

商业贸易

2025 年 05 月 23 日

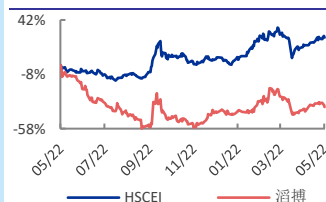
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 05 月 22 日

收盘价 (港币)	3.09
恒生中国企业指数	8557.64
52 周最高/最低 (港币)	5.82/2.11
H 股市值 (亿港元)	191.62
流通 H 股 (百万股)	6,201.22
汇率 (人民币/港币)	1.0886

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
刘佩 A0230523070002
liupe@swsresearch.com

研究支持

刘佩 A0230523070002
liupe@swsresearch.com

联系人

刘佩
(8621)23297818x
liupe@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

滔搏 (06110)

——业绩符合预期，派发特别股息提升股东回报

投资要点：

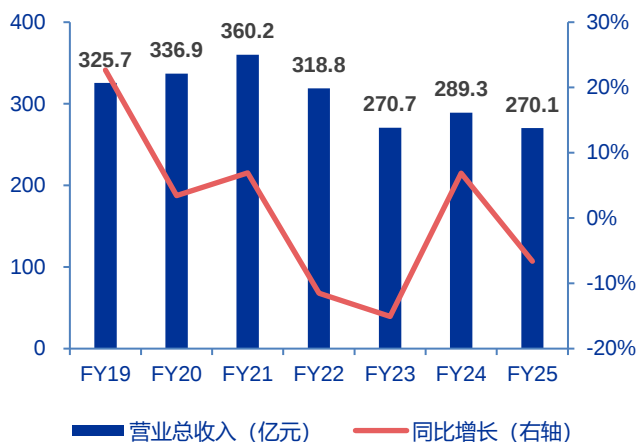
- **滔搏发布 FY25 财年业绩公告，表现符合预期。** FY25 财年公司收入同比下滑 6.6%至 270.1 亿元，归母净利润同比下滑 42%至 12.9 亿元，表现符合预期。25 财年收入与利润下滑主要受线下客流疲软、去库存持续进行影响，虽然线上带来正向增长，但线下固定费用较高等带来明显的负杠杆，利润下滑幅度大于收入。公司拟派发末期股息 0.02 元/股及特别股息 0.12 元/股，连同中期股息 0.14 元/股，总派息 0.28 元/股，派息率高达 135.0%，自 2019 年上市以来，已累计派息 129.6 亿元，累计派息率 104.2%，为股东带来持续的价值回报。
- **分品牌看，专业运动品牌韧性更强，合作品牌扩容加码户外赛道。** 25 财年主力品牌同比下降 6.1%至 233.1 亿元，非主力品牌收入同比下降 9.9%至 35.0 亿元。其中，休闲运动品牌受消费疲软影响较大，专业垂类品牌表现更优。公司近期与高端跑步品牌 Soar、户外高端品牌 Norrøna 达成合作，成为其在中国市场的独家运营合作伙伴，负责品牌策划及传播、全域销售运营渗透，进一步深化在垂类市场的生态布局，服务模式进一步延展。
- **分渠道看，线上业务保持增长势头。** 直营收入同比下降 6.8%至 230.3 亿元，主要因线下同店客流下滑双位数，同时直营门店数量同比下降 18.3%至 5020 家；批发收入同比下降 5.8%至 37.9 亿元。直营线上业务同比双位数增长，占整体直营业务 30-40%，公司持续融合内容电商与社交，财年底直播账号超 500 个，私域运营小程序店铺超 2300 家，店铺微信群超 10 万个，累计与超 8000 万运动爱好者建立连接。
- **库存改善成效显著，现金管理能力良好。** 财年末存货同比下降 4.5%，较中期下降 1.9%。存货周转天数 135 天，较中期下降 13 天，库销比为 4-5 个月之间，环比二、三季度有所改善。整体来看，目前库存结构可控，旧货逐步出清，后续新货进货改善，预期结构向好。经营活动现金流同比增加 20%至 37.6 亿元，自由现金流同比增加 24.1%至 33.8 亿元，为同期利润 2.6 倍。期末现金同比增长 32.3%至 25.9 亿元，保持良好的现金管理能力。
- **毛利率短期承压，成本管控持续推进。** 盈利能力上，FY25 财年毛利率同比下降 3.4pct 至 38.4%，主要是来自折扣加深、库存拨备以及直营和批发占比变化的负面影响。总费用同比下降 5.6%，收入下滑 7%的情况下，费用率仅提升 0.3pct。其中，租金费用率同比下降 1.3pct，得益于线下渠道精简、灵活的租金结构以及争取更佳的物业条件，员工费用率基本持平，其他费用率同比提升 1.5pct，主要因线上直营增长带来的平台服务费及物流费用增加，净融资成本下降 0.9pct，最终净利率下降 2.8pct 至 4.8%。
- **公司深耕运动服饰零售业务，聚焦全域零售的高质量增长，品牌拓展打造多元成长曲线。** 深度合作 NIKE、Adidas 两大主力品牌，零售运营能力突出，渠道优化升级提质增效，新品牌持续拓展贡献增量。考虑到当前零售环境仍有压力、市场竞争格局尚未有明显改善，我们下调 FY26-27 年并新增 FY28 年盈利预测，预计 FY26-28 年公司归母净利润分别为 12.9/14.2/15.5 亿元（原 FY26-27 年为 16.7/19.3 亿元），对应 PE 为 14/12/11 倍，参考可比公司 25 年平均估值 18 倍，考虑到公司为零售商估值相比品牌方略有折价，给予其 25 年 17 倍估值，相比当前市场仍有 20%以上的上涨空间，维持“买入”评级。
- **风险提示：消费恢复不及预期；市场竞争加剧风险；存货风险增加。**

财务数据及盈利预测

货币单位：人民币	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入 (亿元)	289.3	270.1	259.4	273.4	290.7
同比增长率 (%)	7%	-7%	-4%	5%	6%
归母净利润 (亿元)	22.1	12.9	12.9	14.2	15.5
同比增长率 (%)	21%	-42%	0%	10%	9%
每股收益 (元/股)	0.36	0.21	0.21	0.23	0.25
毛利率 (%)	41.8%	38.4%	38.4%	39.3%	40.0%
市盈率	8	14	14	12	11
市净率	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9

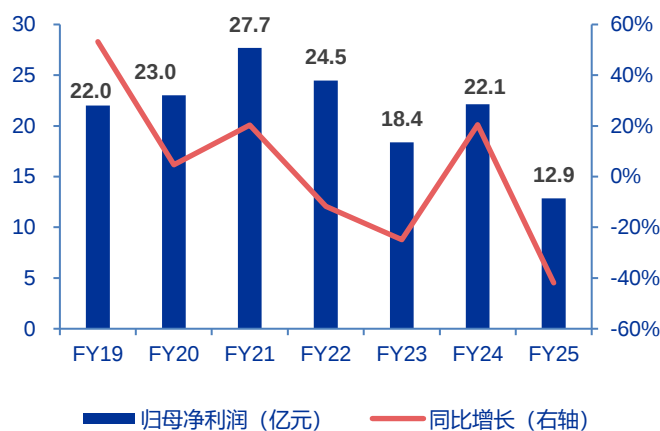
注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

图 1: FY25 公司收入同比下滑 6.6%至 270.1 亿元



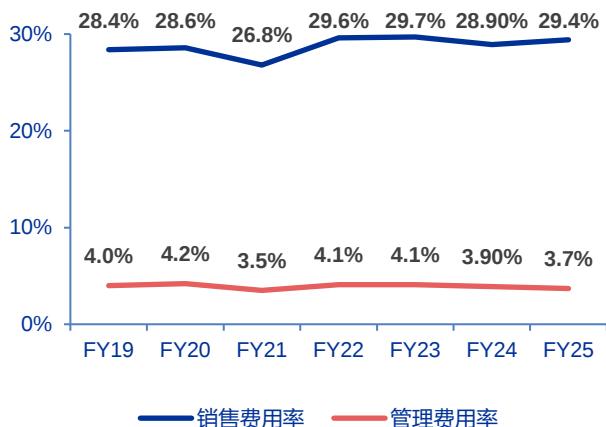
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 2: FY25 归母净利润同比下滑 41.9%至 12.9 亿元



