b>   |
| 负债变化           | (2,922)        | (743)          | (155)          | (139)          | (125)          |
| 其他融资活动         | (1,573)        | (2,698)        | (2,892)        | (1,384)        | (1,590)        |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>(4,494)</b> | <b>(3,440)</b> | <b>(3,046)</b> | <b>(1,523)</b> | <b>(1,715)</b> |
| <b>现金变化</b>    | <b>524</b>     | <b>605</b>     | <b>1,971</b>   | <b>(916)</b>   | <b>1,868</b>   |
| 期初持有现金         | 1,229          | 1,753          | 2,357          | 4,329          | 3,412          |
| 汇率变动           | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 期末持有现金         | 1,753          | 2,357          | 4,329          | 3,412          | 5,280          |

| 财务数据        |           |           |            |            |            |
|-------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
|             | FY2022/02 | FY2023/02 | FY2024/02E | FY2025/02E | FY2026/02E |
| <b>盈利能力</b> |           |           |            |            |            |
| 毛利率         | 43.4%     | 41.7%     | 42.5%      | 42.6%      | 42.7%      |
| 归母净利润率      | 7.7%      | 6.8%      | 7.7%       | 7.9%       | 7.9%       |
| ROE         | 24.1%     | 18.0%     | 22.1%      | 23.2%      | 23.6%      |
| <b>营运表现</b> |           |           |            |            |            |
| 行销费用/收入(%)  | 33.7%     | 33.8%     | 32.3%      | 32.3%      | 32.3%      |
| 实际税率(%)     | 26.4%     | 20.9%     | 24.0%      | 24.0%      | 24.0%      |
| 股息支付率(%)    | 109.0%    | 145.2%    | 50.0%      | 50.0%      | 50.0%      |
| 库存周转天数      | 130.4     | 149.5     | 120.0      | 120.0      | 120.0      |
| 应付账款天数      | 18.8      | 14.6      | 18.0       | 18.0       | 18.0       |
| 应收账款天数      | 13.9      | 22.2      | 20.0       | 18.0       | 18.0       |
| <b>杠杆比率</b> |           |           |            |            |            |
| 资本负债率       | 40.5%     | 41.5%     | 37.8%      | 35.4%      | 32.8%      |
| 总资产/股本      | 1.7       | 1.7       | 1.6        | 1.5        | 1.5        |
| 利息覆盖倍数      | 15.7      | 11.4      | 14.0       | 15.8       | 17.6       |

资料来源：公司资料，安信国际预测

## 客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

## 免责声明

此报告只提供给您参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标、财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

## 安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010