

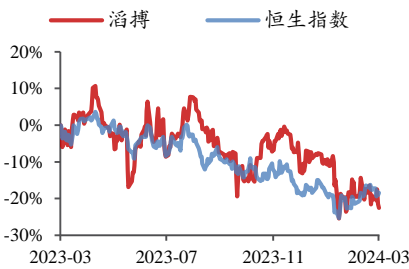
## 滔搏 (06110.HK)

2024年03月11日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2024/3/8
当前股价(港元)	5.100
一年最高最低(港元)	7.950/4.740
总市值(亿港元)	316.26
流通市值(亿港元)	316.26
总股本(亿股)	62.01
流通港股(亿股)	62.01
近3个月换手率(%)	4.86

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

- 《FY2024Q3 流水符合预期, 库销比领先行业—港股公司信息更新报告》-2023.12.17
- 《FY2024H1 全域多品牌高效运营, 核心盈利能力持续提升—港股公司信息更新报告》-2023.10.20
- 《Q1 流水如期复苏, 高质量增长奠定全年业绩信心—港股公司信息更新报告》-2023.6.27

## 滔搏估值探讨: 效率筑高壁垒, 估值重塑与成长交辉

### ——港股公司深度报告

吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

周嘉乐 (分析师)

zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S07905202030002

张霜凝 (联系人)

zhangshuangning@kysec.cn

证书编号: S0790122070037

● **行业低估值来自市场认知差, 有α的零售商估值可提升, 维持“买入”评级**  
滔搏估值水平相对较低, 仍处在受 BCI 事件及疫情影响后的震荡回升阶段, 部分是由于市场的认知差, 通常认为渠道商: (1) 不掌握品牌会被替换; (2) 任由品牌商压货; (3) 商业模式没有壁垒, 赚“辛苦钱”, 成长性没有吸引力。相对应, 我们认为: (1) 在国际/国内品牌追求单店增长的阶段, 具备高效零售运营能力的经销商是稀缺资源, 国际品牌单品店≈DTC, 国内品牌向上需购物中心资源、向下需专业零售经验。(2) 疫情期间零售商通过使用国际品牌组合包 (补贴+返利解决市场竞争, 砍单+回收解决市场供给), 毛利率稳中有升。(3) 壁垒体现在管理的精细化, 映射在规模、盈利和运营三维度。考虑短期零售环境波动, 我们下调盈利预测, 预计 FY2024-2026 归母净利润分别为 22.9/26.1/29.1 亿元 (原为 23.1/27.2/31.4 亿元), 对应 EPS 为 0.4/0.4/0.5 元, 当前股价对应 PE 为 13.0/11.3/10.0 倍, 公司经营指标全面改善, 国际品牌复苏或超预期, 新品牌支撑新一轮扩店, 是兼具成长和高分红的性价比标的, 维持“买入”评级。

● **从壁垒和竞争格局演化看, 滔搏α源于数字化&精细化管理, 未来份额可提升**  
行业增长从规模扩张转向提质增效, 滔搏精细化壁垒体现在: 数字化驱动会员体系有新增有黏性有价值、门店管理智能化&不断组织优化、货品流转有精准单店和智能铺补调机制, 渠道上大店领先&高效开改关&全域零售。用效率指标体现精细化能力差异, 测算滔搏平均月店效/坪效领先同行、租售比下降、人效提升。预计寡头格局下强者恒强, 一至四线向头部集中, 公司市占率有望进一步提升。

● **成长性: 国际品牌大中华区复苏, 新品牌支撑新一轮扩店**

(1) 国际品牌大中华区收入连续改善&线上份额有所恢复, 其中阿迪达斯复苏或超预期: 产品&供应链&营销带动经营指标向好, 线上渠道逐月恢复&线下店效具备改善空间, 滔搏经营的后进与先进品牌增长差距收窄, FY2025 年阿迪达斯的期货订单稳步提升。(2) 不断合作新品牌, 陆续新增李宁/Hoka/凯乐石合作, 轻装上阵下预计 FY2025 重启扩张, FY2024 以来折扣维持改善趋势, FY2024Q3 库销比领先行业, 直营门店面积同比环比改善, 剔除 Neo 影响门店环比净开。

● **ROE: 疫情前行业平均 ROE 制造商>零售商>品牌商, 滔搏 ROE 中期可提升**  
零售商以高周转补足低盈利的短板, 滔搏 ROE 领先行业。**ROE 提升路径:** 一提周转: 伴随国际品牌复苏、全域一体化发展, 存货及总资产周转率有望提升。二提盈利: 除长期效率提升外, 愈受品牌重视的下沉市场盈利好于高线低-中单、高增长的私域投入产出好于公域。FY2024H1 滔搏 ROE 改善, 有望逐步提升。

● **风险提示:** 行业需求放缓、效率提升不及预期、门店扩张不及预期。

#### 财务摘要和估值指标

指标	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入(百万元)	31877	27073	29580	32281	35122
YOY(%)	-5.4	-16.2	9.3	9.1	8.8
净利润(百万元)	2447	1837	2204	2534	2866
YOY(%)	-11.7	-24.9	20.0	15.0	13.1
毛利率(%)	43.4	41.7	42.4	42.5	42.5
净利率(%)	7.7	6.8	7.4	7.9	8.2
ROE(%)	23.1	18.7	19.9	20.3	20.8
EPS(摊薄/元)	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
P/E(倍)	11.7	15.6	13.0	11.3	10.0
P/B(倍)	2.7	2.9	2.6	2.3	2.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所 (2024年3月6日: 1港币=0.92人民币)

## 目 录

1、 核心观点：从成长性和 ROE 提升，重塑有 $\alpha$ 的零售商估值.....	4
2、 低估值因一：零售商没有品牌，随时可被替换.....	4
2.1、 国际品牌：经销商单品店 $\approx$ DTC，增长需向渠道要店效.....	4
2.2、 国内品牌：向上需要购物中心资源，向下需要专业零售经验.....	6
3、 低估值因二：零售商没有议价力，面临“背货”压力.....	7
4、 低估值因三：零售商没有壁垒，赚“辛苦钱”.....	9
4.1、 壁垒：管理是护城河，敏捷高效映射在规模、盈利和运营三维度.....	9
4.2、 竞争格局：寡头格局下强者恒强，一至四线向头部集中.....	14
5、 如何看成长性：国际品牌大中华复苏，新品牌支撑新一轮扩店.....	17
6、 ROE 可提升：总资产周转率拉动 ROE，中期可提升.....	20
7、 盈利预测与投资建议.....	23
8、 风险提示.....	23
附：财务预测摘要.....	24

## 图表目录

图 1： 滔搏的估值受 BCI 事件及疫情影响后处在震荡回升期.....	4
图 2： 中国单一品牌门店是国际品牌中国区 DTC 的一部分.....	5
图 3： 耐克品牌国际市场门店布局以工厂店为主.....	6
图 4： 阿迪达斯全球门店布局以工厂店和概念店为主.....	6
图 5： 耐克非美国市场的经销商集中度提升.....	6
图 6： 滔搏净利率好于全球零售 250 强企业复合净利率.....	6
图 7： 需求转弱，低线城市经销商因零售能力不足表现更脆弱.....	7
图 8： 耐克大中华区收入增速非向批发高压货增长.....	8
图 9： 经销商存货呈下降趋势，存货周转天数提升.....	8
图 10： 在品牌多重帮助下，零售商毛利率稳中有升且现金流稳定.....	8
图 11： 滔搏规模领先宝胜国际（单位：百万元）.....	9
图 12： 滔搏盈利能力领先宝胜国际.....	9
图 13： 运动零售商收入的关键拆分.....	10
图 14： 2020 年以来会员数环比增速保持高单到低双.....	11
图 15： 滔搏会员体系有新增、有黏性、有价值.....	11
图 16： 滔搏在会员、导购、货品、渠道上的精细化运营体现.....	11
图 17： 滔搏的大店保有量高于宝胜国际.....	12
图 18： 离店开单以三部分小程序驱动.....	12
图 19： 滔搏的数字化系统领先行业，且不断迭代保持零售活力.....	13
图 20： 滔搏测算平均月店效领先宝胜国际.....	13
图 21： 滔搏人效更高，FY2023 精简人数而人效提升.....	13
图 22： 滔搏租售比从 14.7%降低至 13.3%（单位：家）.....	14
图 23： 宝胜国际租售比从 10%降低到 9.9%（单位：家）.....	14
图 24： 滔搏直营门店毛销售面积同比环比均在改善通道.....	14
图 25： BCI 事件前，测算滔搏坪效高于国产品牌及宝胜.....	14
图 26： 运动零售商寡头格局明显（2018）.....	14
图 27： 滔搏（左）、宝胜国际（右）门店全国性覆盖.....	15

图 28: 运动品牌下沉市场空间较大, 需要优质经销商 (截至 2023.11)	15
图 29: 斯凯奇以小店模式下沉, 滔搏战略整合和新开店的空间广阔	16
图 30: 滔搏门店橄榄型布局, 二线及以下占比 50%+	16
图 31: 滔搏下游零售商集中度较宝胜国际分散	16
图 32: 耐克大中华季度收入增速从 2022.9-11 月转正	17
图 33: 阿迪达斯大中华季度收入增速从 2023Q2 转正	17
图 34: 耐克及阿迪达斯份额于 2022 年 10 月、2023H2 开始已有回升	17
图 35: 阿迪达斯线上渠道逐渐回暖	18
图 36: 阿迪达斯店效改善空间 (单位: 万元)	18
图 37: 新品正在重新捕获消费者口碑	18
图 38: 潮流+运动代言, 品牌声量逐步提升	18
图 39: 不断拓展新品牌打开成长空间	19
图 40: 构建中国本土城市户外文化, 集合店 11 月落地	19
图 41: 疫情前, 行业平均 ROE 角度看制造商>零售商>品牌商	21
图 42: 滔搏的高总资产周转率驱动高 ROE	21
图 43: 滔搏 ROE 领先来自于高资产周转率, 关键驱动为应收资产和固定资产周转率	22
表 1: 滔搏流水疫情期间表现出韧性, 疫后恢复好于行业	9
表 2: 滔搏现金创收能力、运营资金效率显著好于竞争对手	10
表 3: 滔搏效率指标 FY2024H1 全面优化	13
表 4: 滔搏品牌矩阵中后进品牌与先进品牌的差距逐渐收窄	17
表 5: 阿迪达斯产品、供应链、营销、经营指标方面均有改善	18
表 6: FY2024 以来折扣维持改善趋势, 较行业领先	19
表 7: FY2024Q3 库销比<4, 低于行业平均 5 倍左右	19

## 1、核心观点：从成长性和 ROE 提升，重塑有 $\alpha$ 的零售商估值

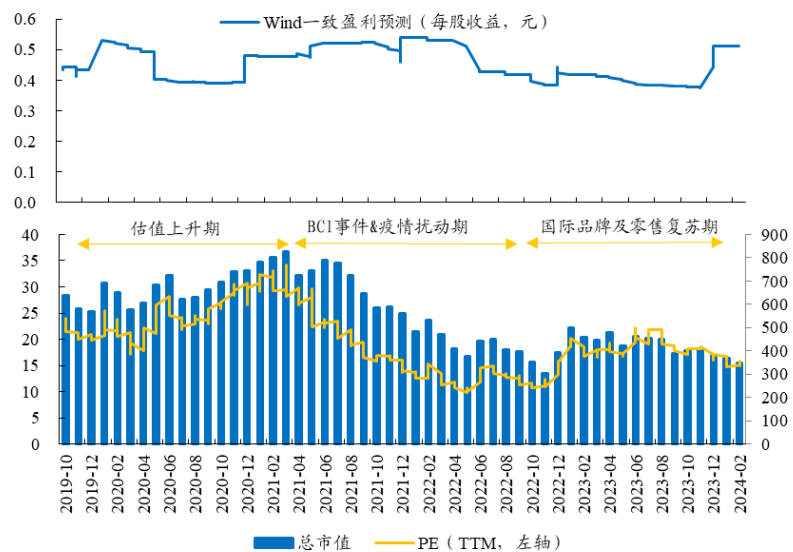
此篇报告重点回答为什么我们认为滔搏作为运动零售商龙头的估值可提升。我们结合市场不愿意给予运动零售商高估值的原因，从收入增长和 ROE 中期提升维度，论述认知差及投资机会。

