

## 商业贸易

2025年06月28日

## 滔搏

(06110)

——零售表现符合预期，加码布局户外垂类赛道

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

## 投资要点：

- **滔搏发布 FY26 财年第一季度运营表现，整体符合预期。** FY26 财年一季度集团销售额（含批发及零售）同比下降中单位数，表现符合预期。就销售趋势而言，一季度整体消费需求仍在缓慢复苏，尚未看到明确反弹，公司在波动的零售环境中创新销售方式，多维度触达客群，平滑线下客流下滑的不利影响，业务表现符合预期，并维持全年利润持平的指引。
- **库存相对稳定，折扣受渠道结构影响同比加深。** 根据公司公开电话会交流，FY26Q1 末库存同比下降，库销比同比及环比保持稳定。库龄结构因 25 年自然年新货下单谨慎及品牌方合作伙伴货品管控，新货订货减少，导致库龄结构上仍有优化的空间。折扣角度，一季度直营折扣率同比加深，但幅度较上个季度缓和，主要受低折扣率的线上销售占比增加以及新货供货谨慎导致，一季度末直营线上销售占比直营销销的 40%，进一步提升。虽然线上渠道折扣及毛利率较低，但费用率也更低，因而线上业务的占比增加对净利率为正向贡献。
- **分渠道看，线下面临客流持续低迷，线上销售为主要拉动。** 根据公司公开电话会交流，FY26Q1 线下同店客流双位数下滑，公司聚焦渠道网络精益化，一季度公司直营门店毛销售面积同比减少 12.3%，较上个季度末环比减少 1.3%，在开店改店方面也更加谨慎，继续推动低效门店的淘汰，有望优化费用使用。线上渠道表现较好，一季度末直营线上销售占比自营业务的 40%，拆分来看，线上主要分为平台电商（销售占比超 50%）、内容电商和私域运营（二者占比较为均匀），增速主要由平台与内容电商带动，特别是平台电商采取垂直细分店铺矩阵式策略，增加搜索概率。不同于上一财年的销库存目标，本财年线上要多场景拓宽并聚焦效率，提升折扣管理与系统性优化，开拓广泛的线上渠道。FY25 财年底公司拥有直播账号超 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 多万运动爱好者建立连接，持续融合内容电商与社交。
- **加速布局户外垂类赛道，持续扩容品牌合作“朋友圈”。** 5 月公司已官宣与挪威专业运动品牌 Norrøna 和英国高端跑鞋品牌 Soar 的合作，成为品牌在中国区的独家运营商，Soar 品牌的线上官方旗舰店将于 6 月 30 日开业，Norrøna 品牌产品线宽、品类全面，计划后续通过单体店和线上渠道开展业务。公司持续看好户外和跑步赛道，倾向将全球优质中高端专业户外品牌引入中国，以中国市场独家合作伙伴模式培育市场，助力品牌快速发展，并增厚自身业务利润。预计后续仍有新品牌合作落地，继续扩容品牌合作“朋友圈”。
- **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。维持盈利预测，预计公司 FY26-28 年公司归母净利润分别为 12.9/14.2/15.5 亿元，对应 PE 为 14/12/11 倍，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。**

## 市场数据：2025年06月27日

收盘价 (港币)	3.12
恒生中国企业指数	8762.47
52 周最高/最低 (港币)	4.37/2.11
H 股市值 (亿港元)	193.48
流通 H 股 (百万股)	6,201.22
汇率 (人民币/港币)	1.0959

## 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

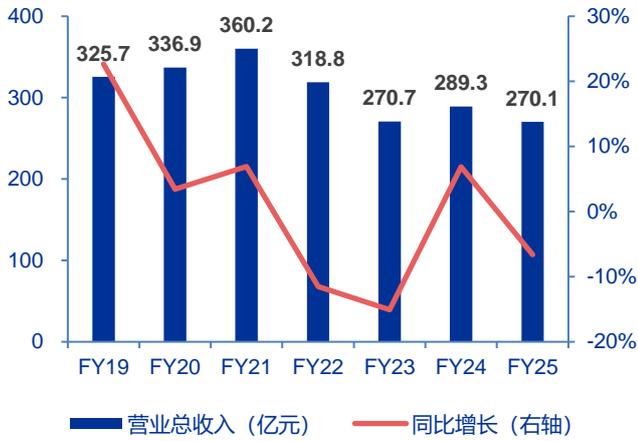
## 财务数据及盈利预测

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

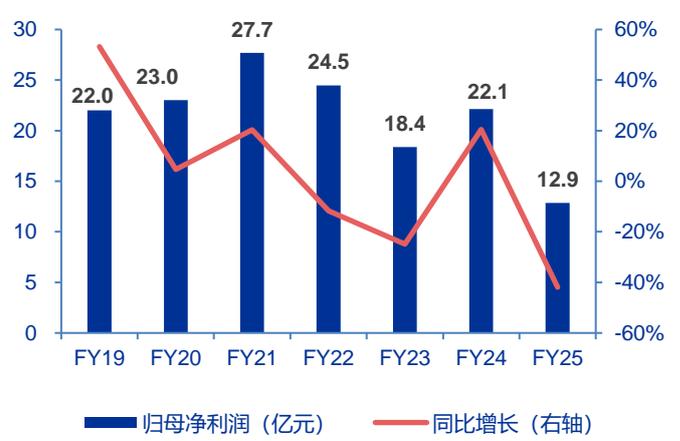
注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



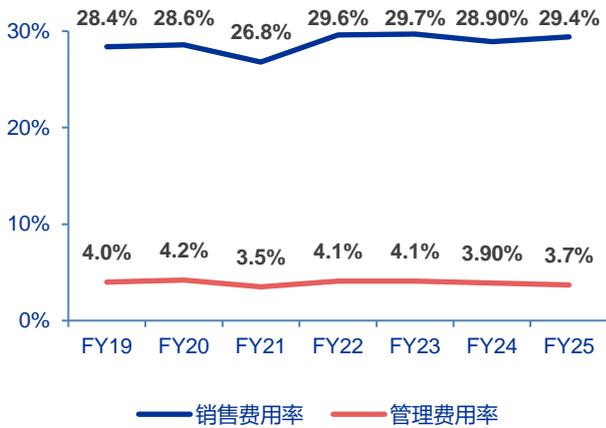
申万宏源研究微信服务号

**图 1: FY25 公司收入同比下滑 6.6%至 270.1 亿元**


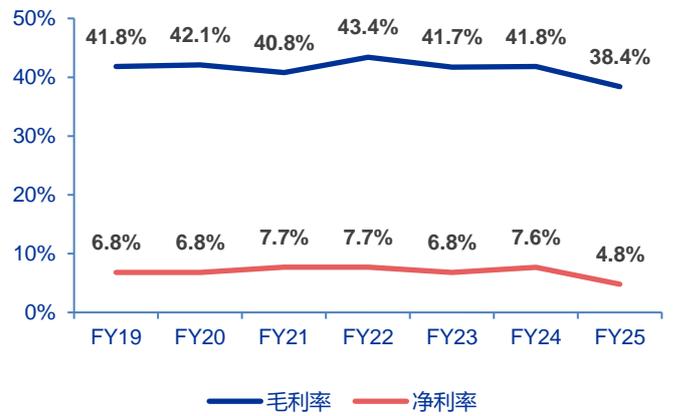
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**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 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%
FY26 (2025.3月-2026.2月)	销售额同比	中单位数下跌				
	直营店面积环比	-1.30%				
	直营店面积同比	-12.30%				

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
<b>净利润</b>	<b>2214</b>	<b>1287</b>	<b>1292</b>	<b>1422</b>	<b>1552</b>

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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.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。