

纺织服装 | 公司研究
2022年12月17日

买入
维持

市场数据: 2022年12月15日

收盘价 (港币)	6.1
恒生指数	16792.19
52周最高/最低价 (港币)	7.7/5.06
H股市值 (亿港元)	80
流通H股 (亿股)	62.01
汇率 (港币/人民币)	0.91

股价表现:



资料来源: Wind

证券分析师

王立平
A020511040052
wanglp@swsresearch.com
刘佩
A02052070002
liupeipei@swsresearch.com

联系人

刘佩
(8621)2297818
liupeipei@swsresearch.com

三季度零售加速回暖，门店逐步恢复扩张节奏

滔搏 (06110.HK)

滔搏发布 FY24Q 经营情况，终端零售持续改善。公司 FY24Q (2 年 9-11 月) 直营及批发销售额同比提升 10-20% 低段 (数据来自公司公告及公开业绩交流，下同)，环比上半财年 7.7% 的收入增速有明显提升，表现略好于预期。其中零售增长 10-20% 高段，而同期服装行业的社会零售额 (2 年 9-11 月) 增速为 7.7%，直营表现优于社零大盘大约 10pct。从恢复情况看，到三季度末公司销售累计销售恢复到 19 年疫情前的 80-85%。

分品牌看，主力品牌加速增长，调整期品牌影响淡化。FY24Q 公司代理的 14 个品牌直营及批发整体销售额低双位数增长，其中，高于整体增速的品牌其权重平均增速为高双位数，比 FY24H1 中双位数增长加速。低于整体增速的品牌其加权平均增速为中单位数增长，比 FY24H1 中单位数下降改善明显，若把短期调整品牌剔除则该增速为低双位数增长，比 FY24H1 同口径的微增也有明显加速。

多因素共同驱动下收入增长持续改善。1) **客流回暖下，销售回归以零售增长为导向：**FY24Q 零售增长 10-20% 高段，环比上半财年 8.8% 的增速有明显提升。2) **多品牌恢复增长，拉动销售表现：**FY24Q 公司主力和非主力品牌均在稳步复苏，预计 FY24Q 销售均实现双位数增长。3) **线上和线下渠道均表现优异：**FY24Q 线上及线下渠道预计同比均有双位数增长，线上增长更多来自私域增长拉动。4) **同店销售持续提升：**FY24Q 同店增速预计基本与线下零售的同比增速相吻合。5) **新品销售表现强劲：**2 年自然年新品售罄率整体呈现同比提升趋势，驱动零售增长的同时也推动折扣率的改善，预计 FY24Q 折扣率改善的幅度和上半年基本一致，大约为低单位数。

库存周转健康高效，毛利率预计稳步改善。FY24Q 公司库存金额同比下降双位数，下降幅度和上半年一样。库销比水平在 11 月底略低于 4 个月，同比 22 年底有明显改善，环比 8 月底基本上一致，在国内运动行业处于领先水平，存货的周转效率保持健康高效。毛利率表现上，折扣率收窄以及直营占比提升对毛利率为正向拉动因素，而疫后复苏中品牌方补贴在合理地减少可能会影响毛利率，但由于 FY2H2 毛利率基数较低，预计全年毛利率整体仍稳步改善。

门店恢复扩张节奏，与当下零售回暖趋势吻合。FY24Q 公司直营毛销售面积环比 FY24Q2 增长 0.5%，回溯前三季度毛销售面积，FY24Q1 环比上季度末下降 1.7%，FY24Q2 环比持平，FY24Q 开始出现环比增长，门店恢复扩张节奏，与当下零售回暖趋势吻合。从同比维度看，FY24Q1 门店面积同比下降高单位数，到 FY24Q 仅下降 1.7%，同比和环比维度都在逐步改善。FY24Q 的毛开店同比和环比都在加速，毛关店同比和环比放缓。若剔除某代理品牌短期对其子品牌的调整，三季度门店环比已有净增长。11 月 25 日公司与公众号山系文化合作的门店「GOEASY 够意思」于在上海龙华会开业，汇集来自世界各地的 70 多个品牌，覆盖城市生活、潮流运动、硬核户外及家居萌宠等多重场景，为热爱户外及生活的人打造专属的放松空间。

公司 FY24Q 收入增长持续改善，实现多品牌+全域的高质量增长，库存表现优异，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，库存情况行业领先，开店节奏逐步回归正向增长。维持盈利预测，预计 FY24-FY26 年收入分别为 04.6/46.1/9.8 亿元，净利润分别为 2.1/27./1.9 亿元，对应 PE 为 15/1/11 倍，维持“买入”评级。

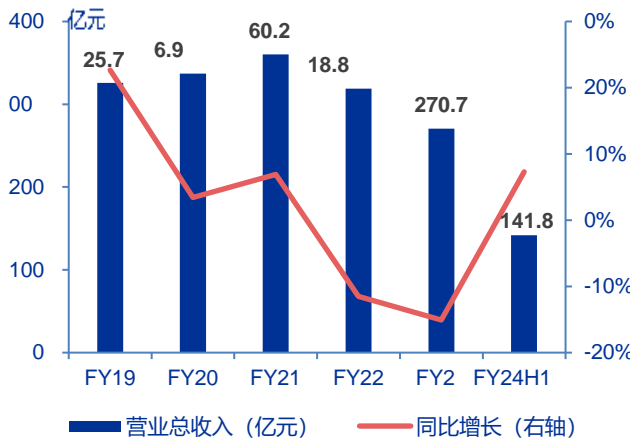
风险提示：疫后恢复不及预期；市场竞争加剧风险；存货风险增加。

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)	18.8	270.7	04.6	46.1	9.8
同比增长率 (%)	-11%	-15%	12%	14%	14%
归母净利润 (亿元)	24.5	18.4	2.1	27.	1.9
同比增长率 (%)	-12%	-25%	26%	18%	17%
每股收益 (摊薄, 元/股)	0.9	0.0	0.7	0.44	0.51
毛利率 (%)	4.4%	41.7%	42.8%	4.2%	4.5%
市盈率 (倍)	14	19	15	1	11

