

滔搏 (6110.HK)：走出低谷尚需时日，但股价已充分反映短期业绩压力；维持“买入”

• **短期缺乏增长驱动力，为什么仍选择维持“买入”评级？**过去几个月里，我们反复提醒市场国际运动服饰品牌较弱的销售趋势，以及国际运动服饰零售商所面临的较大的负经营杠杆压力。在滔搏昨晚公布盈利预警（1H FY25 归母净利润同比下滑约 35%）后，滔搏今日上午股价大幅下跌 18%。我们认为尽管公司短期业绩承压，缺乏增长驱动力，主品牌收入重回增长尚需时日，但基于以下三点，我们维持对公司“买入”评级：

- (1) 我们认为当前股价表现已经充分反映了公司 1H FY25 利润的下滑以及管理层对 2H FY25 悲观的展望。今日午市收盘后，滔搏估值已降至 7.8x CY25 P/E，后续持续下降的空间有限。
- (2) 我们预计在未来 12 个月里，Nike 和 adidas 的品牌和产品势能有望恢复，将驱动公司收入重回增长。考虑到公司较强的运营韧性，我们不排除 2H FY25 的利润表现好于市场预期的可能。
- (3) 基于每年 100%派息率的假设，公司当前 FY25 的股息率已达到 11.2%，在消费领域处于领先。高股息结合长期业绩反转逻辑使滔搏在当前估值下成为不错的长期价值投资标的。

基于 8.5x CY25 P/E 的估值，我们得到新的目标价 2.5 港元，叠加股息率意味着 23.3%的预期回报。

• **管理层对 2H FY25 展望较为悲观，未来 6 个月股价难有表现：**滔搏预计公司 1H FY25 归母净利润同比下滑约 35%，主要原因包括：(1) 1H FY25 收入同比下降（主要是由于线下客流减少）带来较大的经营负杠杆，导致销售分销费用率以及行政管理费用率同比上升；(2) 1H FY25 终端零售折扣加深导致毛利率下降。终端零售折扣加深主要是由于公司为了降低库存水平加大终端零售折扣，以及线上销售占比提升（1H FY25 线上零售折扣率比线下更深）所致。管理层预计 2H FY25 终端需求可能面临比 1H FY25 更大的挑战，2H FY25 收入跌幅与零售折扣加深的幅度可能大于 1H FY25。尽管品牌方会持续地给予折扣支持，但预计支持力度很可能无法弥补零售折扣加深对毛利率带来的负面影响。管理层表示将在 10 月的业绩会上下调 FY25 全年业绩指引。

• **长期竞争优势并未改变：**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，确保公司经营性现金流持续高于净利润，从而维持较高的派息率。这些优势使我们对公司长期的前景依然保持乐观。

• **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。

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 9 月 11 日

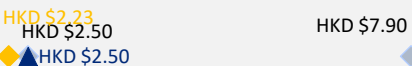
评级

买入

目标价 (港元)	2.50
潜在升幅/降幅	+12.1%
股息率	11.2%
预期总回报	23.3%
目前股价 (港元)	2.23
52 周内股价区间 (港元)	2.11-6.66
总市值 (百万港元)	13,829
近 3 月日均成交额 (百万港元)	54.2

注：截至 2024 年 9 月 11 日午市收盘价

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 9 月 11 日午市收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际



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	26,246	26,735	27,765
同比变动 (%)	-15%	7%	-9%	2%	4%
归母净利润	1,837	2,213	1,427	1,683	1,948
同比变动 (%)	-25%	20%	-36%	18%	16%
PE (X)	6.9	5.7	8.9	7.6	6.5
ROE (%)	18%	22%	14%	17%	20%

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	26,246	26,735	27,765
同比	-15.1%	6.9%	-9.3%	1.9%	3.9%
销售成本	-15,789	-16,852	-15,440	-15,728	-16,333
毛利	11,284	12,081	10,806	11,007	11,431
毛利率	41.7%	41.8%	41.2%	41.2%	41.2%
销售、一般及行政开支	-9,153	-9,471	-9,224	-9,161	-9,260
其他经营收入及收益（损失）	300	177	200	210	210
经营盈利	2,431	2,787	1,782	2,056	2,381
经营利润率	9.0%	9.6%	6.8%	7.7%	8.6%
融资成本	-213	-147	-129	-120	-116
财务收入	104	120	135	173	176
税前盈利	2,322	2,759	1,788	2,109	2,441
所得税开支	-486	-548	-361	-426	-493
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	1,427	1,683	1,948
归母净利润率	6.8%	7.6%	5.4%	6.3%	7.0%
同比	-24.9%	20.5%	-35.5%	17.9%	15.8%

