

滔搏 (06110.HK)

全年收入下滑 6.6%，加码全域零售与细分赛道

优于大市

核心观点

收入与净利润下滑符合预期，现金流充裕支撑高派息。受消费需求疲软及线下客流下滑影响，2025 财年收入同比下降 6.6% 至 270.1 亿元。**分商业模式看：**零售渠道收入 230.3 亿元，同比下降 6.8%；批发渠道收入 37.9 亿元，同比下降 5.8%。**分品牌看：**主力品牌（耐克、阿迪达斯）收入 233.1 亿元，同比下降 6.1%；其他品牌收入 35.0 亿元，同比下降 9.9%。

利润方面，因促销力度加大及负经营杠杆影响，归母净利润同比下滑 41.9% 至 12.9 亿元。其中，毛利率同比下降 3.4 个百分点至 38.4%，主因促销折扣加深、线上低毛利渠道占比提升及存货减值拨备增加；费用率小幅上升 0.3 个百分点至 33.1%；净利率同比下降 2.8 个百分点至 4.8%。

现金方面，经营现金流净额同比+20%至 37.6 亿元，自由现金流/净利润达 2.6 倍，体现高效现金创收能力，其中存货周转天数为 134.9 天，同比下降 1.2 天，较中期下降 13.4 天；维持高派息率 135%（同期：100.9%），自 2019 年上市以来累计派息率 104.2%，股息率行业领先。

半年度方面，下半年收入降幅收窄（上下半年分别下滑 7.9%/5.4%），利润跌幅增大（上下半年分别下滑 34.7%/52.9%），主要因上下半年的核心利润率降幅接近，而其他收入占比在下半年降幅加大，所得税率部分抵消影响。

门店结构优化，会员运营与全域零售能力提升，加码户外赛道。截至 2025 年 2 月末，直营门店净减少 1,124 家至 5,020 家（同比-18.3%），总销售面积同比-12.4%，但单店销售面积同比+7.2%，反映“优中选优”策略下门店效率提升。累计用户数达 8,600 万（环比+6%，同比+13%），会员贡献销售额占比 93.2%；复购会员贡献 70% 消费额，高价值会员占比中单位数，但贡献近 40% 销售额，用户粘性凸显。直营线上销售额占比提升至 30%-40% 中段，内容电商增量突出，抖音和微信视频号超过 500 个，抖音平台 GMV 跻身运动户外榜第一；私域运营加速，小程序店铺超 2,300 家，微信运动户外类小程序排名第一。公司战略性切入户外及专业运动赛道，成为高端越野跑品牌 norda、挪威顶级户外品牌 Norrona 的中国独家运营伙伴，并引入 SOAR Running，完善“专业+潮流”产品矩阵。

财年四季度加速关店但流水降幅稳定，展望新财年利润持平。财年四季度（2024 年 12 月~2025 年 2 月）零售及批发业务之总销售额同比下跌中单位数（三季度：下跌中单位数），而其中直营门店面积环比和同比减少幅度分别加大至 8.0% 和 12.4%（三季度：下滑 2.1% 和 4.4%）。管理层在业绩会上表示对新财年谨慎乐观，聚焦效率和效益优先，目标是净利润额同比持平，净利率同比改善，暂时对毛利率保持保守判断，核心通过降本增效、线上渠道占比提升等方式，以费用率同比改善提升盈利能力。

风险提示：宏观消费需求不及预期；渠道运营优化不及预期；品牌声誉风险。

投资建议：看好公司库存优化与全域零售带动盈利弹性，长期现金回报出色。近期消费环境仍然具有不确定性，行业折扣水平仍然较大，公司凭借自身全域运营能力有望逐步改善盈利能力，并在未来消费好转和品牌新品周期的共振下盈利较好的利润弹性，同时我们看好中长期公司保持高效的现金创收能力与高派息水平。基于短期消费环境仍不明朗，我们下调 2026~2028 财年业绩预测，预计 2026~2028 财年净利润分别为 13.0/14.6/16.3 亿元（前值为

