

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 6.13 港元 7.20 +17.5%

2023 年 12 月 18 日

滔搏国际 (6110 HK)

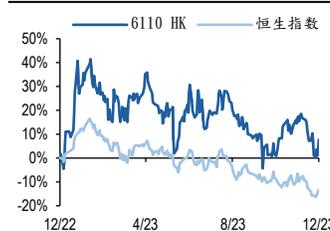
强劲的零售业务以及耐克阿迪复苏带动第 3 季度销售提速

- 2024 财年 3 季度（截至 11 月底）销售增长提速：滔搏 2024 财年 3 季度收入增长 10-20%低段（对比 2 季度同比下跌低单位数）。增长主要由同店销售带动，而直营门店毛销售面积跌幅收窄至同比 1.7%（对比上季度的 3.5% 下滑），而毛关店数目也有减少。
- 3 季度全渠道均衡增长：剖析 3 季度 10-20%低段增长，其推动因素包括 1) 零售业务（增长 10-20%高段）比批发业务为强；2) 均衡全渠道增长，线上线均增长超过 10%；线下由客流量复苏带动、线上则由私域流量（包括抖音、微信）带动，而传统电商平台渠道较弱；3) 非核心品牌（如彪马、亚瑟士、斯凯奇）表现稍微优于核心品牌（耐克、阿迪），但双方都录得双位数增长。在核心品牌当中，耐克增长更强（3 季度录得 10-20%高段，比 2 季度的 10-20%中段有所提速），但阿迪的复苏反弹势头更强（撇除椰子系列及其他一次性原因，销售从 2 季度的稍微增长反弹至 3 季度的 10-20%低段）；4) 新产品表现亮眼，售罄率继续同比改善。
- 零售折扣改善，渠道库存精简：零售折扣同比收窄低单位数（与上半财年相似）。在 11 月开始，耐克赞助的高中篮球联赛有助于其新品销售以及折扣率改善。滔搏的库销比仍然健康，只有 4 倍。
- 明年春节较晚，将有利于财年 4 季度销售：下一个季度（2023 年 12 月至 2024 年 2 月）将不再有低基数效应，但明年春节较今年晚 19 天（初一在 2024 年 2 月 10 日，今年在 1 月 22 日）将有利于销售。
- 重申买入评级：我们的目标价 7.2 港元是基于 17 倍 2024-25 财年平均市盈率。滔搏及宝胜（3813 HK/买入）同是我们的 2024 年主要推荐股票，因为我们预料耐克及阿迪将在中国重拾市场占有率，有利于它们的两大经销商。与我们报告雷同，管理层也提到将在 2024 年往下沉市场扩张，但认为下沉市场是充满竞争的“红海”，需要有正确的战略（包括产品、品牌、市场、模式、时机）才可以获得成功。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	8.04
52周低位(港元)	5.44
市值(百万港元)	38,013.48
日均成交量(百万)	7.72
年初至今变化(%)	(0.97)
200天平均价(港元)	6.49

资料来源: FactSet

吕浩江, CFA, CESGA

edward.lui@bocomgroup.com
(852) 3766 1809

谭星子, FRM

kay.tan@bocomgroup.com
(852) 3766 1856

财务数据一览

年结2月28日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万人民币)	31,877	27,073	29,595	33,222	36,950
同比增长(%)	-11.5	-15.1	9.3	12.3	11.2
净利润(百万人民币)	2,447	1,837	2,117	2,685	3,160
每股盈利(人民币)	0.39	0.30	0.34	0.43	0.51
同比增长(%)	-11.7	-24.9	15.3	26.8	17.7
市盈率(倍)	14.2	18.9	16.4	12.9	11.0
每股账面净值(人民币)	1.71	1.59	1.60	1.69	1.77
市账率(倍)	3.28	3.53	3.51	3.32	3.17
股息率(%)	7.7	5.9	6.1	7.7	9.1

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

本文翻译自报告“[Topsports International \(6110 HK\) - 3QFY24 sales growth improved on strong retail and Nike/Adidas recovery](#)”，原报告发布于 2023 年 12 月 18 日

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

2024 财年第 3 季度运营数据回顾

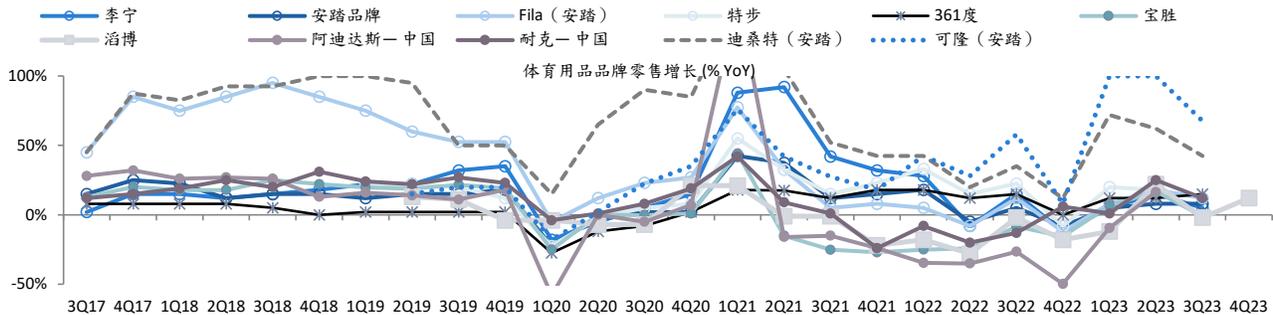
图表 1: 滔搏：季度销售和运营数据

增长 (% YoY) 季度末月	FY23				FY24		
	1 季度 2022 年 5 月	2 季度 2022 年 8 月	3 季度 2022 年 11 月	4 季度 2023 年 2 月	1 季度 2023 年 5 月	2 季度 2023 年 8 月	3 季度 2023 年 11 月
零售及批发业务收入增长 (% YoY)	下跌 20-30%高 段	下跌低 单位数	下跌 10-20%高 段	下跌 10-20%低 段	上涨 20-30% 低段	下跌低单位 数	上涨 10-20%低 段
实际公布数据	-14.3%		-15.6%		7.3%		
直营门店毛销售面积增长 (% YoY)	2.8%	-0.7%	-5.7%	-6.8%	-6.5%	-3.5%	-1.7%
实际公布数据	-0.7%		-6.8%		-3.5%		

资料来源：公司资料，交银国际

行业数据 - 体育用品同行比较

图表 2: 体育用品品牌季度零售增长



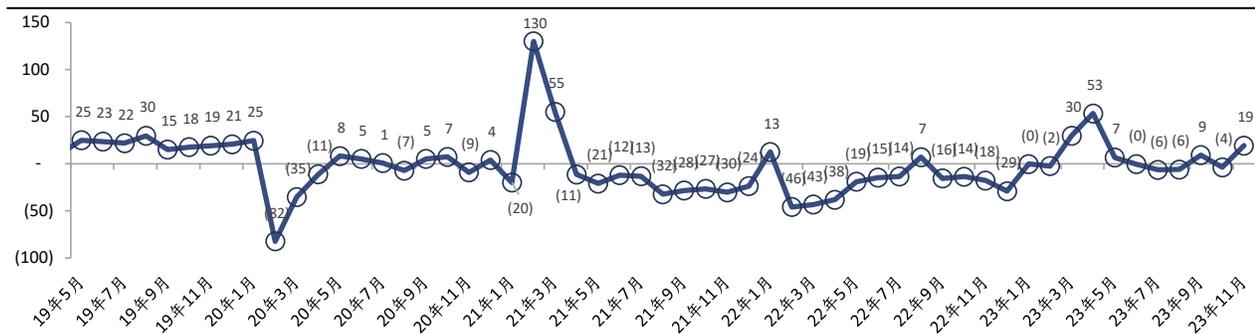
资料来源: 各家公司资料, 交银国际

图表 3: 体育用品品牌季度零售增长

Retail sales growth	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Li Ning	Mid-teens	Low-teens	Mid-teens	High-teens	Low-20s	Low-20s	Low-30s	Mid-30s	High-teens	Low-teens	Flat	+MSD	High-80s	Low-90s	Mid-30s	High-20s	Mid-20s	HSD	Low-teens	Mid-teens	Mid-teens	High-teens	Low-teens	Low-teens
Li Ning retail	Low-20s	Mid-teens	Mid-teens	HSD	Low-teens	HSD	Mid-teens	High-teens	Mid-teens	Low-teens	Flat	+MSD	Low-90s	High-80s	Mid-30s	High-20s	Mid-20s	HSD	Low-teens	Mid-teens	Mid-teens	High-teens	Low-teens	Low-teens
Li Ning wholesale	HSD	MSD	Low-teens	Low-teens	Low-20s	Mid-20s	Mid-30s	Low-40s	High-teens	HSD	-LSD	+MSD	Low-80s	Low-90s	High-30s	High-20s	Low-20s	HSD	Low-teens	Low-teens	Mid-teens	Mid-teens	Mid-teens	LSD
Li Ning online	High-30s	High-30s	Low-30s	Mid-50s	Low-40s	High-20s	Low-50s	Low-40s	Low-teens	High-20s	Low-40s	Mid-30s	around 100%	High-90s	Mid-50s	Low-40s	Mid-30s	MSD	Mid-20s	MSD	Low-teens	Low-teens	LSD	LSD
Anta brand	22.5%	Low-teens	Mid-teens	Mid-teens	Low-teens	Mid-teens	Mid-teens	High-teens	-20%	-LSD	Up LSD	+LSD	40-45%	35-40%	low-teens	Mid-teens	High-teens	MSD	MSD	HSD	MSD	HSD	HSD	HSD
Anta core (offline)	Mid-teens	LSD	Low-teens	HSD	HSD	Low-teens	Low-teens	HSD	-20%	Low-teens	-LSD	negative	+35-40%	>30%	HSD	MSD	low-teens	Low-teens	LSD	Mid-teens	HSD	HSD	HSD	HSD
Anta Kids (offline)	40%	40%	Over 25%	Over 25%	20%	30%	25%	25%	-20%	down MSD	down low-teens	negative	+45-50%	>20%	MSD	Mid-teens	Low-teens	LSD	HSD	HSD	High-teens	MSD	HSD	MSD
Anta online	>40%	>30%	>20%	>25%	Mid-teens	25%	30-35%	>40%	+MSD	>40%	c.50%	positive	>60%	>45%	20-25%	30-35%	35-40%	+HSD	+HSD	+MSD	-MSD	MSD	LSD	LSD
FILA	>70%	>80%	>90%	85%	>70%	60%	50-55%	50-55%	-MSD	+Low-teens	+20%	+25%	75-80%	30-35%	MSD	HSD	MSD	HSD	Low-teens	Low-teens	HSD	High-teens	Low-teens	Low-teens
Descente, Kolon					40%	30-35%	25-30%		HSD	+25-30%	+50-55%	+55-60%	115-120%	70-75%	35-40%	30-35%	40-45%	20-25%	40-45%	+Low-teens	75-80%	70-75%	45-50%	45-50%
Xtep					Low-20s	Low-20s	20%	>20%	-20%	-25%	LSD	+MSD	+Mid-50s	30-35%	Mid-teens	20-25%	30-35%	Mid-teens	20-25%	HSD	20%	18%	18%	18%
361 Degrees	HSD	HSD	MSD	Flat	LSD	LSD	LSD	LSD	-25%	Low-teens	HSD	+LSD	High-50s	15-20%	+Low-teens	+High-teens	+High-teens	+Low-teens	+Mid-teens	Flat	+Low-teens	+Low-teens	15%	15%
Topssports						13%	11%	-4%	-4%	-7%	-7%	21%	21%	-1%	-22%	-18%	-28%	-2%	-2%	-18%	-12%	22%	-2%	12%
Pou Sheng	18%	18%	25%	22%	20%	19%	22%	19%	-25%	+0.3%	-0.4%	+1.0%	48%	-15%	-25%	-27%	-25%	-24%	-8%	-15%	7%	17%	-1%	6%
Adidas (Greater China)	26%	27%	26%	13%	16%	14%	11%	18%	-58%	Flat	-5%	+7%	156%	-16%	-15%	-24%	-35%	-35%	-27%	-50%	-9%	16%	6%	6%
Nike (Greater China)	19%	25%	20%	31%	24%	22%	27%	23%	-4%	1%	8%	19%	42%	9%	1%	-24%	-8%	-20%	-13%	+6%	+1%	+25%	+12%	+12%

来源: 各家公司资料, 交银国际 备注: HSD = 高单位数, MSD = 中单位数, LSD = 低单位数, Low/mid/high-teens = 10-20%低段/中段/高段; 为了更好地对比业绩, 我们对高段量化为8%, 中段为5%, 低段为2%; 滔搏的第四季度数据反映公司的9月至11月销售。宝胜的则反映10-11月销售。

图表 4: 宝胜月度零售同比增长 (%)



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 5: 滔搏国际 (6110 HK) 目标价及评级



图表 6: 交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发布日期	子行业
291 HK	华润啤酒	买入	33.70	62.00	84.0%	2023 年 08 月 21 日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	13.84	20.70	49.6%	2023 年 08 月 03 日	啤酒
600597 CH	光明乳业	买入	8.88	12.30	38.5%	2023 年 09 月 05 日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	21.70	34.70	59.9%	2023 年 09 月 04 日	乳业
600887 CH	伊利股份	买入	25.51	33.20	30.1%	2023 年 08 月 30 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	4.30	4.40	2.3%	2023 年 08 月 30 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	15.85	17.60	11.0%	2023 年 08 月 30 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	12.10	10.40	-14.0%	2023 年 08 月 24 日	乳业
9633 HK	农夫山泉	买入	45.15	51.80	14.7%	2023 年 08 月 30 日	食品饮料
2313 HK	申洲国际	买入	86.00	95.50	11.0%	2023 年 08 月 31 日	纺服代工
1044 HK	恒安国际	买入	28.45	37.60	32.2%	2023 年 08 月 25 日	个护家清
3331 HK	维达国际	中性	22.60	19.20	-15.0%	2023 年 07 月 21 日	个护家清
9922 HK	九毛九	买入	6.58	20.50	211.6%	2023 年 08 月 23 日	餐厅
2331 HK	李宁	买入	19.00	35.00	84.2%	2023 年 10 月 25 日	运动品牌
2020 HK	安踏	买入	74.90	129.00	72.2%	2023 年 08 月 23 日	运动品牌
6110 HK	滔搏国际	买入	6.13	7.20	17.5%	2023 年 10 月 24 日	体育用品经销商
3813 HK	宝胜国际	买入	0.66	1.46	121.2%	2023 年 08 月 15 日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2023 年 12 月 15 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结2月28日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	31,877	27,073	29,595	33,222	36,950
主营业务成本	(18,052)	(15,789)	(16,721)	(18,737)	(20,803)
毛利	13,824	11,284	12,874	14,485	16,147
销售及管理费用	(10,722)	(9,152)	(10,197)	(11,157)	(12,211)
其他经营净收入/费用	327	299	270	270	270
经营利润	3,430	2,431	2,947	3,597	4,206
财务成本净额	(104)	(109)	(125)	(18)	7
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	3,326	2,322	2,822	3,579	4,213
税费	(880)	(486)	(706)	(895)	(1,053)
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	2,447	1,837	2,117	2,685	3,160
作每股收益计算的净利润	2,447	1,837	2,117	2,685	3,160

资产负债表 (百万元人民币)					
截至2月28日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,753	2,357	3,613	3,789	3,907
有价证券	0	1,286	0	0	0
应收账款及票据	1,107	1,055	1,153	1,294	1,440
存货	6,686	6,247	6,662	7,465	8,288
开发中物业及土地预付款	1,435	1,136	1,241	1,394	1,550
其他流动资产	0	20	0	0	0
总流动资产	10,980	12,101	12,670	13,942	15,185
投资物业	0	0	0	0	0
物业、厂房及设备	1,009	733	410	40	(374)
无形资产	1,093	1,073	1,073	1,073	1,073
其他长期资产	4,714	2,913	2,227	1,965	1,864
总长期资产	6,816	4,719	3,711	3,079	2,564
总资产	17,796	16,821	16,380	17,021	17,749
短期贷款	518	1,545	1,545	1,545	1,545
应付账款	927	991	1,095	1,279	1,477
其他短期负债	3,428	2,732	2,803	2,955	3,111
总流动负债	4,873	5,268	5,443	5,778	6,132
其他长期负债	2,342	1,719	1,033	771	670
总长期负债	2,342	1,719	1,033	771	670
总负债	7,215	6,987	6,476	6,549	6,802
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	10,582	9,834	9,904	10,472	10,947
股东权益	10,582	9,834	9,904	10,472	10,947
总权益	10,582	9,834	9,904	10,472	10,947

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结2月28日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	3,326	2,322	2,822	3,579	4,213
折旧及摊销	698	609	706	790	877
营运资本变动	568	441	(424)	(761)	(771)
利息调整	139	109	125	18	(7)
税费	(903)	(891)	(706)	(895)	(1,053)
其他经营活动现金流	1,861	1,761	1,495	1,073	911
经营活动现金流	5,690	4,351	4,019	3,804	4,170
资本开支	(716)	(357)	(382)	(421)	(463)
投资活动	0	(20)	0	0	0
其他投资活动现金流	45	71	1,411	191	201
投资活动现金流	(671)	(306)	1,028	(230)	(262)
负债净变动	(805)	1,024	0	0	0
股息	(1,550)	(2,667)	(2,047)	(2,117)	(2,685)
其他融资活动现金流	(2,140)	(1,798)	(1,745)	(1,282)	(1,104)
融资活动现金流	(4,494)	(3,440)	(3,791)	(3,399)	(3,789)
年初现金	1,229	1,753	2,357	3,613	3,789
年末现金	1,753	2,357	3,613	3,789	3,907

财务比率					
年结2月28日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.395	0.296	0.341	0.433	0.510
全面摊薄每股收益	0.395	0.296	0.341	0.433	0.510
每股股息	0.430	0.330	0.341	0.433	0.510
每股账面值	1.706	1.586	1.597	1.689	1.765
利润率分析(%)					
毛利率	43.4	41.7	43.5	43.6	43.7
EBIT利润率	10.8	9.0	10.0	10.8	11.4
净利率	7.7	6.8	7.2	8.1	8.6
盈利能力(%)					
ROA	13.8	10.6	12.8	16.1	18.2
ROE	24.1	18.0	21.5	26.4	30.2
ROIC	18.7	15.5	21.3	27.5	31.7
其他					
流动比率	2.3	2.3	2.3	2.4	2.5
存货周转天数	135.2	144.4	145.4	145.4	145.4
应收账款周转天数	12.7	14.2	14.2	14.2	14.2
应付账款周转天数	18.7	22.9	23.9	24.9	25.9
派息比率(%)	109.0	111.4	100.0	100.0	100.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康洋生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司及君圣泰医药有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。