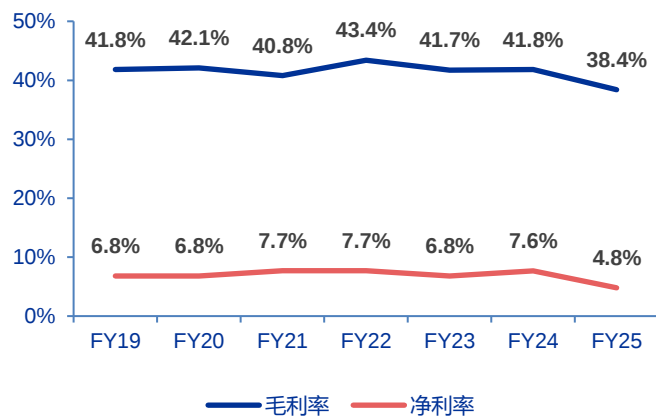
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: FY25 销售费率为 29.4%, 同比提升 0.5pct, 管理费用率 3.7%, 同比下降 0.2pct



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 4: FY25 毛利率 38.4%, 同比下降 3.4pct, 净利率 4.8%, 同比下降 2.8pct



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 1: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价 2025/5/22	总股本 亿股	市值 亿元	归母净利润 (亿元)			PE		
					25E	26E	27E	25E	26E	27E
2331.HK	李宁	15.16	25.8	391.9	24.8	26.4	27.8	16	15	14
2020.HK	安踏体育	93.05	28.1	2,612.1	134.1	147	160.1	19	18	16
平均								18	16	15
6110.HK	滔搏	3.09	62.0	191.6	12.9	14.2	15.5	14	12	11

注: 盈利预测为申万宏源预测; 资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 2：公司季度运营表现

		Q1 (3-5 月)	Q2 (6-8 月)	Q3 (9-11 月)	Q4 (12-次年 2 月)	全年
FY22 (2021.3 月-2022.2 月)	销售额同比			20-30%低段下跌	10-20%高段下跌	-11.5%
	直营店面积环比			+3.9%	+0.6%	
	直营店面积同比			+7.0%	+5.4%	+5.4%
FY23 (2022.3 月-2023.2 月)	销售额同比	20-30%高段下跌	低单位数下跌	10-20%高段下跌	10-20%低段下跌	-15.1%
	直营店面积环比	-2.0%	-3.2%	-1.3%	-0.5%	
	直营店面积同比	+2.8%	-0.7%	-5.7%	-6.8%	-6.8%
FY24 (2023.3 月-2024.2 月)	销售额同比	20-30%低段增长	低单位数下跌	10-20%低段增长	低单位数增长	6.9%
	直营店面积环比	-1.7%	基本持平	+0.5%	+0.4%	
	直营店面积同比	-6.5%	-3.5%	-1.7%	-0.8%	-0.8%
FY25 (2024.3 月-2025.2 月)	销售额同比	中单位数下跌	10-20% 低段下跌	中单位数下跌	中单位数下跌	-6.60%
	直营店面积环比	-1.40%	-1.3%	-2.10%	-8.00%	
	直营店面积同比	-0.50%	-1.9%	-4.40%	-12.40%	-12.40%

注：公司运营数据从 FY22Q3 开始披露，全年销售额同比增速未披露，此处为收入增速；资料来源：公司公告，申万宏源研究

合并利润表

百万元（人民币）	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	28933	27013	25943	27343	29070
营业成本	-16852	-16630	-15981	-16597	-17442
毛利	12081	10383	9962	10746	11628
销售费用	-8356	-7944	-7524	-8066	-8634
管理费用	-1115	-996	-882	-957	-1105
应收账款减值损失	0	0	0	0	0
应收贸易及其他应收账款之减值拨回/(拨备)	1	-2	0	0	0
其他收入-经营	176	150	100	100	100
营业利润	2787	1593	1657	1823	1990
财务收入/(费用)净额	-27	-33	0	0	0
除税前溢利	2760	1560	1657	1823	1990
所得税	-548	-275	-364	-401	-438
净利润	2214	1287	1292	1422	1552

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。