公司研究 · 海外公司财报点评

纺织服饰 · 服装家纺

证券分析师：丁诗洁 证券分析师：刘佳琪
0755-81981391 010-88005446
dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn
S0980520040004 S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	3.80 - 4.00 港元
收盘价	3.09 港元
总市值/流通市值	19162/19162 百万港元
52 周最高价/最低价	5.13/1.98 港元
近 3 个月日均成交额	105.99 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

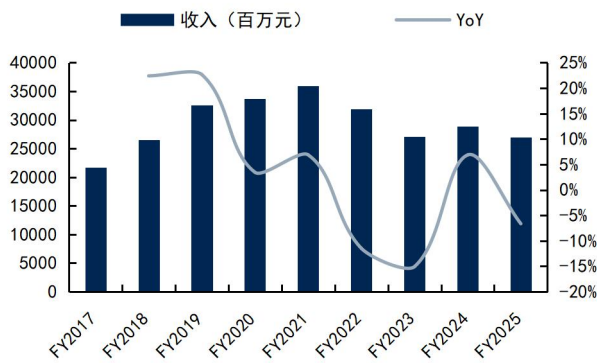
《滔搏 (06110.HK) - 三季度销售下滑收窄至中单位数，财年底有望实现库存改善目标》——2024-12-17
《滔搏 (06110.HK) - 上半年财年收入与净利润下滑，现金流充裕保持高派息率》——2024-10-25
《滔搏 (06110.HK) - 2024 财年净利润增长 20%，维持 100% 以上高分红率》——2024-05-24
《滔搏 (06110.HK) - 财年三季度销售增长约 10~14%，门店面积环比转正》——2023-12-17
《滔搏 (06110.HK) - 上半年财年净利润增长 17%，效率提升驱动高质量增长》——2023-10-20

17.9/19.2 亿元), 同比+0.7%/+12.6%/+11.5%。维持合理估值区间至 3.8~4.0 港元, 对应 2026 财年 17~18xPE, 维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	28,933	27,013	26,163	27,039	27,908
(+/-%)	6.9%	-6.6%	-3.1%	3.4%	3.2%
净利润(百万元)	2213	1286	1295	1458	1626
(+/-%)	20.5%	-41.9%	0.7%	12.6%	11.5%
每股收益(元)	0.36	0.21	0.21	0.24	0.26
EBIT Margin	9.0%	5.3%	5.6%	6.1%	6.7%
净资产收益率 (ROE)	22.5%	14.2%	13.8%	14.9%	15.9%
市盈率 (PE)	8.4	14.4	14.3	12.7	11.4
EV/EBITDA	9.4	17.8	11.5	10.5	9.6
市净率 (PB)	1.88	2.04	1.97	1.89	1.81

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图1：公司营业收入及增速



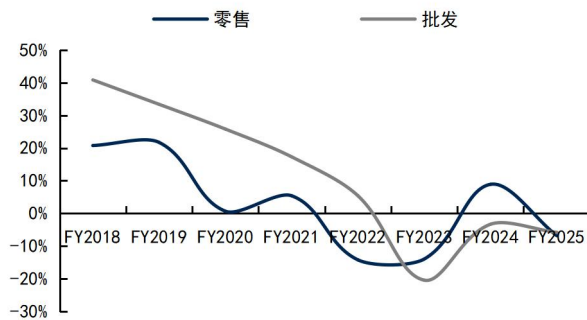
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司净利润及增速



