



滔搏 (6110.HK): 低估值、高股息、 优质基本面带来较强的防御性

我们认为滔搏短期较弱的收入表现已基本反映在股价中，同时认为公司当前较低的估值水平与较高的股息率，叠加其优秀的基本面和现金流，为滔搏的股价提供了很强的防御性，可支撑滔搏后市维持稳健的股价表现。下调滔搏目标价至 7.0 港元，维持滔搏“买入”评级。

- **当前股价已反映 2024 年以来较弱的收入趋势：**基于疲弱的终端需求以及较高的基数，我们预计滔搏 1-2 月收入同比小幅下滑低单位数，与行业表现基本一致。结合 2023 年 12 月在低基数之上较高速的收入增长，我们预测滔搏 4QFY24 整体收入同比增长中单位数。我们预计滔搏 3 月的收入延续了 1-2 月小幅下跌的趋势，但跌幅远小于主要同业（宝胜）。公司库存依然维持健康水平，2 月底库销比维持在 4-5x，6 个月以内新品占整体库存 80% 左右。滔搏进入 2024 年以来的收入增速弱于市场预期，2024 年至今的股价已下跌超 9%，表现弱于主要国产运动服饰品牌。我们认为滔搏当前的股价已基本反映了市场对滔搏 4QFY24 收入以及 FY24 业绩更理性的预期。
- **FY24 盈利预测：**我们预测滔搏 FY24 收入同比增长高单位数（意味着 2HFY24 收入同比增长高单位数）。由于零售折扣改善以及品牌补贴的基数下降，我们预计 FY24 毛利率将录得同比扩张（相较 1HFY24 的同比收窄）。同时，持续的运营效率提升有望使 FY24 经营费用率同比录得较为显著的收窄，但其他收入（主要为政府补贴）的下降将部分抵消毛利率扩张和费用率改善的正面影响。我们预测 FY24 的 EBIT 同比增长 20%，EBIT margin 同比扩张 1ppt 至 10.0%，归母净利润同比增长 20% 至人民币 22 亿元，归母净利率同比扩张 70bps。
- **防御性强，且攻守平衡：**经历了年初一波股价下行，根据我们的预测，滔搏目前估值已回到较低的水平（12.7x FY25 P/E），而 FY25 分红率（Dividend Yield）更是上升至 7.9%。低估值和高股息叠加滔搏稳健的基本面和强大的运营能力，在带来稳健投资回报的同时，共同为滔搏的股价提供了很强的防御性。同时，撇开短期较弱的收入趋势，国际品牌的持续恢复、新增户外品牌（Hoka, Kailas 等）的发力、门店数的扩张、零售渠道份额的提升以及经营效率的持续改善都有望为公司盈利的增长注入动力。
- **投资风险：**行业需求放缓、品牌竞争大于预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	31,877	27,073	29,242	31,603	33,766
同比变动 (%)	-11%	-15%	8%	8%	7%
归母净利润	2,447	1,837	2,202	2,480	2,826
同比变动 (%)	-12%	-25%	20%	13%	14%
PE (X)	12.8	17.1	14.2	12.7	11.1
ROE (%)	24%	18%	22%	25%	29%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、浦银国际

林闲嘉

首席消费分析师
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费分析师
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2024 年 4 月 12 日

评级

买入

目标价 (港元)	7.0
潜在升幅/降幅	+27.7%
目前股价 (港元)	5.5
52 周内股价区间 (港元)	4.7-7.8
总市值 (百万港元)	34,417
近 3 月日均成交额 (百万港元)	27.2

注: 截至 2024 年 4 月 11 日收盘价

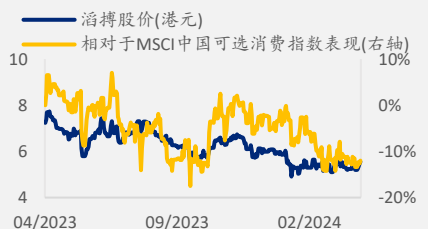
市场预期区间

HKD \$5.5
HKD \$6.1 HKD \$7.0
HKD \$9.4

▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

浦银国际

公司研究

滔搏 (6110.HK) : 低估值、高股息、优质基本面带来较强的防御性

财务报表分析与预测 - 滔搏

利润表					
(百万人民币)	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	31,877	27,073	29,242	31,603	33,766
同比	-11.5%	-15.1%	8.0%	8.1%	6.8%
销售成本	-18,052	-15,789	-16,854	-18,142	-19,345
毛利	13,824	11,284	12,389	13,461	14,420
毛利率	43.4%	41.7%	42.4%	42.6%	42.7%
销售、一般及行政开支	-10,732	-9,153	-9,566	-10,203	-10,721
其他经营收入及收益 (损失)	338	300	102	150	150
经营盈利	3,430	2,431	2,925	3,408	3,849
经营利润率	10.8%	9.0%	10.0%	10.8%	11.4%
融资成本	-218	-213	-230	-247	-236
财务收入	114	104	128	146	155
税前盈利	3,326	2,322	2,824	3,306	3,768
所得税开支	-880	-486	-621	-827	-942
所得税率	26.4%	20.9%	22.0%	25.0%	25.0%
归母净利润	2,447	1,837	2,202	2,480	2,826
归母净利率	7.7%	6.8%	7.5%	7.8%	8.4%
同比	-11.7%	-24.9%	19.9%	12.6%	14.0%

现金流量表					
(百万人民币)	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
除所得税前盈利	3,326	2,322	2,824	3,306	3,768
固定资产折旧	667	609	622	614	673
使用权资产折旧	1,830	1,582	1,583	1,705	1,658
无形资产摊销	31	25	35	35	35
其他	170	220	299	302	181
营运资金变动前经营现金流	6,024	4,758	5,363	5,961	6,314
预付款项及其他资产增加	-36	61	-52	0	0
存货增加	-524	423	245	287	-114
应收贸易款项减少	1,081	51	-227	-103	-95
其他应收款、按金及预付款减少	-571	337	36	0	0
应付贸易款项增加	481	27	-160	-36	53
其他应付款、应计费用及其他负债增加	137	-415	101	0	0
支付所得税	-903	-891	-621	-827	-942
经营活动所得 (所用) 现金净额	5,690	4,351	4,684	5,282	5,216
购买物业、厂房及设备和无形资产支付款项	-716	-357	-650	-550	-550
出售物业、厂房及设备所得款项	3	5	8	8	8
以跨境资金池安排下提取 / (存入) 的定期抵押存款	0	0	0	0	0
已收利息	42	66	128	146	155
其他	0	-20	0	0	0
投资活动所用现金净额	-671	-306	-514	-396	-387
偿还银行借款	-5,152	-1,571	0	0	0
银行借款所得款项	4,348	2,595	0	0	0
支付租赁负债 (含利息)	-2,117	-1,481	-1,597	-2,007	-1,941
已付银行借款之利息	-22	-31	-49	-50	-49
已付股息	-1,550	-2,667	-2,202	-2,480	-2,826
其他	0	-286	0	0	0
融资活动 (所用) 所得现金净额	-4,949	-3,440	-3,849	-4,536	-4,817
现金及现金等价物变动	524	605	321	349	13
于年初的现金及现金等价物	1,229	1,753	2,357	2,679	3,028
现金及现金等价物汇兑差额	0	0	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	1,753	2,357	2,679	3,028	3,040

资产负债表					
(百万人民币)	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
存货	6,686	6,247	6,003	5,716	5,830
应收账款	1,107	1,055	1,282	1,385	1,480
按金、预付款项及其他应收款项	1,435	1,136	1,100	1,100	1,100
抵押定期存款	0	1,286	1,286	1,286	1,286
银行结余及现金	1,753	2,357	2,679	3,028	3,040
流动资产	10,980	12,101	12,369	12,535	12,757
物业、厂房及设备	1,009	733	553	282	51
使用权资产	3,100	2,425	2,942	2,937	2,779
无形资产	1,093	1,073	1,038	1,004	969
长期按金、预付款项及其他应收款项	1,309	249	300	300	300
递延所得税资产	305	239	240	240	240
非流动资产	6,816	4,719	5,073	4,762	4,339
应付贸易账款	927	991	831	795	848
其他应付款项、应计费用及其他应付款项	1,645	1,192	1,250	1,250	1,250
应付股息	0	0	0	0	0
短期借款	518	1,545	1,545	1,545	1,545
租赁负债	1,086	1,181	1,200	1,200	1,200
即期所得税负债	697	360	400	400	400
流动负债	4,873	5,268	5,226	5,190	5,243
递延所得税负债	372	237	240	240	240
租赁负债	1,970	1,481	2,145	2,035	1,781
非流动负债	2,342	1,719	2,385	2,275	2,021
股本及其他储备	3,512	1,742	1,742	1,742	1,742
保留盈利	7,070	8,092	8,092	8,092	8,092
权益	10,582	9,834	9,834	9,834	9,834

财务和估值比率					
(人民币)	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.39	0.30	0.36	0.40	0.46
每股销售额	5.14	4.37	4.72	5.10	5.45
每股股息	0.43	0.33	0.36	0.40	0.46
同比变动					
收入	-11%	-15%	8%	8%	7%
经营盈利	-14%	-29%	20%	17%	13%
归母净利润	-12%	-25%	20%	13%	14%
摊薄每股收益	-12%	-25%	20%	13%	14%
费用与利润率					
毛利率	43%	42%	42%	43%	43%
经营利润率	11%	9%	10%	11%	11%
归母净利率	8%	7%	8%	8%	8%
回报率					
平均股本回报率	24%	18%	22%	25%	29%
平均资产回报率	14%	11%	13%	14%	16%
资产效率					
库存周转天数	130	149	130	115	110
应收账款周转天数	19	15	16	16	16
应付账款周转天数	14	22	18	16	16
财务杠杆					
流动比率 (x)	2.3	2.3	2.4	2.4	2.4
速动比率 (x)	0.9	1.1	1.2	1.3	1.3
现金比率 (x)	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
负债 / 权益 (%)	5%	16%	16%	16%	16%
估值					
市盈率 (x)	12.8	17.1	14.2	12.7	11.1
市销率 (x)	1.0	1.2	1.1	1.0	0.9
股息率	8%	6%	6%	7%	8%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

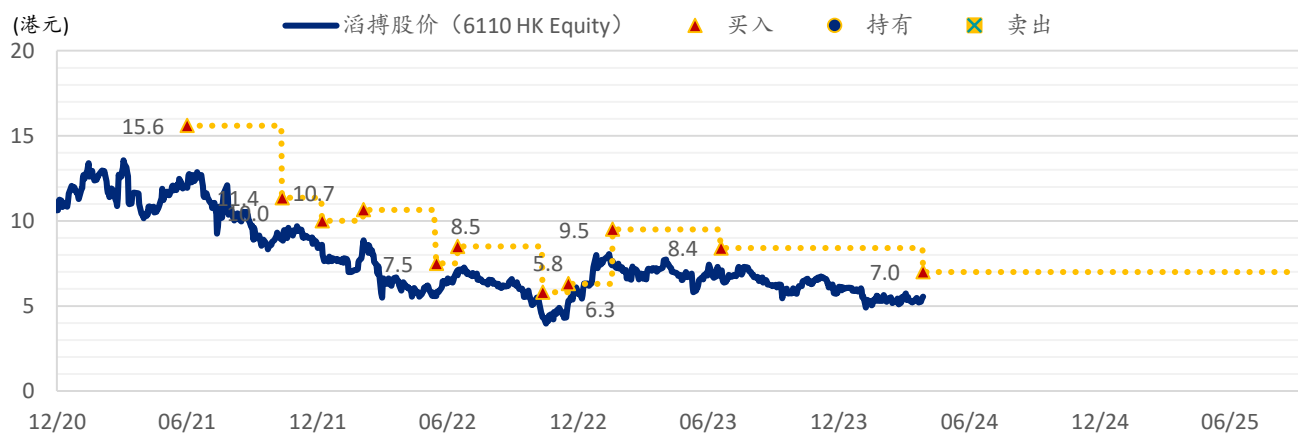
图表 2：滔搏 FY2024 上半年经营情况以及下半年、全年盈利预测

百万人民币	1HFY23	1HFY24	YoY	2HFY23	2HFY24E	YoY	FY23	FY24E	YoY
营业收入	13,218	14,177	7%	13,855	15,066	9%	27,073	29,242	8%
营业成本	-7,187	-7,836	9%	-8,602	-9,018	5%	-15,789	-16,854	7%
毛利润	6,031	6,341	5%	5,254	6,048	15%	11,284	12,389	10%
毛利率	45.6%	44.7%		37.9%	40.1%		41.7%	42.4%	
销售与管理费用	-4,665	-4,663	0%	-4,488	-4,903	9%	-9,153	-9,566	5%
销售与管理费用率	35.3%	32.9%		32.4%	32.5%		33.8%	32.7%	
核心经营利润	1,366	1,678	23%	765	1,145	50%	2,131	2,823	32%
核心经营利润率	10.3%	11.8%		5.5%	7.6%		7.9%	9.7%	
其他收入	213	46	-78%	85	54	-37%	299	100	-66%
拨回应收贸易账款减值	2	2	0%	0	1	n.a.	2	2	33%
经营利润	1,581	1,726	9%	850	1,199	41%	2,431	2,925	20%
经营利润率	12.0%	12.2%		6.1%	8.0%		9.0%	10.0%	
财务支出	-63	-18	-71%	-46	-83	81%	-109	-101	-7%
税前盈利	1,518	1,708	13%	805	1,116	39%	2,322	2,824	22%
所得税	-372	-371	0%	-113	-250	121%	-486	-621	28%
净利润	1,145	1,337	17%	691	866	25%	1,837	2,202	20%
净利润率	8.7%	9.4%		5.0%	5.7%		6.8%	7.5%	
少数股东权益	0	-1	n.a.	0	1	n.a.	0	0	n.a.
归母净利润	1,145	1,337	17%	691	865	25%	1,837	2,202	20%
归母净利率	8.7%	9.4%		5.0%	5.7%		6.8%	7.5%	

E=浦银国际预测；

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

图表 3: SPDBI 目标价: 滔搏 (6110.HK)



注: 截至 2024 年 4 月 11 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 消费行业覆盖公司

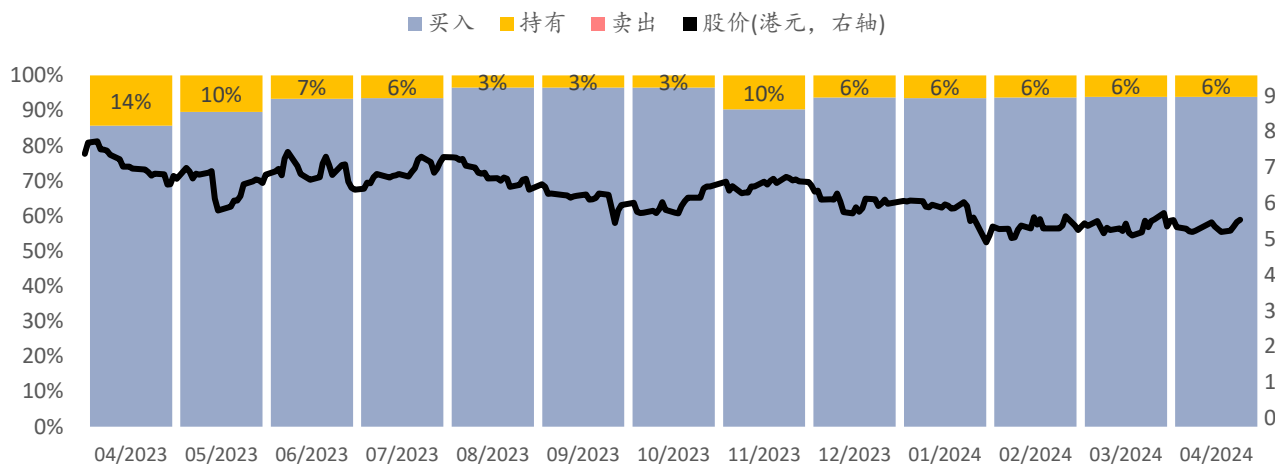
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	19.9	买入	24.8	2024 年 3 月 20 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	87.4	买入	101.0	2024 年 3 月 27 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.8	2024 年 3 月 14 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	5.5	买入	7.0	2024 年 4 月 12 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	2.7	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	38.6	买入	67.7	2024 年 2 月 7 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	304.8	买入	528.2	2024 年 2 月 7 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	17.7	持有	14.0	2023 年 1 月 30 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	15.4	买入	18.6	2024 年 4 月 9 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	5.6	买入	6.8	2024 年 3 月 25 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	24.9	买入	23.7	2024 年 3 月 14 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	34.8	买入	47.0	2024 年 3 月 19 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	67.4	买入	115.9	2023 年 8 月 17 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	10.8	买入	16.7	2024 年 3 月 4 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	51.8	买入	46.4	2024 年 1 月 24 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	76.1	持有	71.1	2024 年 1 月 24 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.5	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	27.0	买入	31.3	2024 年 1 月 16 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	17.0	买入	23.9	2024 年 1 月 16 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	9.2	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.1	持有	5.4	2023 年 8 月 30 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.4	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	13.3	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.2	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.7	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	8.6	买入	7.8	2023 年 9 月 13 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	102.0	买入	125.9	2023 年 12 月 11 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	42.7	买入	43.0	2024 年 1 月 11 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	53.7	持有	70.1	2023 年 12 月 11 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	56.7	持有	76.5	2023 年 12 月 11 日	化妆品

注：截至 2024 年 4 月 11 日收盘价。

资料来源：Bloomberg、浦银国际。

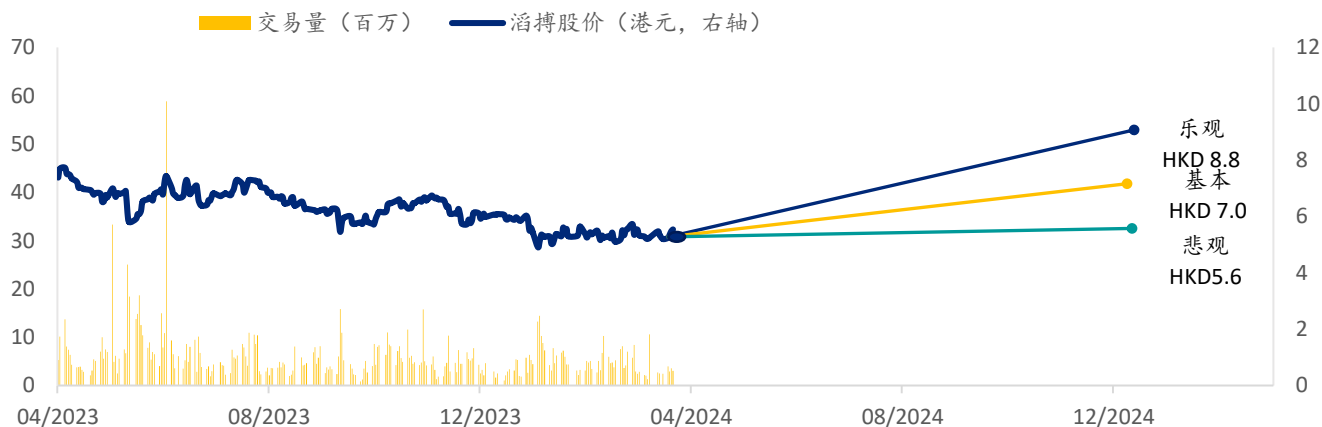
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 滔搏 (6110.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 滔搏 (6110.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期

目标价: 8.8 港元
概率: 25%

- FY25 其他品牌收入取得超 20% 增长;
- FY25 直营零售店平均店效同比增长 35%;
- FY25 毛利率同比提升 50bps 以上;
- FY25 公司经营费用率管控得当, 带动经营利润率提升 100bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 5.6 港元
概率: 20%

- FY25 其他品牌收入录得同比增长 5%;
- FY25 直营零售店平均店效增长 10%;
- FY25 毛利率同比持平;
- FY25 公司经营利润率同比下降 20bps。

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际预测

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），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司（巨星传奇 6683.HK）在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