

2025 年 05 月 22 日

库存出现改善，高分红延续

滔搏(6110. HK)

评级:	买入	股票代码:	6110
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	5.82/2.11
目标价格:		总市值(亿)	198.44
最新收盘价:	3.2	自由流通市值(亿)	198.44
		自由流通股数(百万)	6,201.22

事件概述

FY2025 公司收入/归母净利/经营性现金流分别为 270.13/12.86/37.55 亿元，同比增长-6.6%/-41.9%/20.0%，归母净利下滑幅度高于收入主要由于公司面对销售下滑带来的存货压力，加大整体促销力度、调整线上线下销售结构影响导致毛利率下滑。经营现金流高于净利主要由于存货减少、应收账款减少、有效的运营资金管理。

FY2025 每股拟派发现金红利 0.02 元、特别股息 0.12 元，叠加中期股息 0.14 元，分红率为 135%，股息率为 8.75%。

分析判断:

门店数下降 18.3%、单店销售面积提升 7.2%。1) 分拆收入来看，FY2025 主力品牌/其他品牌/联营费用收入/电竞收入分别为 233.11/35.05/1.46/0.52 亿元、同比下降 6.1%/9.9%/14.1%/-32.4%，收入下降主要由于消费疲软、线下客流下滑。2) 截至 2025 年 2 月 28 日门店数为 5020 家，同比减少 18.3%，毛销售面积减少 12.4%，单店销售面积提升 7.2%。公司在门店布局上，坚持“优选+优化”原则，以效率为核心，针对品牌的差异性、消费者画像、品牌属性来调整零售门店结构，审慎应对需求环境，加速关闭尾部店铺，以应对线下客流疲软带来的经营压力。3) 分渠道来看，零售业务/批发业务收入分别为 230.27/37.88 亿元，同比下降 6.8%/5.8%。4) 线上聚集“平台电商+内容电商+私域运营”的全面组合，截至年末，公司抖音及微信视频号帐号超过 500 个，小程序店铺数目超过 2,300 家。抖音平台销售表现跻身抖音平台运动户外榜第一，私域小程序在腾讯官方发布的微信热门小程序运动户外类排行榜中保持排名第一。本财年包含公域和私域在内的直营线上业务销售额同比双位数增长，直营线上占整体直营销销售额的比例达 30%-40%中段，占比持续提升（FY2025H1 线上占比约为 30%）。5) FY2025Q4 零售及批发业务销售金额同比中单位数下跌，FY2024 同期为低单位数下跌。6) 公司持续推动运动零售体验升级，以年轻人的兴趣爱好为出发点加速布局，满足“功能+社交”双重需求。与品牌合作伙伴携手探索新一代的门店形态，创新打造了一系列的线下零售体验空间，包括 adidas HALO 概念店及 FUTURE OF STYLE 概念店，JORDAN WORLD OF FLIGHT 店，注重跑者服务的 HOKA 品牌零售店，以及 KAILAS 登山概念店等。7) 通过 AI 实现降本增效，公司自主研发的“海豚 AI”工具，已部分实现与公司全场景工作流的结合应用，智能推荐功能上线后至财年末带动销售额近亿元，贡献同期私域商城总销售额约 10%，智能内容生成工具实现覆盖 40%的私域营销文案创作，提升内容产出效率，部分后台流程的自动化改造则使其耗时减少 50%。8) 截至财年末，公司累计用户数为 8600 万，同比提升 12.7%，会员贡献的店内零售总额比例为 93.2%，同比下降 0.2PCT。公司对高价值会员忠诚度的培育持续得到正向回馈，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约 40%，客单价持续显著高于会员整体。

FY2025 毛利率下降幅度高于净利率主要由于行政费用率下降、所得税占比下降。(1) FY2025 公司毛利率同比下降 3.4PCT 至 38.4%，归母净利率同比下降 2.9PCT 至 4.8%，毛利率下降主要是由于面对销售下滑带来的存货压力，加大整体促销力度、调整线上线下销售结构影响。FY2025 销售/管理/财务费用率为 29.4%/3.7%/0.1%、同比增加 0.5/-0.2/0PCT，所得税占比下降 0.9PCT。

库存及存货周转天数略有下降。FY2025 存货为 60.04 亿元、同比下降 4.5%，存货周转天数 135 天、同比减少 1 天。应收账款为 7.52 亿元、同比下降 43.4%，应收账款周转天数为 14 天、同比减少 1 天。应付账款为 9.41 亿元，同比下降 13.5%，应付账款周转天数为 8 天、同比下降 7 天

投资建议

我们分析，（1）短期来看，公司库存已出现改善，线上平台电商+内容电商+私域运营全覆盖有望持续提升线上收入，对线下客流的下降实现补充。与高端跑步品牌 SORA、户外品牌 norda、Norrone 达成合作，持续拓展品牌矩阵，有望带来新增量；（2）中期来看，NIKE 更换新 CEO 后，未来有望在跑步和户外发力、迎来拐点，阿迪则延续复苏态势；（3）长期来看，公司作为强渠道商、具备优质的合作伙伴、终端门店结构持续优化，数字化转型带动线上销售，以及公司具有高分红属性。下调盈利预测，下调 FY26-27 收入预测 286.82/307.26 亿元至 263.85/279.18 亿元，新增 FY28 收入预测 294.49 亿元，下调 FY26-27 归母净利润预测 16.44/19.24 亿元至 12.90/14.52 亿元，新增 FY28 归母净利润预测 16.24 亿元，对应下调 FY26-27 EPS0.27/0.31 元至 0.21/0.23 元，新增 FY28 EPS 预测 0.26 元，25 年 5 月 21 日公司收盘价 3.2 港元对应 PE 为 14.3/12.7/11.4X（1 港元=0.93 元人民币），股息率 8.75%，维持“买入”评级。

风险提示

合作品牌特殊舆论事件影响零售表现，终端消费不及预期，新品牌合作不达预期，合作国际品牌恢复不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	28933.20	27012.90	26385.06	27917.91	29449.30
YoY (%)	6.87%	-6.64%	-2.32%	5.81%	5.49%
归母净利润(百万元)	2213.00	1286.00	1290.13	1451.84	1623.73
YoY (%)	20.49%	-41.89%	0.32%	12.53%	11.84%
毛利率 (%)	41.75%	38.44%	38.50%	38.70%	38.90%
每股收益 (元)	0.36	0.21	0.21	0.23	0.26
ROE	0.22	0.14	0.13	0.13	0.13
市盈率	13.86	15.11	14.30	12.71	11.37

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：李佳妮

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	27012.90	26385.06	27917.91	29449.30	净利润	1286.00	1290.13	1451.84	1623.73
YoY (%)	-6.69%	-2.32%	5.81%	5.49%	折旧和摊销	0.00	171.74	166.05	160.65
营业成本	16629.50	16226.81	17113.68	17993.52	营运资金变动	0.00	8891.53	-3962.71	4134.46
营业税金及附加					经营活动现金流	3755.30	10267.39	-2430.99	5832.49
销售费用	7943.80	8346.91	8628.03	8885.74	资本开支	-372.80	-58.00	-58.00	-58.00
管理费用	995.50	285.00	447.93	627.13	投资	0.00	-120.00	-120.00	-120.00
财务费用	33.10	63.90	63.90	63.90	投资活动现金流	-297.50	-29.40	-29.40	-29.40
研发费用					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	1409.90	0.00	0.00	0.00
投资收益					筹资活动现金流	-2826.40	-467.90	-469.90	-471.90
营业利润					现金净流量	631.40	9770.09	-2930.29	5331.19
营业外收支									
利润总额	1559.60	1611.03	1812.97	2027.61	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
所得税	274.90	322.21	362.59	405.52	成长能力 (%)				
净利润	1284.70	1288.83	1450.38	1622.09	营业收入增长率	-6.64%	-2.32%	5.81%	5.49%
归属于母公司净利润	1286.00	1290.13	1451.84	1623.73	净利润增长率	-41.89%	0.32%	12.53%	11.84%
YoY (%)	-41.89%	0.32%	12.53%	11.84%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.21	0.21	0.23	0.26	毛利率	38.44%	38.50%	38.70%	38.90%
					净利率	4.76%	4.89%	5.20%	5.51%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	总资产收益率 ROA	8.63%	5.17%	6.38%	5.73%
货币资金	2587.40	12357.49	9427.21	14758.39	净资产收益率 ROE	14.20%	12.97%	13.21%	13.30%
预付款项					偿债能力 (%)				
存货	6004.00	6417.76	6682.90	7091.29	流动比率	2.44	1.55	1.83	1.67
其他流动资产	996.70	0.00	27.92	29.45	速动比率	0.89	1.08	1.18	1.19
流动资产合计	10986.40	21147.59	19005.50	24670.79	现金比率	0.58	0.90	0.91	1.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	39.21%	60.18%	51.68%	56.92%
固定资产	541.40	524.08	507.63	491.99	经营效率 (%)				
无形资产	2864.30	2767.89	2676.29	2589.28	总资产周转率	1.83	1.32	1.17	1.15
非流动资产合计	3916.10	3822.37	3734.32	3651.67	每股指标 (元)				
资产合计	14902.50	24969.95	22739.82	28322.46	每股收益	0.21	0.21	0.23	0.26
短期借款	2130.00	2130.00	2130.00	2130.00	每股净资产	1.46	1.60	1.77	1.97
应付账款及票据	343.40	4292.83	596.79	4544.22	每股经营现金流	0.61	1.66	-0.39	0.94
其他流动负债	1754.50	6860.12	7258.66	7656.82	每股股利	0.14	0.70	0.70	0.70
流动负债合计	4496.10	13678.72	10404.22	14772.77	估值分析				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	15.11	14.30	12.71	11.37
其他长期负债	1347.40	1347.40	1347.40	1347.40	PB	2.15	1.86	1.68	1.51
非流动负债合计	1347.40	1347.40	1347.40	1347.40					
负债合计	5843.50	15026.12	11751.62	16120.17					
股本	0.00	0.00	0.00	0.00					
少数股东权益	0.20	-1.10	-2.57	-4.21					
股东权益合计	9059.00	9943.83	10988.20	12202.29					
负债和股东权益合计	14902.50	24969.95	22739.82	28322.46					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。