



滔搏 (6110.HK): 全域零售保障短期收入韧性, 多品牌驱动长期收入增长

在较弱的消费环境下, 主要国际运动服饰品牌 FY25 的零售收入 (sell-through) 可能面临较大的压力。然而, 我们相信 (1) 滔搏持续优化的品牌矩阵以及不断提升的全域获客能力将帮助滔搏主要品牌的收入增速高于品牌伙伴在中国区整体的收入表现; (2) 滔搏出色的门店与库存管理能力将帮助公司 FY25 的利润率水平保持稳定; (3) 不断提升的运营效率将促使公司经营现金流持续远高于净利润, 从而保证维持较高的派息率。基于 17x CY24 PE 的估值, 我们维持滔搏目标价 7.0 港元, 维持“买入”评级不变。

- 全域零售助力稳健而有韧性的收入表现:** 尽管线下客流承压, 但滔搏不断拓展消费场景, 夯实全域零售的能力。小程序店铺数与店铺直播账号的增加为门店带来额外的流量与销售, 而门店加大在抖音平台上的输出也对原有客群形成差异化的补充。直营线上渠道 (包括公域与私域) 占整体直营销销售额的占比在疫情后不断提升, 并在 FY24 达到 20%-30% 的中段 (FY23 为 20%-30% 的低段)。公司还通过多种措施从线上向线下门店引流, 实现线下销售的转化。我们认为公司强大的全域零售能力将助力公司各主要品牌的流水增长优于各品牌在中国整体的零售流水表现。
- 多品牌多业态布局持续带来新的增长动力:** 公司近两年不断引入新的品牌 (主要为户外运动领域, 包括 Hoka 以及最新收购的加拿大越野跑品牌 Norda), 同时拓宽业务模式 (比如品牌策划、IP 内容营销等)。新品牌的加入不但缓和了主品牌收入增速放缓的影响, 也为公司长期可持续的成长注入了动力。滔搏 FY24 其他品牌收入同比增长 11%, 高于主品牌 6% 的增速。我们预测这一趋势很可能在 FY25 持续。
- 稳健的利润和健康的库存是公司 FY25 的主要目标:** 管理层对 FY25 的收入给出较为宽泛的目标——“实现正增长”。进入 FY25 以来, 尽管需求整体较弱 (3-4 月收入同比有所下降, 5 月转正), 但滔搏线上与线下的折扣率都同比保持稳定。另外, 基于谨慎的采购策略, 公司库存比依然维持稳定 (4x-5x)。这也说明相较收入的增长, 公司 FY25 将更关注利润率和利润额的稳定以及库存的健康。我们预测滔搏 FY25 收入同比增长中单位数, 而毛利率与经营利润率基本同比维持稳定。
- 预计 100% 以上派息率将在 FY25 继续:** 基于公司宣布的 101% 分红派息率, 公司 FY24 股息率达到 7.1%。管理层承诺只要没有重大的资金使用需求, 公司将维持“赚多少, 派多少”的派息原则。考虑到公司过去五年的派息历史 (过往 5 年累计 100% 以上) 以及公司持续远高于净利润的经营现金流 (FY24 经营性现金流为 1.4x 的归母净利润), 我们认为滔搏 FY25 将继续维持 100% 以上的派息比例。
- 投资风险:** 行业需求放缓、品牌竞争大于预期。

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 5 月 23 日

评级

买入

目标价 (港元)	7.0
潜在升幅/降幅	+26.6%
目前股价 (港元)	5.49
52 周内股价区间 (港元)	4.7-7.5
总市值 (百万港元)	34,665
近 3 月日均成交额 (百万港元)	30.7

注: 截至 2024 年 5 月 23 日收盘价

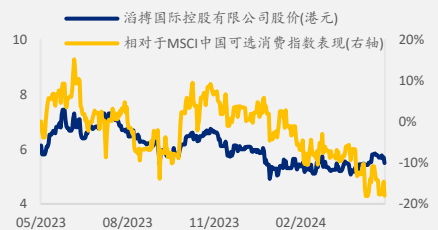
市场预期区间



▲ 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



图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	27,073	28,933	30,300	32,339	34,233
同比变动 (%)	-15%	7%	5%	7%	6%
归母净利润	1,837	2,213	2,377	2,677	2,933
同比变动 (%)	-25%	20%	7%	13%	10%
PE (X)	17.1	14.2	13.2	11.7	10.7
ROE (%)	18%	22%	24%	27%	30%

