

2025年5月27日

滔搏 (6110.HK)

持续深化品牌合作，高股息提升回报率

事件：滔搏公布 FY2502 的经营表现，期内收入同比下滑 6.6%至 270.1 亿元，归母净利润同比下滑 41.9%至 12.9 亿元，基本符合预期。此外，公司宣派末期股息 0.02 元/股及特别股息 0.12 元/股，全年派息率 135%。综合考虑，我们预测 FY26/27/28 的 EPS 为 0.21/0.22/0.23 元，给予 2026/02 财年 16 倍 PE，目标价 3.6 港元，维持“买入”评级。

报告摘要

线下消费疲软带来收入下滑，线上录得正向增长。FY25 集团收入同比下滑 6.6%至 270.1 亿元，主要是由于线下消费疲软、客流减少；归母净利润同比下滑 41.9%至 12.9 亿元，利润下滑大于收入，主要是由于线下固定费用高，导致经营负杠杆，尽管线上录得正增长，仍无法抵消线下经营的负面影响。分不同品牌来看，主力品牌（Nike、Adidas）收入同比下滑 6.1%至 233.1 亿元，其他品牌收入同比下滑 9.9%至 35.0 亿元。毛利率方面，由于库存加速出清、折扣力度加大，公司毛利率同比下滑 3.4pp 至 38.4%。但公司的现金流丰厚，通过有效的营运资金管理，在利润下滑的背景下仍实现经营性现金流同比增长 20%，达到 38 亿元。同时，公司宣派末期股息 0.02 元/股及特别股息 0.12 元/股，全年派息率 135%，体现了公司对于股东回报的重视。

门店结构持续优化，重视运营效率。门店方面，直营门店数量同比减少 18.3%至 5020 家，毛销售面积同比减少 12.4%，店铺数量下降幅度大于面积的下降，表明公司的门店结构仍在持续优化。公司在门店开设和选址上实行更严格和谨慎的标准，对运营效率更为重视。未来公司将持续加强单店经营能力，预计新开门店将聚焦主力品牌和专业垂类品牌。此外，公司和高端跑步品牌 SOAR Running 进行合作，全面负责品牌在中国市场的发展，并持续深化和加拿大高端越野跑品牌 Norda 的合作，通过布局户外赛道打造多元化品牌矩阵。

投资建议：除了主力品牌外，公司也在持续拓展其他国际和国内运动品牌的合作。相信随着零售消费环境的转好，运动消费热情也将逐步回升，带动公司业绩回升。近年来，公司也坚持高派息政策，给股东带来更高回报。综合考虑，我们预测 FY26/27/28 的 EPS 为 0.21/0.22/0.23 元，给予 2026/02 财年 16 倍 PE，目标价 3.6 港元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，消费疲软；门店优化不及预期；库存风险。

财务及估值摘要

(年结 28/2; RMB 百万)	2024/02	2025/02	2026/02E	2027/02E	2028/02E
营业收入	28,933	27,013	26,438	27,336	28,467
增长率 (%)	6.9%	-6.6%	-2.1%	3.4%	4.1%
归母净利润	2,213	1,286	1,288	1,334	1,424
增长率 (%)	20.5%	-41.9%	0.2%	3.5%	6.7%
毛利率 (%)	41.8%	38.4%	38.6%	38.7%	39.0%
归母净利率 (%)	7.6%	4.8%	4.9%	4.9%	5.0%
每股盈利 (元)	0.36	0.21	0.21	0.22	0.23
每股净资产 (元)	1.59	1.46	1.46	1.46	1.46
市盈率 (x)	7.30	12.56	12.53	12.11	11.34
市销率 (x)	1.64	1.78	1.78	1.78	1.78
股息收益率 (%)	13.82	10.75	7.98	8.26	8.82

数据来源：公司资料，国证国际预测

公司动态分析

证券研究报告

运动零售

投资评级：

买入

维持评级

6 个月目标价

3.6 港元

股价 2025-5-26

2.80 港元

总市值(亿港元)	17,363.42
流通市值(亿港元)	17,363.42
总股本(亿股)	6,201.22
流通股本(亿股)	6,201.22
12 个月低/高(港元)	2.6/4.1
平均成交(百万港元)	110.79

股东结构

Hillhouse Capital	34.89%
Wisdom Man Ventures	20.23%
Credit Suisse	8.29%
先锋领航	1.80%
贝莱德	1.48%
其他	35.55%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-8.70	-17.63	-62.54
绝对收益	-2.78	-17.89	-37.43

数据来源：Wind、港交所、公司

杨怡然 CFA

消费行业分析师

laurayang@sdicsi.com.hk

附表：财务报表预测

利润表 (RMB 百万)					
	FY2024/02	FY2025/02	FY2026/02E	FY2027/02E	FY2028/02E
营业收入	28,933	27,013	26,438	27,336	28,467
营业成本	(16,852)	(16,630)	(16,236)	(16,755)	(17,376)
毛利	12,081	10,383	10,202	10,581	11,090
销售费用	(8,356)	(7,944)	(7,720)	(7,982)	(8,312)
管理费用	(1,115)	(996)	(1,031)	(1,066)	(1,110)
经营溢利	2,785	1,594	1,610	1,676	1,797
财务开支	(27)	(33)	(41)	(51)	(62)
其他收入	53	68	81	102	125
除税前溢利	2,759	1,560	1,570	1,625	1,735
所得税	(548)	(275)	(283)	(293)	(312)
期内净利润	2,211	1,285	1,287	1,333	1,422
股东应占利润	2,213	1,286	1,288	1,334	1,424
EPS (元)	0.36	0.21	0.21	0.22	0.23
同比增长率					
收入 (%)	6.87%	-6.64%	-2.13%	3.40%	4.14%
净利润 (%)	20.49%	-41.89%	0.18%	3.53%	6.74%

资产负债表 (RMB 百万)					
	FY2024/02	FY2025/02	FY2026/02E	FY2027/02E	FY2028/02E
现金及现金等价物	1,956	2,587	1,768	1,478	1,376
应收账款	1,330	752	1,276	821	1,051
存货	6,284	6,004	6,006	6,388	5,989
其他流动资产	990	1,643	1,511	1,391	1,281
流动资产总额	10,559	10,986	10,561	10,077	9,697
固定资产	2,460	2,360	2,759	3,345	4,140
无形资产	1,059	1,046	994	944	897
其他非流动资产	465	510	476	445	410
非流动资产总额	3,985	3,916	4,228	4,734	5,446
总资产	14,544	14,903	14,789	14,811	15,144
应付账款	387	343	457	369	583
应付即期税项	262	268	255	262	276
其他流动负债	2,698	3,885	3,693	3,774	3,857
流动负债总额	3,347	4,496	4,405	4,405	4,715
递延税项负债	1,098	1,121	1,099	1,121	1,143
其他长期负债	249	226	226	226	226
非流动负债总额	1,347	1,347	1,325	1,347	1,369
总负债	4,694	5,844	5,730	5,752	6,085
股东权益	9,850	9,059	9,059	9,059	9,059

(转下页)

现金流量表 (RMB 百万)					
	FY2024/02	FY2025/02	FY2026/02E	FY2027/02E	FY2028/02E
除税前溢利	2,759	1,560	1,570	1,625	1,735
营运资金变化	(915)	814	(412)	(15)	383
折旧及摊销	1,651	1,439	720	756	816
经营活动现金流	3,129	3,755	1,370	1,837	2,264
资本开支	(397)	(373)	(559)	(671)	(805)
其他投资活动	199	75	1	0	0
投资活动现金流	(198)	(298)	(559)	(671)	(805)
负债变化	(1,087)	(702)	(213)	19	19
其他融资活动	(2,246)	(2,124)	(1,418)	(1,476)	(1,580)
融资活动现金流	(3,332)	(2,826)	(1,631)	(1,457)	(1,561)
现金变化	(401)	631	(819)	(290)	(101)
期初持有现金	2,357	1,956	2,587	1,768	1,478
汇率变动	0	0	0	0	0
期末持有现金	1,956	2,587	1,768	1,478	1,376

重点财务数据					
	FY2024/02	FY2025/02	FY2026/02E	FY2027/02E	FY2028/02E
盈利能力					
毛利率	41.8%	38.4%	38.6%	38.7%	39.0%
净利率	7.6%	4.8%	4.9%	4.9%	5.0%
ROE	22.5%	13.6%	14.2%	14.7%	15.7%
营运表现					
行销费用/收入(%)	32.7%	33.1%	33.1%	33.1%	33.1%
实际税率(%)	19.9%	17.6%	18.0%	18.0%	18.0%
股息支付率(%)	100.9%	135.0%	100.0%	100.0%	100.0%
库存周转天数	135.7	134.9	135.0	135.0	130.0
应收账款天数	15.0	14.1	14.0	14.0	12.0
应付账款天数	14.9	8.0	9.0	9.0	10.0
杠杆比率					
资本负债率	32.3%	39.2%	38.7%	38.8%	40.2%
总资产/股本	1.5	1.6	1.6	1.6	1.7
利息覆盖倍数	18.9	13.5	12.4	11.8	11.5

资料来源：公司公告，国证国际预测

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级:**

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010