当前滔搏股价对应 FY2025 盈利预测的估值为 11.4 倍左右，PE-TTM 处在上市以来历史估值的 20% 左右（截至 3 月 5 日），我们总结对于运动零售商低估的原因包括：

- (1) 认为渠道商不掌握品牌，随时会被品牌商收回代理权；
- (2) 认为渠道商没有议价力，任由品牌商压货。
- (3) 认为渠道商商业模式没有壁垒，赚的是“辛苦钱”，成长性没有吸引力。

**我们的结论为：**公司具备精细化运营优势，成长性来自于国际品牌大中华区复苏和份额提升，以及新品牌的新一轮扩店；ROE 提升来自周转和盈利的提升，有望实现收入增长与 ROE 提升的双击，由于 FY2024-2026 年业绩增速 CAGR 为 17%，对应 1 倍 PEG，因此认为估值可以每年稳定在 15-20X。

**图1：滔搏的估值受 BCI 事件及疫情影响后处在震荡回升期**



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、低估值因一：零售商没有品牌，随时可被替换

我们认为，无论对于国际品牌还是国内品牌，专业零售商都是不可或缺的角色，因此不会收回代理权，尤其是在各品牌追求单店增长的阶段，拥有高效零售运营能力的经销商是稀缺资源。

### 2.1、国际品牌：经销商单品店 $\approx$ DTC，增长需向渠道要店效

国际品牌寻求大中华区持续增长需要向渠道要店效，全国性专业零售商不可或缺。市场担心 Nike、Adidas 等领先的国际品牌 DTC 战略将切割经销商蛋糕，我们认为这一战略不会影响滔搏等作为拥有成规模单品店的全国性经销商。同时，国际品牌大中华区的可持续增长，需要具备品牌思维、数字化能力的零售商。

首先，从战略上看，单品店业态和会员互通，决定了国际品牌中国区的 DTC 是和经销商加深联系，而非削弱。国际品牌在不同国家市场 DTC 的运营战略不同，从中美市场的经营业态看，美国市场偏向多品店的呈现，而中国市场偏向单一品牌门店运营，DTC 的本质是用消费者数据提供更好的产品组合和体验驱动生意增长，集合店无法触及终端消费者，业态逐渐衰退。

根据 NikeFY2023Q4 交流会，Nike 在大中华区拥有 6,000 家单一品牌门店，渠道商所运营的单品店即为国际品牌中国市场 DTC 的一部分，较多消费者认为滔搏/宝胜国际代理的单品店为耐克直营店，加深了耐克对经销商的依赖性。

在中国式 DTC 模式下，耐克与滔搏等合作伙伴共同推出互联会员解决方案。在线下，通过分布在 18 个城市的 41 家滔搏运营的关键门店，为消费者带来互联且一致的会员体验，在线上，双十一试点天猫平台 O2O 会员体验，在滔搏经营的指定 Jordan 门店，为耐克天猫会员提供热门尖货购买权。

图2：中国单一品牌门店是国际品牌中国区 DTC 的一部分



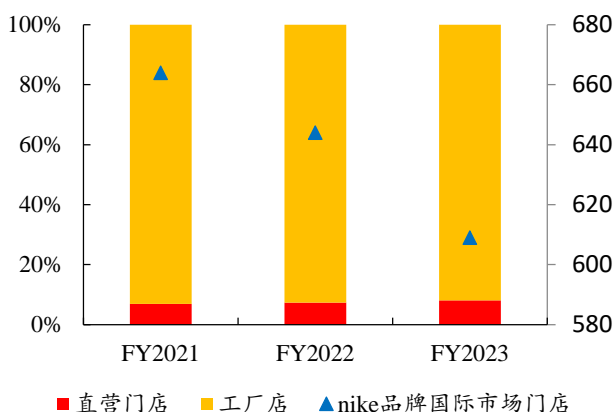
资料来源：Nike 公司公告、开源证券研究所

其次，从结构看，国际品牌在中国预计仍将以经销为基本盘，但由于处在向渠道要店效的阶段，会优选具备“品牌思维”、数字化能力的经销商加深合作。

国际品牌在中国的渠道结构以经销为主，自营掌握零售概念店+工厂店。预计未来国际品牌在中国的渠道布局仍将以经销为主：斯凯奇中国线下 3000 家左右门店中，直营门店占比在 8%左右，加盟门店达到 90%以上。Nike 品牌 FY2021-2023 在国际市场的直营门店数量逐年下降至 609 家，阿迪达斯全球门店逐季度下降，且均以工厂店和概念店布局为主。

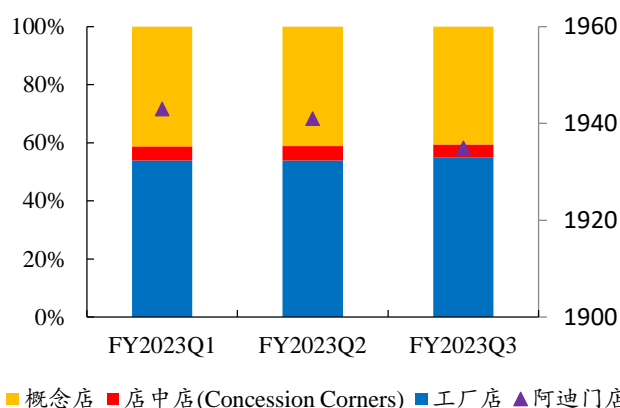
阿迪达斯和耐克在大中华区的主要经销商滔搏（全国性）、宝胜国际（全国性）、上海锐力（华中地区）、四川劲浪（西南地区）。以 Nike 为例，FY2017 提出 DTC 改革后至 FY2023，非美国市场前三大客户比率从 12%增加到 14%，截至 2023Q1 预计全国合作 23 家经销商，前三大分别为滔搏运动、宝胜国际以及锐力，占经销规模的 45%、30%、10%，未来预计会缩减合作伙伴的数量，与经销商进行深度合作，形成数字化与直营与经销商网络的新探索。

图3: 耐克品牌国际市场门店布局以工厂店为主



数据来源: Nike 公司公告、开源证券研究所, FY2024Q1 大中华区收入在国际市场中占比为 23%+, 左轴为门店占比 (%), 右轴为门店数 (间)

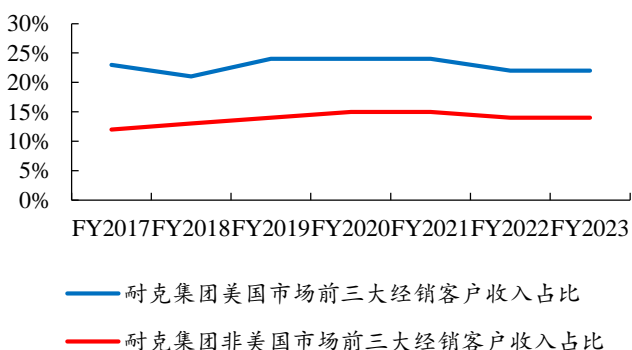
图4: 阿迪达斯全球门店布局以工厂店和概念店为主



数据来源: Adidas 公司公告、开源证券研究所, 左轴为门店占比 (%), 右轴为门店数 (间)

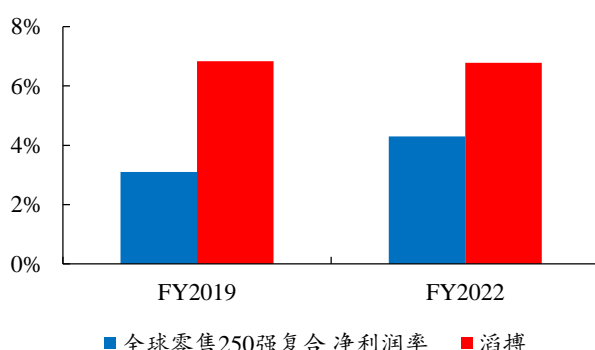
**我们认为, 在国际品牌轻资产和小型经销商缺乏品牌意识下, 这种集中度的提升是可持续的:** 一方面品牌商在中国轻资产运营的模式转向高投入、重运营后自营效率与专业经销商相比不具有优势, 滔搏净利率好于全球零售 250 强企业复合净利率; 另一方面, 无论是国际品牌还是国内品牌都面临开店天花板而要提升店效的压力, 经销商不仅担任销售角色, 还需要参与创新零售概念布局, 担任货品优化组合、旗舰店打造、品牌形象塑造等多方面职责。商业理念的差异导致地域性小经销商丧失竞争力, 地域性小经销商多数以“生意思维”经营, 围绕如何让消费者到店(线下/线上)——让消费者买多(连带)买贵(客单), 而忽视了品牌延伸, 无法持续支撑国际品牌增长。

图5: 耐克非美国市场的经销商集中度提升



数据来源: 耐克公司公告、开源证券研究所

图6: 滔搏净利率好于全球零售 250 强企业复合净利率



数据来源: 德勤咨询、开源证券研究所, 注: 全球零售企业财年分别为 2019.7-2020.6、2021.7-2022.6, 滔搏财年分别为 2019.3-2020.2、2021.3-2022.2

## 2.2、国内品牌: 向上需要购物中心资源, 向下需要专业零售经验

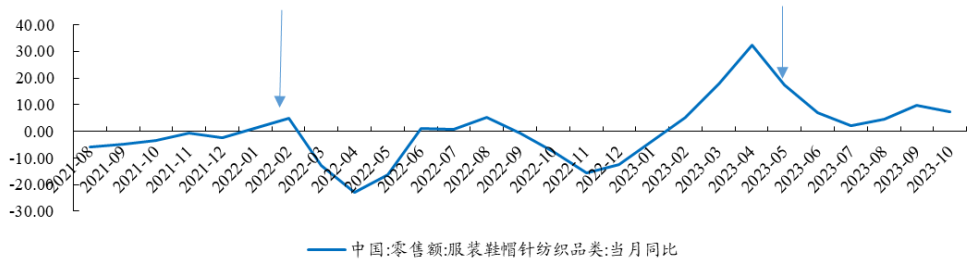
**特步: 合作宝胜国际加快一二线购物中心布局。**截至 2019 年, 特步拥有 40 家独家总代理商, 管理 60%的门店并采取区域排他模式, 但总代理在一二线市场的街边店业态更有资源优势, 因此在与总代协商后, 通过宝胜进入一二线城市的核心购物中心渠道, 并合作其他具备国际品牌代理经验的区域性经销商。

**李宁：合作滔搏整合低效经销门店。**2019年在直营转加盟过程中批发流水实现改善，并持续新开大店及关闭低效/亏损门店，2021年在新疆棉及产品力催化下渠道零售改革的效果被放大，但部分经销商零售能力不足的问题仍然存在，可能会进行未经授权的销售，2022Q1需求转弱后批发流水表现弱于直营流水，2023Q2需求进一步疲软后同店增长表现弱于直营。

