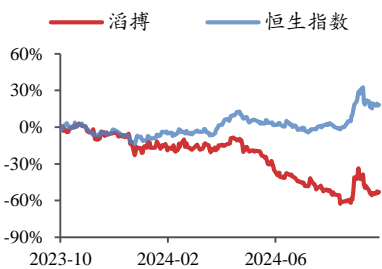


滔搏 (06110.HK)

2024 年 10 月 28 日

投资评级：买入（维持）

日期	2024/10/25
当前股价(港元)	2.810
一年最高最低(港元)	6.960/2.110
总市值(亿港元)	174.25
流通市值(亿港元)	174.25
总股本(亿股)	62.01
流通港股(亿股)	62.01
近 3 个月换手率(%)	27.8

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《弱需求下经营负杠杆、折扣加深致盈利预警，坚定高分红—港股公司信息更新报告》-2024.9.11

《Q1 线下客流承压，新增合作哥伦比亚加码户外领域—港股公司信息更新报告》-2024.6.28

《FY2024 维持高派息，全域运营能力进一步加强—港股公司信息更新报告》-2024.5.25

FY2025H1 折扣及负经营杠杆致利润承压，控费能力优异
——港股公司信息更新报告

吕明（分析师）

张霜凝（分析师）

lvming@kysec.cn

zhangshuangning@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790524070006

● FY2025H1 折扣及负经营杠杆致利润承压，控费能力优异，维持“买入”评级

FY2025H1 收入 130.55 亿元（同比-7.9%，下同），主要系零售环境疲软及线下同店客流同比下降双位数导致，归母净利润 8.74 亿元（-34.7%），主要系毛利率下降，同时负经营杠杆导致期间费用率同比上升。考虑当下消费环境仍然承压，我们维持盈利预测，预计 FY2024-2026 归母净利润为 13.3/15.3/18.1 亿元，当前股价对应 PE 为 12.0/10.4/8.8 倍，国庆流水环比 9 月改善，预计主力品牌订单已有调整同时渠道、产品表现预计在组织架构调整后有所改善，维持“买入”评级。

● 消费需求疲软及线下客流下滑影响流水表现，线上及批发收入占比提升

消费需求疲软及线下客流下滑导致 FY2025Q1/Q2 流水录得中单下降/10-20% 低段下降。**分品牌看**，FY2025H1 主力品牌收入 113.51 亿元（-8.1%），预计受耐克经典产品收入降速影响，此外短期库存上升导致折扣加深，其他品牌收入 16.09 亿元（-6.5%），占比 12.3%（+0.2pct）。**分模式看**，FY2025H1 零售收入 109.25 亿元（-8.9%），占比 -0.9pct 至 84.3%，批发收入 20.35 亿元（-2.2%），其中直营线上收入占比提升至 30%+。**经营指标**：FY2025H1 折扣加深，其中线下折扣加深、线上折扣改善，全渠道库销比预计 4-5 月，库存结构中新品占比相对稳定。

● 线下门店以效率为核心控面积、重坪效，持续践行全域一体化管理

(1) 线下：截至 FY2025H1 门店数量 5813 家（-6.4%），较财年初净闭 331 家，直营毛销售面积同比-1.9%/环比-2.7%，单店销售面积同比+4.8%，环比降速（FY2024 单店面积+6%），符合以效率为核心、一品一策为思路，控面积、重坪效的门店策略。**(2) 线上**：持续扩大平台电商布局，通过矩阵式直播体系建立内容电商优势，私域小程序店铺数量已超 2500 家、企业微信数已超 9 万个，此外通过线上本地生活/商圈异业合作/线上社群运营缓和线下客流损失。

● 毛利率下降，效率优势下费用率微增，现金创收能力强劲支撑高派息

FY2025H1 毛利率 41.1%（-3.6pct），下降由于短期内存货上升而加大折扣、线上占比提升。逆境下保持效率优势，费用率微增，SG&A 为 33.1%（+0.2pct），其中估测租金、员工、其他费用率分别为 12.0%（-1.3pct）、10.4%（+0.4pct）、10.7%（+1.1pct）。OPM 为 8.6%（-3.6pct），政府补贴、净融资成本及税项支出正向弥补归母净利率-2.7pct 至 6.7%。**营运能力可控，现金创收能力强劲支撑高派息**：截至 FY2025H1，存货为 61.2 亿元（+6.4%），存货周转天数为 148.3 天（+7.4 天）。应收/应付周转天数分别+1.3/-2.3 天，经营性现金流净额为 26.14 亿元（+2.5%），中期延续高派息，派息率 99.4%（FY2024H1 为 74.2%）。