资产负债表					
(百万人民币)					
	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
存货	6,247	6,284	5,668	5,602	5,594
应收账款	1,055	1,330	1,151	1,172	1,217
按金、预付款项及其他应收款项	1,136	864	860	860	860
抵押定期存款	1,286	126	126	126	126
银行结余及现金	2,357	1,956	3,243	3,405	3,360
流动资产	12,101	10,559	11,048	11,165	11,157
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	210	210	210
递延所得税资产	239	205	200	200	200
非流动资产	4,719	3,985	3,340	3,132	3,110
应付贸易账款	991	387	677	689	716
其他应付款项、应计费用及其他应付款项	1,192	1,088	1,100	1,100	1,100
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	3,647	3,660	3,686
递延所得税负债	237	249	240	240	240
租赁负债	1,481	1,098	919	815	759
非流动负债	1,719	1,347	1,159	1,055	999
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
权益	9,834	9,850	9,849	9,849	9,849

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	1,788	2,109	2,441
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	193	48	-60
营运资金变动前经营现金流	4,758	4,301	3,554	3,606	3,745
预付款项及其他资产增加	61	69	10	0	0
存货增加	423	-37	615	67	8
应收贸易款项减少	51	-275	179	-21	-45
其他应收款、按金及预付款减少	337	272	4	0	0
应付贸易款项增加	27	-604	290	13	27
其他应付款、应计费用及其他负债增加	-415	3	-8	0	0
支付所得税	-891	-600	-361	-426	-493
经营活动所得（所用）现金净额	4,351	3,129	4,282	3,238	3,241
购买物业、厂房及设备 and 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	135	173	176
其他	-20	-28	0	0	0
投资活动所用现金净额	-306	-198	-507	-469	-466
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	-1,098	-909	-858
已付银行借款之利息	-31	-13	-8	-14	-14
已付股息	-2,667	-2,233	-1,427	-1,683	-1,948
其他	-286	1,160	46	0	0
融资活动（所用）所得现金净额	-3,440	-3,332	-2,488	-2,606	-2,820
现金及现金等价物变动	605	-401	1,287	162	-45
于年初的现金及现金等价物	1,753	2,357	1,956	3,243	3,405
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	3,243	3,405	3,360

财务和估值比率					
	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.30	0.36	0.23	0.27	0.31
每股销售额	4.37	4.67	4.23	4.31	4.48
每股股息	0.33	0.36	0.23	0.27	0.31
同比变动					
收入	-15%	7%	-9%	2%	4%
经营盈利	-29%	15%	-36%	15%	16%
归母净利润	-25%	20%	-36%	18%	16%
摊薄每股收益	-25%	20%	-36%	18%	16%
费用与利润率					
毛利率	42%	42%	41%	41%	41%
经营利润率	9%	10%	7%	8%	9%
归母净利润率	7%	8%	5%	6%	7%
回报率					
平均股本回报率	18%	22%	14%	17%	20%
平均资产回报率	11%	14%	10%	12%	14%
资产效率					
库存周转天数	149	136	134	130	125
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	3.0	3.1	3.0
速动比率 (x)	1.1	1.3	1.5	1.5	1.5
现金比率 (x)	0.4	0.6	0.9	0.9	0.9
负债/权益 (%)	16%	7%	7%	7%	7%
估值					
市盈率 (x)	6.9	5.7	8.9	7.6	6.5
市销率 (x)	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
股息率	16.1%	17.5%	11.2%	13.2%	15.3%

