

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 2.68 港元 3.06↓ +14.1%

2024 年 11 月 5 日

滔搏国际 (6110 HK)

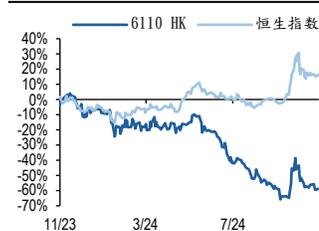
上半财年收入利润均下滑，维持高派息率；下调至中性

- ⊕ **2025 上半财年收入和净利润下滑；维持高派息率。**今年以来受客流量承压影响，公司收入同比下滑 7.9% 至 130.5 亿元（人民币，下同），略低于市场预期。毛利率同比下跌 3.6 个百分点至 41.1%，主因折扣率加深以及毛利率较低的批发渠道占比提升。受到客流下滑对线下门店带来负经营杠杆的影响，整体费用率水平小幅提升 0.2 个百分点至 33.1%（其中销售/管理费用率分别为 29.3%/3.8%）。净利润率同比下跌 2.7 个百分点至 6.7%。滔搏维持高派息率，中期每股股息为 0.14 元人民币，派息率达 99.4%，过往三年平均派息率超 100%。
- ⊕ **上半财年门店数量减少 300 余间；会员质量持续提升。**截止 2025 上半财年末，滔搏共运营 5813 家门店，同比减少 396 间，环比 2024 下半财年末减少 331 间；滔搏直营门店的总销售面积较去年同比下滑 1.9%，单店销售面积同比提升 4.8%。公司累计会员数量达 8100 万，环比 2024 下半财年提升 6.2%，同比增长 10.8%。会员质量持续提升，目前会员贡献店内零售总额同/环比分别提升 1/0.3 个百分点至 93.7%，且复购会员对整体消费贡献稳定在 60-70%。
- ⊕ **创新布局更多品类以捕捉未来增长潜力。**公司积极拓宽品牌合作矩阵，继 HOKA 和凯乐石（KAILAS）的合作之后，滔搏进一步与加拿大高端越野跑品牌 norda 进行多渠道运营合作，以捕捉越野跑这一细分赛道的潜力。与数字运营平台 Fanatics 的合作方面，目前已开展复古运动品牌 Mitchell & Ness 在线上 and 线下的门店开设以及线上渠道运营。
- ⊕ **短期内仍承压，下调至中性。**公司的零售及批发业务于 2025 财年 1 季度（2024 年 3 月至 5 月）/2 季度（2024 年 6 月至 8 月）的总销售额分别同比下跌中个位数/10-20% 中段。考虑到目前客流量的压力仍在持续，我们下调公司财务预测。目标价 3.06 港元，基于 11 倍（过去 3 年平均市盈率下调 1 个标准差）2025-26 财年市盈率（前为 15 倍 2025-26 财年市盈率），评级下调至中性。

个股评级

中性↓

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	6.74
52周低位 (港元)	2.23
市值 (百万港元)	16,619.27
日均成交量 (百万)	24.99
年初至今变化 (%)	(55.92)
200天平均价 (港元)	3.86