● 风险提示：消费者信心恢复、国际品牌恢复、新品牌合作不达预期。
财务摘要和估值指标

指标	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入(百万元)	27073	28933	26384	27963	30077
YOY(%)	-15.1	6.9	-8.8	6.0	7.6
净利润(百万元)	1837	2213	1327	1532	1810
YOY(%)	-24.9	20.5	-40.0	15.5	18.1
毛利率(%)	41.7	41.8	38.7	40.3	40.8
净利率(%)	6.8	7.6	5.0	5.5	6.0
ROE(%)	18.7	22.5	13.5	15.6	18.4
EPS(摊薄/元)	0.3	0.4	0.2	0.2	0.3
P/E(倍)	8.7	7.2	12.0	10.4	8.8
P/B(倍)	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所（2024 年 10 月 24 日汇率，1 港币=0.91 人民币）

目 录

1、FY2025H1 折扣及负经营杠杆致利润承压，控费能力优异.....	3
1.1、FY2025H1 流水下降，主力品牌下降幅度大于其他品牌.....	3
1.2、分渠道看：线下门店以效率为核心控面积、重坪效，持续践行全域一体化管理.....	4
1.2.1、线下：聚焦效率调整线下门店结构，单店销售面积增长放缓.....	4
1.2.2、线上：新兴渠道保持优质增长，会员消费及全域一体化优势驱动.....	4
2、毛利率下降，效率优势下费用率微增，现金创收能力强劲支撑高派息.....	4
2.1、盈利能力：毛利率同比下降 3.6pct，效率优势下费用率仅微增.....	4
2.2、营运能力：存货情况整体可控，稳健现金创收为高派息奠定基础.....	5
3、盈利预测与投资建议.....	6
4、风险提示.....	6

图表目录

图 1：FY2025H1 公司实现收入 130.55 亿元 (-7.9%)	3
图 2：FY2025H1 归母净利润 8.74 亿元 (-34.7%)	3
图 3：FY2025H1 持续调整线下门店结构	4
图 4：FY2025H1 总销售面积下降，单店面积维持增长.....	4
图 5：FY2025H1 毛利率为 41.1%，经营利润率/净利率为 8.6%/6.7% (-3.6pct/-2.7pct)	5
图 6：FY2025H1 估测租金费用率 12.0% (-1.3pct)、员工费用率 10.4% (+0.4pct)	5
图 7：截至 FY2025H1，公司存货为 61.2 亿元 (+6.4%)	6
图 8：截至 FY2025H1 应收账款为 9.49 亿元 (-22.5%)	6
图 9：受销售下滑影响，FY2025H1 存货周转天数及应收贸易周转天数增长.....	6
表 1：FY2025H1 销货品收入为 129.6 亿元 (-7.9%)，主力品牌收入 113.51 亿元 (-8.1%)、零售收入 109.25 亿元 (-8.9%)	3

1、FY2025H1 折扣及负经营杠杆致利润承压，控费能力优异

FY2025H1 公司实现收入 130.55 亿元（同比-7.9%，下同），下降主要系零售消费环境疲软及线下客流下滑导致，归母净利润 8.74 亿元（-34.7%）。中期派息率 99.4%（FY2024H1 派息率为 74.2%），同比增长 25.2pct。

图1：FY2025H1 公司实现收入 130.55 亿元（-7.9%）

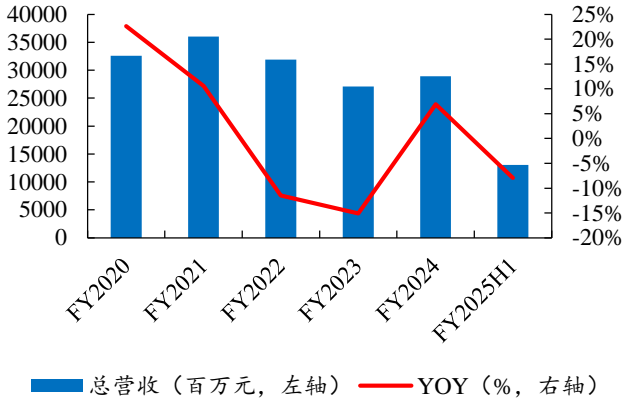
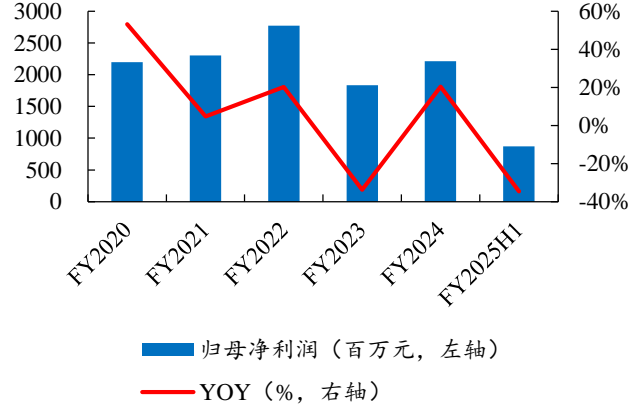


图2：FY2025H1 归母净利润 8.74 亿元（-34.7%）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.1、FY2025H1 流水下降，主力品牌下降幅度大于其他品牌

流水端分季度看，FY2025Q1、Q2 零售及批发总销售金额分别录得中单下降、10-20%低段下降。

公司 FY2025H1 销售货品收入为 129.60 亿元（-7.88%），联营收入为 0.73 亿元（-15.7%），电竞收入为 0.21 亿元（-0.5%），其中：

货品销售收入分品牌看：主力品牌仍旧是主要的收入来源，FY2025H1 主力品牌收入 113.51 亿元（-8.1%），在货品销售收入中占比 87.0%（-0.1pct）。FY2025H1 其他品牌收入 16.09 亿元（-6.5%），占比 12.3%（+0.2pct）。

货品销售收入按业务拆分： FY2025H1 零售收入 109.25 亿元（-8.9%），零售占比-0.9pct 至 84.3%。FY2025H1 批发收入 20.35 亿元（-2.2%）。

表1：FY2025H1 销货品收入为 129.6 亿元(-7.9%)，主力品牌收入 113.51 亿元(-8.1%)、零售收入 109.25 亿元(-8.9%)

	FY2022			FY2023			FY2024			FY2025H1		
	收入	占比%	YOY	收入	占比%	YOY	收入	占比%	YOY	收入	占比%	YOY
销售货品	31,574.5	99.1%	-11.5%	26,844.3	99.3%	-15.0%	28,724.4	99.3%	7.0%	12,960.1	99.3%	-7.9%
按品牌拆分												
主力品牌	27,569.3	86.5%	-12.3%	23,324.0	86.2%	-15.4%	24,834.1	85.8%	6.5%	11,351.3	87.0%	-8.1%
其它品牌	4,005.2	12.6%	-6.1%	3,520.3	13.0%	-12.1%	3,890.3	13.5%	10.5%	1,608.8	12.3%	-6.5%
按渠道拆分												
零售业务	26,354.3	82.7%	-14.2%	22,686.5	83.8%	-13.9%	24,702.7	85.4%	8.9%	10,924.7	83.7%	-8.9%
批发业务	5,220.2	16.4%	5.4%	4,157.8	15.4%	-20.4%	4,021.7	13.9%	-3.3%	2,035.4	15.6%	-2.2%
总计	31,876.5	100.0%	-11.5%	27,073.2	100.0%	-15.1%	18,933.2	100.0%	6.9%	13,054.7	100.0%	-7.9%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