对李宁而言，滔搏全域融合的优质零售运营能力和优质购物中心渠道资源可以补齐经销短板，滔搏和李宁的合作在2022年3月底开始，4月进入广东省、6月进入辽宁省，整合70-80家批发商门店和自营门店。我们预计，2023Q4李宁批发渠道会进一步出清部分缺乏品牌意识、零售能力欠佳的尾部经销商，加强与滔搏的合作。

**图7：需求转弱，低线城市经销商因零售能力不足表现更脆弱**

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
线下渠道	流水增长	20%-30%中段	负高单	10-20%中段	10%-20%高段下降	高单	10-20%高段	高单
	同店增长	20%-30%低段+	10%-20%低段下降	高单增长	10%-20%高段下降	高单下降	低单	中单下降
直营	流水增长	30%-40%中段	负高单	20-30%低段	10%-20%中段下降	0-20%中段	20-30%高段	20-30%低段
	同店增长	20%-30%中段+	10%-20%高段下降	中单增长	20%-30%高段下降	低单下降	高单	中单增长
批发	流水增长	20%-30%低段	负高单	10-20%低段	20%-30%低段下降	中单	10-20%中段	低单
	同店增长	10%-20%低段+	10%-20%高段下降	高单增长	20%-30%低段下降	低单下降	低单	10-20%低段下降

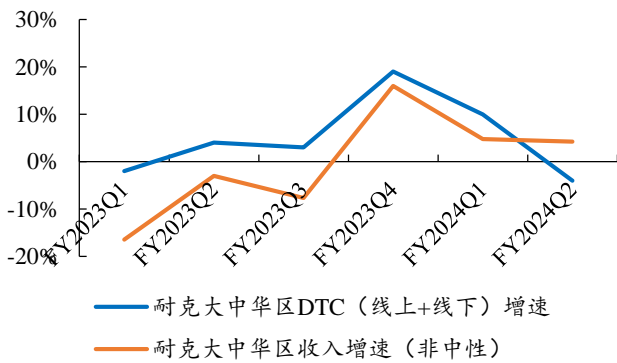


数据来源：李宁公司公告、Wind、开源证券研究所

### 3、低估值因二：零售商没有议价力，面临“背货”压力

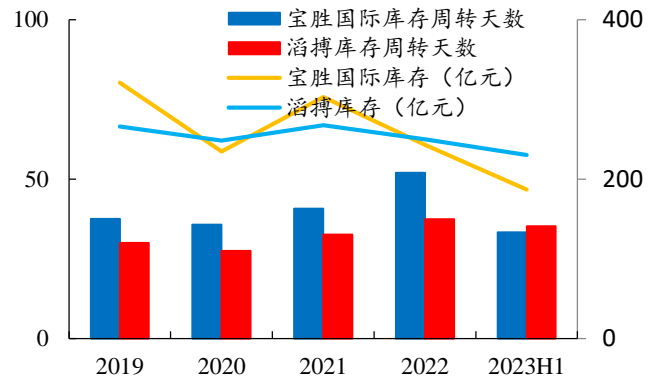
由于经销商门店为DTC的一部分，国际品牌设置多重帮助。国际品牌对经销商设工具包，包括折扣补贴、砍单、期货退货、库存回收、账期、返利等，补贴+返利解决市场竞争问题，砍单+回收库存解决市场供给问题。因此，批发商保有向品牌商砍单的权利。(1)拆解耐克大中华区收入，增长由自营驱动，而非向批发商压货增长。(2)疫情期间滔搏的库销比处于行业领先水平，经销商的“背货”合理且可控，除2021-2022年疫情影响需求被动补库和供应链不稳定主动补库外，一般库销比稳定在4左右，FY2024Q3库销比略低于4，在行业库销比接近5的情况下持续领先行业。

图8：耐克大中华区收入增速非向批发商压货增长



数据来源：耐克公司公告、开源证券研究所

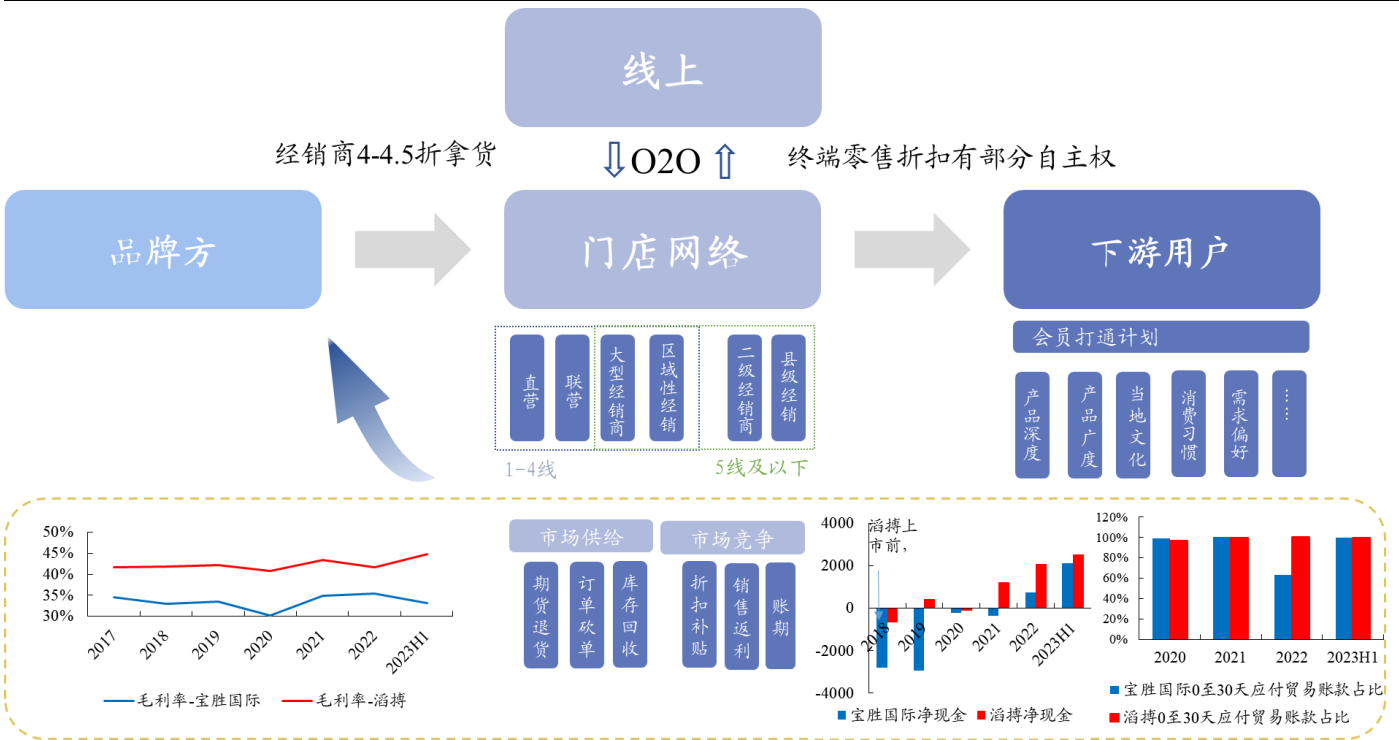
图9：经销商存货呈下降趋势，存货周转天数提升



数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所，注：宝胜国际对应财年为自然年，滔搏对应财年为 FY2020-FY2024H1，左轴为存货 (亿元)、右轴为存货周转天数 (天)

在品牌多重帮助下，疫情期间零售商毛利率稳中有升。滔搏毛利率表现更优秀的原因有三：(1) 直营店铺中品牌高级别门店数高于宝胜国际，享受到更多品牌帮助；(2) 较强的库存及折扣管理能力；(3) 较高经营效率导致现金流表现较好，用账期优惠换其他帮助政策。零售商应付周转率的下降体现品牌商给予账期优惠，特别是在宝胜国际 2022 年现金流转负情况下，0-30 天内的应付贸易账款占比下降至 63%，而滔搏现金流表现在疫情期间基本维持在相对稳定状态。

图10：在品牌多重帮助下，零售商毛利率稳中有升且现金流稳定



资料来源：Wind、宝胜国际公司公告、滔搏公司公告、开源证券研究所，注：2018-2023H1 对应滔搏财年为 FY2019-FY2024H1，净现金单位为百万元



## 4、低估值因三：零售商没有壁垒，赚“辛苦钱”

### 4.1、壁垒：管理是护城河，敏捷高效映射在规模、盈利和运营三维度

滔搏疫情期间表现出韧性，疫后恢复好于行业，体现出 $\alpha$ 。

(1) 流水：2022年零售环境波动，而滔搏在逆势下的表现远好于竞争对手，FY2024Q1-Q3流水均恢复至2019年的80-85%，对比看宝胜国际相应期间尚未恢复至2019年的75%。

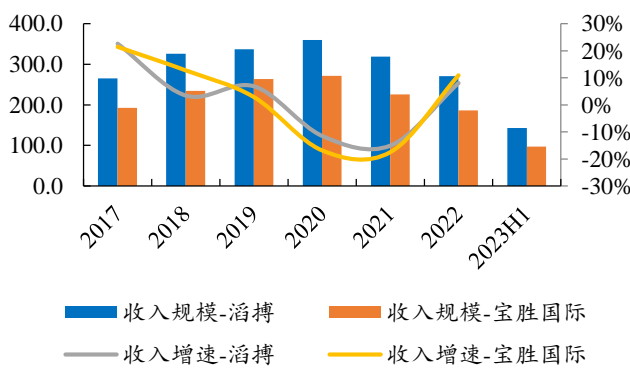
表1：滔搏流水疫情期间表现出韧性，疫后恢复好于行业

滔搏财年	FY2022Q3	FY2022Q4	FY2023Q1	FY2023Q2	FY2023Q3	FY2023Q4	FY2024Q1	FY2024Q2	FY2024Q3
对应月份	2021.9-11	2021.12-2022.2	2022.3-5	2022.6-8	2022.9-11	2022.12-2023.2	2023.3-5	2023.6-8	2023.9-11
滔搏总销售额增速	20-30%低段 下跌	10-20%高段 下跌	20-30%低段 下跌	低单下跌	10-20%高段 下跌	10-20%低段 下跌	20-30%低段 增长	低单下降	低双增长
宝胜国际对应增速	-28%	-19%	-34%	-8%	-39%	-10%	28%	-4%	7%
滔搏流水恢复相较2019年							80-85%	80-85%	80-85%
宝胜国际流水恢复相较2019年							74%	71%	66%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所，注：宝胜国际流水增速按滔搏财年计算

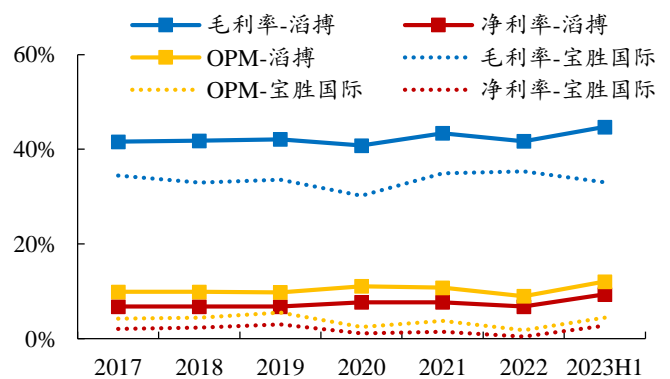
(2) 盈利：疫情前盈利能力远好于宝胜国际，原因包括直营门店及收入规模更大导致拿货折扣更低以及运营效率突出，FY2024H1滔搏/宝胜国际毛利率环比+3/-2pct，滔搏优异的正向经营杠杆使得OPM环比+3.1/+2.6pct。

