

滔搏 (06110.HK)

FY2026Q1 销售下降中单位数，整体表现符合预期

事件：滔搏发布季度经营公告，FY2026Q1（2025 年 3-5 月）公司全渠道销售额（零售流水及批发发货金额，含税）同比下降中单位数，直营门店毛销售面积环比/同比-1.3%/-12.3%。

面对客流波动，FY2026Q1 线下销售或仍有压力。1) FY2026Q1 线下同店客流波动导致销售承压。FY2026Q1 公司销售下降中单位数（降幅同 FY2025Q4 保持一致），我们预计线下销售下滑幅度或大于整体平均水平，FY2025 同店客流下降双位数，我们判断 FY2026Q1 该趋势延续。

2) FY2026Q1 店铺净关店持续，直营店铺毛销售面积下降。截至 2025 年 5 月末线下直营门店毛销售面积同比下降 12.3%，环比 2 月末下降 1.3%，我们判断销售面积的下降主要原因是门店数量的减少，FY2025 末线下门店数量较财年初净关 1124 家至 5020 家，我们预计 FY2026Q1 净关店持续。展望 FY2026 我们预计公司直营线下门店数量或仍呈现净关店态势，但随着门店整体质量的提升，我们预计 FY2026 净关店数量对比 FY2025 有望大幅减少。

公司电商平台运营能力卓越，我们预计 FY2026Q1 电商表现优异。我们判断 FY2026Q1 在公司卓越的电商运营能力下，公司线上销售或仍延续快速增长势头，FY2025 直营渠道电商销售占比 30%-40%中段，进入 FY2026Q1 我们预计该比例继续提升。公司电商业务聚焦“平台电商+内容电商+私域运营”，通过多元化的渠道和消费者进行互动，拓展生意机会。

针对户外以及跑步赛道，持续丰富品牌矩阵。面对户外以及跑步赛道的火热势头，滔搏 2024 年同户外越野跑品牌 NORDA 展开合作，2025 年以来公司进一步将高端跑步品牌 Soar 以及挪威户外品牌 NORRØNA 纳入品牌矩阵，在合作模式上公司也突破传统的经销模式，转而担任品牌在中国区的独家代理，中长期来看滔搏将凭借自身在营销、零售等多层面的优势，帮助新品牌拓展中国市场，共享赛道机遇。

展望 FY2026，我们预计公司营收略有下降，归母净利润同比基本持平。FY2026 以来线下客流仍有波动，线上增速更快，同时由于消费环境的不确定性，我们预计公司短期的拿货和上新节奏或较为谨慎，综合来看我们预计公司 FY2026 营收或略下降，归母净利润同比基本持平，利润率的提升主要受益于电商占比提升带来的结构性帮助。

盈利预测与投资建议：公司作为运动鞋服下游渠道龙头公司，终端门店结构优化，数字化转型带动零售效率提升，高效的会员运营持续巩固用户粘性，我们预计公司 FY2026-FY2028 归母净利润分别为 13.01/14.83/16.48 亿元，现价对应 FY2026PE 为 12 倍，维持“买入”评级。

风险提示：终端销售放缓；品牌方合作变化带来经营风险，门店优化不及预期。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	28,933	27,013	26,643	28,353	30,047
增长率 yoy (%)	6.9	-6.6	-1.4	6.4	6.0
归母净利润（百万元）	2,213	1,286	1,301	1,483	1,648
增长率 yoy (%)	20.5	-41.9	1.2	13.9	11.2
EPS 最新摊薄（元/股）	0.36	0.21	0.21	0.24	0.27
净资产收益率 (%)	22.4	14.2	14.4	16.4	18.2
P/E（倍）	7.3	12.5	12.4	10.9	9.8
P/B（倍）	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8

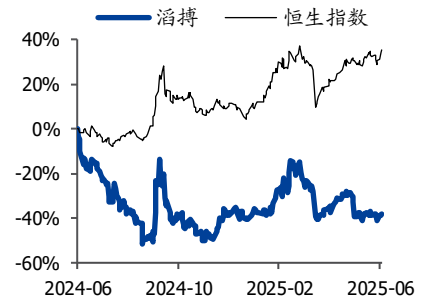
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 06 月 25 日收盘价，汇率为 1 港元=0.91 人民币元

买入（维持）

股票信息

行业	专业连锁 II
前次评级	买入
06 月 25 日收盘价（港元）	2.85
总市值（百万港元）	17,673.48
总股本（百万股）	6,201.22
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量（百万股）	24.40

股价走势



作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜

执业证书编号：S0680523080004

邮箱：houziye@gszq.com

分析师 王佳伟

执业证书编号：S0680524060004

邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《滔搏 (06110.HK)：FY2025 库存去化顺利推进，高分红回馈投资者》 2025-05-22
- 《滔搏 (06110.HK)：FY2025Q3 销售下滑中单位数，推进库存去化》 2024-12-16
- 《滔搏 (06110.HK)：短期业绩波动，现金流稳健延续高分红》 2024-10-24

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	10559	10986	11516	12349	11981
现金	1956	2587	2004	3782	2041
应收账款及票据	1330	752	1298	593	1411
其他应收款	864	646	1073	757	1182
存货	6284	6004	6140	6215	6348
其他流动资产	126	997	1002	1003	1000
非流动资产	3985	3916	3511	3114	3366
固定资产	639	541	585	613	638
无形资产	2881	2864	2439	2013	2233
其他非流动资产	465	510	488	487	495
资产总计	14544	14903	15026	15463	15346
流动负债	3347	4496	4620	5057	4940
短期借款	720	2130	1425	1778	1601
应付账款及票据	387	343	828	902	966
其他流动负债	2239	2023	2367	2377	2372
非流动负债	1347	1347	1347	1347	1347
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1347	1347	1347	1347	1347
负债合计	4694	5844	5967	6404	6287
股本	0	0	0	0	0
股本溢价	1697	1746	1746	1746	1746
其他储备	8152	7312	7312	7312	7312
归属母公司股东权益	9849	9059	9059	9059	9059
少数股东权益	2	0	0	0	0
负债和股东权益	14544	14903	15026	15463	15346

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3129	3755	2625	4901	2588
净利润	2213	1286	1301	1483	1648
折旧摊销	1672	1460	1682	2492	2355
营运资金变动	-867	898	-279	1030	-1317
其他经营现金流	111	111	-80	-104	-99
投资活动现金流	-198	-298	-1132	-1946	-2454
资本支出	-397	-373	382	397	-245
长期投资	-26	0	-1682	-2492	-2355
其他投资现金流	225	75	167	149	146
筹资活动现金流	-3332	-2826	-2076	-1176	-1876
长期借款	-715	445	0	0	0
股本增加	0	0	0	0	0
支付股利	-2233	-2109	-1301	-1483	-1648
其他筹资现金流	-385	-1163	-775	306	-228
现金净增加额	-401	631	-584	1778	-1742

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	28933	27013	26643	28353	30047
营业成本	16852	16630	16394	17297	18216
销售费用	8356	7944	7780	8308	8804
管理费用	1115	996	946	1021	1082
财务费用	27	33	70	46	52
营业利润	2599	1561	1603	1832	2044
其他收益及亏损	161	-2	-2	-2	-2
利润总额	2759	1560	1602	1830	2043
所得税	548	275	300	348	394
净利润	2211	1285	1301	1483	1648
少数股东损益	-2	-1	0	0	0
归属母公司净利润	2213	1286	1301	1483	1648
EBITDA	4458	3053	3354	4368	4450
EPS (元)	0.36	0.21	0.21	0.24	0.27

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	6.9	-6.6	-1.4	6.4	6.0
营业利润(%)	28.5	-39.9	2.7	14.3	11.6
归属于母公司净利润(%)	20.5	-41.9	1.2	13.9	11.2
获利能力					
毛利率(%)	41.8	38.4	38.5	39.0	39.4
净利率(%)	7.6	4.8	4.9	5.2	5.5
ROE(%)	22.4	14.2	14.4	16.4	18.2
ROIC(%)	18.7	10.5	11.5	12.5	14.1
偿债能力					
资产负债率(%)	33.5	39.2	39.7	41.4	41.0
净负债比率(%)	27.8	35.9	43.8	28.9	46.9
流动比率	3.2	2.4	2.5	2.4	2.4
速动比率	1.3	1.1	1.2	1.2	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.8	1.8	1.8	1.9	2.0
应收账款周转率	24.3	26.0	26.0	30.0	30.0
应付账款周转率	24.5	45.5	28.0	20.0	19.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.21	0.21	0.24	0.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.61	0.42	0.79	0.42
每股净资产(最新摊薄)	1.59	1.46	1.46	1.46	1.46
估值比率					
P/E	7.3	12.5	12.4	10.9	9.8
P/B	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8
EV/EBITDA	3.6	5.6	5.0	3.5	3.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 06 月 25 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com