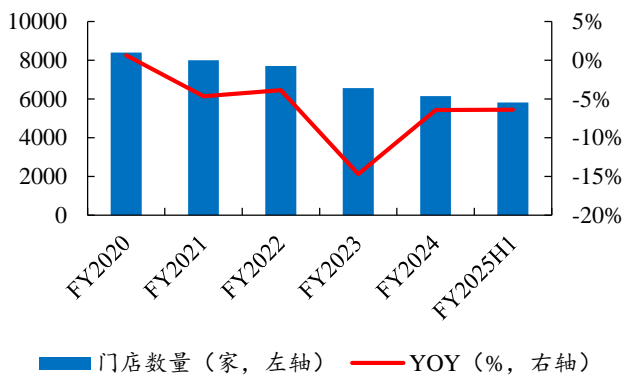
1.2、分渠道看：线下门店以效率为核心控面积、重坪效，持续践行全域一体化管理

1.2.1、线下：聚焦效率调整线下门店结构，单店销售面积增长放缓

门店数量：截至 2024/8/31 门店数量 5813 家 (-6.4%)，同比净闭 396 家/环比（较期初，下同）净闭 331 家。针对品牌属性，聚焦效率和品质，面对同店客流同比下滑双位数的情况，“一品一策”地调整线下门店结构，其中新开店聚焦于主力品牌的主力店型及专业垂类品牌的新布局；改造店以未来店效提升为核心；结合市场情况和品牌策略，加速淘汰低效尾部店铺，减少客流低迷对线下实体经营效益的冲击。

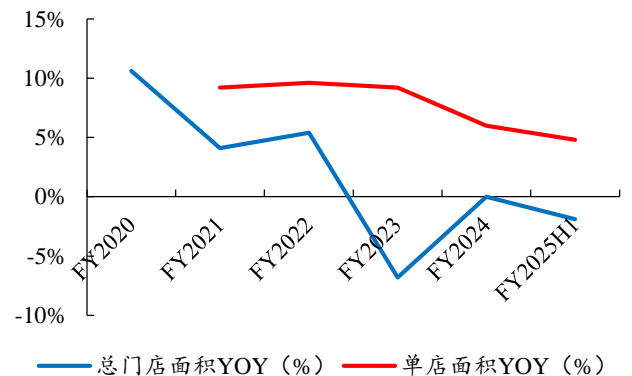
门店面积： FY2025H1 毛销售面积同比-1.9%/环比-2.7%，由于店铺面积同比减少幅度小于店铺数量减少幅度，单店销售面积维持增长同比+4.8%，但上升幅度逐步平缓。

图3：FY2025H1 持续调整线下门店结构



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：FY2025H1 总销售面积下降，单店面积维持增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2.2、线上：新兴渠道保持优质增长，会员消费及全域一体化优势驱动

统筹布局全平台流量，满足多场景消费需求。 FY2025H1 直营线上占整体直营销售额超过 30%。**电商及内容平台方面**，持续扩大各电商平台的布局，搭建直播矩阵，融合内容社交，抖音及微信视频号账户超过 300 个，直播销售额同比+200%，在抖音平台运动户外榜排名第一。**私域运营方面**，持续通过线上社群促进用户活跃度，目前小程序店铺数量超过 2500 家，企业微信数超过 9 万个，私域小程序在微信热门小程序运动户外类排行榜中排名保持第一。

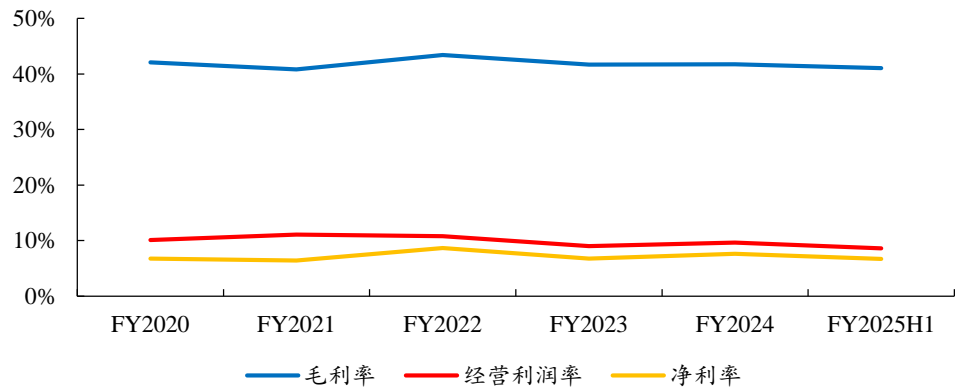
会员消费仍为门店销售主力贡献，尤其高价值核心会员贡献显著。 FY2025H1 会员贡献的店内零售总额（含增值税）比例为 93.7%，持续保持着较高比例且稳健的销售贡献，复购会员贡献占比稳定为 60-70%，高价值会员占总消费会员比例仅中单位数，但对总消费会员的销售贡献近 4 成，客单价持续显著高于会员整体，消费者的潜力和粘性更加凸显。

2、毛利率下降，效率优势下费用率微增，现金创收能力强劲支撑高派息

2.1、盈利能力：毛利率同比下降 3.6pct，效率优势下费用率仅微增

(1) **毛利率**: FY2025H1 毛利率 41.1%，同比-3.6pct，下降主要系收入下滑带来短期内存货上升后加大促销力度、线上销售占比提升。

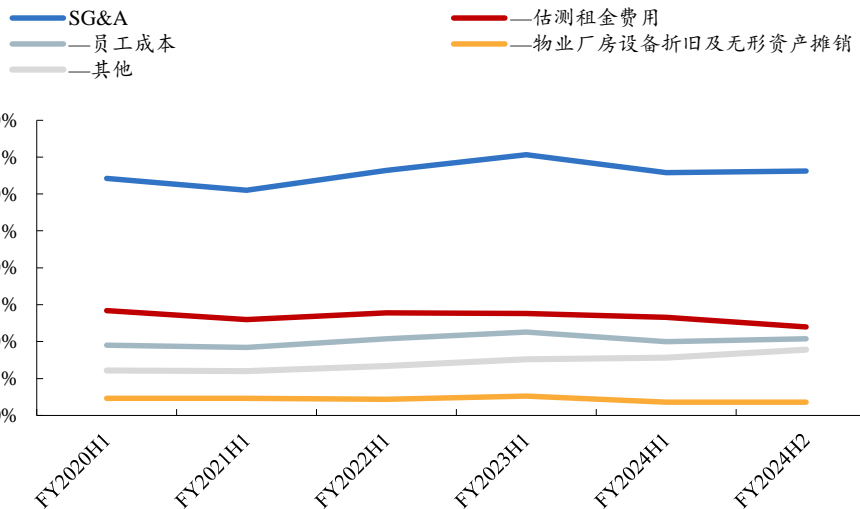
图5: FY2025H1 毛利率为 41.1%，经营利润率/净利率为 8.6%/6.7%(-3.6pct/-2.7pct)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

(2) **费用端**: FY2025H1 公司 SG&A 为 33.1% (+0.2pct)，主要系客流下滑对线下门店带来负经营杠杆影响，其中估测租金费用率 12.0% (-1.3pct)、员工费用率 10.4% (+0.4pct)，其他费用率 10.7% (+1.1pct)。

图6: FY2025H1 估测租金费用率 12.0% (-1.3pct)、员工费用率 10.4% (+0.4pct)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

(3) **经营利润率及归母净利润率**: FY2025H1 经营利润率为 8.6% (-3.6pct)，政府补贴、净融资成本及税项支出正向带动归母净利润率为 6.7% (-2.7pct)，其中政府补贴同比+101%，主要受益于 FY2024H1 较高缴纳税额的补贴递延，所得税同比下降 37%，略深于税前利润变化的幅度。

2.2、营运能力: 存货情况整体可控，稳健现金创收为高派息奠定基础

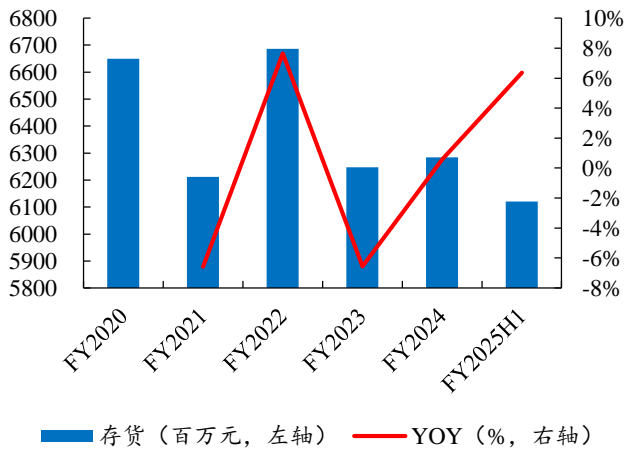
(1) **存货**: 截至 2024 年 8 月 31 日，公司存货为 61.2 亿元 (+6.4%)，存货周转天数为 148.3 天，同比+7.4 天。