E=浦银国际预测

资料来源: 公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 滔搏

利润表					
(百万人民币)	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	27,073	28,933	30,300	32,339	34,233
同比	-15.1%	6.9%	4.7%	6.7%	5.9%
销售成本	-15,789	-16,852	-17,631	-18,780	-19,841
毛利	11,284	12,081	12,669	13,559	14,393
毛利率	41.7%	41.8%	41.8%	41.9%	42.0%
销售、一般及行政开支	-9,153	-9,471	-9,911	-10,484	-10,999
其他经营收入及收益 (损失)	300	177	200	210	210
经营溢利	2,431	2,787	2,958	3,284	3,604
经营利润率	9.0%	9.6%	9.8%	10.2%	10.5%
融资成本	-213	-147	-118	-100	-96
财务收入	104	120	139	170	166
税前溢利	2,322	2,759	2,979	3,354	3,675
所得税开支	-486	-548	-602	-678	-742
所得税率	20.9%	19.9%	20.2%	20.2%	20.2%
少数股东权益	0	-2	0	0	0
归母净利润	1,837	2,213	2,377	2,677	2,933
归母净利率	6.8%	7.6%	7.8%	8.3%	8.6%
同比	-24.9%	20.5%	7.4%	12.6%	9.6%

现金流量表					
(百万人民币)	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
除所得税前溢利	2,322	2,759	2,979	3,354	3,675
固定资产折旧	609	484	490	511	490
使用权资产折旧	1,582	1,167	1,055	911	847
无形资产摊销	25	21	35	35	35
其他	220	-130	179	30	-71
营运资金变动前经营现金流	4,758	4,301	4,739	4,842	4,976
预付款项及其他资产增加	61	69	-11	0	0
存货增加	423	-37	729	-105	-48
应收贸易款项减少	51	-275	1	-89	-83
其他应收款、按金及预付款减少	337	272	-236	0	0
应付贸易款项增加	27	-604	386	50	47
其他应付款、应计费用及其他负债增加	-415	3	142	0	0
支付所得税	-891	-600	-602	-678	-742
经营活动所得 (所用) 现金净额	4,351	3,129	5,148	4,021	4,149
购买物业、厂房及设备和无形资产支付款项	-357	-397	-650	-650	-650
出售物业、厂房及设备所得款项	5	2	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	66	225	139	170	166
其他	-20	-28	0	0	0
投资活动所用现金净额	-306	-198	-503	-472	-476
偿还银行借款	-1,571	-2,535	0	0	0
银行借款所得款项	2,595	1,710	0	0	0
支付租赁负债 (含利息)	-1,481	-1,422	-1,153	-882	-824
已付银行借款之利息	-31	-13	-16	-14	-14
已付股息	-2,667	-2,233	-2,377	-2,677	-2,933
其他	-286	1,160	46	0	0
融资活动 (所用) 所得现金净额	-3,440	-3,332	-3,501	-3,574	-3,771
现金及现金等价物变动	605	-401	1,143	-25	-98
于年初的现金及现金等价物	1,753	2,357	1,956	3,099	3,074
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	2,357	1,956	3,099	3,074	2,977

资产负债表					
(百万人民币)	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
存货	6,247	6,284	5,555	5,660	5,708
应收账款	1,055	1,330	1,328	1,418	1,501
按金、预付款项及其他应收款项	1,136	864	1,100	1,100	1,100
抵押定期存款	1,286	126	126	126	126
银行结余及现金	2,357	1,956	3,099	3,074	2,977
流动资产	12,101	10,559	11,209	11,378	11,411
物业、厂房及设备	733	639	539	569	722
使用权资产	2,425	1,821	1,371	1,160	1,013
无形资产	1,073	1,059	1,004	969	934
长期按金、预付款项及其他应收款项	249	215	230	230	230
递延所得税资产	239	205	200	200	200
非流动资产	4,719	3,985	3,443	3,128	3,098
应付贸易账款	991	387	773	823	870
其他应付款项、应计费用及其他应付款项	1,192	1,088	1,250	1,250	1,250
应付股息	0	0	0	0	0
短期借款	1,545	720	720	720	720
租赁负债	1,181	890	900	900	900
即期所得税负债	360	262	250	250	250
流动负债	5,268	3,347	3,893	3,943	3,990
递延所得税负债	237	249	240	240	240
租赁负债	1,481	1,098	571	474	431
非流动负债	1,719	1,347	811	714	671
股本及其他储备	1,742	1,805	1,805	1,805	1,805
保留溢利	8,092	8,044	8,044	8,044	8,044
权益	9,834	9,850	9,849	9,849	9,849

财务和估值比率					
(人民币)	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.30	0.36	0.38	0.43	0.47
每股销售额	4.37	4.67	4.89	5.21	5.52
每股股息	0.33	0.36	0.38	0.43	0.47
同比变动					
收入	-15%	7%	5%	7%	6%
经营溢利	-29%	15%	6%	11%	10%
归母净利润	-25%	20%	7%	13%	10%
摊薄每股收益	-25%	20%	7%	13%	10%
费用与利润率					
毛利率	42%	42%	42%	42%	42%
经营利润率	9%	10%	10%	10%	11%
归母净利率	7%	8%	8%	8%	9%
回报率					
平均股本回报率	18%	22%	24%	27%	30%
平均资产回报率	11%	14%	16%	18%	20%
资产效率					
库存周转天数	149	136	115	110	105
应收账款周转天数	15	15	16	16	16
应付账款周转天数	22	15	16	16	16
财务杠杆					
流动比率 (x)	2.3	3.2	2.9	2.9	2.9
速动比率 (x)	1.1	1.3	1.5	1.5	1.4
现金比率 (x)	0.4	0.6	0.8	0.8	0.7
负债 / 权益 (%)	16%	7%	7%	7%	7%
估值					
市盈率 (x)	17.1	14.2	13.2	11.7	10.7
市销率 (x)	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
股息率	6.5%	7.1%	7.6%	8.5%	9.4%

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、下半年和全年经营情况

百万人民币	1HFY23	1HFY24	YoY	2HFY23	2HFY24	YoY	FY23	FY24	YoY
营业收入	13,218	14,177	7%	13,855	14,757	7%	27,073	28,933	7%
其中：主要品牌	11,544	12,347	7%	11,780	12,487	6%	23,324	24,834	6%
其他品牌	1,558	1,721	11%	1,963	2,169	11%	3,520	3,890	11%
营业成本	-7,187	-7,836	9%	-8,602	-9,017	5%	-15,789	-16,852	7%
毛利润	6,031	6,341	5%	5,254	5,740	9%	11,284	12,081	7%
毛利率	45.6%	44.7%		37.9%	38.9%		41.7%	41.8%	
销售与管理费用	-4,665	-4,663	0%	-4,488	-4,809	7%	-9,153	-9,471	3%
销售与管理费用率	35.3%	32.9%		32.4%	32.6%		33.8%	32.7%	
核心经营利润	1,366	1,678	23%	765	931	22%	2,131	2,609	22%
核心经营利润率	10.3%	11.8%		5.5%	6.3%		7.9%	9.0%	
其他收入	213	46	-78%	85	130	52%	299	176	-41%
拨应收贸易账款减值	2	2	0%	0	0	n.a.	2	1	-20%
经营利润	1,581	1,726	9%	850	1,061	25%	2,431	2,787	15%
经营利润率	12.0%	12.2%		6.1%	7.2%		9.0%	9.6%	
财务支出	-63	-18	-71%	-46	-9	-80%	-109	-27	-75%
税前盈利	1,518	1,708	13%	805	1,052	31%	2,322	2,759	19%
所得税	-372	-371	0%	-113	-177	56%	-486	-548	13%
税率	24.5%	21.7%		14.1%	16.8%		20.9%	19.9%	
净利润	1,145	1,337	17%	691	875	27%	1,837	2,211	20%
净利润率	8.7%	9.4%		5.0%	5.9%		6.8%	7.6%	
少数股东权益	0	-1	n.a.	0	-1	n.a.	0	-2	n.a.
归母净利润	1,145	1,337	17%	691	876	27%	1,837	2,213	20%
归母净利率	8.7%	9.4%		5.0%	5.9%		6.8%	7.6%	

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

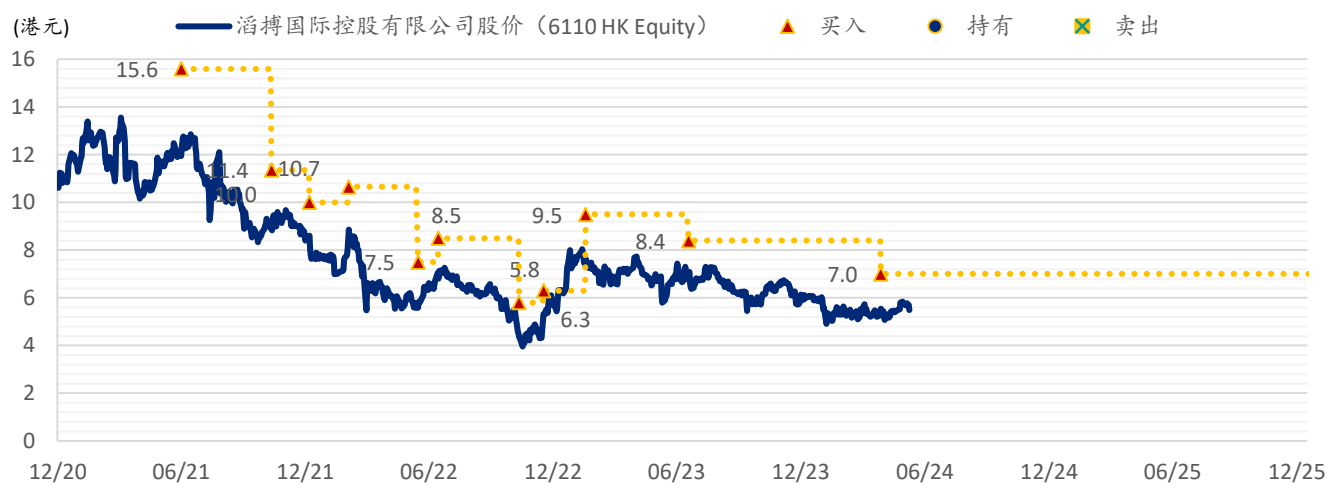
图表 3: SPDBI 财务预测变动: 滔搏 (6110.HK)

(百万美元)	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入			
旧预测	31,603	33,766	n.a.
新预测	30,300	32,339	34,233
变动	-4.1%	-4.2%	n.a.
归母净利润			
旧预测	2,480	2,826	n.a.
新预测	2,377	2,677	2,933
变动	-4.1%	-5.3%	n.a.

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 滔搏 (6110.HK)



注: 截至 2024 年 5 月 23 日收盘价:

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 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	22.7	持有	23.0	2024年4月30日	运动服饰品牌
2020.HK Equity	安踏体育	87.3	买入	101.0	2024年3月27日	运动服饰品牌
3813.HK Equity	宝胜国际	0.7	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5月23日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	2.6	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	37.1	买入	49.9	2024年4月30日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	283.8	买入	389.3	2024年4月30日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	18.9	持有	22.5	2024年5月16日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	15.6	买入	20.8	2024年5月21日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	20.3	买入	26.7	2024年5月21日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	5.2	买入	6.8	2024年3月25日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	19.8	买入	26.3	2024年5月7日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	34.0	买入	47.0	2024年3月19日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	70.7	买入	87.3	2024年5月6日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	10.6	买入	14.0	2024年5月8日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	60.2	持有	65.1	2024年5月6日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	84.7	持有	86.2	2024年5月6日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.8	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	29.3	买入	31.3	2024年1月16日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	16.0	买入	21.1	2024年3月27日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.9	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.3	买入	4.65	2024年4月19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	14.8	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.3	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	11.1	买入	7.8	2023年9月13日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	109.9	买入	129.1	2024年4月21日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	51.2	买入	52.0	2024年3月27日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	61.1	持有	58.5	2024年4月30日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	56.3	持有	60.6	2024年4月29日	化妆品

注: 截至 2024 年 5 月 23 日收盘价。

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

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