资料来源: FactSet

谭星子, FRM

kay.tan@bocomgroup.com
(852) 3766 1856

财务数据一览

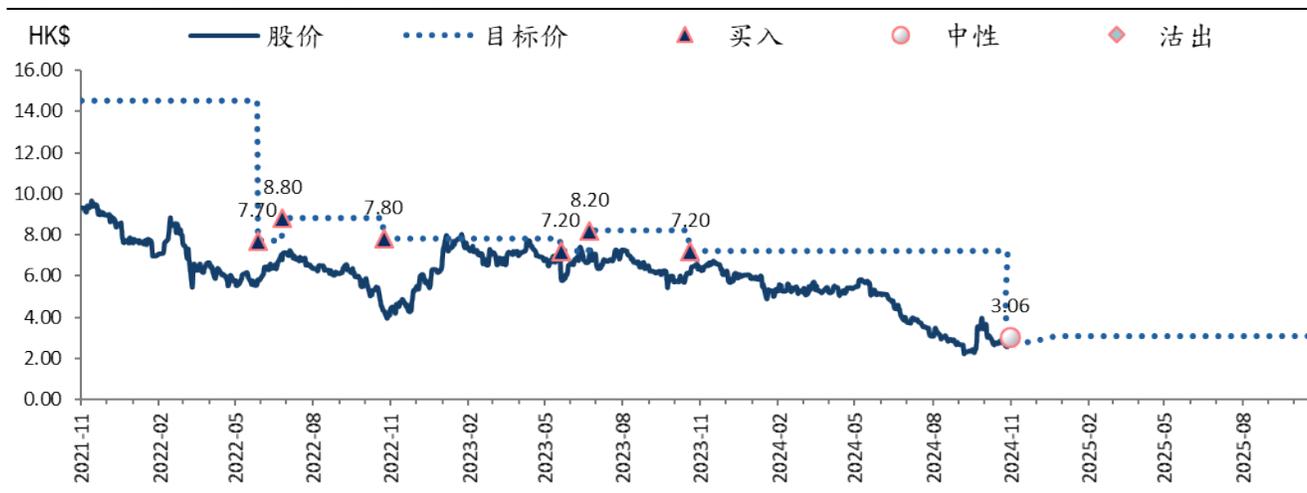
年结2月29日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	27,073	28,933	26,580	27,566	29,109
同比增长 (%)	-15.1	6.9	-8.1	3.7	5.6
净利润 (百万人民币)	1,837	2,211	1,472	1,672	1,850
每股盈利 (人民币)	0.30	0.36	0.24	0.27	0.30
同比增长 (%)	-24.9	20.4	-33.4	13.6	10.6
前EPS预测值 (人民币)			0.41	0.47	0.53
调整幅度 (%)			-42.2	-42.7	-44.2
市盈率 (倍)	8.3	6.9	10.3	9.1	8.2
每股账面净值 (人民币)	1.59	1.59	1.44	1.47	1.49
市账率 (倍)	1.54	1.54	1.70	1.67	1.64
股息率 (%)	13.5	14.7	9.8	11.1	12.3

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 滔搏国际 (6110 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 2: 交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
291 HK	华润啤酒	买入	29.30	43.90	49.8%	2024年03月19日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	8.02	15.60	94.5%	2024年02月29日	啤酒
600887 CH	伊利股份	买入	28.83	30.81	6.9%	2024年09月02日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	17.62	16.04	-9.0%	2024年08月29日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	8.53	12.30	44.2%	2023年09月05日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	5.95	4.00	-32.8%	2024年09月02日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	16.59	13.40	-19.2%	2024年08月27日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	10.62	10.40	-2.1%	2023年08月24日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	60.85	116.00	90.6%	2024年03月27日	纺织服装
000333 CH	美的集团	买入	72.84	89.90	23.4%	2024年11月04日	家电
6690 HK	海尔智家	买入	28.85	37.59	30.3%	2024年10月30日	家电
000651 CH	格力电器	买入	43.30	52.96	22.3%	2024年04月30日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	23.25	27.01	16.2%	2024年08月20日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	3.47	2.59	-25.2%	2024年08月27日	餐厅
2020 HK	安踏	买入	84.35	135.00	60.0%	2024年03月27日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	15.92	14.89	-6.5%	2024年08月19日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.58	1.01	73.3%	2024年08月14日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	2.68	3.06	14.1%	2024年11月05日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年11月4日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结2月29日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	27,073	28,933	26,580	27,566	29,109
主营业务成本	(15,789)	(16,852)	(15,948)	(16,264)	(16,866)
毛利	11,284	12,081	10,632	11,302	12,244
销售及管理费用	(9,152)	(9,470)	(8,914)	(9,360)	(10,093)
其他经营净收入/费用	299	176	176	176	176
经营利润	2,431	2,787	1,894	2,118	2,326
财务成本净额	(109)	(27)	(57)	(32)	(18)
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	2,322	2,759	1,837	2,086	2,308
税费	(486)	(548)	(365)	(414)	(458)
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	1,837	2,211	1,472	1,672	1,850
作每股收益计算的净利润	1,837	2,211	1,472	1,672	1,850

