



## 滔搏 (6110.HK)：短期收入与利润率承压，但长期基本面依然稳健

• **短期需求面临挑战，下调 FY25 收入与利润预期：**继 1QFY25 (2024 年 3-5 月) 收入同比下滑中单位数之后，滔搏 6-7 月的收入依然面临较大挑战。我们预计 6-7 月收入同比下滑高单位数，下滑幅度高于 1QFY25。尽管 8 月初的零售流水表现出一定的回暖迹象，但可能是受到短期天气转好以及奥运热度的影响，后续是否可持续依然未知。鉴于现阶段整体较弱的终端需求，我们下调 FY25 的收入预测至全年同比下跌中单位数。考虑到收入下降可能带来较大的经营负杠杆，我们预测 FY25 归母净利润同比下降 17.4%。考虑到较弱的销售趋势以及市场情绪，我们下调目标价至 3.76 港元 (10 倍 CY25 P/E)。维持“买入”评级。

• **FY25 恐将面临较大的经营负杠杆：**受渠道结构的影响 (线上占比增加)，我们保守预计全年零售折扣同比可能有所加深，令毛利率同比小幅下滑。收入和毛利的下滑无疑将带来较大的经营负杠杆。尽管公司长期致力于降本增效，但考虑到滔搏本身已经较高的运营效率，我们认为滔搏短期通过精简的运营流程，在 FY25 通过降低运营费用来完全抵御经营负杠杆的影响具有较大的难度。我们预测公司 FY25 运营费用 (SG&A) 同比下降 2% 但整体经营费用率同比上升 1.2ppt，导致经营利润率同比收窄 1.4ppt，经营利润同比下滑 19%。

• **长期基本面与竞争优势并未改变：**公司在零售领域依然不断强化自身的竞争优势，包括 (1) 通过持续优化和壮大品牌矩阵来分散主品牌需求减弱带来的风险；(2) 不断拓展消费场景，夯实全域零售的能力，弥补线下客流疲弱的影响；(3) 不断强化门店运营能力来支撑零售端对品牌的赋能，提升其对各个品牌销售的占有率；(4) 聚焦库存及零售折扣的管理，从而确保公司长期毛利率水平保持稳定；(5) 不断提升运营效率，确保公司经营现金流持续高于净利润，从而维持较高的派息率。

• **股息率随着股价下调持续攀升，销售趋势一旦好转将推动估值反弹：**管理层依然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。我们假设滔搏 FY25 将继续维持 100% 以上的派息比例，则基于我们的盈利预测以及当前的股价 (FY25 的 9.2 倍 P/E)，滔搏 FY25 的股息率已经升至 11%。基于那么高的股息率，我们相信一旦销售趋势有所好转，滔搏的估值将有望出现较大幅度的反弹。

• **投资风险：**(1) 整体行业需求放缓；(2) 高端运动服饰市场竞争加剧；(3) 公司运营效率改革效果低于预期。

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	27,414	28,788	30,147
同比变动 (%)	-15%	7%	-5%	5%	5%
归母净利润	1,837	2,213	1,827	2,207	2,474
同比变动 (%)	-25%	20%	-17%	21%	12%
PE (X)	9.2	7.6	9.2	7.6	6.8
ROE (%)	18%	22%	19%	22%	25%

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

林闻嘉

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 8 月 15 日

### 评级

买入

目标价 (港元)	3.76
潜在升幅/降幅	+27.9%
目前股价 (港元)	2.94
52 周内股价区间 (港元)	2.9-6.9
总市值 (百万港元)	18,232
近 3 月日均成交额 (百万港元)	48.1

