

滔搏 (06110.HK)

强烈推荐 (维持)

FY25 业绩承压，现金流与库存改善，分红比例提升

公司 FY25 收入同比-6.6%，归母净利润同比-41.9%。线下受消费疲软及客流下滑影响而承压，公司加大促销力度、加速调整门店、大力发展线上以应对经营压力，现金流与库存得到改善。预计 FY26-FY28 公司净利润为 13.1 亿元、14.9 亿元、16.8 亿元，当前市值对应 FY26PE12X、FY27PE11X，维持强烈推荐评级。

□ **FY25 收入利润承压，分红比例提升。** (1) FY25: 公司 FY2025 (截至 2025 年 2 月 28 日的财年) 收入 270.13 亿元 (同比-6.6%)，主要受消费需求疲软及线下客流持续下滑影响；经营利润 15.93 亿元 (同比-42.8%)，归母净利润 12.86 亿元 (同比-41.9%)。全财年拟派息共计 0.28 元/股，对应派息率 135.0%，过去六年累计派息率 104.2%。(2) FY25Q4: 公司零售及批发业务总销售金额同比中单位数下滑，季末直营门店毛销售面积环比-8.0%、同比-12.4%。

□ **大幅度精简门店&单店面积增加，多渠道收入下滑。**

(1) **分品牌:** FY25 两大主力品牌收入 233.11 亿元 (同比-6.1%，占比 86.3%)，其他品牌收入 35.05 亿元 (同比-9.9%，占比 13.0%)。

(2) **分渠道:** FY25 零售业务收入 230.27 亿元 (同比-6.8%，占比 85.3%)，批发业务收入 37.88 亿元 (同比-5.8%，占比 14.0%)，联营费用收入 1.46 亿元 (同比-14.1%，占比 0.5%)，电竞收入 0.51 亿元 (同比+32.4%，占比 0.2%)。

(3) **门店:** 截至 2025 年 2 月 28 日，公司共有门店 5020 家 (较上年末净减少 1124 家)，单店销售面积同比增加 7.2%。

□ **去库存举措与线上线下结构调整影响毛利率水平，线下经营负杠杆导致销售费用率有所增加。**

(1) **毛利率:** FY25 公司毛利率同比-3.4pct 至 38.4%，毛利率下降主要是由于公司与品牌合作伙伴携手通过加速全渠道库存打通与周转、加大促销力度、战术性调整线上线下销售结构等措施影响。

(2) **费用率&净利率:** 销售及分销开支占收入 29.4% (同比+0.5pct)，主要由于线下客流下滑对线下门店带来负经营杠杆影响；一般及行政开支占收入 3.7% (同比-0.2pct)。公司净利率为 4.8% (同比-2.9pct)。

□ **现金流显著改善，库存金额及周转天数略有下降。** FY25 经营活动现金流净额为 37.55 亿元 (+20.0%)。FY25 应收账款周转天数同比-1 天至 14 天。截至 2025 年 2 月 28 日，存货金额同比-4.5%至 60.04 亿元，全年存货周转天数同比-1 天至 135 天。

□ **盈利预测及投资建议。** 为应对线下客流疲软带来的经营压力，公司加速调整低效店铺，大力发展线上渠道，FY25 直营线上业务销售额实现同比双位数增长。未来，主力品牌自身经历调整有望逐渐恢复；新增合作品牌 norda、SOAR、Norrone 加码户外与跑步赛道，长期有望贡献新增量。考虑到终端市场需求的恢复以及主要品牌的经营调整仍需一定时间，我们下调盈利预测，预计 FY2026-FY2028 公司收入规模 272.4 亿元、288.6 亿元、306.4 亿元，同比增速为 1%、6%、6%。净利润为 13.1 亿元、14.9 亿元、16.8 亿元，同比增速为 2%、14%、13%。当前市值对应 FY26PE12X，FY27PE11X，维持强

消费品/轻工纺服
目标估值: NA
当前股价: 2.8 港元

基础数据

总股本 (百万股)	6201
香港股 (百万股)	6201
总市值 (十亿港元)	17.4
香港股市值 (十亿港元)	17.4
每股净资产 (港元)	1.5
ROE (TTM)	14.2
资产负债率	39.2%
主要股东	Hillhouse HHBH Holdings Limited
主要股东持股比例	34.89%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	30	-42
相对表现	-13	8	-67



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《滔搏 (06110) —运营能力逆势提升，两大龙头品牌复苏有望驱动增长》2024-05-29
- 《滔搏 (06110) —FY24Q3 销售表现边际改善，折扣及库存持续优化》2023-12-18
- 《滔搏 (06110) —FY24H1 实现高质量增长，单店面积及运营效率提升》2023-10-24

刘丽 S1090517080006
liuli14@cmschina.com.cn
唐圣扬 S1090523120001
tangshengyang@cmschina.com.cn

烈推荐评级。

□ **风险提示：** 合作品牌内部经营战略调整影响品牌终端销售的风险；零售门店管理及盈利能力不及预期的风险；终端需求恢复不及预期风险。

财务数据与估值

会计年度	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业总收入(百万元)	28950	27013	27236	28862	30643
同比增长	7%	-7%	1%	6%	6%
营业利润(百万元)	2626	1444	1564	1804	2062
同比增长	23%	-45%	8%	15%	14%
归母净利润(百万元)	2213	1286	1309	1489	1679
同比增长	20%	-42%	2%	14%	13%
每股收益(元)	0.36	0.21	0.21	0.24	0.27
PE	7.2	12.4	12.2	10.7	9.5
PB	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8

资料来源：公司数据、招商证券（货币单位：人民币）

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产	10559	10986	11001	11261	12243
现金及现金等价物	1956	2587	2567	2382	2858
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票据	1330	752	758	803	853
其它应收款	864	646	652	691	733
存货	6284	6004	6019	6320	6668
其他流动资产	126	997	1005	1065	1131
非流动资产	3985	3916	4066	4215	4364
长期投资	46	46	46	46	46
固定资产	639	541	691	840	990
无形资产	2881	2864	2864	2864	2864
其他	420	465	465	464	465
资产总计	14544	14903	15066	15476	16607
流动负债	3347	4496	5088	5320	6263
应付账款	387	343	344	361	381
应交税金	348	268	268	268	268
短期借款	720	2130	2717	2843	3665
其他	1892	1755	1759	1847	1949
长期负债	1347	1347	1347	1347	1347
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1347	1347	1347	1347	1347
负债合计	4694	5844	6435	6667	7610
股本	0	0	0	0	0
储备	9849	9059	8632	8811	9001
少数股东权益	2	0	(1)	(3)	(4)
归属于母公司所有者权益	9849	9059	8632	8811	9001
负债及权益合计	14544	14903	15066	15476	16607

现金流量表

单位：百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动现金流	3129	3755	1253	1144	1317
净利润	2213	1286	1309	1489	1679
折旧与摊销	1672	0	0	0	0
营运资本变动	(867)	0	(29)	(340)	(384)
其他非现金调整	111	2469	(27)	(5)	22
投资活动现金流	(198)	(298)	21	21	22
资本性支出	(397)	(373)	(150)	(150)	(150)
出售资产获得的现金	2	1	1	1	1
投资增减	66	0	0	0	0
其它	222	75	171	170	171
筹资活动现金流	(3332)	(2826)	(1295)	(1350)	(862)
债务增减	(715)	445	587	126	822
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	2233	2109	1736	1309	1489
其它筹资	(385)	(1163)	(145)	(167)	(195)
其它调整	(4465)	(4217)	(3473)	(2619)	(2977)
现金净增加额	(401)	631	(20)	(185)	476

利润表

单位：百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
总营业收入	28950	27013	27236	28862	30643
主营业务收入	28933	27013	27236	28862	30643
营业成本	16852	16630	16670	17505	18469
毛利	12081	10383	10566	11357	12174
营业支出	9471	8939	9001	9553	10112
营业利润	2626	1444	1564	1804	2062
利息支出	147	118	145	167	195
利息收入	120	85	21	20	21
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	0	150	150	150	150
非经常项目损益	161	(2)	(2)	(2)	(2)
除税前利润	2759	1560	1588	1805	2036
所得税	548	275	280	318	359
少数股东损益	(2)	(1)	(1)	(2)	(2)
归属普通股股东净利润	2213	1286	1309	1489	1679
EPS(元)	0.36	0.21	0.21	0.24	0.27

主要财务比率

	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
年成长率					
营业收入	7%	-7%	1%	6%	6%
营业利润	23%	-45%	8%	15%	14%
净利润	20%	-42%	2%	14%	13%
获利能力					
毛利率	41.7%	38.4%	38.8%	39.3%	39.7%
净利率	7.6%	4.8%	4.8%	5.2%	5.5%
ROE	22.5%	14.2%	15.2%	16.9%	18.7%
ROIC	20.8%	12.4%	12.6%	14.0%	14.5%
偿债能力					
资产负债率	32.3%	39.2%	42.7%	43.1%	45.8%
净负债比率	5.0%	14.3%	18.0%	18.4%	22.1%
流动比率	3.2	2.4	2.2	2.1	2.0
速动比率	1.3	1.1	1.0	0.9	0.9
营运能力					
资产周转率	2.0	1.8	1.8	1.9	1.8
存货周转率	2.7	2.7	2.8	2.8	2.8
应收帐款周转率	13.2	15.0	19.4	19.9	19.9
应付帐款周转率	24.5	45.5	48.5	49.6	49.7
每股资料(元)					
每股收益	0.36	0.21	0.21	0.24	0.27
每股经营现金	0.50	0.61	0.20	0.18	0.21
每股净资产	1.59	1.46	1.39	1.42	1.45
每股股利	0.35	0.28	0.21	0.24	0.27
估值比率					
PE	7.2	12.4	12.2	10.7	9.5
PB	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8
EV/EBITDA	4.2	11.1	10.8	9.5	8.4

资料来源：公司数据、招商证券（货币单位：人民币）

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。