图11：滔搏规模领先宝胜国际（单位：百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所，2017-2023H1对应滔搏财年为FY2018-FY2024H1

图12：滔搏盈利能力领先宝胜国际



数据来源：Wind、开源证券研究所，2017-2023H1对应滔搏财年为FY2018-FY2024H1

(3) 运营：截至FY2024H1，滔搏的营运资金较疫情前更少、自由现金流比疫情前更强，运营资金效率、现金创收能力超过疫情前水平，体现疫情期间的效率提升。

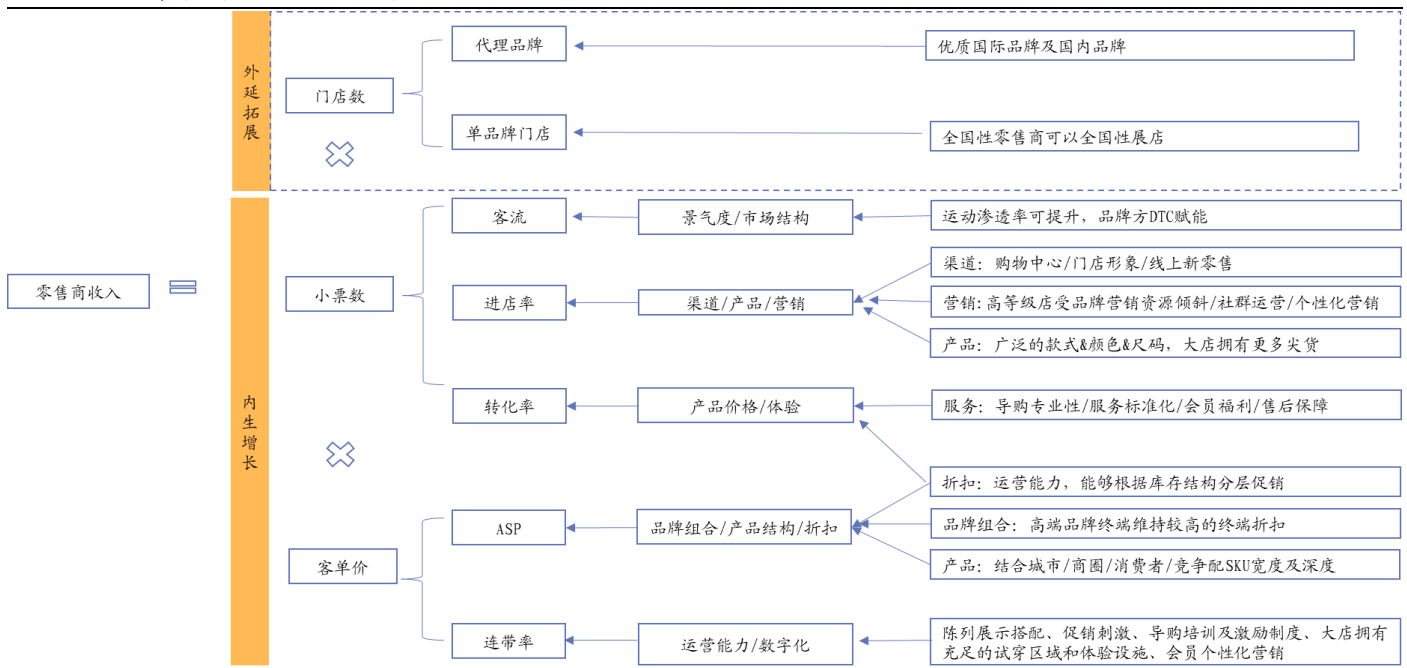
表2: 滔搏现金创收能力、运营资金效率显著好于竞争对手

倍数 (x)	2019H1	宝胜国际		滔搏	
	/FY2020H1	2022H1	2023H1	1H FY2023	1H FY2024
收入(A)	1	0.74	0.82	0.78	0.84
净利润(B)	1	0.04	0.71	0.75	0.87
存货(C)	1	1	0.7	0.97	0.87
营运资金(D)	1	1.25	1.41	0.91	0.81
自由现金流(E)	1	0.45	4.66	0.75	1.21
净现金 (百万元)	-2,625	-863	2,133	1227	2554.2
效率指标					
收入/存货(A/C)	1	0.74	1.16	0.8	0.97
净利润/存货(B/C)	1	0.04	1.01	0.77	1
收入/营运资金(A/D)	1	0.59	0.58	0.86	1.04
净利润/营运资金(B/D)	1	0.03	0.5	0.82	1.07
自由现金流/净利润(E/B)	1	0.09	0.15	1	1.39

数据来源: Wind、各公司公告、开源证券研究所, 宝胜国际、滔搏分别对比 2019H1、FY2020H1

**零售商的增长已从规模扩张转向提质增效。**通过零售商的收入关键拆分可以看出, 内生增长需要精细化的零售运营能力, 包括消费者关系、人员综合素质及稳定程度、资金采买实力、商品生命周期控制、产品深度及广度、需求与库存匹配、物流效率、门店网络的深度及广度、新渠道的参与和适应等。

图13: 运动零售商收入的关键拆分



资料来源: 开源证券研究所

下文尝试通过零售商的商业模式, 拆解滔搏高周转的  $\alpha$  来源:

**(1) 滔搏的会员运营壁垒: 会员体系有新增、有黏性、有价值。**公司通过线下活动、社群、直播、跨界等全域拉新, 滔搏会员人数保持稳定增长, 截至 FY2024H1 滔搏拥有 7310 万会员 (宝胜国际截至 2023 年 6 月拥有 5010 万会员), 且公司已经形成大店的先发优势, 享受品牌货品和营销资源倾斜, 门店端获取消费者的成本低于同行。除拉新外, 公司聚焦用户价值, 根据标签区分会员价值并差异化营销, 会

员复购率 60-70%，高价值会员以中单占比撬动 40%会员收入，以北京淘汇和 Rise 店为例，黑&钻登记会员占比>10%。

受益于数字化系统：(1) 会员看板：标识 100+消费者标签，在更精准地触达和订货，提高进店及转化率之外，还可以分析消费者跨品牌购买行为，有望实现品牌间消费者资产的协同；(2) 自动营销系统：基于标签自动进行会员唤醒和激活，FY2022 数十场自动化营销触达的会员规模超过 3000 万。

图14：2020 年以来会员数环比增速保持高单到低双

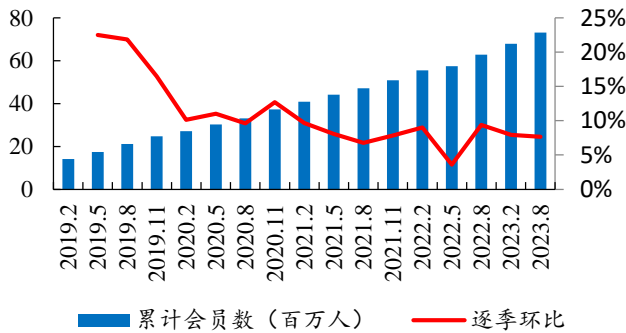


图15：滔搏会员体系有新增、有黏性、有价值

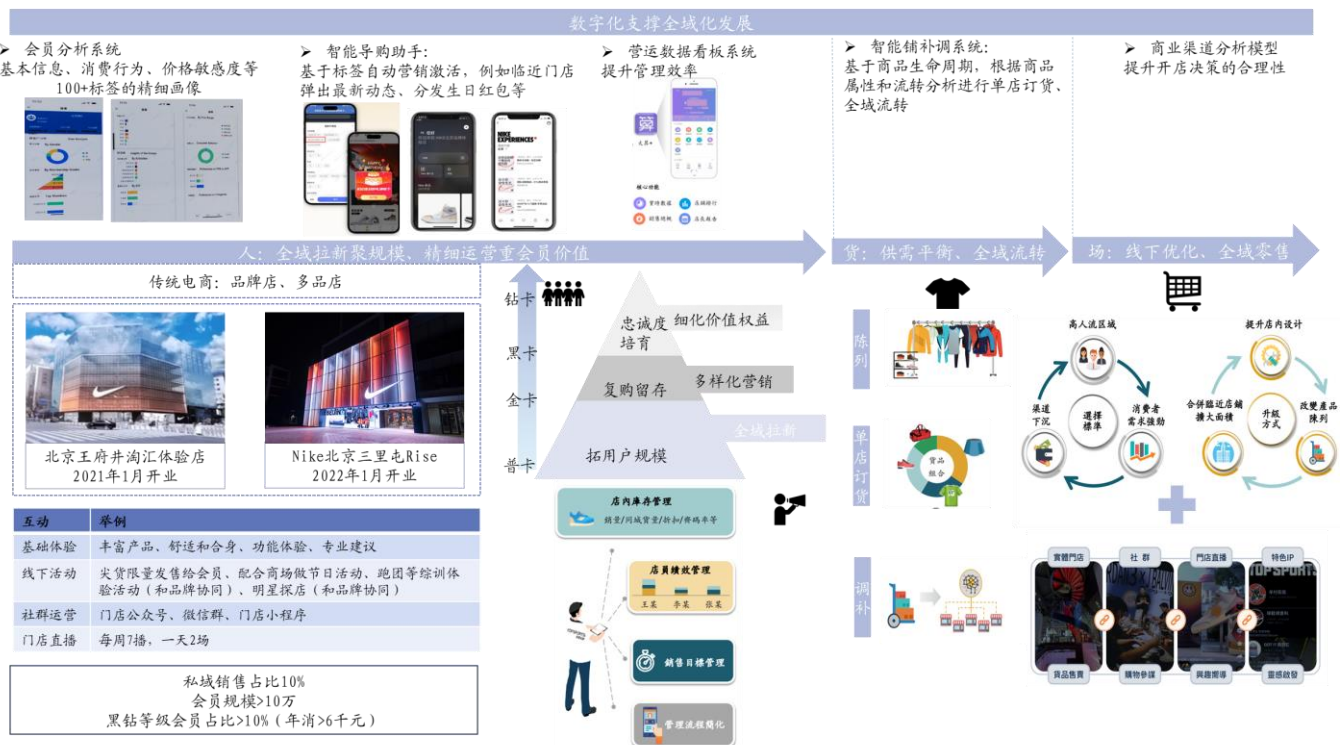
会员广度	累计用户	会员深度	复购率
企业微信群	7310w (+16%)	会员贡献收入	60-70%
抖音及视频号	100+	高价值	高价值会员中单占比，贡献40%会员收入
跨界合作	500+		

数据来源：公司公告、开源证券研究所，注：截至 2022.8 的各季度均为季度环比，截至 2023.2 和 2023.8 的季度为半年度环比

资料来源：公司官网、开源证券研究所，截至 FY2024H1

(2) 滔搏的门店管理壁垒：组织优化、数字化赋能。公司通过给导购和店长提供数字化工具来管理门店和用户，通过营运数据看板系统，店长可以实时进行店内库存管理（销量/同城货量/折扣/断码率等）、店员绩效管理、销售目标管理，大店还可以基于各楼层做深度分析，最终及时发现问题，调配资源，加强成交提高店效。

图16：滔搏在会员、导购、货品、渠道上的精细化运营体现



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

**(3) 滔搏的货品运营壁垒：精准单店、智能铺补调。**公司遵循单店订货机制，先订店再订货，根据品牌、店型、消费者画像预测需求，匹配商品深度和广度，供需平衡下商品效率更高（折扣、售罄等）。受益于数字化系统：FY2023H1 基于商品生命周期规律，通过算法迭代，提升货品铺补调的合理性和准确度，提升预测精度以及周转效率。