注：截至 2024 年 8 月 15 日收盘价

市场预期区间

HKD \$2.94	HKD
HKD \$3.30	\$7.90
▲ HKD \$3.76	

▲ 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



\*数据截至 2024 年 8 月 15 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

## 财务报表分析与预测 - 滔搏

### 利润表

(百万人民币)	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>营业收入</b>	<b>27,073</b>	<b>28,933</b>	<b>27,414</b>	<b>28,788</b>	<b>30,147</b>
同比	-15.1%	6.9%	-5.3%	5.0%	4.7%
销售成本	-15,789	-16,852	-16,063	-16,835	-17,595
<b>毛利</b>	<b>11,284</b>	<b>12,081</b>	<b>11,351</b>	<b>11,953</b>	<b>12,552</b>
毛利率	41.7%	41.8%	41.4%	41.5%	41.6%
销售、一般及行政开支	-9,153	-9,471	-9,297	-9,500	-9,770
其他经营收入及收益 (损失)	300	177	200	210	210
<b>经营盈利</b>	<b>2,431</b>	<b>2,787</b>	<b>2,254</b>	<b>2,663</b>	<b>2,992</b>
经营利润率	9.0%	9.6%	8.2%	9.2%	9.9%
融资成本	-213	-147	-118	-100	-96
财务收入	104	120	154	202	203
<b>税前盈利</b>	<b>2,322</b>	<b>2,759</b>	<b>2,289</b>	<b>2,765</b>	<b>3,100</b>
所得税开支	-486	-548	-462	-559	-626
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
<b>归母净利润</b>	<b>1,837</b>	<b>2,213</b>	<b>1,827</b>	<b>2,207</b>	<b>2,474</b>
归母净利率	6.8%	7.6%	6.7%	7.7%	8.2%
同比	-24.9%	20.5%	-17.4%	20.8%	12.1%

### 资产负债表

(百万人民币)	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
存货	6,247	6,284	5,061	5,073	5,062
应收账款	1,055	1,330	1,202	1,262	1,322
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	3,643	3,715	3,679
<b>流动资产</b>	<b>12,101</b>	<b>10,559</b>	<b>11,132</b>	<b>11,276</b>	<b>11,288</b>
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	1,020	993	966
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
<b>非流动资产</b>	<b>4,719</b>	<b>3,985</b>	<b>3,360</b>	<b>3,152</b>	<b>3,130</b>
应付贸易账款	991	387	704	738	771
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
<b>流动负债</b>	<b>5,268</b>	<b>3,347</b>	<b>3,824</b>	<b>3,858</b>	<b>3,891</b>
递延所得税负债	237	249	240	240	240
租赁负债	1,481	1,098	571	474	431
<b>非流动负债</b>	<b>1,719</b>	<b>1,347</b>	<b>811</b>	<b>714</b>	<b>671</b>
股本及其他储备	1,742	1,805	1,805	1,805	1,805
保留盈利	8,092	8,044	8,044	8,044	8,044
<b>权益</b>	<b>9,834</b>	<b>9,850</b>	<b>9,849</b>	<b>9,849</b>	<b>9,849</b>

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

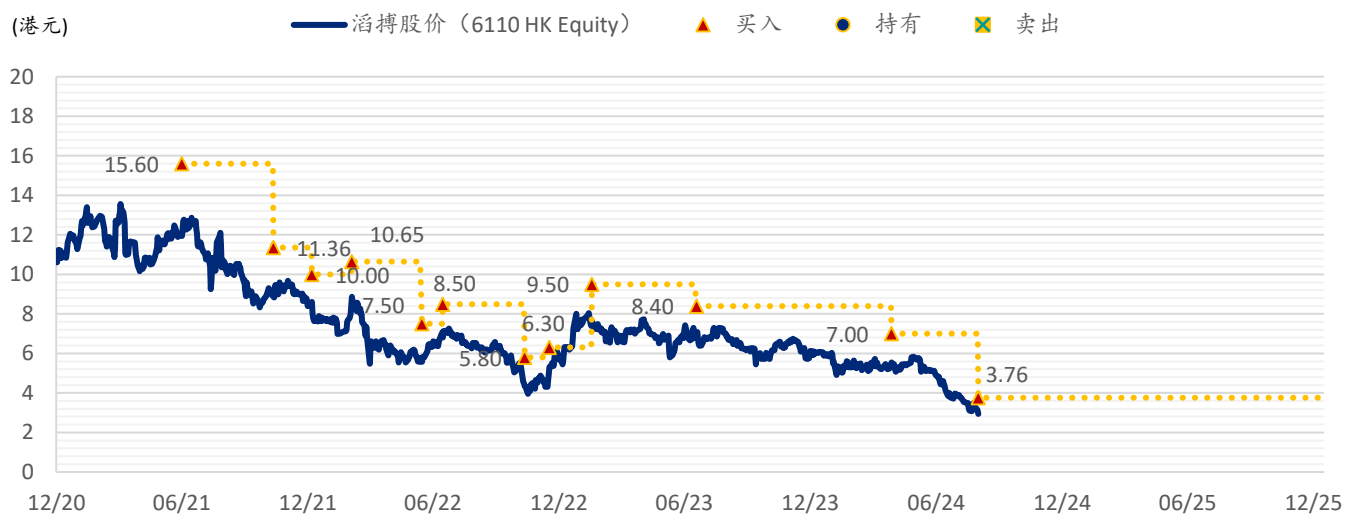
### 现金流量表

(百万人民币)	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
除所得税前盈利	2,322	2,759	2,289	2,765	3,100
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	27	27	27
其他	220	-130	164	-3	-108
营运资金变动前经营现金流	4,758	4,301	4,026	4,212	4,356
预付款项及其他资产增加	61	69	-11	0	0
存货增加	423	-37	1,223	-12	12
应收贸易款项减少	51	-275	128	-60	-60
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	317	34	33
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	-462	-559	-626
<b>经营活动所得(所用)现金净额</b>	<b>4,351</b>	<b>3,129</b>	<b>5,126</b>	<b>3,615</b>	<b>3,715</b>
购买物业、厂房及设备和其他资产支付款项	-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	154	202	203
其他	-20	-28	0	0	0
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>-306</b>	<b>-198</b>	<b>-488</b>	<b>-440</b>	<b>-439</b>
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	-1,827	-2,207	-2,474
其他	-286	1,160	46	0	0
<b>融资活动(所用)所得现金净额</b>	<b>-3,440</b>	<b>-3,332</b>	<b>-2,951</b>	<b>-3,104</b>	<b>-3,312</b>
现金及现金等价物变动	605	-401	1,687	72	-35
于年初的现金及现金等价物	1,753	2,357	1,956	3,643	3,715
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	3,643	3,715	3,679

### 财务和估值比率

(人民币)	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>每股数据(人民币)</b>					
摊薄每股收益	0.30	0.36	0.29	0.36	0.40
每股销售额	4.37	4.67	4.42	4.64	4.86
每股股息	0.33	0.36	0.29	0.36	0.40
<b>同比变动</b>					
收入	-15%	7%	-5%	5%	5%
经营盈利	-29%	15%	-19%	18%	12%
归母净利润	-25%	20%	-17%	21%	12%
摊薄每股收益	-25%	20%	-17%	21%	12%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	42%	42%	41%	42%	42%
经营利润率	9%	10%	8%	9%	10%
归母净利率	7%	8%	7%	8%	8%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	18%	22%	19%	22%	25%
平均资产回报率	11%	14%	13%	15%	17%
<b>资产效率</b>					
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
<b>财务杠杆</b>					
流动比率(x)	2.3	3.2	2.9	2.9	2.9
速动比率(x)	1.1	1.3	1.6	1.6	1.6
现金比率(x)	0.4	0.6	1.0	1.0	0.9
负债/权益(%)	16%	7%	7%	7%	7%
<b>估值</b>					
市盈率(x)	9.2	7.6	9.2	7.6	6.8
市销率(x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
股息率	12.2%	13.3%	10.9%	13.1%	14.7%

图表 2: SPDBI 目标价: 滔搏 (6110.HK)



注: 截至 2024 年月 8 日 15 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 消费行业覆盖公司

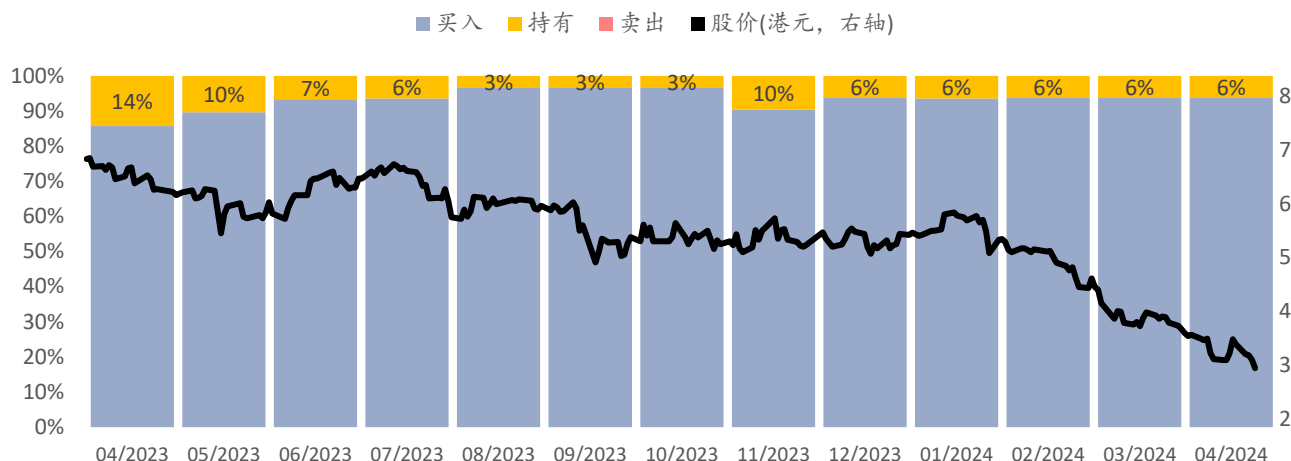
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331.HK Equity	李宁	13.2	持有	23.0	2024年4月30日	运动服饰品牌
2020.HK Equity	安踏体育	65.9	买入	101.0	2024年3月27日	运动服饰品牌
3813.HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.73	2024年8月13日	运动服饰零售
6110.HK Equity	滔搏	2.9	买入	3.76	2024年8月15日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.4	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	30.5	买入	38.8	2024年8月6日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	259.4	买入	302.5	2024年8月6日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	11.9	持有	14.0	2024年5月16日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	11.4	买入	20.8	2024年5月21日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	14.2	买入	26.7	2024年5月21日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.5	买入	6.8	2024年3月25日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	19.6	买入	26.3	2024年8月5日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	23.4	买入	43.2	2024年6月19日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	59.4	买入	87.3	2024年5月6日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	9.2	买入	11.2	2024年8月1日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	47.6	持有	65.1	2024年5月6日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	64.8	持有	86.2	2024年5月6日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.9	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	24.1	买入	31.3	2024年1月16日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	12.8	买入	21.1	2024年3月27日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.2	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	3.6	买入	4.65	2024年4月19日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	1.9	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	13.8	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.1	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.6	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	10.4	买入	13.9	2024年6月13日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	38.3	买入	51.3	2024年7月23日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	85.4	买入	129.1	2024年4月21日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	40.1	买入	52.0	2024年7月2日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	61.4	持有	58.5	2024年4月30日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	44.3	持有	60.6	2024年4月29日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	17.1	买入	22.8	2024年7月8日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	22.1	买入	31.2	2024年7月8日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	28.2	买入	40.5	2024年7月8日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	23.1	持有	26.8	2024年7月8日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	12.0	持有	14.0	2024年7月8日	酒店