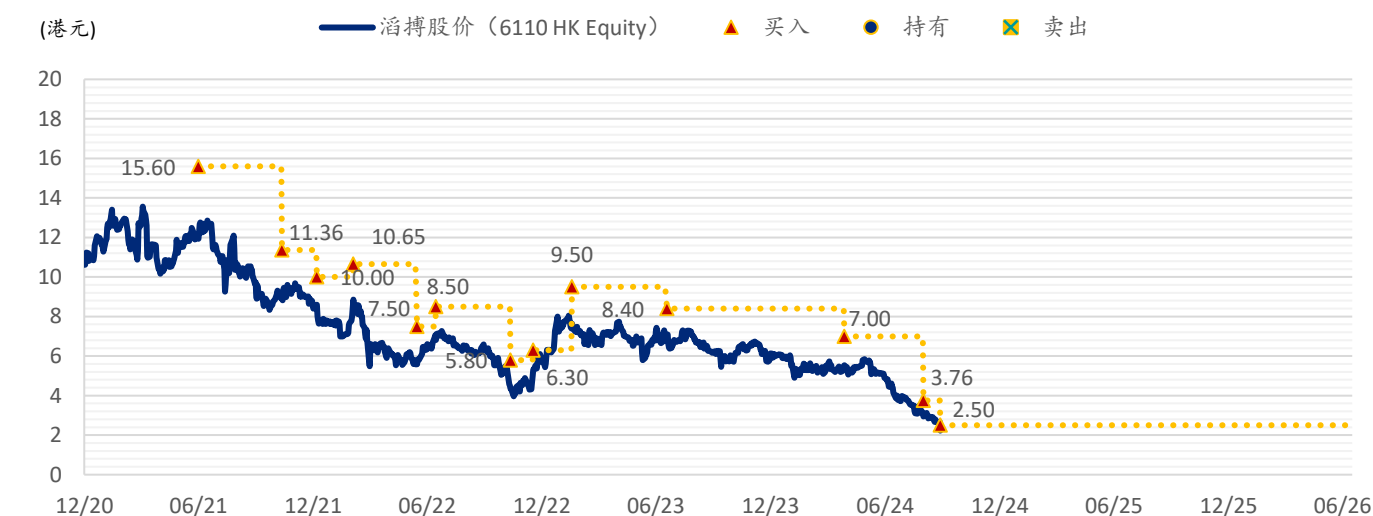
图表 2：SPDBI 财务预测变动：滔搏（6110.HK）

（百万人民币）	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入			
旧预测	27,414	28,788	30,147
新预测	26,246	26,735	27,765
变动	-4.3%	-7.1%	-7.9%
归母净利润			
旧预测	1,827	2,207	2,474
新预测	1,427	1,683	1,948
变动	-21.9%	-23.8%	-21.2%

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

图表 3：SPDBI 目标价：滔搏（6110.HK）



注：截至 2024 年月 9 日 11 日午市收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：SPDBI 消费行业覆盖公司

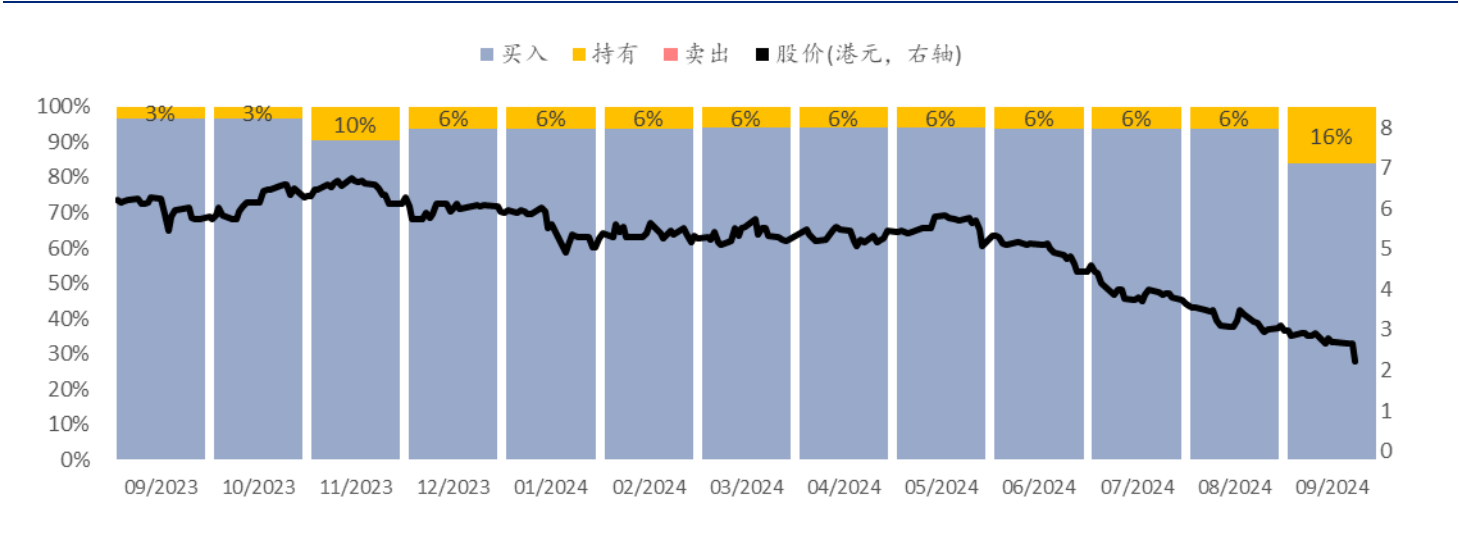
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	12.7	持有	14.5	2024 年 8 月 16 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	70.7	买入	89.6	2024 年 8 月 28 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.5	买入	0.73	2024 年 8 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	2.2	买入	2.50	2024 年 9 月 11 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.2	买入	10.0	2023 年 4 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	266.6	买入	302.5	2024 年 8 月 6 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	12.7	持有	13.2	2024 年 8 月 28 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	11.4	买入	16.6	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	15.6	买入	21.3	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.3	持有	2.81	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	21.2	买入	26.3	2024 年 8 月 5 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	22.7	买入	29.7	2024 年 8 月 20 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	53.3	买入	87.3	2024 年 5 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	7.9	买入	11.2	2024 年 8 月 1 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	42.1	持有	65.1	2024 年 5 月 6 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	56.4	持有	86.2	2024 年 5 月 6 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.3	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	22.0	持有	24.5	2024 年 8 月 30 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	12.3	买入	16.2	2024 年 8 月 29 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	7.5	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.3	买入	5.21	2024 年 9 月 3 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	12.2	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	0.7	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	3.9	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	47.6	买入	60.6	2024 年 8 月 21 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	91.9	买入	108.4	2024 年 8 月 28 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	38.9	买入	52.0	2024 年 7 月 2 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	47.5	持有	48.9	2024 年 8 月 25 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	42.3	持有	43.0	2024 年 9 月 3 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	17.5	买入	24.0	2024 年 8 月 30 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	23.0	买入	28.0	2024 年 8 月 21 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	29.1	买入	35.4	2024 年 8 月 21 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	23.0	持有	26.8	2024 年 7 月 8 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	11.4	持有	12.8	2024 年 9 月 4 日	酒店

注：美股截至 2024 年 9 月 10 日收盘价，港股及 A 股截至 2024 年 9 月 11 日午市收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际。

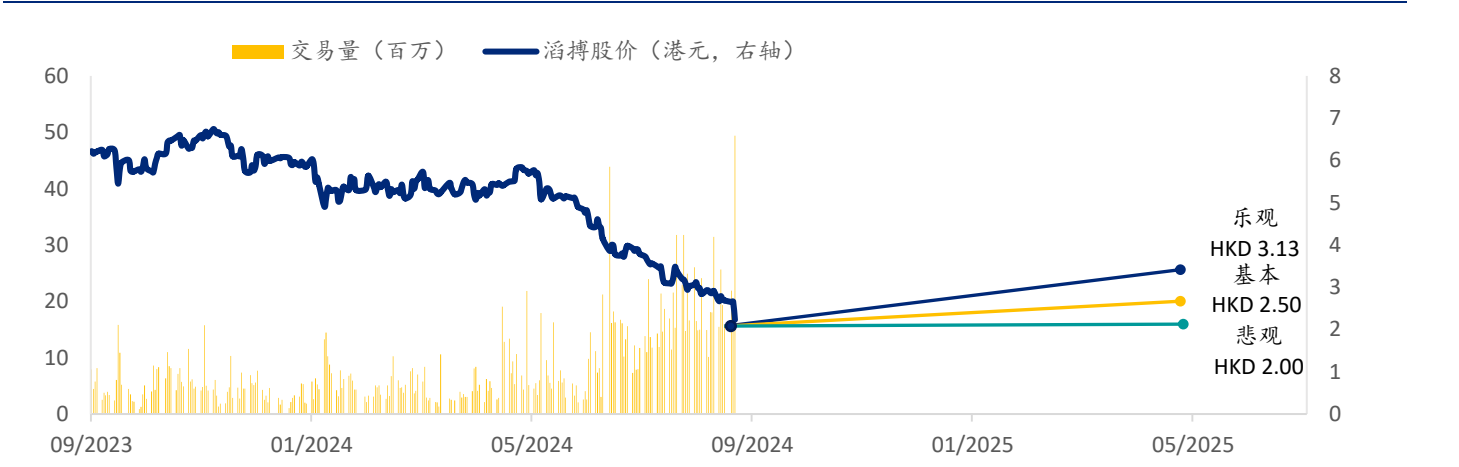
SPDBI 乐观与悲观情景假设

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	悲观情景：公司收入和利润率增长不及预期
目标价：3.13 港元	目标价：2.00 港元
概率：20%	概率：25%
FY26 其他品牌收入取得超 10%增长； FY26 直营零售店平均店效同比增长 5%； FY26 毛利率同比提升 20bps 以上； FY26 经营费用率管控得当带动经营利润率提升 150bps。	FY26 其他品牌收入录得同比持平； FY26 直营零售店平均店效同比持平； FY26 毛利率同比下跌 20bps； FY26 公司经营利润率同比提升 50bps。

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关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