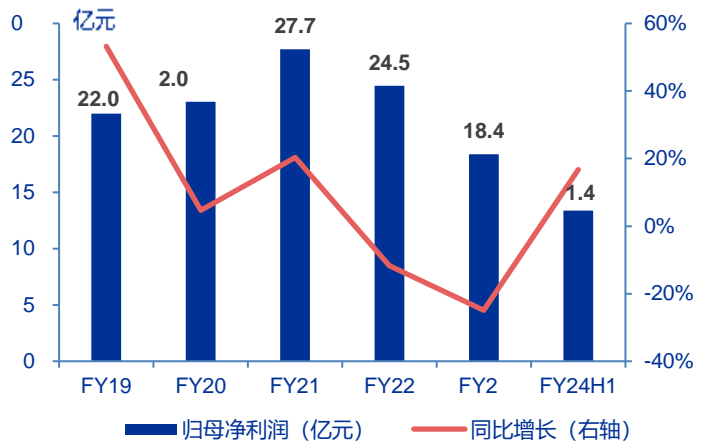
注：“每股收益”为归母净利润除以总股本

图 1: FY24H1 营收 141.8 亿元, 同比增长 7.0%



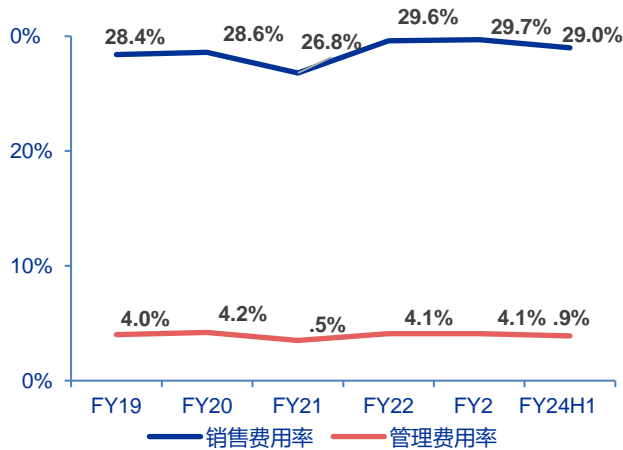
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 2: FY24H1 归母净利润 1.4 亿元, 同比增长 16.7%



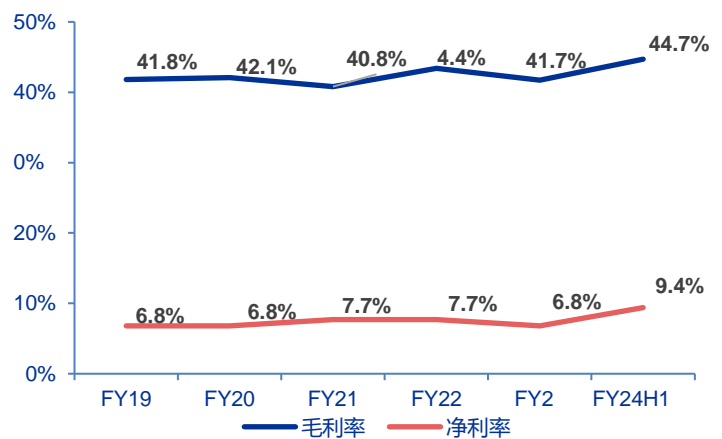
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

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 .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

表 1: 公司季度运营表现

	Q1 (-5 月)	Q2 (6-8 月)	Q (9-11 月)	Q4 (12-次年 2 月)	全年	
FY22 (2021. 月 -2022.2 月)	销售额同比		20-0% 低段下跌	10-20%高段下跌	-11.5%	
	直营店面积环比			+9%	+0.6%	
	直营店面积同比			+7.0%	+5.4%	+5.4%
FY2 (2022. 月 -202.2 月)	销售额同比	20-0% 高段下跌	低单位数下跌	10-20%高段下跌	10-20%低段下跌	-15.1%
	直营店面积环比	-2.0%	-2%	-1%	-0.5%	
	直营店面积同比	+2.8%	-0.7%	-5.7%	-6.8%	-6.8%
FY24 (202. 月 -2024.2 月)	销售额同比	20-0% 低段增长	低单位数下跌	10-20%低段增长		
	直营店面积环比	-1.7%	基本持平	+0.5%		
	直营店面积同比	-6.5%	-5%	-1.7%		

注: 公司运营数据从 FY22Q 开始披露, 全年销售额同比增速未披露, 此处为收入增速; 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	1877	2707	0455	4608	985
营业成本	-18052	-15789	-17420	-19657	-22252
毛利	1824	11284	105	14951	1712
销售费用	-949	-8052	-8771	-9967	-114
管理费用	-129	-1101	-1188	-150	-156
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	27.00	298.50	0.00	0.00	0.00
营业利润	40	241	076	64	4254
财务收入/(费用)净额	-104	-109	0	0	0
除税前溢利	26	222	076	64	4254
所得税	-880	-486	-769	-908	-106
净利润	2447	187	207	2725	190

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。