注: 美股截至2024年8月14日收盘价, 港股及A股截至2024年8月15日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

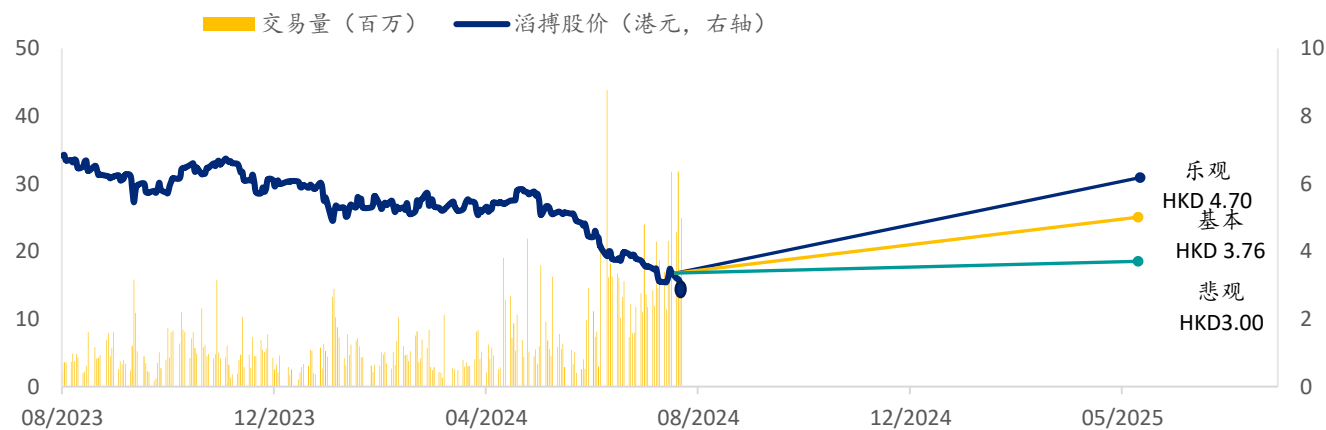
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4: 滔搏 (6110.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 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	悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期
目标价: 4.70 港元	目标价: 3.00 港元
概率: 20%	概率: 25%
<ul style="list-style-type: none"> <li>FY26 其他品牌收入取得超 15% 增长;</li> <li>FY26 直营零售店平均店效同比增长 10%;</li> <li>FY26 毛利率同比提升 20bps 以上;</li> <li>FY26 经营费用率管控得当带动经营利润率提升 150bps。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>FY26 其他品牌收入录得同比持平;</li> <li>FY26 直营零售店平均店效同比持平;</li> <li>FY26 毛利率同比持平;</li> <li>FY26 公司经营利润率同比提升 50bps。</li> </ul>

E=浦银国际预测

资料来源: 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国 - 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附属公司、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人士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人士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在过去 12 个月内并没有任何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。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com

852-2808 6469

### 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

