

# 滔搏 (06110.HK)

## FY2024Q3 流水点评: 持续高质量复苏, 直营门店毛销售面积回归扩张

买入 (维持)

2023年12月18日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 郝越

执业证书: S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值           | FY2023A   | FY2024E   | FY2025E   | FY2026E   |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业总收入 (百万元)       | 27,073.60 | 30,214.31 | 34,102.49 | 38,235.64 |
| 同比                | -15%      | 12%       | 13%       | 12%       |
| 归属母公司净利润 (百万元)    | 1,836.60  | 2,389.83  | 2,750.85  | 3,148.96  |
| 同比                | -25%      | 30%       | 15%       | 14%       |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 0.30      | 0.39      | 0.44      | 0.51      |
| P/E (现价最新股本摊薄)    | 18.82     | 14.46     | 12.56     | 10.98     |

关键词: #业绩符合预期

### 投资要点

- **公司公布 FY24Q3 流水: 持续复苏, 维持高质量增长。** FY24Q3 (2023/9/1-2023/11/30) 零售及批发总税前销售流水同比 10%-20% 低段增长, 相较于 FY24 Q2 流水增速环比修复 (Q2 同比低单位数下滑), Q3 销售复苏主要为客流回归带动零售业务增长、新品表现较好、非主力品牌增速较快等因素贡献, 同时折扣改善、零售占比提升驱动 Q3 毛利率低基数下同向向好, 库存管理健康、流水增长质量较高。
- **直营门店毛销售面积环比恢复增长, 非主力品牌增速表现较好。** 1) **按品牌**, FY24Q3 主力品牌 (Nike&Adidas) / 其他品牌收入均实现双位数增长, 非主力品牌受户外等运动细分领域带动、增速更快。2) **按模式**, FY24Q3 公司核心零售业务表现优于批发业务, 其中零售业务流水高双位数增长, 主要由于伴随市场复苏客流修复, 以及公司经营效率较好、库存管理健康、折扣同比收窄。直营门店毛销售面积方面, 截至 FY24Q3 末同比-1.7%、环比+0.5% (Q2 同比-3.5%、环比持平), 同比下滑主要受到 Adidas neo 系列门店一次性调整所致, 环比看伴随销售复苏、Q3 回归扩张。门店数量方面, Q3 毛关店较上半财年有所放缓、毛开店环比加速, 若剔除 Adidas neo 调整影响, Q3 末店铺数环比净增长。3) **按线上线**, FY24Q3 线上线上均呈双位数增长, 线下增长主要系同店店效增长驱动, 线上主要由线上私域快速发展带动。
- **新品销售表现较好带动折扣同比改善, 库销比维持健康水平。** 1) **折扣率**: FY24Q3 直营折扣率与上半财年改善幅度保持一致、同比改善低单位数, 主因 FY24Q3 新品销售占比提升、售罄率同比增长带动整体折扣率收窄。2) **存货**: 截至 FY24Q3 末库存金额同比双位数下降、环比 Q2 末基本持平; 库销比略低于 4 个月, 同比明显改善、环比基本持平, 库销比维持健康合理水平。
- **盈利预测与投资评级**: 公司为国内最大运动鞋服零售商, 23 年以来伴随终端需求回暖, 收入呈修复态势。展望 FY24Q4, 目前 12 月销售情况稳健、保持 Q3 复苏趋势, 由于 24 年春节时间较晚, 有望带动 24 年 1、2 月销售, 全年需求改善趋势明显, 同时随新品销售向好、折扣率改善、未来毛利率有望逐渐提升, 叠加费用提效贡献, 盈利能力有望进一步改善。公司不断丰富品牌矩阵, 投资的山系文化 11 月底于上海落地首家 GOEASY 城市户外品牌集合体验空间, 积极布局运动新领域。我们维持 FY24-26 归母净利预测 23.9/27.5/31.5 亿元, EPS 为 0.39/0.44/0.51 元/股、对应 PE14/13/11X, 维持“买入”评级。
- **风险提示**: 品牌合作变动、消费疲软等。

### 股价走势



### 市场数据

|              |           |
|--------------|-----------|
| 收盘价(港元)      | 6.13      |
| 一年最低/最高价     | 5.30/8.19 |
| 市净率(倍)       | 3.81      |
| 港股流通市值(百万港元) | 38,013.49 |

### 基础数据

|           |          |
|-----------|----------|
| 每股净资产(港元) | 1.61     |
| 资产负债率(%)  | 35.67    |
| 总股本(百万股)  | 6,201.22 |
| 流通股本(百万股) | 6,201.22 |

### 相关研究

《滔搏(06110.HK): FY2024H1 业绩点评: 业绩稳健复苏, 费用率改善促净利率提升》

2023-10-23

《滔搏(06110.HK): FY24 一季度流水点评: 流水实现高质量增长, 运营效率持续改善》

2023-06-28

表1: 滔搏 FY23-FY24 分季度流水表现

|         | FY23Q1          | FY23Q2     | FY23Q3          | FY23Q4          | FY24Q1          | FY24Q2     | FY24Q3         |
|---------|-----------------|------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------|----------------|
| 全平台流水同比 | 20%-30%高<br>段下滑 | 低单位数<br>下滑 | 10%-20%<br>高段下滑 | 10%-20%低<br>段下滑 | 20%-30%低<br>段增长 | 低单位数下<br>滑 | 10-20%低<br>段增长 |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 滔搏三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)    |                  |                  |                  |                  | 利润表 (百万元)       |                  |                  |                  |                  |
|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
|                | FY2023A          | FY2024E          | FY2025E          | FY2026E          |                 | FY2023A          | FY2024E          | FY2025E          | FY2026E          |
| <b>流动资产</b>    | <b>12,101.30</b> | <b>15,986.06</b> | <b>20,563.36</b> | <b>42,321.00</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>27,073.60</b> | <b>30,214.31</b> | <b>34,102.49</b> | <b>38,235.64</b> |
| 现金及现金等价物       | 2,357.40         | 3,213.88         | 5,568.62         | 25,963.99        | 营业成本            | 15,789.00        | 17,332.03        | 19,357.39        | 21,650.58        |
| 应收账款及票据        | 1,054.90         | 1,462.79         | 1,502.47         | 1,973.32         | 销售费用            | 8,051.90         | 8,821.99         | 10,059.65        | 11,278.92        |
| 存货             | 6,247.30         | 8,824.03         | 10,533.36        | 11,117.22        | 管理费用            | 1,101.40         | 1,208.49         | 1,381.07         | 1,548.46         |
| 其他流动资产         | 2,441.70         | 2,485.36         | 2,958.92         | 3,266.48         | 研发费用            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| <b>非流动资产</b>   | <b>4,719.40</b>  | <b>2,807.94</b>  | <b>1,816.72</b>  | <b>1,296.26</b>  | 其他费用            | 88.50            | 75.00            | 53.00            | 43.00            |
| 固定资产           | 733.20           | 555.74           | 431.52           | 344.56           | <b>经营利润</b>     | <b>2,042.80</b>  | <b>2,776.80</b>  | <b>3,251.39</b>  | <b>3,714.67</b>  |
| 商誉及无形资产        | 3,498.00         | 1,764.00         | 897.00           | 463.50           | 利息收入            | 104.00           | 70.72            | 96.42            | 167.06           |
| 长期投资           | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 利息支出            | 211.20           | 189.75           | 153.10           | 114.36           |
| 其他长期投资         | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 其他收益            | 298.30           | 367.33           | 368.00           | 376.00           |
| 其他非流动资产        | 488.20           | 488.20           | 488.20           | 488.20           | <b>利润总额</b>     | <b>2,322.40</b>  | <b>3,025.10</b>  | <b>3,562.71</b>  | <b>4,143.37</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>16,820.70</b> | <b>18,794.00</b> | <b>22,380.08</b> | <b>43,617.27</b> | 所得税             | 485.80           | 635.27           | 811.86           | 994.41           |
| <b>流动负债</b>    | <b>5,268.30</b>  | <b>4,851.77</b>  | <b>5,687.01</b>  | <b>23,775.23</b> | <b>净利润</b>      | <b>1,836.60</b>  | <b>2,389.83</b>  | <b>2,750.85</b>  | <b>3,148.96</b>  |
| 短期借款           | 1,545.00         | 1,245.00         | 878.80           | 495.73           | 少数股东损益          | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 应付账款及票据        | 991.00           | 488.61           | 1,265.64         | 19,353.96        | <b>归属母公司净利润</b> | <b>1,836.60</b>  | <b>2,389.83</b>  | <b>2,750.85</b>  | <b>3,148.96</b>  |
| 其他             | 2,732.30         | 3,118.16         | 3,542.57         | 3,925.54         | EBIT            | 2,131.30         | 2,851.80         | 3,304.39         | 3,757.67         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>1,718.80</b>  | <b>1,718.80</b>  | <b>1,718.80</b>  | <b>1,718.80</b>  | EBITDA          | 4,347.00         | 4,833.26         | 4,365.61         | 4,348.13         |
| 其他             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |                 |                  |                  |                  |                  |
| <b>负债合计</b>    | <b>6,987.10</b>  | <b>6,570.57</b>  | <b>7,405.81</b>  | <b>25,494.03</b> |                 |                  |                  |                  |                  |
| 股本             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | <b>主要财务比率</b>   | <b>FY2023A</b>   | <b>FY2024E</b>   | <b>FY2025E</b>   | <b>FY2026E</b>   |
| 少数股东权益         | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 每股收益(元)         | 0.30             | 0.39             | 0.44             | 0.51             |
| 归属母公司股东权益      | 9,833.60         | 12,223.43        | 14,974.27        | 18,123.23        | 每股净资产(元)        | 1.59             | 1.97             | 2.41             | 2.92             |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>16,820.70</b> | <b>18,794.00</b> | <b>22,380.08</b> | <b>43,617.27</b> | 发行在外股份(百万股)     | 6,201.22         | 6,201.22         | 6,201.22         | 6,201.22         |
|                |                  |                  |                  |                  | ROIC(%)         | 15.00            | 18.13            | 17.40            | 16.57            |
|                |                  |                  |                  |                  | ROE(%)          | 18.68            | 19.55            | 18.37            | 17.38            |
|                |                  |                  |                  |                  | 毛利率(%)          | 41.68            | 42.63            | 43.23            | 43.37            |
|                |                  |                  |                  |                  | 销售净利率(%)        | 6.78             | 7.91             | 8.07             | 8.24             |
|                |                  |                  |                  |                  | 资产负债率(%)        | 41.54            | 34.96            | 33.09            | 58.45            |
|                |                  |                  |                  |                  | 收入增长率(%)        | -15.07           | 11.60            | 12.87            | 12.12            |
|                |                  |                  |                  |                  | 净利润增长率(%)       | -24.93           | 30.12            | 15.11            | 14.47            |
|                |                  |                  |                  |                  | P/E             | 18.82            | 14.46            | 12.56            | 10.98            |
|                |                  |                  |                  |                  | P/B             | 3.51             | 2.83             | 2.31             | 1.91             |
|                |                  |                  |                  |                  | EV/EBITDA       | 8.70             | 6.74             | 6.84             | 2.09             |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2023年12月15日0.91,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
 苏州工业园区星阳街 5 号  
 邮政编码: 215021  
 传真: (0512) 62938527  
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>