(2) **应收/应付账款**: 截至 2024 年 8 月 31 日，应收/应付款分别为 9.49 亿元、8.49 亿元，分别同比-22.5%/+82.5%，应收/应付周转天数分别同比+1.3/-2.3 天至

16.1/14.8 天。

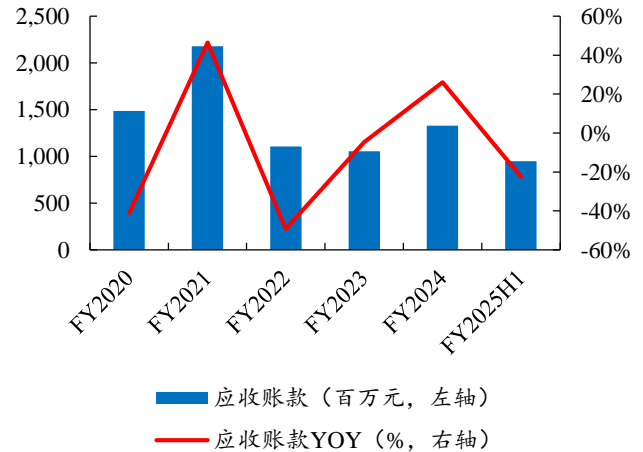
(3) **经营性现金流**: FY2025H1 经营性现金流净额为 26.14 亿元 (+2.5%), 自由现金流 24.06 亿元 (+1.8%), 优质稳健的现金创收为高派息奠定基础, 中期每股派息 0.14 元, 派息率 99.4% (+25.2pct)。

图7: 截至 FY2025H1, 公司存货为 61.2 亿元 (+6.4%)



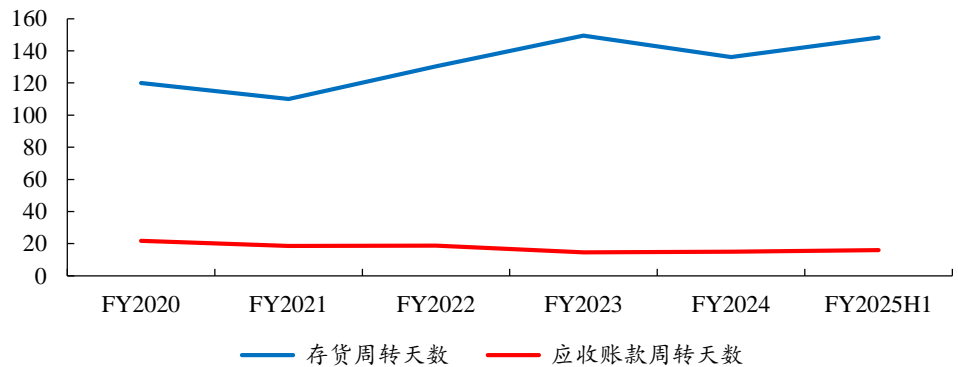
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图8: 截至 FY2025H1 应收账款为 9.49 亿元 (-22.5%)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图9: 受销售下滑影响, FY2025H1 存货周转天数及应收贸易周转天数增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

考虑当下消费环境仍然承压, 我们维持盈利预测, 预计 FY2024-2026 归母净利润为 13.3/15.3/18.1 亿元, 当前股价对应 PE 为 12.0/10.4/8.8 倍, 国庆流水环比 9 月改善, 预计主力品牌订单已有调整, 同时组织架构调整后渠道、产品预计有所改善, 维持“买入”评级。

4、风险提示

消费者信心恢复、国际品牌恢复、新品牌合作不达预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn