



滔搏 (06110.HK)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

FY25 分红超预期，经营调整进行时

业绩简评

公司于 5 月 22 日公布 FY2025 年报。全年实现营收 270.13 亿元，同降 6.69%，归母净利润 12.86 亿元，同降 41.89%，公司 FY25 年宣告派发股息 0.28 元，派息率约 135%，维持买入评级。

经营分析

消费疲软影响流水，精简渠道持续提效。FY25 公司主力品牌/其他品牌同比下降 6.1%/9.9%至 233.11/35.05 亿元，主要受到终端消费疲软，线下客流持续下降影响。分渠道来看，公司线下聚焦高效大面积门店，加速淘汰低效门店，FY25 期末门店数为 5020 家，同比下降 1124 家，平均门店面积同比增长 7.2%，期间单店收入同比增长约 14%，公司举办多样化营销活动增强会员粘性，FY25 末会员数量达 8600 万，同比增长 500 万，会员贡献店内销售额比例达 93.2%，其中复购会员消费占会员整体 70%。线上方面 FY25 公司包括公域和私域在内的线上销售额同比录得双位数增长，公司聚焦平台电商+内容电商+私域运营全面组合，充分挖掘线上渠道潜力，对线下销售形成了较好补充。

毛利率短期承压，费用率预计持续优化。FY25 全年毛利率为 38.44%，同比下降 3.31pct，主要系终端销售下滑带来存货压力，公司加大促销力度，加上低毛利率线上渠道占比增长。销售及管理费用率同比基本保持稳定。净利率为 4.76%，同比下降 2.88%，主要受到毛利率影响。FY2025 年公司存货周转天数为 133 天，同比下降 1 天，线上渠道销售情况良好有效缓解了库存压力。经营活动现金流同增 20%至 37.55 亿元，现金状况良好保障高分红。

展望 2025 年：耐克阿迪筑底恢复，多品牌矩阵扩展公司能力边界。

1) 公司将继续聚焦全域零售，线上全平台+线下渠道优化驱动成长，从主要品牌来看目前阿迪增长趋势良好，大中华区连续 8 个季度实现正增长，耐克筑底调整中。2) 持续提升效率，数字化赋能日常运营。3) 新拓品牌 SOAR、Norrøna 等，从传统经销商向地区品牌经营转变，拓展能力圈，期待公司经营向好。

盈利预测、估值与评级

我们预计 2025 年公司业绩维持稳定，净利率有所提升。预计 FY2026-FY2028 年 EPS 为 0.21/0.24/0.28 元；PE 分别为 14/12/10 倍，维持买入评级。

风险提示

内需恢复不及预期、行业竞争加剧、耐克阿迪复苏不及预期。

国金证券研究所

分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：杨雨钦 (执业 S1130524110005)

yangyuqin@gjzq.com.cn

市价 (港币)：3.200 元

相关报告：

1. 《滔搏公司深度研究：弹性、红利双引领，拐点配置正当时》，2025.3.4



公司基本情况 (人民币)

项目	FY2024	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
A					
营业收入(百万元)	28,933	27,013	26,333	27,667	28,999
营业收入增长率	6.87%	-6.64%	-2.52%	5.07%	4.81%
归母净利润(百万元)	2,213	1,286	1,293	1,502	1,754
归母净利润增长率	20.49%	-41.89%	0.56%	16.12%	16.82%
摊薄每股收益(元)	0.36	0.21	0.21	0.24	0.28
每股经营性现金流净额	0.50	0.61	0.42	0.39	0.43
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.47%	14.20%	15.23%	18.46%	21.85%
P/E	13.74	14.97	13.65	11.76	10.07
P/B	3.35	2.31	2.26	2.36	2.39

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	FY2023A	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
主营业务收入	27,073	28,933	27,013	26,333	27,667	28,999
增长率	-15.1%	6.9%	-6.6%	-2.5%	5.1%	4.8%
主营业务成本	15,789	16,852	16,630	16,211	16,877	17,457
%销售收入	58.3%	58.2%	61.6%	61.6%	61.0%	60.2%
毛利	11,284	12,081	10,383	10,122	10,790	11,542
%销售收入	41.7%	41.8%	38.4%	38.4%	39.0%	39.8%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	8,052	8,356	7,944	7,663	8,051	8,439
%销售收入	29.7%	28.9%	29.4%	29.1%	29.1%	29.1%
管理费用	1,101	1,115	996	869	913	957
%销售收入	4.1%	3.9%	3.7%	3.3%	3.3%	3.3%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	2,430	2,787	1,593	1,735	1,978	2,306
%销售收入	9.0%	9.6%	5.9%	6.6%	7.2%	8.0%
财务费用	107	27	33	148	126	115
%销售收入	0.4%	0.1%	0.1%	0.6%	0.5%	0.4%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,131	2,626	1,444	1,590	1,826	2,146
营业利润率	7.9%	9.1%	5.3%	6.0%	6.6%	7.4%
营业外收支						
税前利润	2,322	2,759	1,560	1,587	1,852	2,191
利润率	8.6%	9.5%	5.8%	6.0%	6.7%	7.6%
所得税	486	548	275	295	352	438
所得税率	20.9%	19.9%	17.6%	18.6%	19.0%	20.0%
净利润	1,837	2,211	1,285	1,292	1,500	1,752
少数股东损益	0	-2	-1	-1	-2	-2
归属于母公司的净利润	1,837	2,213	1,286	1,293	1,502	1,754
净利率	6.8%	7.6%	4.8%	4.9%	5.4%	6.0%

