

2024年12月19日  
 滔搏 (6110.HK)

SDIOSI

## 公司动态分析

证券研究报告

运动零售

### 维持业绩指引，期待后续 Nike 业绩改善

事件：滔搏公布 FY25Q3 (9-11 月) 的经营表现，零售及批发总销售金额同比下滑中单位数，符合预期，且环比有所改善。综合考虑，我们预测 FY25/26/27 的 EPS 为 0.22/0.29/0.33 元，给予 2025/02 财年 15 倍 PE，目标价 3.7 港元，维持“买入”评级。

#### 报告摘要

流水下降但环比改善，线上表现好于线下。FY25Q3 (9-11 月) 集团零售及批发业务的总销售金额同比下滑中单位数，环比 FY25Q2 的 10-20% 低段下跌有所改善。分不同渠道来看，线上表现好于线下，由于 9-11 月是线上大促密集期，公司积极把握销售机遇，线上流水录得双位数增长，线上直营占整体直营的比重提升至 40%；线下客流环比改善，但仍存在一定压力。

门店结构持续优化，继续加强库存改善。门店方面，直营门店毛销售面积同比下降 4.4%，环比下降 2.1%；店铺数量同比约下降高单位数。店铺数量下降幅度大于面积的下降，表明公司的门店结构在持续优化。未来预计公司将持续加强单店经营能力，根据品牌属性差异化匹配店型。库存方面，目前库销比约 4-5 个月，旺季备货压力下仍保持库存健康可控，新品占比约 7-8 成，目标在 FY25 年末实现库存的改善。折扣方面，由于线上表现好于线下，叠加去库存的影响，整体折扣水平都有所加深，预计库存去化节奏加快后折扣水平将改善。

Adidas 表现优异，Nike 处于调整期。主力品牌 Adidas 表现优异，前三季度大中华区的收入增长实现高单位数，管理层持续上调财年指引，预计全年收入增长达 10%。而相比于 Adidas 的强力恢复，另一主力品牌 Nike 则处于调整期，但预计随着新任 CEO 的上任将会有所改善。今年 10 月 14 日，Nike 的新任 CEO Elliot Hill 上任（曾在 2013 年担任地区和销售总裁，负责全球销售策略，并带领 Nike 的全球销售额从 253 亿美元攀升至 391 亿美元）。相信 Hill 的回归能带领 Nike 重回产品创新轨道，带动 Nike 业务回暖。同时新任 CEO 也十分重视中国市场，预计会和零售伙伴的合作关系更加紧密。作为 Nike 在中国最大的零售合作伙伴，相信滔搏也将持续受益于 Nike 的业务回暖。

投资建议：滔搏和 Nike、Adidas 有多年深入的合作，除了主力品牌外，也在持续拓展和国内运动品牌及其他国际品牌的合作。相信随着零售消费环境的转好，运动消费热情也将逐步回升，带动公司业绩回升。近年来，公司也坚持高派息政策，给股东带来更高回报。综合考虑，我们预测 FY25/26/27 的 EPS 为 0.22/0.29/0.33 元，给予 2025/02 财年 15 倍 PE，目标价 3.7 港元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，消费疲软；门店优化不及预期；库存风险。

#### 财务及估值摘要

(年结 28/2; RMB 百万)	2023/02	2024/02	2025/02E	2026/02E	2027/02E
营业收入	27,073	28,933	26,443	28,094	30,117
增长率 (%)	-15.1%	6.9%	-8.6%	6.2%	7.2%
归母净利润	1,837	2,213	1,339	1,795	2,073
增长率 (%)	-24.9%	20.5%	-39.5%	34.0%	15.5%
毛利率 (%)	41.7%	41.8%	39.2%	40.7%	41.1%
归母净利率 (%)	6.8%	7.6%	5.1%	6.4%	6.9%
每股盈利 (元)	0.30	0.36	0.22	0.29	0.33
每股净资产 (元)	1.59	1.59	1.59	1.59	1.59
市盈率 (x)	9.29	7.71	12.75	9.51	8.24
市销率 (x)	1.74	1.73	1.73	1.73	1.73
股息收益率 (%)	11.99	10.64	7.85	10.51	12.14

数据来源：公司资料，国证国际预测

投资评级： 买入

维持评级

6 个月目标价 3.7 港元

股价 2024-12-18 2.96 港元

总市值(亿港元)	18,355.62
流通市值(亿港元)	18,355.62
总股本(亿股)	6,201.22
流通股本(亿股)	6,201.22
12 个月低/高(港元)	2.1/6.1
平均成交(百万港元)	94.83

#### 股东结构

Hillhouse Capital	34.89%
Wisdom Man Ventures	20.23%
Credit Suisse	8.29%
先锋领航	1.83%
贝莱德	1.15%
其他	33.61%
总共	100.0%

#### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	26.53	20.65	-64.46
绝对收益	28.79	33.13	-45.00

