

2024年5月27日

滔搏 (6110.HK)

公司动态分析

证券研究报告

运动零售

## 零售渠道及多品牌复苏，全年高质量业绩增长

事件：滔搏公布 FY2024 业绩表现，收入同比增长 6.9%，毛利率稳定提升 0.1pp，归母净利润同比增长 20.5%，全年派息率达 101%，基本符合预期。综合考虑，我们给予 FY2025 20 倍 PE，目标价 8 港元，维持“买入”评级。

### 报告摘要

**零售及多品牌复苏驱动销售增长，盈利能力同比修复** 在消费环境逐渐回暖的背景下，公司在 FY2024 实现收入 289.3 亿元，同比增长 6.9%，其中主力品牌（耐克和阿迪达斯）收入同比增长 6.5% 至 248.3 亿元，非主力品牌（彪马、匡威、威富集团品牌、亚瑟士、鬼冢虎、斯凯奇、NBA、李宁、HOKA ONE ONE 及凯乐石）同比增长 10.5% 至 38.9 亿元，非主力品牌增长好于主力品牌，主要得益于公司新增了合作品牌，拓宽了运动细分领域。按渠道划分，零售业务同比增长 8.9% 至 247 亿元，批发业务同比下降 3.3% 至 40.2 亿元，零售渠道复苏势头较好。毛利率同比提升 0.1pp 至 41.8%，主要得益于折扣率同比改善及零售收入占比提升。在高效经营驱动下，归母净利润同比提升 20.5% 至 22.1 亿元，净利润率同比提升 0.8pp 至 7.6%。此外，公司也注重股东回报，全年派息率达 101%，过去五个财年的派息率 100% 以上。

**线下渠道不断升级，线上布局持续开拓** 随着疫情的影响逐渐消散，线下客流回归，公司也持续对线下门店结构进行升级。财年内公司经营门店数量为 6565 家，净减少 421 家，净关店数量显著减少。门店数量和面积变化与消费复苏趋势匹配，单店销售面积同比增加 6%，不同面积类型门店变化均衡，主力和非主力品牌店效和坪效均实现同比修复。公司持续加速布局专业运动领域（包括北面、亚瑟士、HOKA 和凯乐石），相关门店数量同比增长中单位数。公司通过实体门店+社群+门店直播+特色 IP 的全域布局，实现全场景拓展。截止财年末，小程序店铺数目超 2000 家，店铺直播账号超 100 个。公司结合线上渠道多样化趋势，形成平台电商、内容电商、私域运营的组合，直营线上业务份额达 20-30% 中段，深耕门店直播业务，公司持续用线上社群促进用户活跃度，用 8 万+企业微信群沟通服务，视频号获客，小程序转化，构建用户运营生态闭环。

**投资建议：**在消费持续复苏的背景下，相信公司作为下游零售商也能恢复稳健增长。综合考虑，我们预测未来三个财年的 EPS 为 0.38/0.43/0.48 元。考虑到公司在品牌合作方面的持续拓展，我们给予 FY2025 20 倍 PE，目标价 8 港元，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行，消费疲软；门店优化不及预期；库存风险。

人民币百万元	FY2023/02	FY2024/02	FY2025/02E	FY2026/02E	FY2027/02E
营业收入	27,073	28,933	30,907	34,294	37,898
增长率 (%)	-15.1%	6.9%	6.8%	11.0%	10.5%
归母净利润	1,837	2,213	2,377	2,691	2,991
增长率 (%)	-24.9%	20.5%	7.4%	13.2%	11.1%
毛利率 (%)	41.7%	41.8%	41.9%	42.0%	42.1%
归母净利率 (%)	6.8%	7.6%	7.7%	7.8%	7.9%
每股收益 (元)	0.30	0.36	0.38	0.43	0.48
每股净资产 (元)	1.59	1.59	1.59	1.59	1.59
市盈率	15.95	13.24	12.33	10.89	9.79
市净率	2.98	2.97	2.97	2.97	2.97
股息收益率 (%)	6.99	6.20	8.11	9.19	10.21

数据来源：公司资料，安信国际预测

投资评级： 买入

目标价格： 8 港元

现价 (2024-5-24)： 5.08 港元

总市值(百万港元)	31,502.21
流通市值(百万港元)	31,502.21
总股本(百万股)	6,201.22
流通股本(百万股)	6,201.22
12个月低/高(港元)	4.7/6.1
平均成交(百万港元)	32.17

### 股东结构

Hillhouse Capital	34.89%
Wisdom Man Ventures	20.23%
Credit Suisse	8.29%
先锋领航	1.82%
贝莱德	0.97%
其他股东	33.80%
总共	100.00%

### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-10.90	-16.66	-6.43
绝对收益	-3.24	-5.40	-7.16

数据来源：WIND、港交所、公司

杨怡然 消费行业分析师

+852-2213 1401

laurayang@eif.com.hk

## 附表：财务报表预测

利润表 (人民币百万元)					
	FY2023/02	FY2024/02	FY2025/02E	FY2026/02E	FY2027/02E
收入	27,073	28,933	30,907	34,294	37,898
销售成本	(15,789)	(16,852)	(17,972)	(19,880)	(21,955)
<b>毛利</b>	11,284	12,081	12,935	14,414	15,943
销售费用	(8,052)	(8,356)	(8,963)	(9,945)	(10,990)
管理费用	(1,101)	(1,115)	(1,174)	(1,303)	(1,440)
<b>经营溢利</b>	2,429	2,785	2,991	3,379	3,747
财务开支	(109)	(27)	(23)	(17)	(11)
其他收入	216	53	45	34	22
<b>税前盈利</b>	2,322	2,759	2,968	3,361	3,736
所得税	(486)	(548)	(594)	(672)	(747)
<b>税后净利润</b>	1,837	2,211	2,375	2,689	2,989
归母净利润	1,837	2,213	2,377	2,691	2,991
<b>EPS (元)</b>	0.30	0.36	0.38	0.43	0.48
<b>同比增长率</b>					
收入 (%)	-15.07%	6.87%	6.82%	10.96%	10.51%
归母净利润 (%)	-24.93%	20.49%	7.39%	13.24%	11.15%

资产负债表 (人民币百万元)					
	FY2023/02	FY2024/02	FY2025/02E	FY2026/02E	FY2027/02E
现金及现金等价物	2,357	1,956	3,145	1,754	2,535
应收账款	1,055	1,330	1,380	1,627	1,696
存货	6,247	6,284	6,518	7,643	7,996
其他流动资产	2,442	990	934	882	832
<b>流动资产总额</b>	12,101	10,559	11,977	11,905	13,059
固定资产	3,158	2,460	1,735	1,261	939
无形资产	1,073	1,059	1,038	1,017	967
其他非流动资产	488	465	456	447	438
<b>非流动资产总额</b>	4,719	3,985	3,229	2,725	2,343
<b>总资产</b>	16,821	14,544	15,206	14,630	15,403
应付账款	991	387	1,090	544	1,261
应付即期税项	360	262	249	236	224
其他流动负债	3,917	2,698	2,692	2,696	2,785
<b>流动负债总额</b>	5,268	3,347	4,031	3,476	4,270
递延税项负债	1,481	1,098	1,076	1,055	1,034
其他长期负债	237	249	249	249	249
<b>非流动负债总额</b>	1,719	1,347	1,325	1,304	1,283
<b>总负债</b>	6,987	4,694	5,356	4,780	5,552
<b>股东权益</b>	9,834	9,849	9,849	9,849	9,849

(转下页)

现金流量表 (人民币百万元)					
	FY2023/02	FY2024/02	FY2025/02E	FY2026/02E	FY2027/02E
除税前溢利	2,322	2,759	2,968	3,361	3,736
营运资金变化	555	(915)	418	(1,918)	294
折旧及摊销	2,191	1,651	1,321	1,189	1,093
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,351</b>	<b>3,129</b>	<b>4,409</b>	<b>2,263</b>	<b>4,559</b>
资本开支	(357)	(397)	(595)	(714)	(772)
其他投资活动	51	199	(21)	(21)	(22)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(306)</b>	<b>(198)</b>	<b>(617)</b>	<b>(736)</b>	<b>(793)</b>
负债变化	(743)	(1,087)	(72)	(65)	6
其他融资活动	(2,698)	(2,246)	(2,531)	(2,853)	(2,991)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(3,440)</b>	<b>(3,332)</b>	<b>(2,603)</b>	<b>(2,918)</b>	<b>(2,985)</b>
<b>现金变化</b>	<b>605</b>	<b>(401)</b>	<b>1,189</b>	<b>(1,391)</b>	<b>781</b>
期初持有现金	1,753	2,357	1,956	3,145	1,754
汇率变动	0	0	0	0	0
期末持有现金	2,357	1,956	3,145	1,754	2,535

财务数据					
	FY2023/02	FY2024/02	FY2025/02E	FY2026/02E	FY2027/02E
<b>盈利能力</b>					
毛利率	41.7%	41.8%	41.9%	42.0%	42.1%
归母净利润率	6.8%	7.6%	7.7%	7.8%	7.9%
ROE	18.0%	22.5%	24.1%	27.3%	30.4%
<b>营运表现</b>					
行销费用/收入(%)	33.8%	32.7%	32.8%	32.8%	32.8%
实际税率(%)	20.9%	19.9%	20.0%	20.0%	20.0%
股息支付率(%)	145.2%	100.9%	100.0%	100.0%	100.0%
库存周转天数	149.5	135.7	130.0	130.0	130.0
应付账款天数	14.6	15.0	16.0	16.0	16.0
应收账款天数	22.2	14.9	15.0	15.0	15.0
<b>杠杆比率</b>					
资本负债率	41.5%	32.3%	35.2%	32.7%	36.0%
总资产/股本	1.7	1.5	1.5	1.5	1.6
利息覆盖倍数	11.4	18.9	19.3	20.8	22.0

资料来源：公司资料，安信国际预测

## 客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

## 安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010