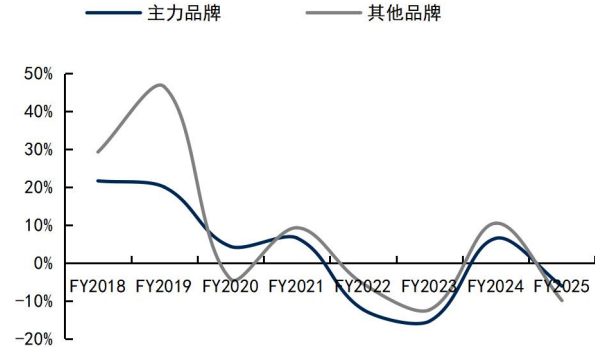
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司分商业模式收入增长



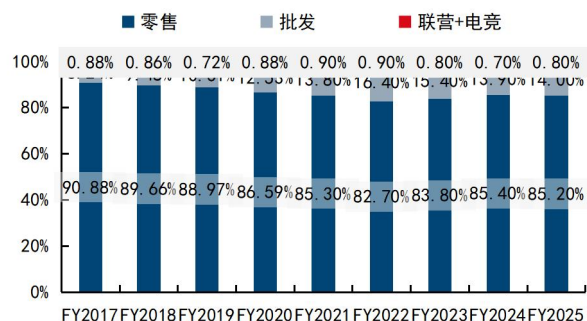
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司分品牌收入增长



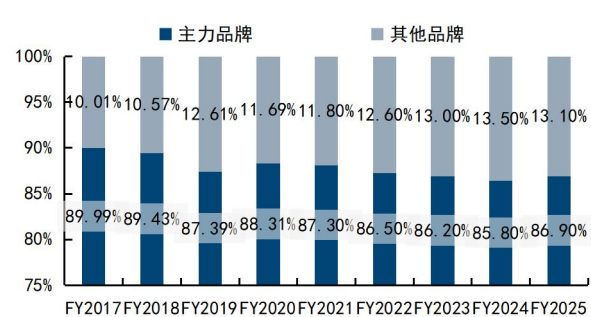
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司分商业模式收入占比



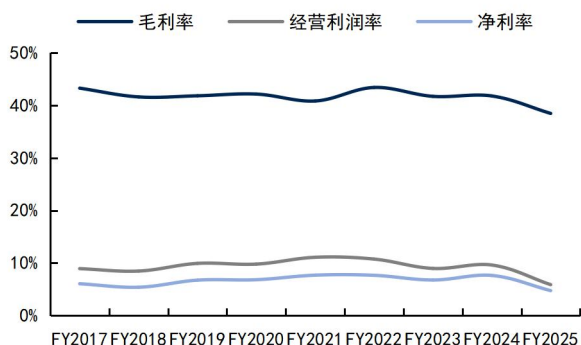
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司分品牌收入占比



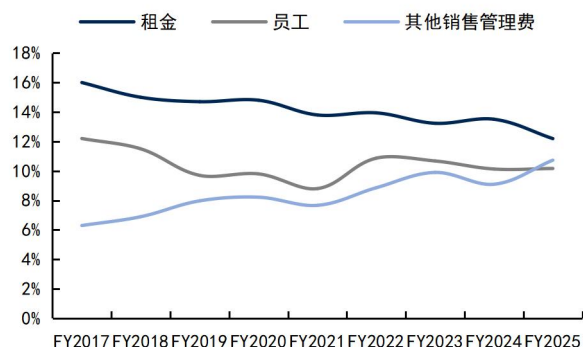
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司利润率水平（%）



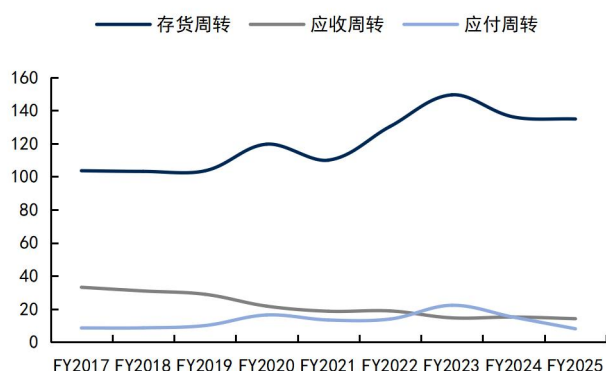
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司费用开支占比



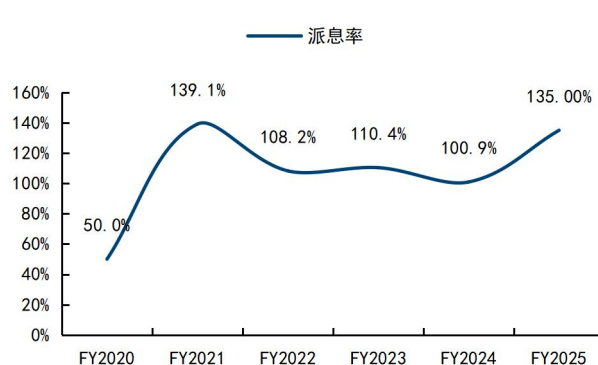
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司营运资金周转天数



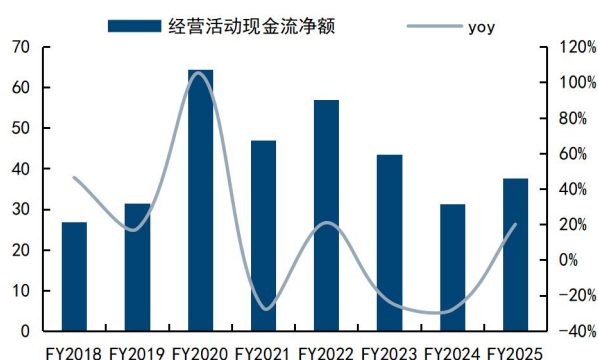
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司派息率



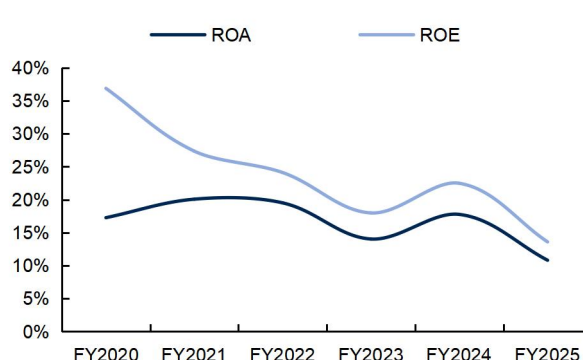
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：公司经营性现金流净额及变化



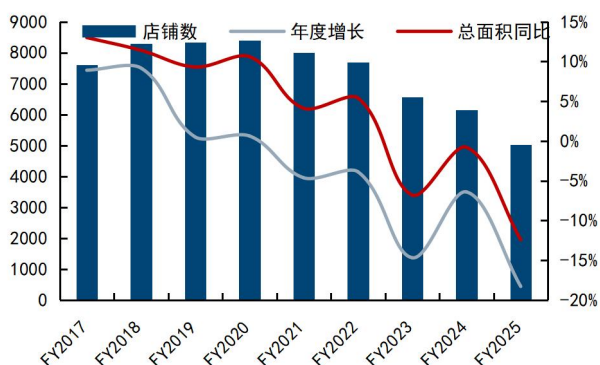
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：公司ROA与ROE



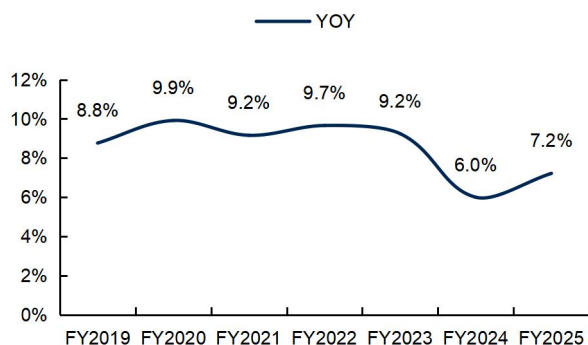
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 公司店铺数与总面积同比增长



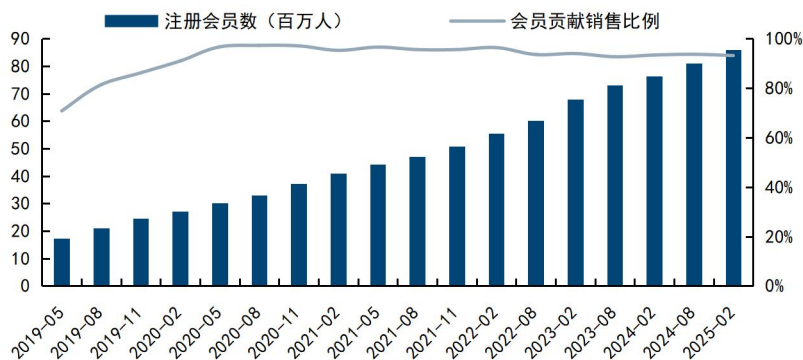
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图14: 公司单店销售面积同比增长



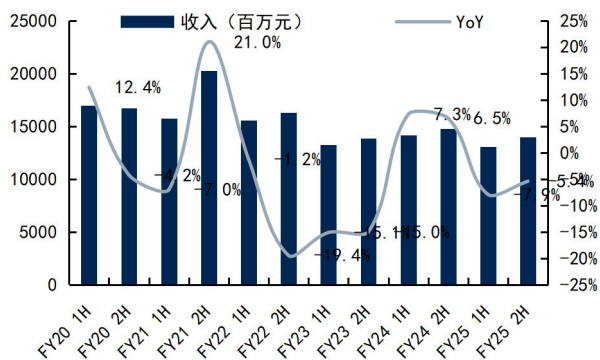
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图15: 公司注册会员数以及会员贡献销售比例



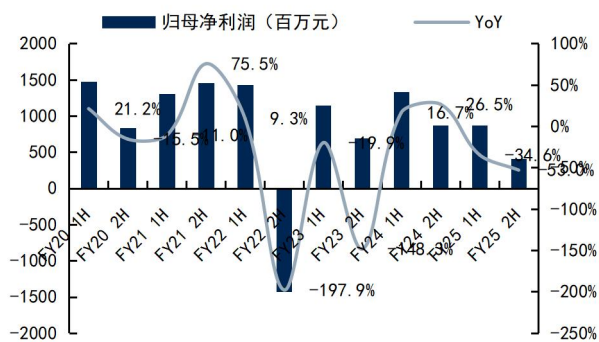
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图16: 公司半年度收入及同比变化



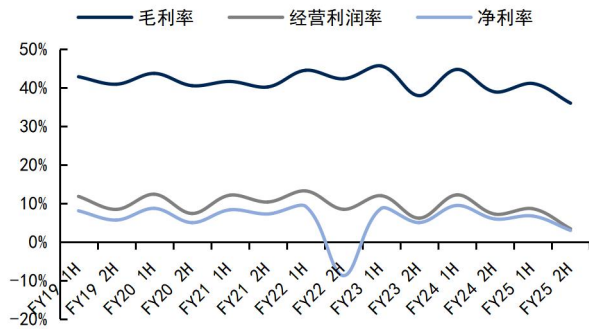
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图17: 公司半年度净利润及同比变化



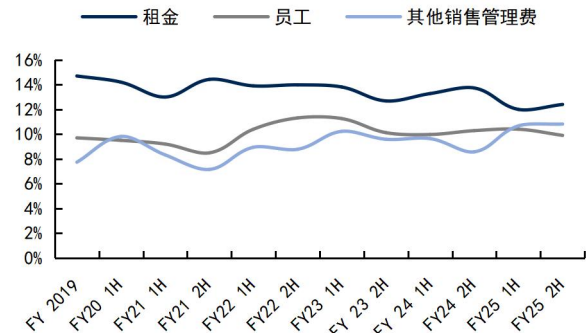
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图18: 公司半年度利润率水平 (%)



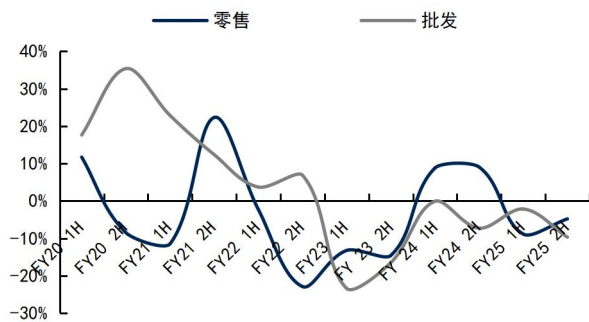
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图19: 公司半年度费用开支占比



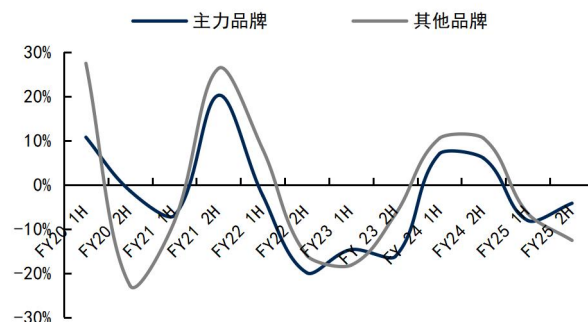
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图20: 公司半年度分商业模式收入增长



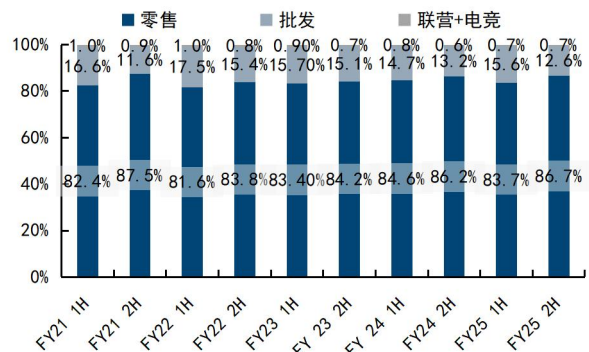
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图21: 公司半年度分品牌收入增长



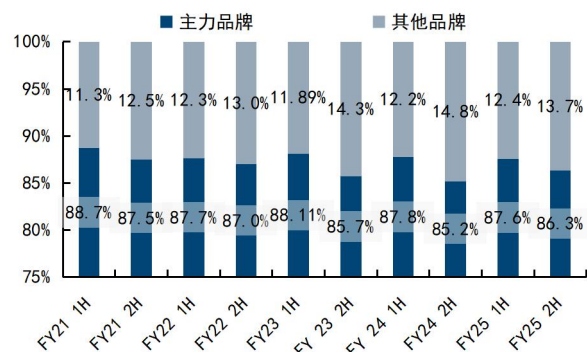
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图22: 公司半年度分商业模式收入占比



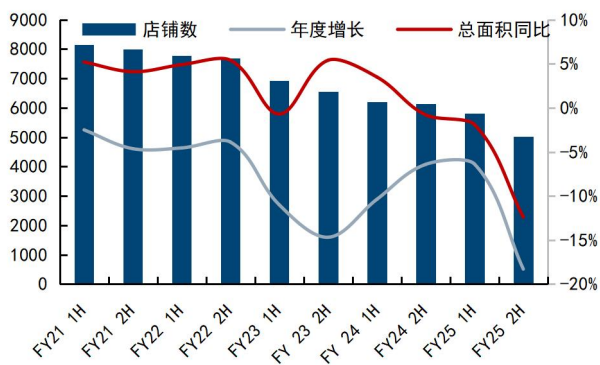
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图23: 公司半年度分品牌收入占比



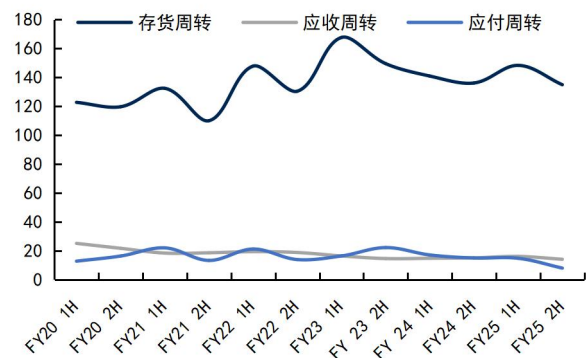
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图24: 公司半年度店铺数与总面积同比增长



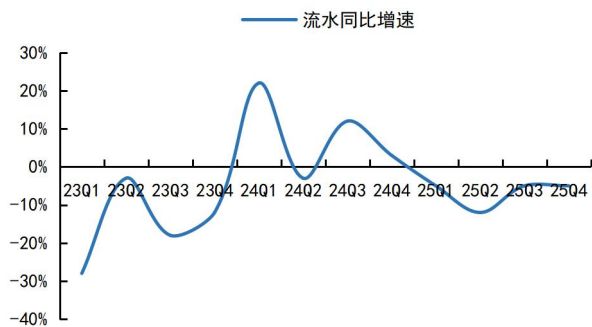
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图25: 公司半年度运营资金周转天数



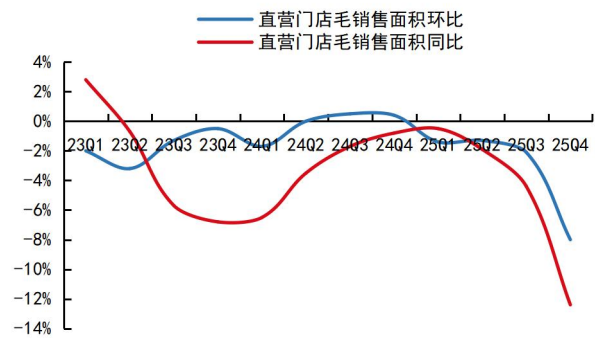
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图26: 公司分季度流水同比增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图27: 公司分季度直营门店面积变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：看好公司库存优化与全域零售带动盈利弹性，长期现金回报出色

近期消费环境仍然具有不确定性，行业折扣水平仍然较大，公司凭借自身全域运营能力有望逐步改善盈利能力，并在未来消费好转和品牌新品周期的共振下盈利较好的利润弹性，同时我们看好中长期公司保持高效的现金创收能力与高派息水平。基于短期消费环境仍不明朗，我们下调 2026~2028 财年业绩预测，预计 2026~2028 财年净利润分别为 13.0/14.6/16.3 亿元（前值为 17.9/19.2 亿元），同比+0.7%/+12.6%/+11.5%。维持合理估值区间至 3.8~4.0 港元，对应 2026 财年 17~18xPE，维持“优于大市”评级。

表1：盈利预测和财务指标

盈利预测及市场重要数据	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	28,933	27,013	26,163	27,039	27,908
(+/-%)	6.9%	-6.6%	-3.1%	3.4%	3.2%
净利润(百万元)	2213	1286	1295	1458	1626
(+/-%)	20.5%	-41.9%	0.7%	12.6%	11.5%
每股收益(元)	0.36	0.21	0.21	0.24	0.26
EBIT Margin	9.0%	5.3%	5.6%	6.1%	6.7%
净资产收益率(ROE)	22.5%	14.2%	13.8%	14.9%	15.9%
市盈率(PE)	8.4	14.4	14.3	12.7	11.4
EV/EBITDA	9.4	17.8	11.5	10.5	9.6
市净率(PB)	1.88	2.04	1.97	1.89	1.81

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	2024A	EPS 2025E 2026E	PE 2024A 2025E 2026E	g 2024~2026	总市值人民币亿元
6110.HK	滔搏	优于大市	2.98	0.21	0.21 0.24	14.4 14.3 12.7	6.5%	182.3
可比公司								
3813.HK	宝胜国际	优于大市	0.47	0.09	0.09 0.10	5.0 5.0 4.6	5.2%	24.5
2331.HK	李宁	优于大市	14.35	1.17	0.97 1.09	12.3 14.8 13.1	-3.1%	365.8
NKE.N	耐克	无评级	435.12	27.06	20.49 23.77	16.1 21.2 18.3	-6.3%	6642

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

注：无评级公司盈利预测来自彭博一致预期

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1956	2587	3125	3543	4036	营业收入	28933	27013	26163	27039	27908
应收款项	2193	1398	1739	1798	1855	营业成本	16852	16630	16087	16500	16902
存货净额	6284	6004	5919	6064	6203	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	126	997	774	800	826	销售费用	8356	7944	7655	7896	8133
流动资产合计	10559	10986	11557	12205	12920	管理费用	1115	996	959	987	1013
固定资产	639	541	1074	1588	2076	财务费用	27	33	32	33	34
无形资产及其他	2881	2864	2148	1432	716	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	465	510	510	510	510	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	177	149	170	176	182
资产总计	14544	14903	15289	15735	16222	营业利润	2759	1560	1599	1800	2007
短期借款及交易性金融负债	720	2130	2000	2000	2000	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	735	612	649	664	680	利润总额	2759	1560	1599	1800	2007
其他流动负债	1892	1754	1897	1948	1998	所得税费用	548	275	304	342	381
流动负债合计	3346	4496	4546	4613	4677	少数股东损益	(2)	(1)	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2213	1286	1295	1458	1626
其他长期负债	1347	1347	1347	1347	1347						
长期负债合计	1347	1347	1347	1347	1347	现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	4694	5844	5893	5960	6025	净利润	2213	1286	1295	1458	1626
少数股东权益	2	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	9849	9059	9396	9775	10197	折旧摊销	0	0	783	802	828
负债和股东权益总计	14544	14902	15289	15735	16222	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	27	33	32	33	34
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	24	(56)	147	(163)	(158)
每股收益	0.36	0.21	0.21	0.24	0.26	其它	(2)	(1)	0	0	0
每股红利	0.22	0.00	0.15	0.17	0.19	经营活动现金流	2235	1228	2226	2097	2296
每股净资产	1.59	1.46	1.52	1.58	1.64	资本开支	94	97	(600)	(600)	(600)
ROIC	19%	11%	11%	13%	14%	其它投资现金流	(329)	(45)	0	0	0
ROE	22%	14%	14%	15%	16%	投资活动现金流	(234)	53	(600)	(600)	(600)
毛利率	42%	38%	39%	39%	39%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	5%	6%	6%	7%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	5%	9%	9%	10%	支付股利、利息	(2218)	(2411)	(959)	(1079)	(1203)
收入增长	7%	-7%	-3%	3%	3%	其它融资现金流	2034	4172	(130)	0	0
净利润增长率	20%	-42%	1%	13%	12%	融资活动现金流	(2402)	(650)	(1089)	(1079)	(1203)
资产负债率	32%	39%	39%	38%	37%	现金净变动	(401)	631	537	418	493
息率	11.2%	12.2%	4.8%	5.4%	6.1%	货币资金的期初余额	2357	1956	2587	3125	3543
P/E	8.4	14.4	14.3	12.7	11.4	货币资金的期末余额	1956	2587	3125	3543	4036
P/B	1.9	2.0	2.0	1.9	1.8	企业自由现金流	2210	1231	1514	1381	1576
EV/EBITDA	9.4	17.8	11.5	10.5	9.6	权益自由现金流	4222	5376	1358	1355	1549

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032