数据来源：Wind、港交所、公司

杨怡然 CFA

消费行业分析师

laurayang@sdicsi.com.hk

**附表：财务报表预测**

利润表 (RMB 百万)					
	FY2023/02	FY2024/02	FY2025/02E	FY2026/02E	FY2027/02E
营业收入	27,073	28,933	26,443	28,094	30,117
营业成本	(15,789)	(16,852)	(16,087)	(16,661)	(17,746)
<b>毛利</b>	<b>11,284</b>	<b>12,081</b>	<b>10,355</b>	<b>11,433</b>	<b>12,371</b>
销售费用	(8,052)	(8,356)	(7,721)	(8,147)	(8,674)
管理费用	(1,101)	(1,115)	(1,111)	(1,152)	(1,205)
<b>经营溢利</b>	<b>2,429</b>	<b>2,785</b>	<b>1,717</b>	<b>2,308</b>	<b>2,684</b>
财务开支	(109)	(27)	(45)	(67)	(95)
其他收入	216	53	90	134	191
<b>除税前溢利</b>	<b>2,322</b>	<b>2,759</b>	<b>1,672</b>	<b>2,241</b>	<b>2,589</b>
所得税	(486)	(548)	(334)	(448)	(518)
<b>期内净利润</b>	<b>1,837</b>	<b>2,211</b>	<b>1,338</b>	<b>1,793</b>	<b>2,071</b>
股东应占利润	1,837	2,213	1,339	1,795	2,073
<b>EPS (元)</b>	<b>0.30</b>	<b>0.36</b>	<b>0.22</b>	<b>0.29</b>	<b>0.33</b>
<b>同比增长率</b>					
收入 (%)	-15.07%	6.87%	-8.61%	6.24%	7.20%
净利润 (%)	-24.93%	20.49%	-39.48%	34.00%	15.50%

资产负债表 (RMB 百万)					
	FY2023/02	FY2024/02	FY2025/02E	FY2026/02E	FY2027/02E
现金及现金等价物	2,357	1,956	3,260	1,939	3,088
应收账款	1,055	1,330	989	1,474	1,166
存货	6,247	6,284	5,176	6,692	5,949
其他流动资产	2,442	990	934	882	832
<b>流动资产总额</b>	<b>12,101</b>	<b>10,559</b>	<b>10,359</b>	<b>10,987</b>	<b>11,035</b>
固定资产	3,158	2,460	1,735	1,261	939
无形资产	1,073	1,059	1,038	1,017	967
其他非流动资产	488	465	456	447	438
<b>非流动资产总额</b>	<b>4,719</b>	<b>3,985</b>	<b>3,229</b>	<b>2,725</b>	<b>2,343</b>
<b>总资产</b>	<b>16,821</b>	<b>14,544</b>	<b>13,588</b>	<b>13,712</b>	<b>13,379</b>
应付账款	991	387	935	434	1,024
应付即期税项	360	262	249	236	224
其他流动负债	3,917	2,698	2,692	2,696	2,785
<b>流动负债总额</b>	<b>5,268</b>	<b>3,347</b>	<b>3,876</b>	<b>3,366</b>	<b>4,034</b>
递延税项负债	1,481	1,098	1,076	1,055	1,034
其他长期负债	237	249	249	249	249
<b>非流动负债总额</b>	<b>1,719</b>	<b>1,347</b>	<b>1,325</b>	<b>1,304</b>	<b>1,283</b>
<b>总负债</b>	<b>6,987</b>	<b>4,694</b>	<b>5,201</b>	<b>4,670</b>	<b>5,316</b>
<b>股东权益</b>	<b>9,834</b>	<b>9,850</b>	<b>9,850</b>	<b>9,850</b>	<b>9,850</b>

(转下页)

现金流量表 (RMB 百万)					
	FY2023/02	FY2024/02	FY2025/02E	FY2026/02E	FY2027/02E
除税前溢利	2,322	2,759	1,672	2,241	2,589
营运资金变化	555	(915)	1,997	(2,503)	1,642
折旧及摊销	2,191	1,651	1,321	1,189	1,093
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,351</b>	<b>3,129</b>	<b>3,509</b>	<b>1,485</b>	<b>4,009</b>
资本开支	(357)	(397)	(595)	(714)	(772)
其他投资活动	51	199	(21)	(21)	(22)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(306)</b>	<b>(198)</b>	<b>(617)</b>	<b>(736)</b>	<b>(793)</b>
负债变化	(743)	(1,087)	(72)	(65)	6
其他融资活动	(2,698)	(2,246)	(1,516)	(2,006)	(2,072)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(3,440)</b>	<b>(3,332)</b>	<b>(1,588)</b>	<b>(2,071)</b>	<b>(2,067)</b>
<b>现金变化</b>	<b>605</b>	<b>(401)</b>	<b>1,304</b>	<b>(1,322)</b>	<b>1,149</b>
期初持有现金	1,753	2,357	1,956	3,260	1,939
汇率变动	0	0	0	0	0
期末持有现金	2,357	1,956	3,260	1,939	3,088

重点财务数据					
	FY2023/02	FY2024/02	FY2025/02E	FY2026/02E	FY2027/02E
<b>盈利能力</b>					
毛利率	41.7%	41.8%	39.2%	40.7%	41.1%
净利率	6.8%	7.6%	5.1%	6.4%	6.9%
ROE	18.0%	22.5%	14.7%	20.6%	24.2%
<b>营运表现</b>					
行销费用/收入(%)	33.8%	32.7%	33.4%	33.1%	32.8%
实际税率(%)	20.9%	19.9%	20.0%	20.0%	20.0%
股息支付率(%)	145.2%	100.9%	100.0%	100.0%	100.0%
库存周转天数	149.5	135.7	130.0	130.0	130.0
应收账款天数	14.6	15.0	16.0	16.0	16.0
应付账款天数	22.2	14.9	15.0	15.0	15.0
<b>杠杆比率</b>					
资本负债率	41.5%	32.3%	38.3%	34.1%	39.7%
总资产/股本	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4
利息覆盖倍数	11.4	18.9	9.7	10.9	11.5

资料来源：公司公告，国证国际预测

**客户服务热线**

香港：2213 1888

国内：40086 95517

**免责声明**

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

**规范性披露**

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

**公司评级体系**

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

**国证国际证券(香港)有限公司**

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010