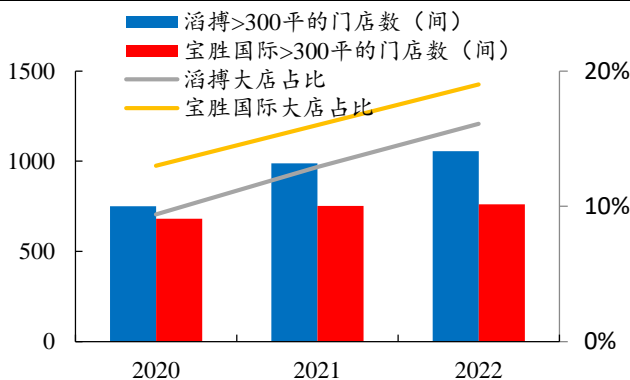
**(4) 滔搏的渠道运营壁垒：大店领先、开改关更高效、坚定全域零售。**

一方面，由于愿意开且能开出盈利大店，公司拥有丰富大店资源，享受营销和货品倾斜，成交率与折扣率表现更好，FY2022 大店坪效高于小店 70%+、OPM 稳健维持在高于小店中单的水平，因此在需要拓展大店的品牌内部，滔搏的份额预计会进一步提升。

另一方面，全域化是小店和大店均需具备能力，可以提升单店辐射面积，私域目前在在大店收入中占比约 10%，私域增速保持快于平台的趋势，预计未来占比将进一步提升。私域投入产出好于公域，由于货品与门店相似&小程序沉淀自有流量，折扣表现、投流费用好于公域。

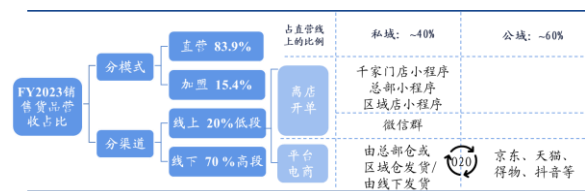
受益于数字化系统：在线下，FY2023H1 建立了城市、商圈、物业不同维度的信息收集和量化数据模型，有望实现更合理的开店决策。在线上，O2O 系统升级使得覆盖更广，FY2023 覆盖 90%+直营门店的全域货品互通，同比提升 10pct。

图17：滔搏的大店保有量高于宝胜国际



数据来源：各公司公告、开源证券研究所，滔搏对应财年为FY2021-FY2023

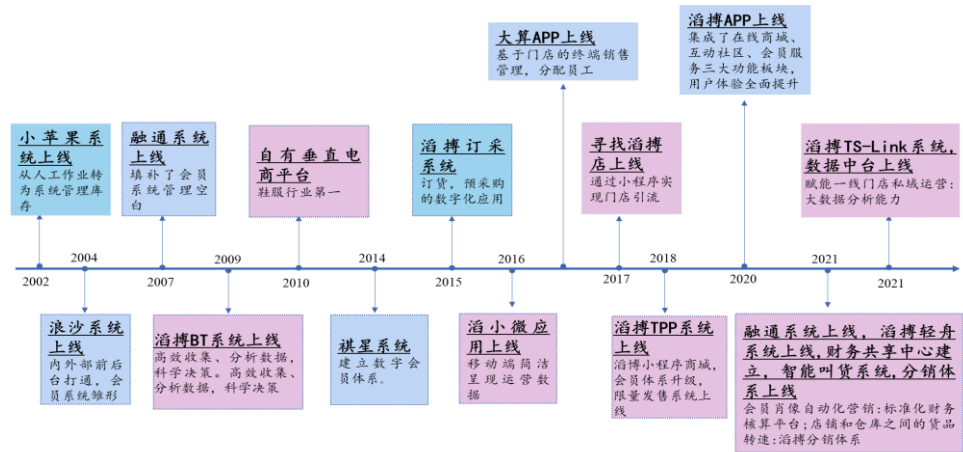
图18：离店开单以三部分小程序驱动



资料来源：开源证券研究所

**精细化的执行面考验数字化能力，滔搏数字化能力首屈一指，且不断迭代保持活力。**滔搏的数字化成果主要来自两个层面：B端工具体系+C端产品体系，前者服务于业务，后者服务消费者。从2002年第一款自研货品管理系统“小苹果”上线开始，每年保持3-5个大型管理系统的研发、更新和迭代，2017年基本完成90%的B端数字化建设，之后陆续推出系统工具及C端产品超50款，迭代版超200个，使业务形态一直保持活力。

图19：滔搏的数字化系统领先行业，且不断迭代保持零售活力



资料来源：联商网、公司公告、开源证券研究所

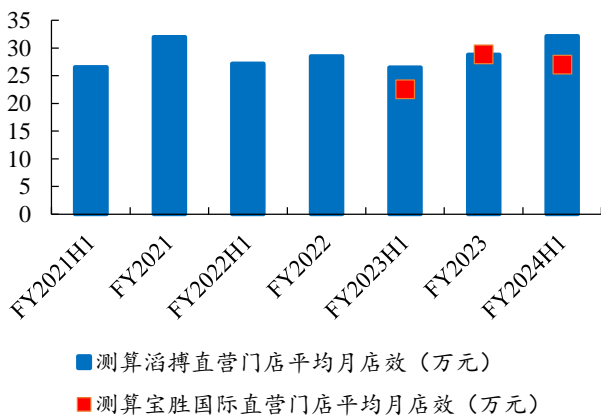
零售运营能力的差异，最终体现在店效和单店盈利能力层面。从效率指标看，滔搏测算平均月店效领先宝胜国际，剔除门店面积扩张的影响，BCI 事件前滔搏坪效高于国产品牌及宝胜国际，渠道改扩优化带动租售比下降、组织优化&数字化赋能带动人效提升。

表3：滔搏效率指标 FY2024H1 全面优化

效率指标	目前	未来	成效
店效	结合品牌及用户特性精准单店	全域运营提升单店辐射	新开店的店效是关店的3倍，改店的店效高出30%
坪效	规模修复	全域化	FY2024H1 估测租金费用率同比-0.5pct至13.3%
人效	规模修复+组织优化+数字化赋能	用更少但更强的人	FY2024H1 员工费用率-1.3pct至10.0%
核心三要素			
人	会员运营（线上业务提升触达及转化效率）、门店管理（发现问题，调配资源，加强成交提高店效）		
货	精准单店、智能铺补调，预测精准&加速货品流转		
场	大店领先、开改关更高效、坚定全域零售		

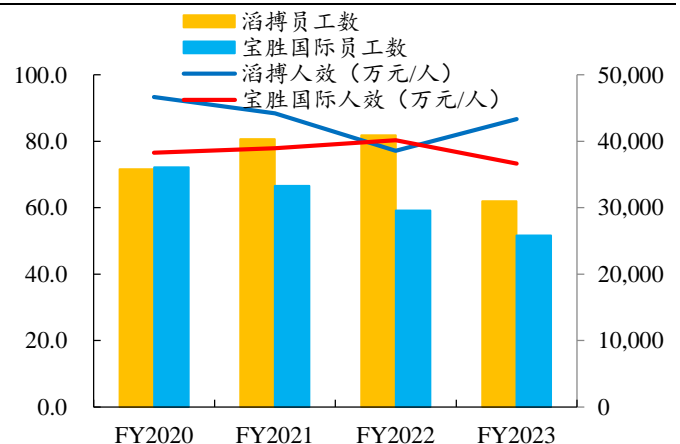
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图20：滔搏测算平均月店效领先宝胜国际



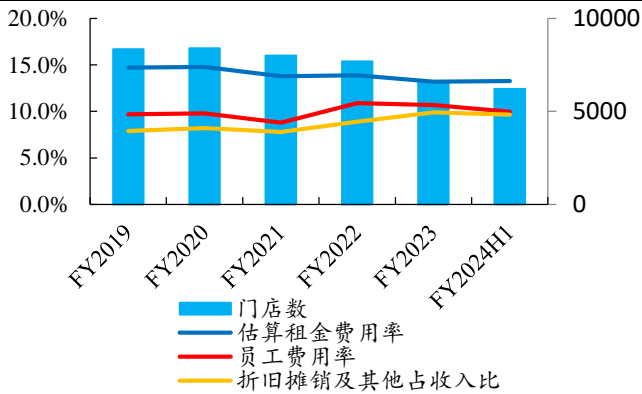
数据来源：各公司公告、开源证券研究所，注：FY2021 对应宝胜国际对应财年为 2022 自然年

图21：滔搏人效更高，FY2023 精简人数而人效提升



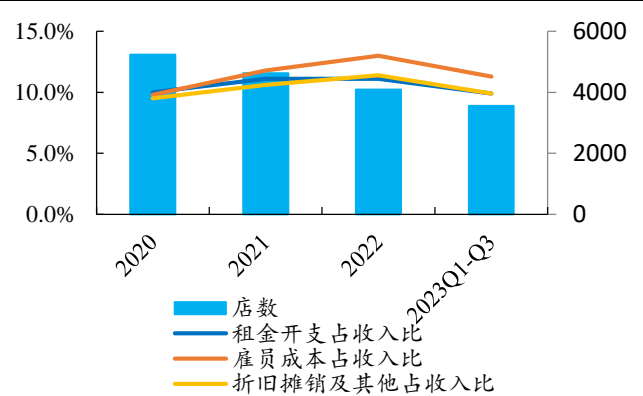
数据来源：Wind、开源证券研究所，左轴为人效、右轴为人数，注：FY2020 对应宝胜国际对应财年为 2021 自然年

图22：滔搏租售比从 14.7%降低至 13.3%（单位：家）



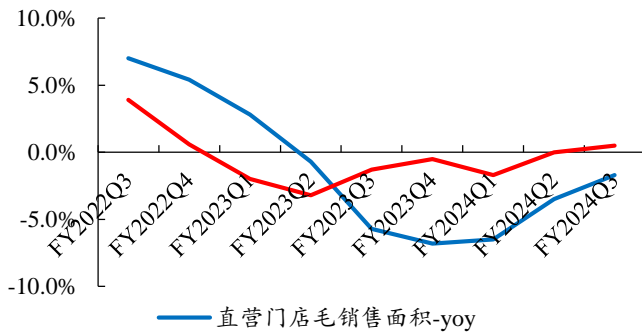
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图23：宝胜国际租售比从 10%降低到 9.9%（单位：家）



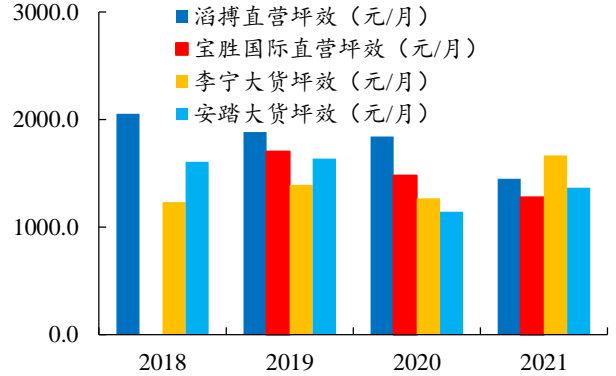
数据来源：Wind、宝胜国际公司公告、开源证券研究所

图24：滔搏直营门店毛销售面积同比环比均在改善通道



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图25：BCI事件前，测算滔搏坪效高于国产品牌及宝胜

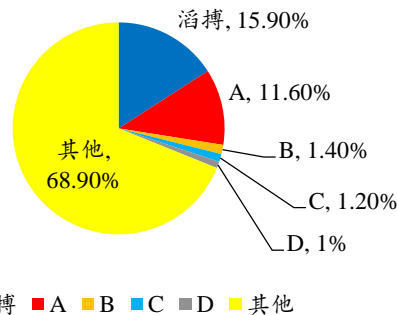


数据来源：各公司公告、开源证券研究所，滔搏对应财年分别为FY2019-FY2022

## 4.2、竞争格局：寡头格局下强者恒强，一至四线向头部集中

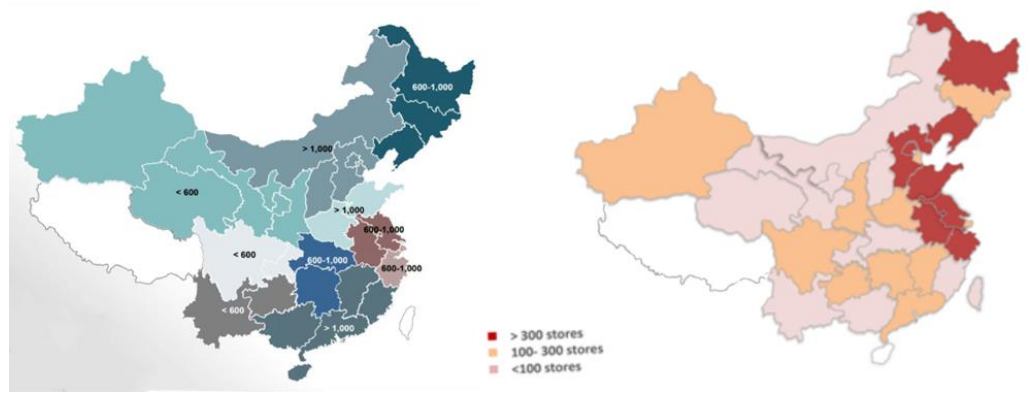
我们认为，运动零售行业竞争格局将继续维持寡头并向头部零售商集中。一方面，大店仍为高线城市趋势，大店资源丰富及运营能力优的经销商资源宝贵；另一方面，越来越多品牌加大下沉市场投资，意味对本就更稀缺的低线优质经销商资源的争夺加剧。我们预计，一至四线品牌将留存中大型客户、淘汰小型客户；五线及以下城市向符合品牌方资质或有专业零售商赋能的经销商集中。

图26：运动零售商寡头格局明显（2018）



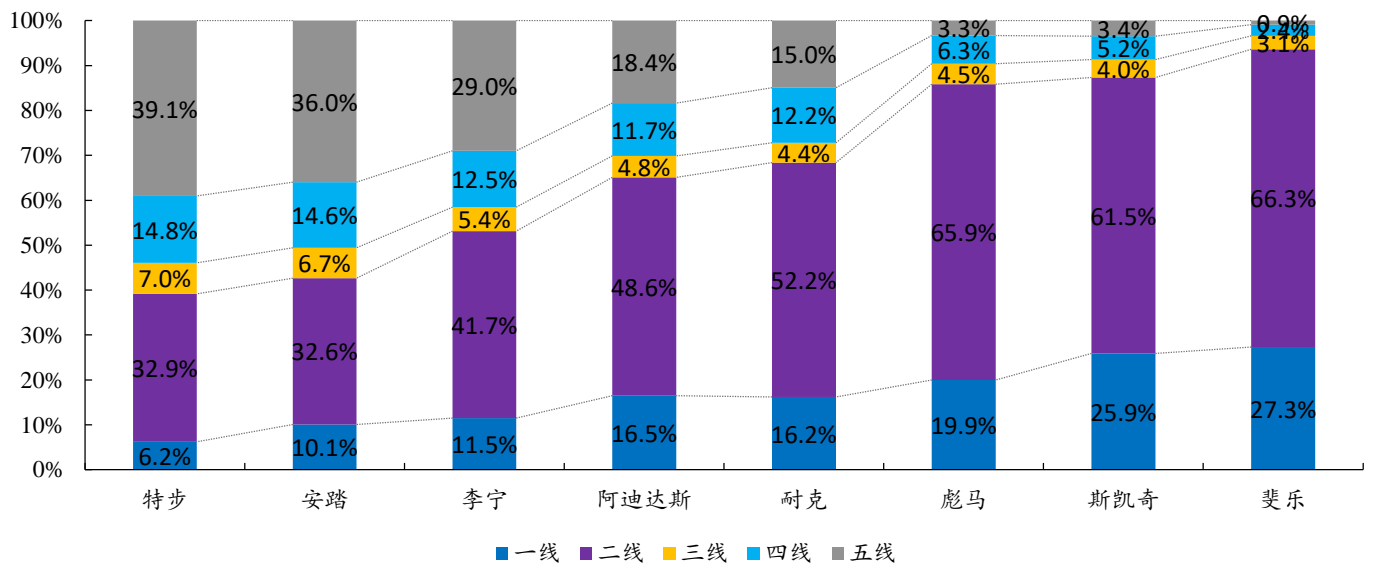
数据来源：滔搏公司招股说明书、开源证券研究所

图27：滔搏（左）、宝胜国际（右）门店全国性覆盖



资料来源：滔搏、宝胜国际公司公告，注：宝胜国际截至2019年、滔搏截至2020年3月31日统计

图28：运动品牌下沉市场空间较大，需要优质经销商（截至2023.11）



数据来源：久谦、开源证券研究所

以斯凯奇为例，斯凯奇以大店模式下沉，未来重点发力下沉市场。预计斯凯奇总门店3000家左右，下沉市场开设400多家店，占比10%+。目前现有地级市中，斯凯奇进入50%左右，2800个县级市中斯凯奇布局了不超过200个。到2026年仍继续新开2000-3000家门店，重点发力下沉市场，填补加强西北、华南市场。

选择大店经营效率高的滔搏进行战略合作。2008年通过成立合资公司进入中国市场，2015年合作奥康集团下沉到三四线城市，2018年合作滔搏、劲浪体育等，2019年通过超级大店的零售模式不断渗透三四线，2021年与滔搏达成战略合作，整合浙江区域尾部经销商，并共同打造辽宁盘锦、山东济南、河南郑州、河北廊坊等超级大店。预计由滔搏开设的门店占比约10%，在大店下沉模式下，战略整合和新开店的空间广阔。

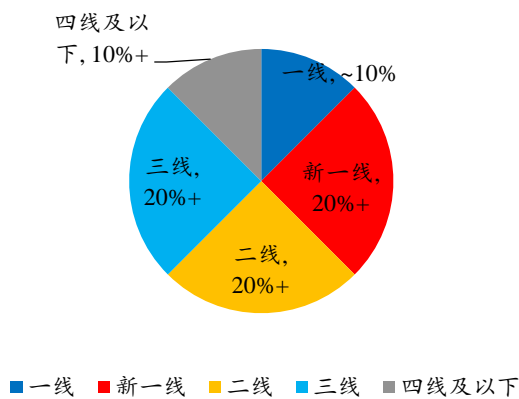
图29：斯凯奇以大店模式下沉，滔搏战略整合和新开店的空间广阔



资料来源：斯凯奇公司公告、赢商网、开源证券研究所

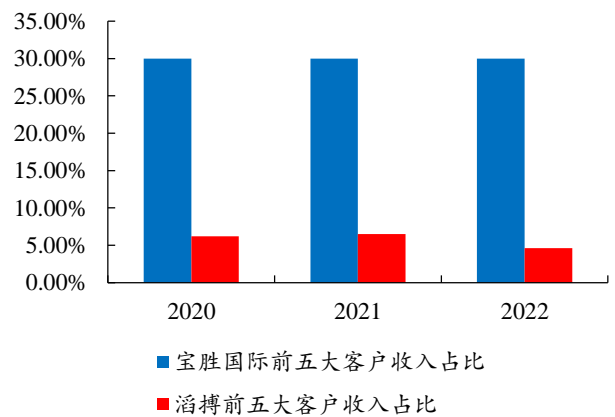
对于更下沉的市场，滔搏对下游客户控制力高，可盈利性吸引优质经销商。首先，滔搏对于二级经销商的运营能力进行筛选和培训，下游加盟商体量较小，平均覆盖1-2个门店，便于控制；其次，终端折扣具备优势，低线城市消费者的核心诉求为产品与价格，二级经销商从滔搏的拿货价低，在保证自身利润率的基础上终端折扣拥有弹性；再次，国际品牌在低线市场的购物中心享有租金优惠，同时由滔搏代替二级经销商和商场协商租金。因此，店效更高→租金更低→利润率高→优质经销商向滔搏集中。

图30：滔搏门店橄榄型布局，二线及以下占比50%+



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图31：滔搏下游零售商集中度较宝胜国际分散



数据来源：各公司公告、开源证券研究所



## 5、如何看成长性：国际品牌大中华复苏，新品牌支撑新一轮扩店

### 1、国际品牌大中华区改善，阿迪达斯复苏或超预期

国际品牌大中华区收入及线上份额改善。耐克/阿迪达斯收入增速分别从2022Q4/2023Q2转正，阿迪达斯2023Q3大中华若剔除Yeezy业务增长10%。从线上数据看，BCI事件前耐克、阿迪达斯在运动服饰品类中的份额领跑，此后表现出李宁国潮领先、国牌百花齐放的格局，但2022年10月以来Nike份额重回领先地位，2023H2以来阿迪达斯份额环比提升，7-11月分别为4%/5%/6%/7%/8%。

图32：耐克大中华季度收入增速从2022.9-11月转正

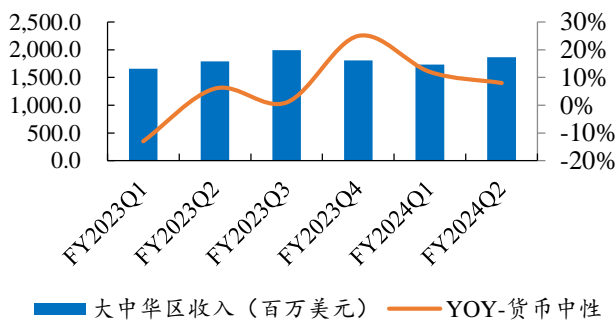
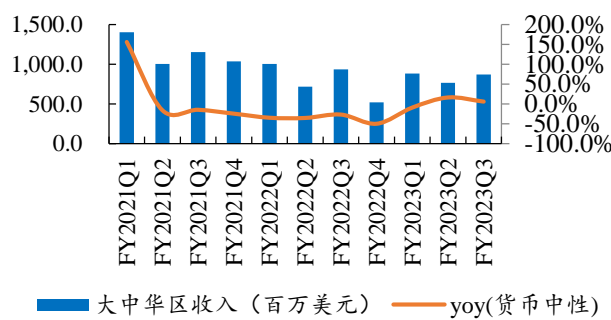


图33：阿迪达斯大中华季度收入增速从2023Q2转正



数据来源：耐克公司公告、开源证券研究所

数据来源：阿迪达斯公司公告、开源证券研究所

图34：耐克及阿迪达斯份额于2022年10月、2023H2开始已有回升

天猫大盘 运动服饰品类份额	2021年												2022年												2023年											
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月		
耐克 Nike	15%	15%	12%	6%	7%	15%	6%	10%	8%	6%	16%	13%	10%	11%	11%	8%	8%	13%	8%	8%	9%	13%	15%	11%	11%	11%	11%	9%	7%	15%	15%	10%	10%	8%	7%	14%
斐乐 Fila	7%	5%	5%	5%	5%	6%	4%	5%	4%	3%	8%	9%	7%	4%	4%	6%	8%	5%	6%	5%	10%	9%	12%	10%	5%	6%	6%	10%	8%	6%	7%	5%	12%	9%		
阿迪达斯 Adidas	15%	9%	9%	5%	5%	9%	5%	7%	8%	4%	9%	7%	5%	5%	6%	3%	6%	9%	4%	5%	4%	6%	7%	12%	8%	3%	5%	3%	5%	5%	4%	5%	6%	7%	8%	
李宁 Lining	9%	9%	10%	14%	11%	8%	9%	11%	9%	8%	10%	9%	13%	12%	10%	12%	10%	9%	11%	12%	11%	11%	8%	9%	9%	9%	9%	9%	8%	10%	9%	8%	10%	8%		
安踏 Anta	8%	7%	8%	10%	10%	7%	8%	8%	8%	8%	10%	9%	10%	11%	10%	11%	9%	9%	7%	9%	9%	11%	8%	8%	8%	9%	8%	9%	8%	6%	7%	7%	11%	7%		
露露乐檬 Lululemon	1%	2%	2%	2%	1%	2%	1%	1%	3%	2%	1%	2%	1%	3%	4%	4%	2%	2%	3%	4%	2%	3%	4%	2%	3%	3%	4%	3%	4%	3%	3%	3%	3%	3%		
新百伦 New balance	2%	2%	1%	1%	1%	3%	1%	2%	2%	1%	5%	3%	3%	2%	2%	2%	1%	3%	1%	2%	3%	4%	5%	3%	3%	3%	3%	2%	3%	3%	2%	5%	4%	5%	3%	
彪马 Puma	4%	4%	3%	2%	2%	2%	1%	2%	2%	1%	3%	3%	3%	2%	2%	1%	2%	2%	1%	1%	1%	2%	2%	3%	4%	3%	4%	2%	2%	3%	1%	2%	2%	2%	3%	
特步 Xtep	4%	3%	3%	4%	4%	2%	3%	3%	4%	5%	3%	4%	4%	3%	3%	4%	5%	3%	4%	4%	5%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	3%
361°	1%	1%	2%	2%	2%	1%	2%	2%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	2%	3%	2%	2%	2%	3%	2%	2%	3%	3%	3%	2%	3%	3%	3%	3%	2%	3%	
迪桑特 Descente	1%	1%	0%	0%	1%	1%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%
鸿星尔克 Erke	1%	1%	1%	1%	1%	0%	10%	4%	3%	3%	2%	2%	3%	2%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	3%	2%	3%	4%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	2%	2%	
斯凯奇 Skechers	2%	2%	3%	2%	3%	2%	1%	3%	2%	3%	4%	3%	4%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	4%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	4%	2%	
安德玛 Under Armour	1%	1%	1%	1%	1%	3%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	3%	1%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	0%	2%	2%		

数据来源：久谦、开源证券研究所

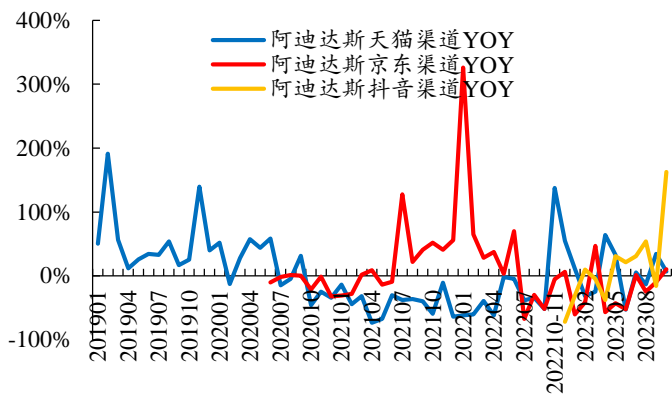
阿迪达斯复苏或超预期。滔搏经营的后进品牌与先进品牌差距逐渐收窄，FY2025年阿迪达斯的期货订单数稳步提升。根据久谦数据，线上层面，阿迪达斯天猫渠道9-11月连续三个月转正、京东渠道降幅震荡收窄，抖音渠道发力，5月增速开始转正。线下零售层面，店效具备改善空间，阿迪达斯一线城市维持行业增速、二线城市店效恢复略慢、三线以下城市增速虽较快但单店效仍处落后水平。

表4：滔搏品牌矩阵中后进品牌与先进品牌的差距逐渐收窄

财年	切线	先进品牌加权增速	后进品牌加权增速	剔除 Neo 关店/Yeezy 限售
FY2024H1	收入：7.3%增速	中双增长	中单下降	略微增长
FY2024Q3	流水：低双增速	高双增长	低单增长	低双增长

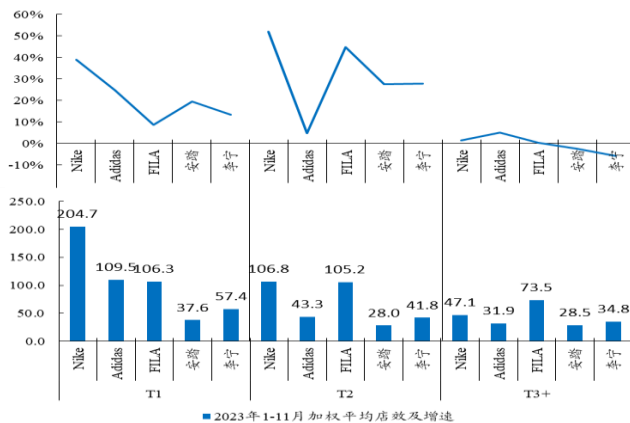
数据来源：公司官网、开源证券研究所

图35: 阿迪达斯线上渠道逐渐回暖



数据来源: 久谦、开源证券研究所, 注: 2022-2023年10-11月涉及双十一预售与尾款, 合并测算增速

图36: 阿迪达斯店效改善空间 (单位: 万元)



数据来源: 久谦、开源证券研究所

**阿迪达斯产品、供应链、营销、经营指标方面均有改善。**(1) 库存总量与库存结构逐步向好, 滔搏所经营的阿迪达斯品牌的库存水位恢复至疫情前 87%以下且库销比持续改善;(2) 本地化产品占比预计提升至 70%, 目前新品正得到更多中国消费者的认同, 德训鞋 Samba、Fear of God 联名、Adizero 跑鞋产品供不应求, 2024 年将加大跑步、足球、训练投入, 德训鞋新款 SL72 推出;(3) 2024 年会在中国三线以下新兴城市加速下沉及品牌形象搭建;(4) 营销力度逐步加强, 品牌声量逐步放大, 除梅西、哈登、米切尔中国行外, 重启潮流明星代言, 持续发力本土文化营销, 推动更多本土大型体育赛事等。

表5: 阿迪达斯产品、供应链、营销、经营指标方面均有改善

维度	展望
库存消耗	库存总量下降、结构持续向好
订单期货模式改善	70%订单+30%快反
产品创新能力改善	德训鞋 (Samba、Gazelle、Spezial、Campus), Samba 鞋赢得 FN 2023 年度最佳鞋款奖 联名: Fear of God 跑鞋: Adizero
品牌声量逐步放大	签约专业运动员苏翊鸣、潮流主理人陈冠希、演员陈晓/马思纯等, 与中国文联合作

资料来源: 开源证券研究所

图37: 新品正在重新捕获消费者口碑



资料来源: 阿迪达斯官方公众号

图38: 潮流+运动代言, 品牌声量逐步提升

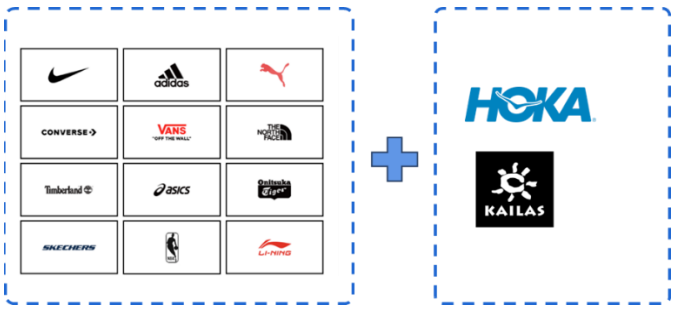


资料来源: 阿迪达斯官方公众号

## 2、不断新合作品牌、新一轮开店打开成长空间

2022年以来新增李宁、Hoka、凯乐石品牌合作。目前李宁合作广东和辽宁地区70~80家店，凯乐石9月开出第一家门店，经营效果略超预期，12月Hoka于青岛万象城开出第一家门店。除此之外，构建源于中国本土的城市户外文化，汲取户外新增量。2023年6月公司投资山系文化，在11月底于上海开设首家城市户外品牌集合体验空间——GOEASY，包含Norda、Nanga、攀山鼠等60+户外品牌，集户外零售、品牌共创、社群分享等多种业态于一体。

图39：不断拓展新品牌打开成长空间



资料来源：公司官网、开源证券研究所

图40：构建中国本土城市户外文化，集合店11月落地



资料来源：零售商业评论

## 3、FY2024 重效率提升，轻装上阵下预计重启扩张

FY2024Q3 经营指标全面向好，折扣、库存指标行业领先。FY2024Q3 新品销售占比持续提升驱动折扣同比持续改善低单，库存金额同比双位数下降，库销比略低于4，库存金额及库销比环比FY2024H1基本持平。

轻装上阵下，FY2024Q3 门店数及面积逐步回归扩张节奏。FY2024 侧重于效率（坪效、店效）而非店数，总体店铺总数预计持平、销售面积增加，预计FY2025 门店数量及面积净增。门店面积：FY2024Q3 直营门店面积同比环比改善，截至11月底，环比8月增长0.5%（FY2024Q2 环比基本持平），同比下降1.7%（FY2024Q1 同比下降3.5%）。门店保有量：FY2024Q3 剔除Neo 关店后门店环比实现净开，毛开店数同比环比均有加速、毛关店数同比和环比有所放缓，预计FY2024Q4 毛关速度仍将进一步放缓。

表6：FY2024 以来折扣维持改善趋势，较行业领先

折扣	滔搏	折扣	李宁	安踏品牌	特步品牌	361°
		2023Q1	7-7.5	线下同比加深但按月收窄	7.2	7-7.2
FY2024Q1	低单改善	2023Q2	7.5，同比环比改善	7	7.2-7.5	70-71
FY2024H1	单-高单改善	2023Q3	7-7.5，基本持平	直营折扣低单改善	环比稳定同比加深	7左右，环比略有加深
FY2024Q3	中-高单改善	2023Q4		线上线下同比加深，线上环比改善	约7折，同比持平	71-72

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表7：FY2024Q3 库销比<4，低于行业平均5倍左右

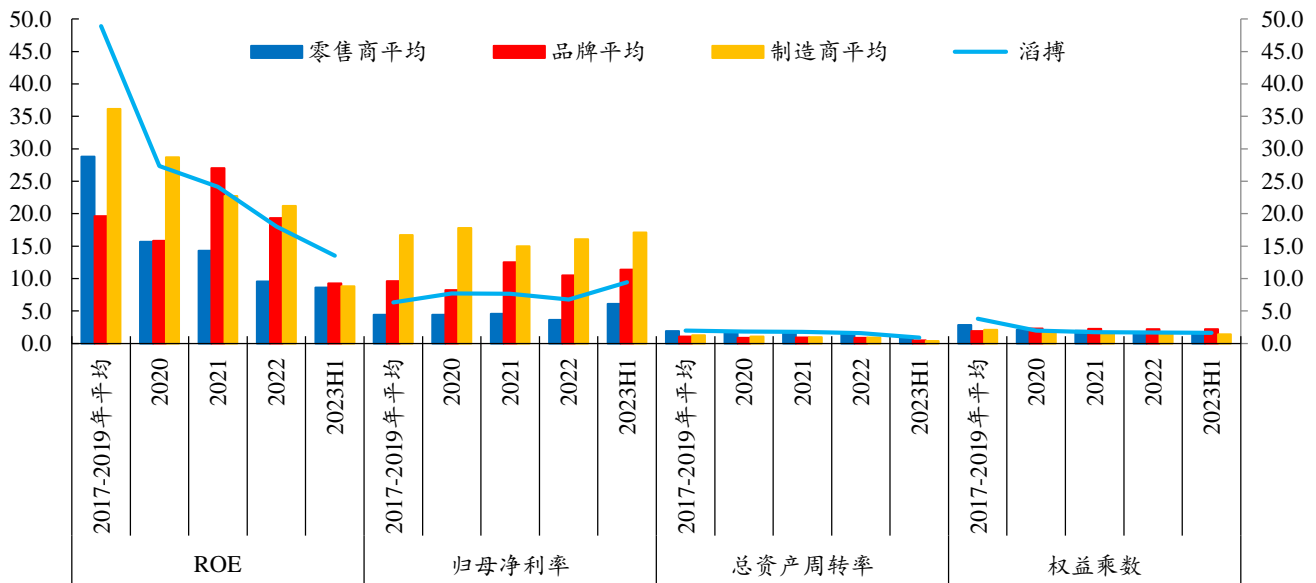
库销比	滔搏	库销比	李宁	安踏	特步	361°
		2023Q1	4-4.5	<5	<5	~5
FY2024Q1	金额同比下降双位数，库销比同比环比改善	2023Q2	3.8	<5	<5	~5
FY2024H1	金额同比下降10%，库销比-4 环比改善	2023Q3	接近5，环比同比上升	接近5，同比改善环比持平	4.5-5	<5
FY2024Q3	金额同比下降双位数，库销比<4 环比基本持平	2023Q4		<5	4-4.5	4.5-5

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

## 6、ROE 可提升：总资产周转率拉动 ROE，中期可提升

通过拆分 ROE，疫情前零售商通过高周转，补足盈利能力低于品牌和制造企业的短板，维持较高的 ROE 水平，尤其是滔搏疫情前 ROE 好于多数品牌和制造企业。虽然目前仍有宏观经济逆风带来的消费信心不足问题，但我们认为需求不足可以通过企业自身  $\alpha$  对需求和供给进行平衡，恢复此前 ROE 水平，FY2024H1 滔搏 ROE 降幅已逐渐收窄。

**零售商行业靠高周转拉动 ROE，疫情期间 ROE 短期承压。**从运动产业链的 ROE 看，疫情前，制造商>零售商>品牌商，疫情三年期间零售商平均 ROE 逐年下降并低于其他板块。当下疫情负面因素已过，周转高于制造和品牌，但零售为主的商业模式致使盈利能力明显低于制造商和品牌商，对行业稳态估值水平形成一定限制。

**图41：疫情前，行业平均 ROE 角度看制造商>零售商>品牌商**


数据来源：Wind、开源证券研究所

行业分化，滔搏 ROE 领先来自于高周转。由于我国运动零售商市场寡头竞争，宝胜国际净利率和总资产周转率均远低于滔搏，因此拉低了行业平均。若仅看滔搏 ROE 表现，ROE 疫情前高于多数品牌和制造企业，疫情后处于行业中等水平，驱动力非盈利能力及权益乘数，而是来自于高资产周转率，其中应收及固定资产周转率高于行业中枢，尤其固定资产周转率领先。

**图42：滔搏的高总资产周转率驱动高 ROE**

	ROE					归母净利率					总资产周转率					权益乘数				
	对比	2020	2021	2022	2023H1	对比	2020	2021	2022	2023H1	对比	2020	2021	2022	2023H1	对比	2020	2021	2022	2023H1
滔搏	48.9	27.4	24.1	18.0	13.5	6.3	7.7	7.7	6.8	9.4	1.9	1.8	1.8	1.6	0.9	3.8	2.0	1.8	1.7	1.6
宝胜国际	8.7	3.9	4.5	1.1	3.7	2.5	1.2	1.5	0.5	2.8	1.8	1.5	1.4	1.3	0.8	1.9	2.2	2.1	1.9	1.6
安踏体育	28.1	23.4	29.2	24	11.4	17.1	14.5	15.6	14.1	15.7	1.0	0.8	0.9	0.8	0.4	1.6	2.1	2.2	2.1	1.8
李宁	15.9	21.5	26.9	17.9	8.5	7.8	11.7	17.7	15.6	15.1	1.3	1.1	1.0	0.8	0.4	1.6	1.7	1.5	1.4	1.4
特步国际	10.8	7.3	12	11.4	7.8	9.0	6.2	9.0	7.1	10.1	0.7	0.7	0.7	0.8	0.4	1.7	1.8	1.8	1.9	2.0
361度	6.9	6.4	8.8	9.9	8.4	7.4	8.0	10.0	10.5	16.1	0.5	0.4	0.5	0.6	0.3	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5
阿迪达斯	24.5	6.5	30.3	9.8	0.9	7.1	2.2	10.0	2.7	0.4	1.4	1.0	1.0	1.1	0.5	2.5	3.1	3.1	3.4	4.1
耐克	31.5	29.7	55	43.1	18.3	9.3	6.8	12.9	12.9	10.8	1.6	1.4	1.3	1.2	0.7	2.1	3.2	3.3	2.8	2.6
申洲国际	21.6	19.5	12.3	15.6	6.8	21.6	22.1	14.1	16.4	18.4	0.8	0.7	0.6	0.6	0.3	1.3	1.3	1.4	1.5	1.4
华利集团	50.7	37.9	33.2	26.8	10.9	11.8	13.5	15.8	15.7	15.8	1.2	1.4	1.3	1.2	0.5	1.9	2.0	1.6	1.4	1.4

数据来源：Wind、开源证券研究所

图43: 滔搏 ROE 领先来自于高资产周转率, 关键驱动为应收资产和固定资产周转率



数据来源: Wind、开源证券研究所

### 滔搏 ROE 提升路径:

(1) 提周转: ①伴随国际品牌复苏, 库存结构改善、新品售罄提升, 存货周转率可提升。②全域一体化发展下, 私域成交增厚单店收益, 固定资产周转率有望进一步提升。

(2) 提盈利: ①下沉市场盈利能力好于高线低单-中单, 主要差距体现在租金与人工费用更低, 若未来渠道陆续下沉, 则存在费用端的释放空间。②私域货品与门店相似, 折扣表现好于公域, 同时小程序沉淀自有流量, 投流费用低于公域。③随着数字化系统更新和渠道动态改扩闭的优化, 店效、坪效、人效随着长期效率提升而稳健改善。

## 7、盈利预测与投资建议

我们认为：（1）在国际/国内品牌追求单店增长的阶段，具备高效零售运营能力的经销商是稀缺资源，国际品牌单品店≈DTC，国内品牌向上需要购物中心资源、向下需要专业零售经验；（2）疫情期间零售商通过使用国际品牌组合包（补贴+返利解决市场竞争，砍单+回收解决市场供给），毛利率稳中有升。（3）壁垒体现在管理的精细化，映射在规模、盈利和运营三维度。考虑短期零售环境波动，我们下调盈利预测，预计 FY2024-2026 归母净利润为 22.9/26.1/29.1 亿元（原为 23.1/27.2/31.4 亿元），对应 EPS 为 0.4/0.4/0.5 元，当前股价对应 PE 为 13.0/11.3/10.0 倍，公司经营指标改善，国际品牌复苏或超预期，新品牌支撑新一轮扩店，是兼具成长和高分红的性价比标的，维持“买入”评级。

## 8、风险提示

- （1）行业需求放缓：若新品推出未能刺激消费需求或消费信心持续不足，运动服饰板块需求或承压。
- （2）效率提升不及预期：若货品周转速度放慢，或对公司经营杠杆效应造成影响。
- （3）门店扩张不及预期：若门店扩张受阻，或对公司规模提升造成影响。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
<b>流动资产</b>	10980	12101	12300	13860	15369
现金	1753	2357	2003	3299	4512
应收账款	2541	2191	2541	2726	2916
存货	6686	6247	6450	6529	6634
结构性银行存款	0	0	20	20	20
其他流动资产	0	1286	1286	1286	1286
<b>非流动资产</b>	6816	4719	3260	3293	3273
固定资产及在建工程	1009	733	833	936	982
无形资产及其他长期资产	5807	3986	2427	2357	2291
<b>资产总计</b>	17796	16821	15560	17152	18642
<b>流动负债</b>	4873	5268	4255	4454	4654
短期借款	518	1545	0	0	0
应付账款	927	991	1016	1093	1175
其他流动负债	3428	2732	3239	3360	3478
<b>非流动负债</b>	2342	1719	237	237	237
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2342	1719	237	237	237
<b>负债合计</b>	7215	6987	4492	4691	4891
股本	3512	1742	1742	1742	1742
储备	7070	8092	9326	10720	12009
归母所有者权益	10582	9834	11068	12461	13751
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表(百万元)	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
<b>经营活动现金流</b>	5690	4351	3728	4007	4364
税前利润	2447	1837	2204	2534	2866
折旧和摊销	2528	2216	1545	1538	1594
营运资本变动	568	483	-21	-65	-96
其他	147	-185	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-671	-1472	-1567	-1571	-1574
资本开支	-716	-1523	-1567	-1571	-1575
其他	45	51	0	0	1
<b>融资活动现金流</b>	-4494	-3440	-970	-1140	-1576
股权融资	0	0	0	0	0
银行借款	-2922	122	0	0	0
其他	-1573	-3562	-970	-1140	-1576
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	524	605	1191	1296	1213
<b>期末现金总额</b>	1753	2357	2003	3299	4512

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
<b>营业收入</b>	31877	27073	29580	32281	35122
营业成本	-18052	-15789	-17038	-18552	-20178
销售费用	-9439	-8052	-8407	-9087	-9799
管理费用	-1293	-1101	-1109	-1211	-1264
其他收入/费用	338	300	99	99	99
<b>营业利润</b>	3430	2431	3125	3530	3979
净财务收入/费用	104	109	186	151	158
其他利润	0	0	0	0	0
除税前利润	3326	2322	2938	3379	3821
所得税	-880	-486	-735	-845	-955
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	2447	1837	2204	2534	2866
EBITDA	4975	4052	3749	4073	4460
<b>扣非后净利润</b>	0	0	0	0	0
EPS(最新摊薄)	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5

主要财务比率	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-5.4	-16.2	9.3	9.1	8.8
营业利润(%)	-14.0	-29.1	28.5	13.0	12.7
归属于母公司净利润(%)	-11.7	-24.9	20.0	15.0	13.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	43.4	41.7	42.4	42.5	42.5
净利率(%)	7.7	6.8	7.4	7.9	8.2
ROE(%)	23.1	18.7	19.9	20.3	20.8
ROIC(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	40.5	41.5	28.9	27.3	26.2
净负债比率(%)	43.6	57.2	20.2	28.4	34.5
流动比率	2.3	2.3	2.9	3.1	3.3
速动比率	0.9	1.1	1.4	1.6	1.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.8	1.6	1.8	2.0	2.0
应收账款周转率	11.5	11.4	11.6	11.8	12.0
存货周转率	2.8	2.4	2.6	2.8	3.0
存货周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
每股经营现金流(最新摊薄)	0.9	0.7	0.6	0.6	0.7
每股净资产(最新摊薄)	1.7	1.6	1.8	2.0	2.2
<b>估值比率</b>					
P/E	11.7	15.6	13.0	11.3	10.0
P/B	2.7	2.9	2.6	2.3	2.1



### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn