

公司研究

25 财年继续保持高分红，未来聚焦经营效率提升

——滔搏（6110.HK）2025 财年业绩点评

增持（维持）

当前价：2.80 元港币

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebcn.com

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebcn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004

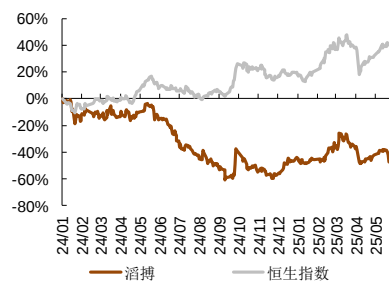
021-52523842

zhujieyu@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	62.01
总市值(亿港元):	173.63
一年最低/最高(港元):	2.11/5.48
近 3 月换手率:	54.4%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.7	-14.1	-62.5
绝对	-2.8	-13.0	-37.4

资料来源：Wind

相关研报

上半财年业绩承压、维持高派息，期待政策提振零售回暖——滔搏（6110.HK）2025 财年中中期业绩点评（2024-10-24）

需求疲弱致上半财年业绩承压，期待深化内功、抵御波动——滔搏（6110.HK）2025 财年中中期业绩预告点评（2024-09-12）

24 财年业绩修复、分红亮眼，多品牌发力构建全域零售能力——滔搏（6110.HK）2024 财年业绩点评（2024-05-23）

要点

事件：

2025 财年收入/归母净利润同比-6.6%/-41.9%，派息率达 135.0%

滔搏发布截止 2025 年 2 月末的 2025 财年业绩。2025 财年公司实现营业收入 270.1 亿元（人民币，下同），同比下滑 6.6%，归母净利润 12.9 亿元，同比下滑 41.9%。EPS 为 0.21 元，拟派末期股息每股 0.02 元及特别股息每股 0.12 元，叠加中期股息每股 0.14 元，合计派息率为 135.0%，高于上年同期的 100.9%。

单季度表现方面，2025 财年四个季度全渠道总销售额分别同比下滑中单位数/下滑 10~15%/下滑中单位数/下滑中单位数。

2025 财年利润降幅大于收入主要系毛利率降幅较大以及费用率略提升所致。分上下财年来看，收入分别同比-7.9%/-5.4%，归母净利润分别同比-34.7%/-52.9%。利润率指标方面，2025 财年毛利率同比下降 3.4PCT 至 38.4%，经营利润率同比下降 3.7PCT 至 5.9%，归母净利率同比下降 2.8PCT 至 4.8%。

点评：

主力品牌和零售业务收入分别-6.1%/-6.8%，门店总数净减少 18.3%

分拆收入来看：按品牌划分，2025 财年公司主力品牌（Nike+Adidas）收入、其他品牌收入（PUMA、匡威、VF 集团品牌、亚瑟士、鬼冢虎、斯凯奇、NBA、李宁、HOKA、凯乐石、norda）、联营费用收入、电竞收入分别占总收入比例为 86.3%/13.0%/0.5%/0.2%，收入分别同比-6.1%/-9.9%/-14.1%/+32.4%。其中主力品牌上下半财年收入分别同比-8.1%/-4.2%，其他品牌收入分别同比-6.5%/-12.6%。

按渠道划分，零售/批发/联营费用收入/电竞收入占总收入的比重分别为 85.3%/14.0%/0.5%/0.2%，其中零售/批发业务收入分别同比-6.8%/-5.8%。零售业务上下半财年收入分别同比-8.9%/-4.8%（下半财年有所改善），批发业务收入分别同比-2.2%/-9.7%。

线下门店方面，门店总数减少、单店面积提升。2025 年 2 月末公司共拥有直营店 5020 家，较 2024 年 2 月末净减少 18.3%，总销售面积同比减少 12.4%，单店销售面积同比增加 7.2%。

毛利率下降、费用率略升，存货减少，经营净现金流增加

公司 2025 财年毛利率同比下降 3.4PCT 至 38.4%，毛利率下降主要系折扣力度加大所致。其中上下半财年毛利率分别为 41.1%/36.0%，分别同比-3.7/-2.9PCT。

期间费用率同比提升 0.4PCT 至 33.2%，其中销售/管理/财务费用率分别为 29.4%/3.7%/0.1%，分别同比+0.5/-0.2PCT/持平。另外公司员工成本/租赁开支占总收入的比重为 10.2%/8.5%，分别同比持平/-0.9PCT。

其他财务指标方面：1) 存货 25 年 2 月末同比减少 4.5%至 60.0 亿元，存货周转天数为 135 天，同比减少 1 天。2) 应收账款 25 年 2 月末同比减少 43.4%至 7.5 亿元，应收账款周转天数为 14 天，同比减少 1 天。3) 25 财年公司经营净现金流同比增加 20.0%至 37.6 亿元。

25 财年继续保持高分红，未来聚焦经营效率提升

2025 财年受消费需求疲软以及线下客流持续下滑影响，公司业绩有所承压。公司以效率为核心，加速尾部门店关闭，线上渠道持续聚焦平台电商、内容电商以及私域的组合运营。另外，公司继续扩张品牌矩阵，成为高端跑步品牌 SOAR Running 以及顶级专业户外品牌 Norrøna 在中国市场的独家运营合作伙伴。公司具备高分红属性，2023~2025 财年公司每年派息率均超 100%，按 5 月 26 日收盘价计算，近三年平均股息率为 12.6%。

展望来看，在终端零售存不确定性的情况下，公司聚焦经营效率提升，积极降本增效，预计全年净利率有望实现改善。考虑消费需求走势存不确定性，我们下调公司 26~27 财年盈利预测（归母净利润较前次盈利预测分别下调 21%/26%），新增 28 财年盈利预测，对应 26~28 财年 EPS 分别为 0.21/0.23/0.26 元，PE 分别为 12/11/10 倍，维持“增持”评级。

风险提示：终端消费疲软、渠道库存压力加大、行业竞争加剧、国际品牌声誉风险、新零售等改革投入效果不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入（百万元）	28,933	27,013	26,005	27,481	28,934
营业收入增长率	6.9%	-6.6%	-3.7%	5.7%	5.3%
归母净利润（百万元）	2,213	1,285	1,289	1,436	1,588
归母净利润增长率	20.5%	-41.9%	0.3%	11.4%	10.6%
EPS（元）	0.36	0.21	0.21	0.23	0.26
ROE（归属母公司）（摊薄）	22.5%	14.2%	14.2%	15.8%	17.5%
P/E	7	12	12	11	10
P/B	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-5-26，港币汇率采用 5 月 26 日 1HKD=0.9169RMB 计算

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	28933	27013	26005	27481	28934
营业成本	(16852)	(16630)	(16009)	(16876)	(17725)
折旧和摊销	(1672)	(1460)	(1475)	(1490)	(1505)
销售费用	(8356)	(7944)	(7570)	(7971)	(8378)
管理费用	(1115)	(996)	(906)	(930)	(965)
营业利润	2787	1593	1669	1851	2014
财务费用	(27)	(33)	(37)	(33)	(3)
除税前溢利	2759	1560	1632	1818	2010
所得税	(548)	(275)	(343)	(382)	(422)
净利润	2213	1285	1289	1436	1588
EPS(元)	0.36	0.21	0.21	0.23	0.26

现金流量表 (百万元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动现金流	3129	3755	3808	4010	4063
净利润	2213	1285	1289	1436	1588
折旧摊销	1672	1460	1475	1490	1505
净营运资金增加	(747)	884	1006	1049	965
其他	(9)	126	39	35	5
投资活动产生现金流	(198)	(298)	(1425)	(1395)	(1365)
净资本支出	(395)	(372)	(530)	(530)	(530)
其他	196	75	(895)	(865)	(835)
融资活动现金流	(3332)	(2826)	(1418)	(1580)	(1747)
股本变化	0	0	0	0	1
债务净变化	(825)	1410	0	0	0
支付股息	(2233)	(2109)	(1418)	(1580)	(1747)
其他	(275)	(2128)	0	0	(1)
净现金流	(401)	631	966	1035	951

主要指标

盈利能力 (%)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
毛利率	41.8%	38.4%	38.4%	38.6%	38.7%
EBITDA 率	9.6%	5.9%	6.4%	6.7%	7.0%
EBIT 率	15.4%	11.3%	12.1%	12.2%	12.2%
税前净利润率	9.5%	5.8%	6.3%	6.6%	6.9%
归母净利润率	7.6%	4.8%	5.0%	5.2%	5.5%
ROA	15.2%	8.6%	8.1%	8.4%	8.8%
ROE (摊薄)	22.5%	14.2%	14.2%	15.8%	17.5%
经营性 ROIC	21.1%	11.7%	11.8%	13.1%	14.2%

偿债能力	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
资产负债率	32.3%	39.2%	42.9%	46.7%	49.9%
流动比率	3.16	2.44	2.18	1.97	1.83
速动比率	1.28	1.11	1.05	1.02	1.00
归母权益/有息债务	13.68	4.25	4.25	4.26	4.26
有形资产/有息债务	18.44	6.38	6.81	7.33	7.81

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

注: 按最新股本摊薄测算, 港币汇率采用 5 月 26 日 1HKD=0.9169RMB 计算

资产负债表 (百万元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
总资产	14544	14903	15874	17035	18116
货币资金	1956	2587	3553	4589	5540
应收账款	1330	752	531	524	507
存货	6284	6004	6189	6295	6429
其他流动资产	990	1643	1643	1643	1643
流动资产合计	10559	10986	11916	13050	14119
固定资产	639	541	537	529	516
使用权资产	1821	1819	1806	1783	1750
无形资产	1059	1046	1104	1163	1221
其他非流动资产	465	510	510	510	510
非流动资产合计	3985	3916	3958	3985	3997
总负债	4694	5844	6813	7960	9043
短期借款	720	2130	2130	2130	2130
应付账款	387	343	654	701	884
租赁负债—流动负债	890	814	814	814	814
其他流动负债	1349	1209	1868	2968	3868
流动负债合计	3347	4496	5466	6613	7696
租赁负债—非流动负债	1098	1121	1121	1121	1121
其他非流动负债	249	226	226	226	226
非流动负债合计	1347	1347	1347	1347	1347
股东权益	9850	9059	9061	9074	9073
股本	0	0	0	0	0
其他储备	1805	1887	2018	2175	2332
保留溢利	8044	7172	7043	6900	6741

费用率 (%)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
销售费用率	28.9%	29.4%	29.1%	29.0%	29.0%
管理费用率	3.9%	3.7%	3.5%	3.4%	3.3%
财务费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
所得税率	19.9%	17.6%	21.0%	21.0%	21.0%

每股指标	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
每股红利	0.36	0.28	0.23	0.25	0.28
每股经营现金流	0.50	0.61	0.61	0.65	0.66
每股净资产	1.59	1.46	1.46	1.46	1.46
每股销售收入	4.67	4.36	4.19	4.43	4.67

估值指标	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
PE	7	12	12	11	10
PB	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8
EV/EBITDA	3.7	5.9	5.1	4.5	4.1
股息率	14.0%	10.9%	8.9%	9.9%	11.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP