

滔搏 (06110.HK)

财年三季度销售增长约 10~14%，门店面积环比转正

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 纺织服饰 · 服装家纺

◆ 投资评级: 买入(维持评级)

证券分析师:	丁诗洁	0755-81981391	dingshijie@guosen.com.cn	执证编码: S0980520040004
证券分析师:	关竣尹	0755-81982834	guanjunyin@guosen.com.cn	执证编码: S0980523110002
证券分析师:	刘佳琪	010-88005446	liujiaqi@guosen.com.cn	执证编码: S0980523070003

事项:

公司公告: 2024 财年第三季度, 集团零售及批发业务之总销售金额按年同比录得 10-20%低段增长。截至 2023 年 11 月 30 日, 直营门店毛销售面积较上一季末增加 0.5%, 较去年同期减少 1.7%。

国信纺服观点: 1) 2024 财年第三季度销售额增长较上半财年提速, 预计主要受零售、多品牌、全域渠道、同店、新品收入增长等多因素共同驱动, 实现高质量增长。2) 预计公司仍然保持健康良性的库存水平, 同比趋势与上半财年一致, 环比预计三季度受秋冬新货进货影响。3) **投资建议:** 本季度流水增速符合预期, 好于同行同期表现; 同时在健康良性的库存基础上, 本期及未来预计新品售罄率及整体折扣率维持同比改善趋势。门店数量及面积方面剔除短期因素影响预计已实现净增长。毛利率层面, 我们预计第三、第四季度正向驱动因素相较上半年更强。展望四季度(截至 2024 年 2 月), 流水增长预计仍较为平稳。品牌端, 公司主力品牌耐克、阿迪达斯最近一季度大中华区均实现较快增长; 同时阿迪达斯今年品牌线调整动作接近尾声, 增速拐点显现; 非主力品牌中, 户外赛道维持高景气度。我们看好公司高效运营下的盈利弹性和长期现金回报。维持盈利预测, 预计 2024~2026 财年净利润分别为 22.3/25.6/29.2 亿元, 同比 +21.6%/14.4%/14.4%。维持“买入”评级和 7.5~7.9 港元的合理估值区间, 对应 2025 财年 17x~18xPE。

评论:

◆ 公司 2024 财年第三季度延续高质量增长, 同比录得 10-20%低段增长, 门店增速同环比向好

根据公司公告, 2024 财年第三季度(2023 年 9~11 月) 直营和批发业务税前总销售额增长 10~20%低段, 相较上半财年提速。

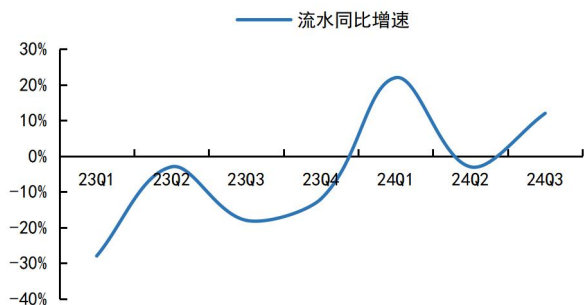
截至 11 月末, 直营门店毛销售面积较上一季度末增加 0.5%, 较去年同期减少 1.7%, 较上半财年同环比均向好; 我们预计店铺数变化与面积变化趋势相似, 除去部分品牌短期调整因素影响, 有望实现净增长。

流水增长驱动力预计延续上半年趋势, 受多方位因素驱动实现高质量增长: 1) 零售驱动; 2) 多品牌驱动: 主力及非主力品牌均实现快速增长; 3) 全域驱动: 线上线下同步增长; 4) 同店增长驱动; 5) 新品驱动, 预计新品售罄率以及公司整体折扣率持续改善。

库存水平来看, 我们预计公司仍然保持健康良性的库存水平, 同比趋势与上半财年一致, 环比预计三季度受秋冬新货进货影响。上半财年存货周转天数同比-27 天至 141 天, 库存金额同比下降-10.1%至 57.5 亿元, 环比-7.9%。

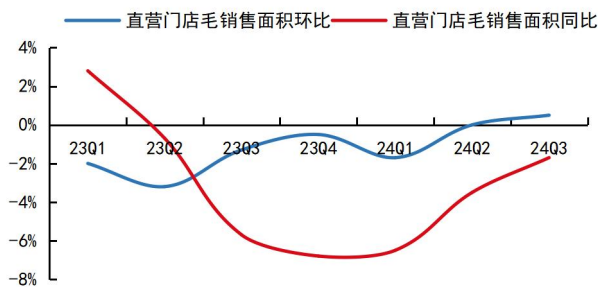
2024 财年预期: 收入预计保持和行业一致的增速, 利润率预计受益于毛利率改善及费率优化实现同比提升, 净利润增速预计优于收入增速。开店方面, 预期整体店铺总数和销售面积降幅收窄, 持续强调效率(坪效、店效)优化提升。

图1：公司分季度流水同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司分季度直营门店面积变化

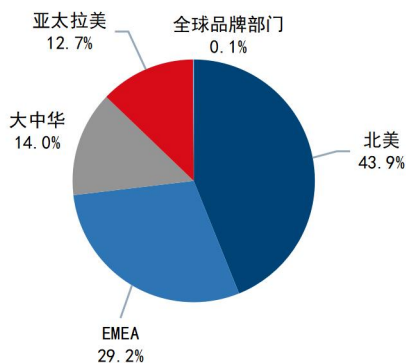


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 耐克：FY2024Q1 业绩符合管理层指引，货币中性收入增长、净利润及库存水平超彭博一致预期

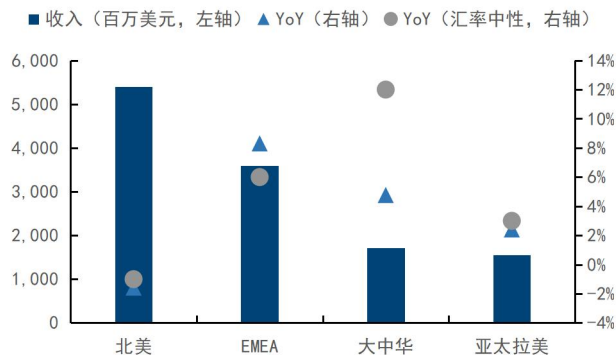
耐克披露截至2023年8月31日的2024财年第一季度业绩：第一季度公司收入129.4亿美元，同比增长2.0%；归母净利润14.5亿美元，同比减少1.2%。业绩符合管理层指引，货币中性收入增长、净利润及库存水平超彭博一致预期。收入分渠道看，DTC业务引领增长，批发业务维持较缓增速。定价提升和折扣改善下毛利率剔除外汇影响有所上升，费用增长快于收入增长。公司报表库存金额、公司市场上总库存量均实现双位数下降，管理层对当前库存水平满意，去库速度超预期。分区域看，大中华区收入货币中性口径增长12%，消费需求强劲。

图3：耐克FY2024第一季度分地区收入占比



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图4：耐克FY2024第一季度分地区收入规模与变化

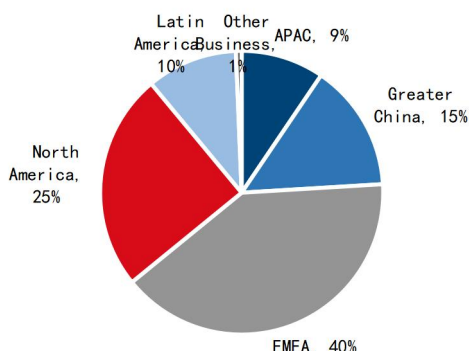


资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

◆ 阿迪达斯：FY2023Q3 货币中性收入正增长，除北美外其余地区均实现增长，业绩超彭博一致预期，库存降幅好于管理层预期

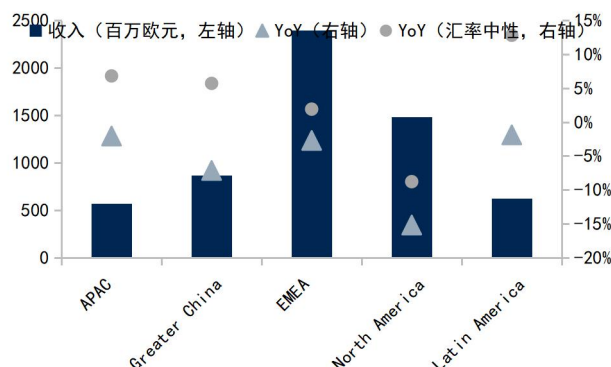
阿迪达斯 FY2023Q3 实现收入 59.99 亿欧元，同比-6.4%，货币中性收入增长 1.0%；归母净利润 2.59 亿欧元，同比-25.4%。业绩超彭博一致预期；库存金额同比下降 23%，降幅好于管理层预期。分地区看，除北美外其余地区均实现增长，其中大中华区、亚太地区、拉美地区收入增速较快，大中华区货币中性收入增长 6%，除 Yeezy 外增长 10%；分品类看，鞋类增长 6%，服饰下降 6%；分渠道看，DTC 渠道增长 5%，主要得益于阿迪达斯自有零售店的强劲增长 10%；批发渠道下降 2%。公司上调收入和利润指引，预计 2023 财年收入货币中性口径低个位数下滑；营业亏损为 1 亿欧元。

图5: 阿迪达斯 FY2023 第三季度分地区收入占比



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图6: 阿迪达斯 FY2023 第三季度分地区收入规模与变化



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议: 看好高效运营下的盈利弹性和长期现金回报

公司 2024 财年第三季度 (2023 年 9~11 月) 流水增速符合预期, 好于同行同期表现。同时在健康良性的库存基础上, 本期及未来预计新品售罄率及整体折扣率维持同比改善趋势。门店数量及面积方面剔除短期因素影响预计已实现净增长。毛利率层面, 我们预计第三、第四季度正向驱动因素相较上半年更强。展望四季度 (截至 2024 年 2 月), 虽然有去年春节放开消费第一波高峰的高基数影响, 但今年春节时间较晚, 且预计出行客流更多, 四季度流水增长预计仍较为平稳。

品牌端, 公司主力品牌耐克、阿迪达斯最近一季度大中华区均实现较快增长; 同时阿迪达斯今年品牌线调整动作接近尾声, 增速拐点显现; 非主力品牌中, 户外赛道维持高景气度。我们看好公司高效运营下的盈利弹性和长期现金回报。维持盈利预测, 预计 2024~2026 财年净利润分别为 22.3/25.6/29.2 亿元, 同比 +21.6%/14.4%/14.4%。维持“买入”评级和 7.5~7.9 港元的合理估值区间, 对应 2025 财年 17x~18xPE。

表1: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	31,877	27,073	29,651	33,658	37,871
(+/-%)	-11.5%	-15.1%	9.5%	13.5%	12.5%
净利润(百万元)	2447	1837	2234	2556	2925
(+/-%)	-11.7%	-24.9%	21.6%	14.4%	14.4%
每股收益(元)	0.39	0.30	0.36	0.41	0.47
EBIT Margin	9.2%	2.0%	8.9%	9.0%	9.1%
净资产收益率 (ROE)	23.1%	18.7%	21.5%	23.1%	24.7%
市盈率 (PE)	14.1	18.8	15.5	13.5	11.8
EV/EBITDA	15.5	81.5	12.7	11.6	10.5
市净率 (PB)	3.27	3.52	3.32	3.12	2.92

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

表2: 可比公司估值表

公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE				g	PEG
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
滔搏	买入	5.6	0.39	0.30	0.36	0.41	14.1	18.8	15.5	13.5	18.0%	1.05
可比公司												
宝胜国际	买入	0.6	0.02	0.08	0.10	0.12	34.9	7.7	5.9	4.9	25.6%	0.30
安踏体育	买入	68.17	2.68	3.45	4.07	4.64	25.4	19.8	16.8	14.7	16.0%	1.05
李宁	买入	17.29	1.54	1.43	1.72	1.94	11.2	12.1	10.1	8.9	16.5%	0.61
耐克	无评级	859.82	22.95	26.72	31.30	36.26	37.5	32.2	27.5	23.7	16.5%	1.67
阿迪达斯	无评级	1540.47	26.06	-16.96	33.24	59.57	59.1	-90.8	46.3	25.9	31.7%	1.46

资料来源: wind, 国信证券经济研究所

注: 滔搏 FY2023 为实际值, 财年截至 2023/2/28

◆ 风险提示

消费复苏不及预期; 供应链物流受阻; 渠道优化改革不及预期。

相关研究报告:

- 《滔搏 (06110. HK) - 上半财年净利润增长 17%, 效率提升驱动高质量增长》 ——2023-10-20
- 《滔搏 (06110. HK) - 财年一季度销售增长约 20%~25%, 折扣率单位数改善》 ——2023-06-27
- 《滔搏 (06110. HK) - 全年净利润下滑 24.9%, 全域运营强化经营韧性》 ——2023-05-25
- 《滔搏 (06110. HK) - 财年三季度销售下滑约 15%~20%, 库存持续回落》 ——2022-12-22
- 《滔搏 (06110. HK) - 上半财年收入下降 15%, 渠道优化毛利率提升》 ——2022-10-27

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1753	2357	3738	3975	4293	营业收入	31876	27073	29651	33658	37871
应收款项	2541	2191	2591	2941	3310	营业成本	18052	15789	17177	19486	21912
存货净额	6686	6247	6999	7937	8919	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	1286	469	533	600	销售费用	9655	9438	8642	9790	10994
流动资产合计	10980	12101	13817	15406	17142	管理费用	1243	1293	1200	1356	1518
固定资产	1009	733	1246	1737	2202	财务费用	139	104	106	120	120
无形资产及其他	4193	3498	2624	1749	874	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	1614	488	488	488	488	资产减值及公允价值变动	0	0	2	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	538	1874	298	327	371
资产总计	17796	16821	18175	19380	20706	营业利润	3326	2322	2825	3233	3698
短期借款及交易性金融负债	518	1545	2000	2000	2000	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	1960	1464	1853	2101	2361	利润总额	3326	2322	2825	3233	3698
其他流动负债	2394	2260	2189	2481	2787	所得税费用	880	486	591	676	774
流动负债合计	4872	5268	6041	6582	7148	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2446	1837	2234	2556	2925
其他长期负债	2342	1719	1719	1719	1719						
长期负债合计	2342	1719	1719	1719	1719	现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	7215	6987	7760	8301	8867	净利润	2446	1837	2234	2556	2925
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	10582	9834	10414	11079	11840	折旧摊销	0	0	964	983	1010
负债和股东权益总计	17796	16821	18175	19380	20706	公允价值变动损失	0	0	(2)	0	0
						财务费用	139	104	106	120	120
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	250	(1127)	(17)	(811)	(851)
每股收益	0.39	0.30	0.36	0.41	0.47	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.39	0.00	0.27	0.31	0.35	经营活动现金流	2696	709	3179	2728	3083
每股净资产	1.71	1.59	1.68	1.79	1.91	资本开支	10	276	(600)	(600)	(600)
ROIC	19%	4%	19%	22%	24%	其它投资现金流	(314)	483	0	0	0
ROE	23%	19%	21%	23%	25%	投资活动现金流	(304)	759	(600)	(600)	(600)
毛利率	43%	42%	42%	42%	42%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	2%	9%	9%	9%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	2%	12%	12%	12%	支付股利、利息	(3120)	(2218)	(1653)	(1892)	(2164)
收入增长	-11%	-15%	10%	14%	13%	其它融资现金流	4373	3573	455	0	0
净利润增长率	-12%	-25%	22%	14%	14%	融资活动现金流	(1868)	(863)	(1198)	(1892)	(2164)
资产负债率	41%	42%	43%	43%	43%	现金净变动	524	605	1381	237	319
息率	8.5%	6.0%	4.5%	5.2%	5.9%	货币资金的期初余额	1229	1753	2357	3738	3975
P/E	14.0	18.7	15.4	13.4	11.7	货币资金的期末余额	1753	2357	3738	3975	4293
P/B	3.2	3.5	3.3	3.1	2.9	企业自由现金流	2412	(415)	2427	1965	2284
EV/EBITDA	15.0	79.1	12.4	11.2	10.2	权益自由现金流	6683	3076	2798	1870	2189

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032