

消费

收盘价
港元 6.73

目标价
港元 8.20个

潜在涨幅
+21.8%

2023 年 6 月 27 日

滔搏国际 (6110 HK)

对复苏的乐观情绪上升，市场从库存过高转向新货短缺

- 24 财年第 1 季度销售额强劲反弹：滔搏 2024 财年第 1 季度（23 年 3 月至 5 月）销售额同比增长 20-30%低段，从 2023 财年下半年（22 年 9 月-23 年 2 月）同比下降 15% 反弹，这与我们之前的观点一致，即滔搏不同的财政年度末月（2 月）导致数据差异，对早期疲软的第 4 季度业绩不利，但有利于其第 1 季度业绩，创造了良好的买入机会。公司股价在第 4 季度业绩公布后首天下跌 11%，之后三周内上涨 28%（对比恒指升 7%）。
- 第 1 季度呈现高质量、可持续的销售复苏，其推动因素是：1）零售折扣同比收窄低个位数，由于库存水平下降（同比下降双位数、环比持平）、库龄结构改善（新货占比提升）、以及新品售罄率大幅提高。2）库销比处于健康的 4 至 5 倍范围，环比和同比均有所改善。3）管理层没有看到消费降级的迹象，因为折扣收窄以及高价格的功能性新产品销售强劲（鞋类好于服装）。20-30%低段的销售增长中，均价增长低个位数，其余的来自销量（客流增长占绝大部分，转化率和连带率保持稳定）。
- 从供应过剩（去库存）反转至缺货？因为大多数 2023 年销售的商品都是在 2022 年市场疲软的时候下订单的，所以新品的库存短缺造成强劲的售罄率。补货率已从 0%快速上升至 30%，这意味着中国运动服装市场在短短几个月内就从供过于求转向新品短缺，这对毛利率来说是个好兆头。
- 主要品牌复苏，新增户外品牌：滔搏指出，其所有品牌在增长、零售折扣以及售罄率等零售指标上均表现一致的复苏步伐。滔搏也看到，投资者特别关注的某欧洲主要品牌最近也在复苏中，由于其未来产品线令人兴奋，新管理团队对中国市场的价格管理更注重、以及折扣和库存水平的大幅下降。公司还在其品牌组合中添加了新的跑步、户外及冰雪品牌，包括 HOKA、凯乐石和冷山，并收购了户外内容机构“Mounster 山系文化”，以进军快速增长的户外运动市场。
- 上调目标价至 8.2 港元，重申买入：我们维持乐观态度，并将目标价从 7.2 港元上调至 8.2 港元，基于 17 倍的 2024 财年市盈率（原为 15 倍），因为强劲的第 1 季度业绩增加了 2024 财年反弹的确定性，包括比预期更快，快达到缺货的去库存进程，将会是利润率的一大利好。滔搏及其同行宝胜（3813 HK/买入）都在我们下半年的消费板块首选股票之中。

财务数据一览

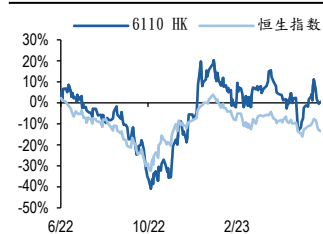
年结2月28日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万人民币)	31,877	27,073	31,481	35,341	39,308
同比增长(%)	-11.5	-15.1	16.3	12.3	11.2
净利润(百万人民币)	2,447	1,837	2,732	3,386	3,943
每股盈利(人民币)	0.39	0.30	0.44	0.55	0.64
同比增长(%)	-11.7	-24.9	48.8	23.9	16.5
市盈率(倍)	15.7	20.9	14.0	11.3	9.7
每股账面净值(人民币)	1.71	1.59	1.70	1.80	1.89
市账率(倍)	3.62	3.90	3.64	3.43	3.27
股息率(%)	7.0	5.3	7.1	8.8	10.3

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	8.04
52周低位(港元)	3.96
市值(百万港元)	41,734.21
日均成交量(百万)	3.51
年初至今变化(%)	8.72
200天平均价(港元)	6.91

资料来源: FactSet

吕浩江, CFA

edward.lui@bocomgroup.com

(852) 3766 1809

本文翻译自报告“[Topsports International \(6110 HK\) - Raised optimism on recovery, market flipping from over-supply to shortage](#)”，原报告发布于 2023 年 6 月 27 日

第 1 季度电话会议要点

相比 2019 年水平，6 月优于 5 月，但同比则有放缓：与 3 月至 4 月的复苏相比，5 月至 6 月的走势波动较大，但仍符合滔搏管理层的预期。进入 5 月下旬，低基数效应开始减弱，以及二次感染率的上升。6 月份的情况有点复杂，因为它包括了“618”大促和端午节，去年促销和假期同时发生，今年则不重合。滔搏在“618”期间表现良好，符合预期。就 6 月整体而言，鉴于基数较高，6 月表现到目前为止不及 5 月。但与 2019 年的水平相比，6 月会明显好于 5 月。年初至今（3 月至 6 月下旬）滔搏总体销售额仍处于 2019 年同期 80-85% 的水平，但 6 月好于 5 月。5 月、6 月的零售折扣仍然保持健康。

重申全年销售指引（乐观前景，增长与市场同步）和利润率扩张预期：滔搏维持一个月前发布的指引，预计全年销售增长将与市场同步。销售方面，预计短期销售趋势将出现波动。8 月份基数较高，但 9 月份基数效应将再次缓解，但作为零售商，滔搏希望消费情绪和消费能力继续复苏，并维持乐观看法和 5 月份给出的全年指引。利润率方面，公司目标是同比有所改善，原因是 1) 零售折扣改善，这在第 1 季度已有所体现，以及 2) 运营杠杆，即运营费用率改善。因此，滔搏预计净利润增长将超过销售额增长。

库存短缺、补货率上升至 30%：由于体育用品行业仍依靠订货会的特性，2023 年 4 个季度中，有 3 个季度的订单是在需求相对较弱的 2022 年下达的，因此导致滔搏的新品售罄率较高（或是说，缺货）。但公司认为供应短缺问题比需求短缺更好处理。同时，渠道和库存管理也发生了变化，以更好地匹配市场的需求，而补货率也一度提升至 30%。

1Q 销售额按产品类别划分：功能性产品优于时尚产品。这种趋势持续了相当长的一段时间，从 2022 财年和 2023 财年到现在的 2024 财年第 1 季度。这在滔搏的服装与鞋类业绩中得到体现，因为 2024 财年第 1 季度鞋类销售的增长速度继续快于服装。

1Q 销售额按量、价划分：平均单价和销量均出现复苏。销售复苏主要是由销量（客流量）推动的，而转化率和连带率保持稳定。受吊牌价小幅上涨以及零售折扣收窄（低个位数）的推动，平均售价同比出现低至中个位数的增长。然而，销售复苏的关键驱动力仍然是销量。

1Q 销售额按渠道划分：1 季度线上私域流量（微店、抖音等）增长最为强劲，其次是线下零售，然后是线上公域流量（电商平台）。

- ⊖ **线下（零售与批发）：**零售销售增长快于批发，延续了去年的趋势。零售是滔搏的核心业务重点，其增长主要由同店销售增长推动，其增长速度与 20-30% 低段的整体销售增长速度相似。尽管线下门店总销售面积同比下降 6.5%（环比降 1.7%），门店数量同比减少约 15%（环比降约 5%），其总关店数量远小于去年同期。管理层维持全年门店数量持平的指引，而总销售面积有所增加，但强调销售增长将主要来自店效（同店销售）增长。
- ⊖ **线上（私域与公域）：**线上占销售额的 20-30% 中至低段，与去年相似。私域流量带来的销售占线上销售额的 40%，而 60% 来自电商平台。

2023 年 6 月 27 日

滔搏国际 (6110 HK)

关于其主要欧洲品牌客户：在销售复苏的情况下，各个品牌都看到了比较一致的复苏趋势。除了增长之外，各品牌也在其他的零售指标（如折扣率和售罄率）出现了差不多的复苏趋势。市场尤其关注滔搏的某一个主要品牌客户，而公司最近也看到了显著改善。1）其管理层对产品的认知与关注程度都是比以往更高，这可以从其未来的产品线中看出。2）库存水平较前期大幅下降。3）其中国的管理团队把更多的工作重心放在价格秩序的管理上，这一点从其零售折扣的大幅改善中可以看出，并注重一个高质量的销售成长。滔搏认为今年应该是这个品牌重新加速的一年。

消费降级？未有迹象。滔搏并没有看到消费降级的趋势，很难下结论。第 1 季度零售折扣收窄意味着平均售价正在改善，同时新品售罄率也在改善。如果消费降级真的发生，那么消费者应该更加关注价格，但事实并非如此。滔搏的高价功能性产品仍然很受欢迎。因此，公司并没有看到明显的消费降级趋势，但也不能确定。此外，体育用品的需求可能比其他消费类别更具弹性。

滔搏仍然是其两个主要品牌的重要零售合作伙伴：在过去几年中，滔搏在其主要品牌客户的中国零售额中保持了相当稳定的占比，大概 30% 左右。因此，尽管各品牌加大了直接营销（DTC）业务的重要性，但其销售贡献并未下降。

品牌阵容新增 HOKA、凯乐石和冷山：滔搏新增户外跑步品牌 HOKA、登山品牌凯乐石、冰雪运动品牌冷山等新品牌，以丰富其品牌及产品组合，并进军快速发展的户外市场。它还投资了专业户外内容机构“Mounster 山系文化”。滔搏认为，随着消费者运动参与度的持续增加，对户外品牌的需求应该会增加，这也凸显了其朝这个方向的扩张。

会员基数持续增长：滔搏本季度会员总数同比增长超过 17%，达到 7,000 万以上，复购率健康。

图表 1: 滔搏:季度销售和运营数据

增长 (% YoY)	FY22				FY23				FY24
	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	1 季度
	21 年 5 月	21 年 8 月	21 年 11 月	22 年 2 月	22 年 5 月	22 年 8 月	22 年 11 月	23 年 2 月	23 年 5 月
零售和批发业务收入增长(% YoY)	n/a	n/a	下跌 20-30%低段	下跌 10-20%高段	下跌 20-30%高段	下跌低单位数	下跌 10-20%高段	下跌 10-20%低段	上升 20-30%低段
实际公布数据	-1.3%		-19.5%		-14.3%		-15.6%		
直营门店毛销售面积增长(% YoY)	n/a	4.9%	7.0%	5.4%	2.8%	-0.7%	-5.7%	-6.8%	-6.5%
实际公布数据	4.9%		5.4%		-0.7%		-6.8%		

资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 滔搏国际目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 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	50.40	76.00	50.8%	2023 年 03 月 27 日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	20.85	30.00	43.9%	2023 年 03 月 02 日	啤酒
9633 HK	农夫山泉	中性	42.75	47.40	10.9%	2023 年 03 月 29 日	食品饮料
2313 HK	申洲国际	买入	72.30	91.90	27.1%	2022 年 09 月 29 日	纺服代工
1044 HK	恒安国际	买入	33.20	41.70	25.6%	2023 年 03 月 23 日	个护家清
3331 HK	维达国际	中性	19.98	23.70	18.6%	2023 年 01 月 26 日	个护家清
9922 HK	九毛九	买入	13.10	23.20	77.1%	2023 年 02 月 21 日	餐厅
2020 HK	安踏	买入	79.90	127.00	58.9%	2023 年 03 月 22 日	运动品牌
2331 HK	李宁	买入	42.30	56.90	34.5%	2023 年 06 月 05 日	运动品牌
6110 HK	滔搏国际	买入	6.73	8.20	21.8%	2023 年 06 月 27 日	体育用品经销商
3813 HK	宝胜国际	买入	0.56	1.52	171.4%	2023 年 05 月 11 日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2023 年 6 月 26 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结2月28日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	31,877	27,073	31,481	35,341	39,308
主营业务成本	(18,052)	(15,789)	(17,787)	(19,932)	(22,131)
毛利	13,824	11,284	13,694	15,408	17,178
销售及管理费用	(10,722)	(9,152)	(10,197)	(11,157)	(12,211)
其他经营净收入/费用	327	299	270	270	270
经营利润	3,430	2,431	3,768	4,521	5,236
财务成本净额	(104)	(109)	(125)	(7)	21
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	3,326	2,322	3,643	4,514	5,258
税费	(880)	(486)	(911)	(1,129)	(1,314)
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	2,447	1,837	2,732	3,386	3,943
作每股收益计算的净利润	2,447	1,837	2,732	3,386	3,943

资产负债表 (百万元人民币)					
截至2月28日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,753	2,357	3,822	4,058	4,235
有价证券	0	1,286	0	0	0
应收账款及票据	1,107	1,055	1,227	1,377	1,532
存货	6,686	6,247	7,086	7,941	8,817
开发中物业及土地预付款	1,435	1,136	1,321	1,483	1,649
其他流动资产	0	20	0	0	0
总流动资产	10,980	12,101	13,456	14,859	16,233
投资物业	0	0	0	0	0
物业、厂房及设备	1,009	733	389	(3)	(443)
无形资产	1,093	1,073	1,073	1,073	1,073
其他长期资产	4,714	2,913	2,227	1,965	1,864
总长期资产	6,816	4,719	3,690	3,035	2,494
总资产	17,796	16,821	17,146	17,894	18,727
短期贷款	518	1,545	1,545	1,545	1,545
应付账款	927	991	1,165	1,360	1,571
其他短期负债	3,428	2,732	2,883	3,045	3,211
总流动负债	4,873	5,268	5,593	5,950	6,327
其他长期负债	2,342	1,719	1,033	771	670
总长期负债	2,342	1,719	1,033	771	670
总负债	7,215	6,987	6,627	6,721	6,997
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	10,582	9,834	10,519	11,173	11,730
股东权益	10,582	9,834	10,519	11,173	11,730
总权益	10,582	9,834	10,519	11,173	11,730

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28日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	3,326	2,322	3,643	4,514	5,258
折旧及摊销	698	609	726	813	903
营运资本变动	568	441	(851)	(810)	(820)
利息调整	139	109	125	7	(21)
税费	(903)	(891)	(911)	(1,129)	(1,314)
其他经营活动现金流	1,861	1,761	1,495	1,073	911
经营活动现金流	5,690	4,351	4,228	4,469	4,915
资本开支	(716)	(357)	(382)	(421)	(463)
投资活动	0	(20)	0	0	0
其他投资活动现金流	45	71	1,411	202	215
投资活动现金流	(671)	(306)	1,028	(218)	(248)
负债净变动	(805)	1,024	0	0	0
股息	(1,550)	(2,667)	(2,047)	(2,732)	(3,386)
其他融资活动现金流	(2,140)	(1,798)	(1,745)	(1,282)	(1,104)
融资活动现金流	(4,494)	(3,440)	(3,791)	(4,014)	(4,490)
年初现金	1,229	1,753	2,357	3,822	4,058
年末现金	1,753	2,357	3,822	4,058	4,235

财务比率					
年结2月28日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.395	0.296	0.441	0.546	0.636
全面摊薄每股收益	0.395	0.296	0.441	0.546	0.636
每股股息	0.430	0.330	0.441	0.546	0.636
每股账面值	1.706	1.586	1.696	1.802	1.892
利润率分析(%)					
毛利率	43.4	41.7	43.5	43.6	43.7
EBIT利润率	10.8	9.0	12.0	12.8	13.3
净利率	7.7	6.8	8.7	9.6	10.0
盈利能力(%)					
ROA	13.8	10.6	16.1	19.3	21.5
ROE	24.1	18.0	26.8	31.2	35.3
ROIC	18.7	15.5	27.2	33.2	37.9
其他					
流动比率	2.3	2.3	2.4	2.5	2.6
存货周转天数	135.2	144.4	145.4	145.4	145.4
应收账款周转天数	12.7	14.2	14.2	14.2	14.2
应付账款周转天数	18.7	22.9	23.9	24.9	25.9
派息比率(%)	109.0	111.4	100.0	100.0	100.0

交銀国际

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。

本研究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】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

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、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、Qiniu Ltd.、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、GOGO Holdings Limited（前称：58 Freight Inc.）、苏新美好生活服务股份有限公司、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、清晰医疗集团控股有限公司、汇通达网络股份有限公司、东原仁知城市运营服务集团股份有限公司、武汉有机控股有限公司、读书郎教育控股有限公司、博维智慧科技有限公司、润迈德医疗有限公司、乐透互娱有限公司、双财庄有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、香港汇德收购公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康津生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司及Sincere Watch (Hong Kong) Limited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Interra Acquisition Corp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，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不暗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。