资产负债表 (百万元人民币)					
截至2月29日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2,357	1,956	2,410	2,581	2,598
有价证券	1,286	126	0	0	0
应收账款及票据	1,055	1,330	1,036	1,074	1,134
存货	6,247	6,284	6,354	6,480	6,720
开发中物业及土地预付款	1,136	864	1,115	1,156	1,221
其他流动资产	20	0	0	0	0
总流动资产	12,101	10,559	10,914	11,292	11,673
投资物业	0	0	0	0	0
物业、厂房及设备	733	639	375	273	188
无形资产	1,073	1,059	1,059	1,059	1,059
其他长期资产	2,913	2,287	2,048	1,975	1,946
总长期资产	4,719	3,985	3,483	3,307	3,194
总资产	16,821	14,544	14,397	14,599	14,867
短期贷款	1,545	720	720	720	720
应付账款	991	387	1,088	1,154	1,243
其他短期负债	2,732	2,239	2,646	2,670	2,715
总流动负债	5,268	3,347	4,454	4,544	4,679
其他长期负债	1,719	1,347	1,036	962	934
总长期负债	1,719	1,347	1,036	962	934
总负债	6,987	4,694	5,490	5,506	5,612
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	9,834	9,850	8,907	9,093	9,255
股东权益	9,834	9,850	8,907	9,093	9,255
总权益	9,834	9,850	8,907	9,093	9,255

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结2月29日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	2,322	2,759	1,837	2,086	2,308
折旧及摊销	634	505	643	669	709
营运资本变动	483	(867)	789	(116)	(230)
利息调整	107	27	57	32	18
税费	(891)	(600)	(365)	(414)	(458)
其他经营活动现金流	1,695	1,305	1,186	1,067	1,021
经营活动现金流	4,351	3,129	4,147	3,324	3,368
资本开支	(357)	(397)	(516)	(567)	(624)
投资活动	(20)	(48)	0	0	0
其他投资活动现金流	71	247	230	128	137
投资活动现金流	(306)	(198)	(286)	(440)	(488)
负债净变动	1,024	(825)	0	0	0
股息	(2,667)	(2,233)	(2,233)	(1,486)	(1,688)
其他融资活动现金流	(1,798)	(275)	(1,174)	(1,226)	(1,176)
融资活动现金流	(3,440)	(3,332)	(3,407)	(2,712)	(2,864)
年初现金	1,753	2,357	1,956	2,410	2,581
年末现金	2,357	1,956	2,410	2,581	2,598

财务比率					
年结2月28日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	0.296	0.357	0.237	0.270	0.298
全面摊薄每股收益	0.296	0.357	0.237	0.270	0.298
每股股息	0.330	0.360	0.240	0.272	0.301
每股账面值	1.586	1.588	1.436	1.466	1.492
利润率分析 (%)					
毛利率	41.7	41.8	40.0	41.0	42.1
EBIT利润率	9.0	9.6	7.1	7.7	8.0
净利率	6.8	7.6	5.5	6.1	6.4
盈利能力 (%)					
ROA	10.6	14.1	10.2	11.5	12.6
ROE	18.0	22.5	15.7	18.8	NA
ROIC	15.5	21.5	14.5	18.5	20.4
其他					
流动比率	2.3	3.2	2.5	2.5	2.5
存货周转天数	144.4	136.1	145.4	145.4	145.4
应收账款周转天数	14.2	16.8	14.2	14.2	14.2
应付账款周转天数	22.9	8.4	24.9	25.9	26.9
派息比率 (%)	111.4	101.0	101.0	101.0	101.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中邮通信(集团)控股有限公司及地平线有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。