

滔搏 (06110.HK)

2024 财年净利润增长 20%，维持 100%以上高分红率

买入

核心观点

高效经营驱动收入与利润高质量增长。公司在中国经营以国际运动品牌为主的全域零售平台。公司收入同比+6.9%至 289.3 亿元；基于零售驱动、新品驱动、多品牌复苏、全域渠道同步增长，实现高质量增长，利润率稳步提升，归母净利润同比+20.5%至 22.1 亿元。**分商业模式看：**零售强势恢复带动增长，零售/批发渠道分别同比+8.9%/−3.3%；零售渠道中线上渠道增长快于线下，线上私域渠道增速最快。零售线上业务对整体零售金额占比达到 20–30% 中段，较疫情前单位数占比有明显提升。**分品牌看：**主力品牌/其他品牌分别同比+6.5%/+10.5%，其中非主力品牌增速较快主要受益于 2023 年小众运动赛道高景气度的带动。

盈利能力提升，现金流充裕，维持 100%以上高分红率。折扣率改善及零售收入占比提升驱动下，毛利率同比提升 0.1 个百分点至 41.8%；受益于正向经营杠杆带动，总体费用率下降 1.0 个百分点至 32.8%；叠加净融资成本下降贡献，净利率同比增长 0.8 个百分点至 7.6%。营运效率保持稳健，存货周转天数同比−13.4 至 136 天。经营活动现金流净额为 31.3 亿元，净现比为 1.4；充裕的现金流为派息奠定稳健基础，期末派息率 101%。

下半财年总销售面积环比恢复正向增长，会员数量持续提升。截至 2 月底，公司共运营 6144 家门店，同比减少 6.4%，环比 2023 年 8 月底减少 1.0%，下降幅度边际放缓；总销售面积同比−0.8%，环比 2023 年 8 月底增长 0.9%，下半财年恢复正向增长。单店销售面积同比+6.0%，不同面积类型的门店变化较为均衡，主力和非主力品牌单店面积均有所增长，店效坪效同比均有所修复。公司累计用户数达 7630 万人，会员贡献销售额比例达 93.4%，其中复购会员消费金额贡献占比约 70%；高价值会员贡献显著，占总消费会员数量比例仅中单位数，但对总消费会员的销售贡献近 40%。

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。

投资建议：看好高效运营下的盈利能力和长期现金回报。2024 财年公司与净利润实现高质量增长，利润率稳步提升。同时基于公司稳定的现金创收能力，为高派息奠定基础，全年派息率达 101%，按 5 月 22 日收盘价计算，股息率达 6.8%。我们基于 2024 年开年以来，消费需求缓慢复苏的大环境情况，下调 2025~2026 财年业绩预测，预计 2025~2027 财年净利润分别为 23.0/25.1/27.0 亿元（2025~2026 前值为 25.6/29.2 亿元），同比+4.1%/8.9%/7.5%。维持“买入”评级，基于盈利预测下调，下调合理估值区间至 6.8~7.2 港元（前值为 7.5~7.9 港元），对应 2025 财年 17~18xPE。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,073	28,933	29,523	31,454	33,422
(+/-%)	-15.1%	6.9%	2.0%	6.5%	6.3%
净利润(百万元)	1837	2213	2304	2510	2699
(+/-%)	-24.9%	20.5%	4.1%	8.9%	7.5%
每股收益(元)	0.30	0.36	0.37	0.40	0.44
EBIT Margin	1.4%	4.7%	9.2%	9.4%	9.6%
净资产收益率 (ROE)	18.7%	22.5%	22.1%	22.6%	22.9%
市盈率 (PE)	17.2	14.3	13.7	12.6	11.7
EV/EBITDA	106.3	28.7	11.5	10.8	10.2
市净率 (PB)	3.22	3.21	3.03	2.85	2.68

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

纺织服饰 · 服装家纺

证券分析师：丁诗洁 证券分析师：刘佳琪
0755-81981391 010-88005446
dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn
S0980520040004 S0980523070003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	6.80 - 7.20 港元
收盘价	5.49 港元
总市值/流通市值	34045/34045 百万港元
52 周最高价/最低价	7.25/4.74 港元
近 3 个月日均成交额	30.93 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《滔搏 (06110.HK) - 财年三季度销售增长约 10~14%，门店面积环比转正》——2023-12-17
- 《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

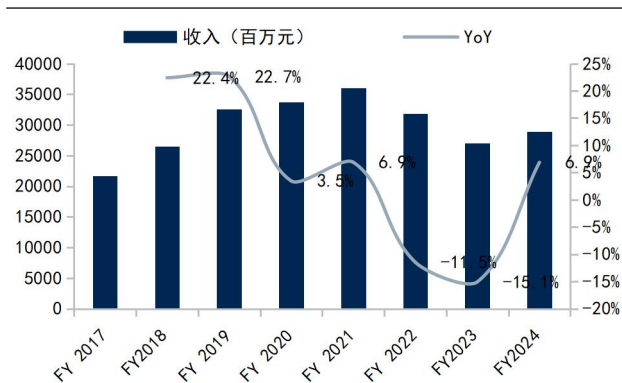
高效经营驱动收入与利润高质量增长

2024 财年公司收入增长与消费需求缓慢复苏趋势及运动行业增长趋势一致，公司实现收入 289.3 亿元，同比+6.9%；基于零售驱动、新品驱动、多品牌复苏、全域渠道同步增长，实现高质量增长，利润率稳步提升，归母净利润同比+20.5%至 22.1 亿元。

分商业模式看：在全域场景的搭建下，零售强势恢复带动增长，零售/批发渠道分别同比+8.9%/-3.3%；零售模式分场景看，全域同步增长，其中线上渠道增长快于线下，线上私域渠道增速最快。零售线上业务对整体零售金额占比达到 20-30%中段，较疫情前单位数占比有明显提升。

分品牌看：主力品牌/其他品牌分别同比+6.5%/+10.5%。其中非主力品牌增速较快主要受益于 2023 年小众运动赛道高景气度的带动。

图1：公司营业收入及增速



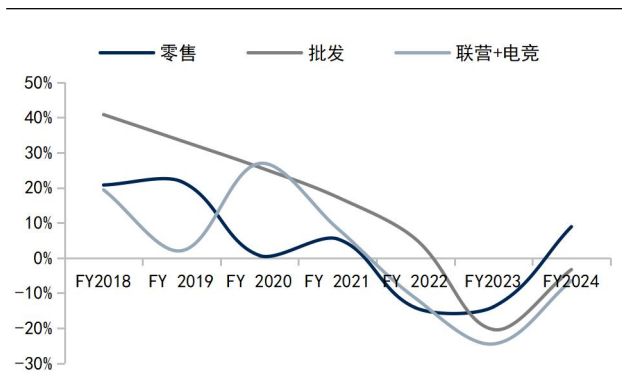
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司净利润及增速



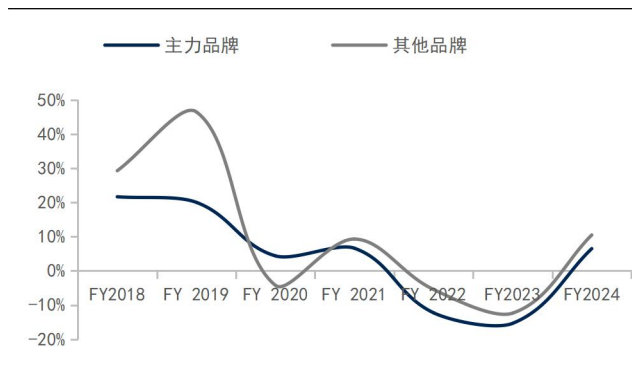
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司分商业模式收入增长



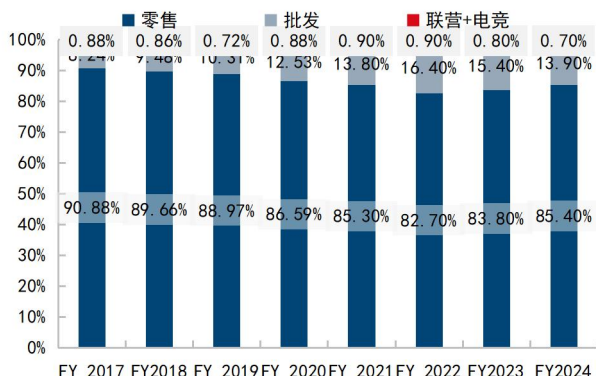
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司分品牌收入增长



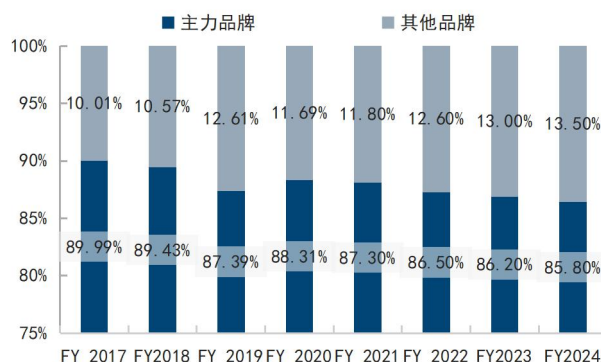
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司分商业模式收入占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司分品牌收入占比



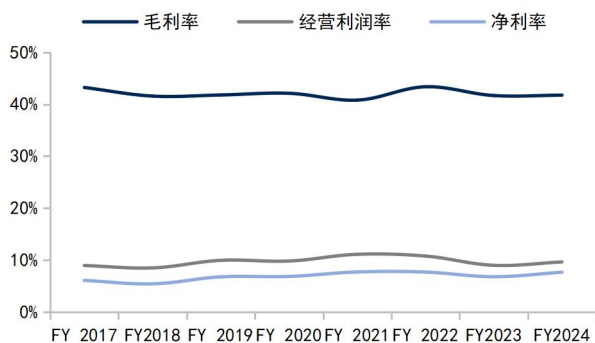
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力提升。2024 财年毛利率同比微幅提升 0.1 百分点至 41.8%，影响毛利率主要因素包括：1) 正向因素：折扣率同比改善，以及零售收入占比提升；2) 负向因素：品牌合作伙伴对促销帮助在疫情后合理递减。

受益于正向经营杠杆带动，总体费用率下降 1.0 百分点至 32.8%，其中员工成本下降 0.5 百分点，折旧摊销下降 0.6 百分点。

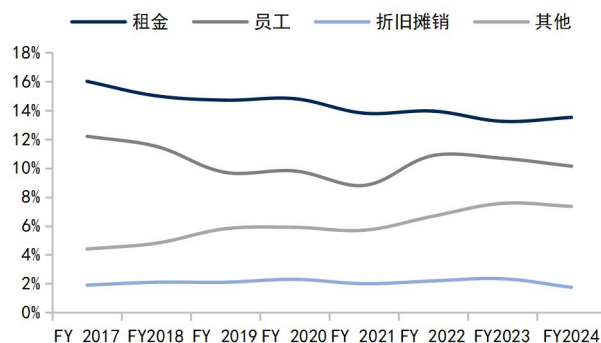
基于毛利率提升、费用率下降，虽然受到政府补贴减少的负面影响，经营利润同比增长 14.6%至 27.9 亿元，经营利润率同比提升 0.6 百分点至 9.6%；叠加净融资成本下降贡献，净利率同比增长 0.8 百分点至 7.6%。

图7：公司利润率水平（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司费用开支占比

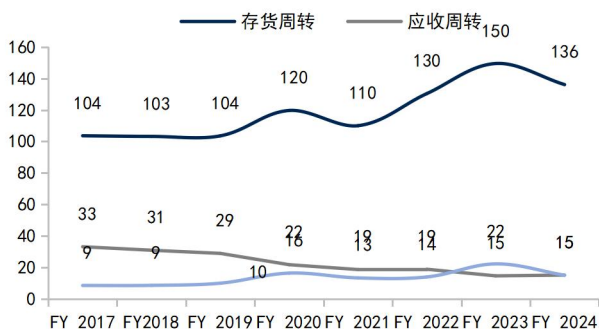


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营运效率保持稳健。存货周转天数同比-13.4 天至 136 天，库存金额同比+0.6%至 62.8 亿元。公司库存水平健康，且新品售罄率和折扣率均有所改善；应收账款周转天数小幅增加 0.5 天至 15.1 天，应付账款周转天数下降 7.2 天至 15.0 天，应收和应付账款周转天数变动主要与农历春节错期，影响商场回款周期及财年末短期进货节奏有关。

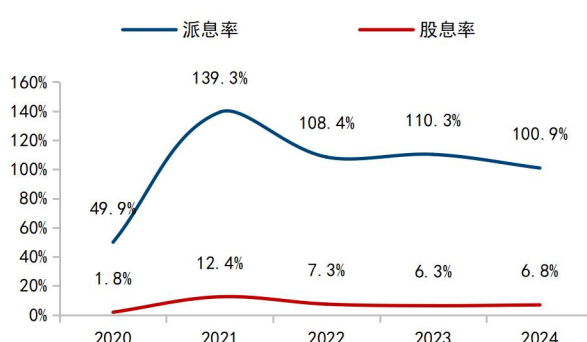
现金流充裕，保持高派息率。经营活动现金流净额为 31.3 亿元，净现比为 1.4。充裕的现金流为派息奠定稳健基础，期末派息率 101%，过往 5 年累计派息率超过 100%。

图9: 公司营运资金周转天数



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司派息率及股息率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

下半财年总销售面积环比恢复正向增长, 会员数量持续提升

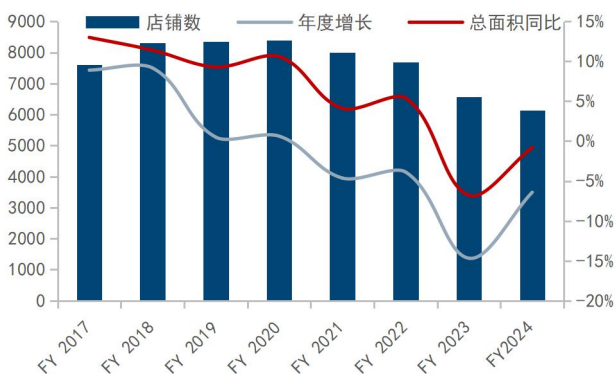
截至2月底, 公司共运营6144家门店, 同比减少6.4%, 环比2023年8月底减少1.0%, 下半财年净减少65家店, 下降幅度边际放缓; 总销售面积同比-0.8%, 环比2023年8月底增长0.9%, 下半财年恢复正向增长。单店销售面积同比+6.0%, 不同面积类型的门店变化较为均衡, 主力和非主力品牌单店面积均有所增长, 店效坪效同比均有所修复。

表1: 公司零售店铺数及变化

	FY19 2H	FY20 1H	FY20 2H	FY21 1H	FY21 2H	FY22 1H	FY22 2H	FY23 1H	FY23 2H	FY24 1H	FY24 2H
期初	8588	8343	8365	8395	8156	8006	7785	7695	6928	6565	6209
净增加	-245	22	30	-239	-150	-221	-90	-767	-363	-356	-65
期末	8343	8365	8395	8156	8006	7785	7695	6928	6565	6209	6144

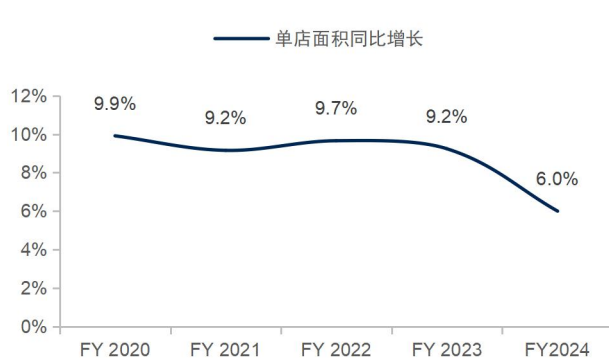
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图11: 公司店铺数与总面积同比增长



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 公司单店销售面积同比增长

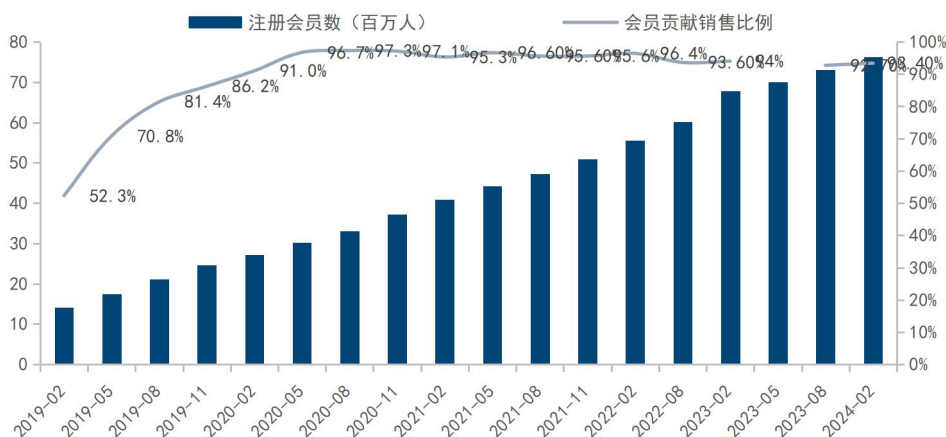


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

会员数量持续提升。截至2024年2月底, 公司累计用户数达7630万人, 环比H1

增长 4.4%，同比增长 12.4%。会员贡献销售额比例达 93.4%，其中复购会员消费金额贡献占比约 70%；高价值会员贡献显著，占总消费会员数量比例仅中单位数，但对总消费会员的销售贡献近 40%，客单价显著高于会员整体，其消费潜力与粘性较普通会员更为凸显。

图 13: 公司注册会员数以及会员贡献销售比例



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

创新业态及服务取得新进展。公司计划通过新领域、新模式、全链路、全场景成为多元运动业态下，更多合作方在中国市场的全域一站式运营合作伙伴。在创新业态及服务方面公司获得新进展：1) 与全球领先的授权体育用品数字化平台 Fanatics 开启合作，启动扩展 Fanatics 旗下特许体育 IP 在大中华区的商业化运营；与加拿大高端越野跑品牌 norda 达成战略合作，成为 norda 在中国市场的独家运营合作伙伴。

图 14: 公司创新业态及服务



资料来源：公司公告，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能力和长期现金回报

2024 财年公司收入增长与消费需求缓慢复苏趋势及运动行业增长趋势一致，基于零售驱动、新品驱动、多品牌复苏、全域渠道同步增长，利润率稳步提升。同时基于公司稳定的现金创收能力，为高派息奠定基础，全年派息率达 101%，按 5 月 22 日收盘价计算，股息率达 6.8%。

品牌端，公司主力品牌阿迪达斯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能力和长期现金回报。

我们基于 2024 年开年以来，消费需求缓慢复苏的大环境情况，下调 2025~2026 财年业绩预测，预计 2025~2027 财年净利润分别为 23.0/25.1/27.0 亿元（2025~2026 前值为 25.6/29.2 亿元），同比+4.1%/8.9%/7.5%。维持“买入”评级，基于盈利预测下调，下调合理估值区间至 6.8~7.2 港元（前值为 7.5~7.9 港元），对应 2025 财年 17~18xPE。

表2：盈利预测和财务指标

盈利预测及市场重要数据	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,073	28,933	29,523	31,454	33,422
(+/-%)	-15.1%	6.9%	2.0%	6.5%	6.3%
净利润(百万元)	1837	2213	2304	2510	2699
(+/-%)	-24.9%	20.5%	4.1%	8.9%	7.5%
每股收益(元)	0.30	0.36	0.37	0.40	0.44
EBIT Margin	1.4%	4.7%	9.2%	9.4%	9.6%
净资产收益率(ROE)	18.7%	22.5%	22.1%	22.6%	22.9%
市盈率(PE)	17.2	14.3	13.7	12.6	11.7
EV/EBITDA	106.3	28.7	11.5	10.8	10.2
市净率(PB)	3.22	3.21	3.03	2.85	2.68

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表3：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
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
滔搏	买入	5.3	0.30	0.36	0.37	0.40	17.9	14.8	14.2	13.1	12.0%	1.234
可比公司												
宝胜国际	买入	0.6	0.09	0.11	0.14	0.17	6.6	5.7	4.5	3.7	20.3%	0.279

资料来源：wind，国信证券经济研究所

注：滔搏 FY2024 为实际值，财年截至 2024/2/28

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2357	1956	4087	4573	5129	营业收入	27073	28933	29523	31454	33422
应收款项	2191	2193	2237	2383	2532	营业成本	15789	16852	17228	18338	19470
存货净额	6247	6284	6376	6781	7193	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	1286	126	510	544	578	销售费用	9655	9438	8441	8948	9489
流动资产合计	12101	10559	13210	14281	15432	管理费用	1243	1293	1132	1200	1269
固定资产	733	639	1160	1663	2139	财务费用	139	104	28	30	32
无形资产及其他	3498	2881	2161	1440	720	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	488	465	465	465	465	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	2075	1514	179	191	203
资产总计	16821	14544	16997	17849	18756	营业利润	2322	2759	2873	3129	3365
短期借款及交易性金融负债	1545	720	2000	2000	2000	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	1464	649	1075	1143	1213	利润总额	2322	2759	2873	3129	3365
其他流动负债	2260	1978	2126	2258	2394	所得税费用	486	548	571	621	668
流动负债合计	5268	3346	5200	5401	5607	少数股东损益	0	(2)	(2)	(2)	(2)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1837	2213	2304	2510	2699
其他长期负债	1719	1347	1347	1347	1347						
长期负债合计	1719	1347	1347	1347	1347	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	6987	4694	6547	6748	6954	净利润	1837	2213	2304	2510	2699
少数股东权益	0	2	1	1	(0)	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	9834	9849	10448	11101	11802	折旧摊销	0	0	799	818	844
负债和股东权益总计	16821	14544	16997	17849	18756	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	139	104	28	30	32
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(1127)	24	54	(384)	(389)
每股收益	0.30	0.36	0.37	0.40	0.44	其它	0	(2)	(0)	(1)	(1)
每股红利	0.22	0.00	0.27	0.30	0.32	经营活动现金流	709	2235	3156	2943	3154
每股净资产	1.59	1.59	1.68	1.79	1.90	资本开支	276	94	(600)	(600)	(600)
ROIC	3%	10%	21%	24%	25%	其它投资现金流	483	(329)	0	0	0
ROE	19%	22%	22%	23%	23%	投资活动现金流	759	(234)	(600)	(600)	(600)
毛利率	42%	42%	42%	42%	42%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	1%	5%	9%	9%	10%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	1%	5%	12%	12%	12%	支付股利、利息	(2218)	(2411)	(1705)	(1857)	(1997)
收入增长	-15%	7%	2%	7%	6%	其它融资现金流	3573	2420	1280	0	0
净利润增长率	-25%	20%	4%	9%	8%	融资活动现金流	(863)	(2402)	(425)	(1857)	(1997)
资产负债率	42%	32%	39%	38%	37%	现金净变动	605	(401)	2131	486	557
息率	6.5%	7.1%	5.0%	5.5%	5.9%	货币资金的期初余额	1753	2357	1956	4087	4573
P/E	17.2	14.3	13.7	12.6	11.7	货币资金的期末余额	2357	1956	4087	4573	5129
P/B	3.2	3.2	3.0	2.9	2.7	企业自由现金流	(546)	1200	2434	2212	2415
EV/EBITDA	106.3	28.7	11.5	10.8	10.2	权益自由现金流	2918	3536	3691	2188	2390

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