

滔搏 (06110.HK)

短期业绩波动，现金流稳健延续高分红

公司 FY2025H1 营收同比下降 7.9%，业绩下滑 35%，短期经营承压。公司 FY2025H1（2024 年 3 月至 2024 年 8 月）营收同比下降 7.9%至 130.55 亿元，随着终端折扣的加深、电商占比的提升以及存货减值准备的计提，公司毛利率同比-3.6pcts 至 41.1%，销售费用率同比提升 0.3pcts 至 29.3%，管理费用率同比降低 0.1pcts 至 3.8%，综合归母净利率同比-2.7pcts 至 6.7%，归母净利润同比-34.7%至 8.7 亿元，由于终端消费环境的波动，公司上半财年业绩承压。公司宣告派发中期股息每股人民币 0.14 元，股利支付率 99%，以 10 月 23 日收盘价计算中期股息率为 5.4%，公司保持高分红策略以回馈投资者。

分品牌：短期部分主力品牌销售承压，公司持续拓宽品牌合作模式以谋求长期稳健增长。FY2025H1 公司主力品牌/其他品牌营收同比-8.1%/-6.5%至 113.5/16.1 亿元，根据相关公司披露货币中性基础上 adidas 2024 年 Q1/Q2 大中华区营收同比分别+8%/+9%，Nike 品牌 2024 年 6~8 月大中华区营收同比-3%，短期来看 Nike 经营表现压力相对较大，我们判断一方面系消费环境波动对品牌终端销售造成一定影响，另一方面系 Nike 品牌部分经典款产品市场接受度下降。

在主力品牌之外，公司持续拓宽品牌伙伴合作模式，为长期增长奠定基础。2024 年 5 月份滔搏成为高端户外越野跑品牌 Norda 在中国市场的独家运营合作伙伴，共探户外市场新机遇，同时滔搏陆续与山系文化（户外潮流媒体）、Fanatics（体育用品数字化平台）进行合作，在运动鞋服产品销售之外为消费者提供更多元化的运动周边、文化、赛事等方面的服务。

分业务模式：零售以及批发业务均有不同程度下滑，FY2025H1 批发业务营收同比下滑 2.2%至 20.4 亿元，零售业务营收同比下降 8.9%至 109.2 亿元。

- **波动环境下，门店结构优化继续推进，重视坪效表现。**截至 2024 年 8 月末公司门店数量较年初净关 331 家至 5813 家，总销售面积同比-1.9%，面对波动的消费环境，公司秉持优选+优化思路，加大低效店铺关停力度，我们判断新开店主要聚焦主力品牌的主力店型以及专业垂类品牌的新布局。优胜劣汰下直营门店单店面积延续增长趋势，截至 2024 年 8 月末单店销售面积同比增长 4.8%，但同比增速有所放缓，我们判断当前公司基于合作品牌特性进行针对性门店规划，更注重坪效表现。
- **拓宽线上布局，全方位捕捉消费者需求，缓解线下客流压力。**顺应消费者需求的变化，公司进一步拓展线上场景，通过多元化的渠道和消费者进行互动，拓展生意机会。FY2025H1 开通小程序的店铺数量超过 2500 家，同比大幅增长；同时期内公司抖音直播销售额同比增长 200%，位居抖音平台运动户外榜单第一。FY2025H1 公司直营线上销售占整体直营销售比例为 30%，目前线上业务已经成为推动公司增长的重要动力，全年来看我们判断电商业务的优异表现或将延续。
- **以消费者为中心，聚焦用户运营。**公司加强消费者触达和新老用户运营，积累用户资产，截至 2024 年 8 月末公司累计会员数量达到 8100 万人，会员规模持续扩大，同时期内会员店内销售占比为 93.7%，复购会员销售占会员销售整体比重约为 60%~70%，会员消费粘性强。

买入（维持）

股票信息

行业	专业连锁 II
前次评级	买入
10 月 23 日收盘价（港元）	2.84
总市值（百万港元）	17,611.47
总股本（百万股）	6,201.22
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	38.01

股价走势



作者

分析师 杨莹
执业证书编号：S0680520070003
邮箱：yangying1@gszq.com
分析师 侯子夜
执业证书编号：S0680523080004
邮箱：houziye@gszq.com
分析师 王佳伟
执业证书编号：S0680524060004
邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《滔搏 (06110.HK)：短期销售有所波动，长期持续深化运营升级》 2024-09-08
- 《滔搏 (06110.HK)：FY2025Q1 销售下滑中单位数，预计电商增速优异》 2024-06-27
- 《滔搏 (06110.HK)：终端零售逐步改善，FY2024 收入稳健增长》 2024-05-23

波动环境下存货金额同比增加，现金管理能力仍较为稳健。1) 存货：因终端销售的下滑，截至 2024 年 8 月末公司存货金额同比提升 6.4%至 61.2 亿元（环比年初下降 2.6%），存货周转天数同比延长 7.4 天至 148.3 天，当前公司同品牌公司携手共同应对库存问题，从长期来看，公司库存情况整体仍然可控。2) 现金流：期内公司经营业务产生的现金流净额为 26.1 亿元，同比增长 2.5%，在不确定的市场环境下，仍然保持着健康的现金回流能力。

展望 FY2025，我们预计公司营收下降高单位数，归母净利润同比下降接近 40%。受益于政策刺激、假期错位、电商促销活动节奏提前等因素所致，我们判断公司 10 月终端销售表现环比 9 月或有所改善，但考虑整体消费环境的不确定性，我们预计公司下半财年（2024 年 9 月至 2025 年 2 月）收入或仍有下降，全财年预计营收下降高单位数。在库存去化背景下，毛利率的压力仍然较大，全财年我们预计公司业绩下滑接近 40%。

盈利预测与投资建议：公司作为国内运动鞋服头部零售商，数字化能力领先行业，运营效率不断提升，短期由于消费环境以及客流波动对公司终端销售造成影响，我们调整公司 FY2025-FY2027 归母净利润预期分别为 13.37/14.76/16.39 亿元，现价对应 FY2025PE 为 12 倍，维持“买入”评级

风险提示：终端销售放缓；品牌方合作变化带来经营风险，渠道优化不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	27,073	28,933	26,523	28,152	29,756
增长率 yoy（%）	-15.1	6.9	-8.3	6.1	5.7
归母净利润（百万元）	1,837	2,213	1,337	1,476	1,639
增长率 yoy（%）	-24.9	20.5	-39.6	10.4	11.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.30	0.36	0.22	0.24	0.26
净资产收益率（%）	18.7	22.4	13.6	15.0	16.6
P/E（倍）	8.8	7.3	12.1	10.9	9.9
P/B（倍）	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 10 月 23 日收盘价，汇率为 1 港元 = 0.92 人民币元

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12101	10559	11706	12221	12065
现金	2357	1956	3740	3595	3813
应收账款及票据	1055	1330	711	1166	818
其他应收款	1136	864	848	969	951
存货	6247	6284	6277	6359	6349
其他流动资产	1306	126	131	132	134
非流动资产	4719	3985	3977	3311	3584
固定资产	733	639	673	692	707
无形资产	3498	2881	2448	2016	2236
其他非流动资产	488	465	856	602	641
资产总计	16821	14544	15683	15532	15649
流动负债	5268	3347	4300	4242	4312
短期借款	1545	720	1133	926	1029
应付账款及票据	991	387	757	936	888
其他流动负债	2732	2239	2410	2379	2395
非流动负债	1719	1347	1533	1440	1486
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1719	1347	1533	1440	1486
负债合计	6987	4694	5833	5682	5799
股本	0	0	0	0	0
股本溢价	1669	1697	1697	1697	1697
其他储备	8165	8152	8152	8152	8152
归属母公司股东权益	9834	9849	9849	9849	9849
少数股东权益	0	2	2	2	2
负债和股东权益	16821	14544	15683	15532	15649

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4351	2324	4204	3457	4322
净利润	1837	2213	1337	1476	1639
折旧摊销	2216	1672	1698	2508	2365
营运资金变动	483	-1672	1182	-510	343
其他经营现金流	-185	111	-14	-17	-25
投资活动现金流	-306	-198	-1678	-1832	-2625
资本支出	-357	-397	584	320	-189
长期投资	-20	-26	-1698	-2508	-2365
其他投资现金流	71	225	-565	355	-71
筹资活动现金流	-3440	-3332	-742	-1769	-1479
长期借款	122	-715	0	0	0
股本增加	0	0	0	0	0
支付股利	-2667	-2233	-1337	-1476	-1639
其他筹资现金流	-895	-385	595	-293	160
现金净增加额	605	-1206	1784	-144	218

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27073	28933	26523	28152	29756
营业成本	15789	16852	16016	16933	17792
销售费用	8052	8356	7957	8446	8927
管理费用	1101	1115	1034	1098	1160
财务费用	107	27	3	-6	-11
营业利润	2023	2599	1530	1693	1903
其他收益及亏损	300	161	150	155	153
利润总额	2322	2759	1680	1848	2055
所得税	486	548	343	372	416
净利润	1837	2211	1337	1476	1639
少数股东损益	0	-2	0	0	0
归属母公司净利润	1837	2213	1337	1476	1639
EBITDA	4645	4458	3382	4350	4410
EPS (元)	0.30	0.36	0.22	0.24	0.26

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-15.1	6.9	-8.3	6.1	5.7
营业利润(%)	-32.3	28.5	-41.1	10.7	12.4
归属于母公司净利润(%)	-24.9	20.5	-39.6	10.4	11.0
获利能力					
毛利率(%)	41.7	41.8	39.6	39.9	40.2
净利率(%)	6.8	7.6	5.0	5.2	5.5
ROE(%)	18.7	22.4	13.6	15.0	16.6
ROIC(%)	14.7	18.7	10.7	12.0	13.2
偿债能力					
资产负债率(%)	33.5	32.3	37.2	36.6	37.1
净负债比率(%)	47.1	27.8	21.2	21.2	20.2
流动比率	2.3	3.2	2.7	2.9	2.8
速动比率	1.1	1.3	1.3	1.4	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.8	1.8	1.8	1.9
应收账款周转率	25.0	24.3	26.0	30.0	30.0
应付账款周转率	16.5	24.5	28.0	20.0	19.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.36	0.22	0.24	0.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	0.37	0.68	0.56	0.70
每股净资产(最新摊薄)	1.59	1.59	1.59	1.59	1.59
估值比率					
P/E	8.8	7.3	12.1	10.9	9.9
P/B	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA	3.7	3.6	4.5	3.4	3.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 10 月 23 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com