现金流量表(人民币 百万)

	FY2023A	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
净利润	1,837	2,213	1,286	1,293	1,502	1,754
少数股东损益	0	-2	-1	-1	-2	-2
非现金支出	-185	111	2,469	131	123	115
非经营收益						
营运资金变动	483	-867	0	1,108	687	692
经营活动现金净流	4,351	3,129	3,755	2,618	2,410	2,659
资本开支	-357	-397	-373	-200	-200	-200
投资	-20	-26	0	0	0	0
其他	71	225	75	145	152	160
投资活动现金净流	-306	-198	-298	-55	-48	-40
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	122	-715	445	0	0	0
其他	-3,562	-2,618	-3,271	-2,137	-2,137	-2,137
筹资活动现金净流	-3,440	-3,332	-2,826	-2,137	-2,137	-2,137
现金净流量	605	-401	631	426	225	482

资产负债表(人民币 百万)

	FY2023A	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
货币资金	2,357	1,956	2,587	3,013	3,238	3,720
应收款项	2,191	2,193	1,398	1,996	2,097	2,154
存货	6,247	6,284	6,004	6,169	6,141	6,256
其他流动资产	1,306	126	997	115	121	126
流动资产	12,101	10,559	10,986	11,293	11,597	12,256
%总资产	71.9%	72.6%	73.7%	73.7%	73.7%	74.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	733	639	541	655	757	859
%总资产	4.4%	4.4%	3.6%	4.3%	4.8%	5.2%
无形资产	3,498	2,881	2,864	2,864	2,864	2,864
非流动资产	4,719	3,985	3,916	4,030	4,132	4,234
%总资产	28.1%	27.4%	26.3%	26.3%	26.3%	25.7%
资产总计	16,821	14,544	14,903	15,323	15,729	16,490
短期借款	1,545	720	2,130	2,130	2,130	2,130
应付款项	991	387	343	405	469	582
其他流动负债	2,732	2,239	2,023	2,950	3,653	4,408
流动负债	5,268	3,347	4,496	5,485	6,251	7,120
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,719	1,347	1,347	1,347	1,347	1,347
负债	6,987	4,694	5,844	6,832	7,599	8,468
普通股股东权益	9,834	9,849	9,059	8,492	8,133	8,027
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	9,761	9,741	9,059	8,492	8,133	8,027
少数股东权益	0	2	0	-1	-3	-4
负债股东权益合计	16,821	14,544	14,903	15,323	15,729	16,490

比率分析

	FY2023A	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
每股指标						
每股收益	0.30	0.36	0.21	0.21	0.24	0.28
每股净资产	1.59	1.59	1.46	1.37	1.31	1.29
每股经营现金净流	0.70	0.50	0.61	0.42	0.39	0.43
每股股利	0.20	0.16	0.14	0.30	0.30	0.00
回报率						
净资产收益率	18.68%	22.47%	14.20%	15.23%	18.46%	21.85%
总资产收益率	10.92%	15.22%	8.63%	8.44%	9.55%	10.64%
投入资本收益率	16.89%	21.13%	11.73%	13.29%	15.62%	18.17%
增长率						
主营业务收入增长率	-15.07%	6.87%	-6.64%	-2.52%	5.07%	4.81%
EBIT 增长率	-29.88%	14.69%	-42.84%	8.91%	14.05%	16.54%
净利润增长率	-24.93%	20.49%	-41.89%	0.56%	16.12%	16.82%
总资产增长率	-5.48%	-13.54%	2.46%	2.82%	2.65%	4.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.4	14.8	13.9	13.4	16.1	15.9
存货周转天数	147.4	133.8	133.0	135.2	131.3	127.8
应付账款周转天数	21.9	14.7	7.9	8.3	9.3	10.8
固定资产周转天数	11.6	8.5	7.9	8.2	9.2	10.0
偿债能力						
净负债/股东权益	9.01%	1.13%	9.82%	5.47%	2.94%	-3.02%
EBIT 利息保障倍数	11.5	18.9	13.5	6.3	7.1	8.3
资产负债率	41.54%	32.27%	39.21%	44.59%	48.31%	51.35%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	1	4	18
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.27

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究