

滔搏(06110)

报告日期: 2025 年 07 月 04 日

Q1 零售表现符合预期，期待逐季改善

——滔搏点评报告

投资要点

□ 发布 25/5/31 为止 FY26Q1 单季度零售运营情况:

FY26Q1 所在的 3/1-5/31 季度公司销售额同比下降中单位数，符合预期。分渠道看，预计 Q1 电商增速继续领跑，占比从去年的 30%+ 提升至 40%，线下客流仍然承压，Q1 同店客流有双位数下滑，线下门店面积同比-12.3%，但由于渠道持续优化，单店面积仍有单位数提升。

运营质量方面，预计 Q1 零售折扣同比仍有低单位数的加深，但加深幅度环比上个季度收窄；Q1 末库龄结构与上个财年末类似，仍有持续优化空间。

□ 合作品牌矩阵竞争力仍然强劲，期待 Nike 在新财年的改善:

作为运动零售商龙头，滔搏是 Nike、Adidas 在中国最重视的合作伙伴之一，Nike 品牌在 10 月更换全球 CEO、原大中华区 CEO 亦升任大中华区董事长兼 CEO&ACG 品牌全球 CEO，体现 Nike 对中国&户外市场的重视，期待新财年新管理团队带来的积极变化，Nike 管理层也提到针对中国市场，在专业跑步、外场篮球、中国本地化产品持续加强投入，并在零售渠道、会员服务、品宣等方面进一步提升活力。

除了两大主要合作品牌外，滔搏不断丰富包括综合运动、专业运动、休闲运动、IP 文化类的品牌合作矩阵，在户外、越野跑、登山、IP 文化领域持续拓展版图，25 年 5 月新增高端户外品牌 Norrøna 及高端跑步服饰品牌 SPAR 中国独家代理合作，其中:

Norrøna “老人头”: 成立于 1929 年的挪威顶级户外品牌，产品覆盖滑雪、登山、越野、徒步、山地自行车、狩猎、冲浪等场景，实现性能+美学+环保三角平衡，此前业务集中在欧洲和美国，滔搏 5 月官宣成为中国市场独家运营合作伙伴，将尽快推出线上旗舰店、搭建私域、并结合赛事、圈层活动进行宣传。

SOAR Running: 成立于 2015 年的英国高性能跑步服饰品牌，采用尖端面料及制造技术提供符合跑者体验的跑步服装，性能+时尚有机结合，滔搏作为其中国市场独家代理合作伙伴，将开设线上官方旗舰店，并在线下以多样化方式和消费者见面。

□ 盈利预测与估值

25/2/28 财年公司主动与品牌商配合推动库存清理轻装上阵，结合 Nike 对产品矩阵的积极调整，期待迎来流水及折扣表现的持续改善，预计 FY26/27/28 年收入-3%/+5%/+5%至 262/276/290 亿元，归母净利+2%/+18%/+15%至 13.1/15.4/17.7 亿元，对应 PE 13.4/11.4/10.0X，现金分红比例一般在 100%左右，考虑到公司强力的合作品牌矩阵、健康的现金流以及高分红属性，维持“买入”评级。

□ 风险提示: 合作品牌特殊舆论事件影响零售表现、消费力不及预期

财务摘要

(百万元)	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	27,013	26,244	27,641	28,972
(+/-) (%)	-6.64%	-2.85%	5.32%	4.81%
归母净利润	1,286	1,312	1,544	1,772
(+/-) (%)	-41.95%	2.15%	17.62%	14.82%
每股收益(元)	0.21	0.21	0.25	0.29
P/E	13.71	13.43	11.42	9.95

资料来源: 浙商证券研究所, FY2025 指截至 2025/2/28 为止的财年

投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉

执业证书号: S1230520070002

mali@stocke.com.cn

分析师: 詹陆雨

执业证书号: S1230520070005

zhanluyu@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$3.12
总市值(百万港元)	19,347.81
总股本(百万股)	6,201.22

股票走势图



相关报告

- 1 《分红超预期，期待新财年业绩弹性》 2025.05.22
- 2 《库存健康为先，期待新财年业绩弹性》 2024.12.19
- 3 《零售承压，现金流依旧稳健》 2024.11.03

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产	10,986	11,206	11,422	11,574
现金	3,584	3,855	3,149	4,059
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	752	888	1,018	914
其它应收款	646	679	713	748
存货	6,004	5,784	6,543	5,854
其他	0	0	0	0
非流动资产	3,916	3,882	3,878	3,874
金融资产类	0	0	0	0
权益法核算的投资	0	0	0	0
固定资产	541	545	546	546
无形资产	1,046	1,059	1,059	1,058
在建工程	1,819	1,809	1,800	1,791
其他	510	469	474	479
资产总计	14,903	15,088	15,301	15,448
流动负债	4,496	4,615	4,756	4,830
短期借款	2,130	2,130	2,130	2,130
应付款项	343	377	430	411
预收账款	941	988	1,037	1,089
租赁-流动负债	814	838	863	889
其他	268	282	296	310
非流动负债	1,347	1,415	1,486	1,560
长期借款	0	0	0	0
租赁-非流动负债	1,121	1,177	1,236	1,298
其他	226	237	249	262
负债合计	5,844	6,029	6,242	6,390
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	9,059	9,059	9,059	9,059
负债和股东权益	14,903	15,088	15,301	15,448

现金流量表

(百万元)	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动现金流	3,755	2,745	2,087	3,958
净利润	1,286	1,312	1,544	1,772
折旧摊销	1,672	1,301	1,364	1,395
财务费用	(33)	(19)	(30)	(31)
投资损失	0	0	0	1
营运资金变动	884	132	(820)	791
其它	(54)	19	30	30
投资活动现金流	(298)	(639)	(1,367)	(1,386)
资本支出	(373)	(517)	(535)	(555)
长期投资	0	(204)	(922)	(930)
其他	75	82	90	99
筹资活动现金流	(2,826)	(1,836)	(1,426)	(1,662)
短期借款	1,410	0	0	0
长期借款	0	0	0	1
其他	(4,236)	(1,836)	(1,426)	(1,663)
现金净增加额	631	271	(706)	909

利润表

(百万元)	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	27,013	26,244	27,641	28,972
营业成本	(16630)	(16208)	(16949)	(17665)
毛利润	10383	10036	10693	11307
销售费用	(7944)	(7584)	(7933)	(8228)
管理费用	(996)	(923)	(938)	(978)
其他收入及收益	150	130	137	143
营业利润	1593	1660	1959	2246
财务费用	(33)	(19)	(30)	(31)
除税前溢利	1560	1640	1929	2215
所得税	(275)	(328)	(386)	(443)
净利润	1285	1312	1544	1772
少数股东损益	(1)	0	0	0
归属母公司净利润	1286	1312	1544	1772
EBITDA	3265	2960	3323	3641
EPS (最新摊薄)	0.21	0.21	0.25	0.29

主要财务比率

	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
成长能力				
营业收入	-6.64%	-2.85%	5.32%	4.81%
营业利润	-42.84%	4.20%	18.05%	14.66%
归属母公司净利润	-41.95%	2.15%	17.62%	14.82%
获利能力				
毛利率	38.44%	38.24%	38.68%	39.03%
净利率	4.76%	5.00%	5.58%	6.12%
ROE	13.59%	14.49%	17.04%	19.56%
ROIC	12.06%	11.87%	14.01%	16.06%
偿债能力				
资产负债率	39.21%	39.96%	40.79%	41.36%
净负债比率	64.50%	66.56%	68.90%	70.53%
流动比率	2.44	2.43	2.40	2.40
速动比率	0.96	1.03	0.88	1.03
营运能力				
总资产周转率	1.83	1.75	1.82	1.88
应收账款周转率	25.96	32.00	29.00	30.00
应付账款周转率	45.53	45.00	42.00	42.00
每股指标(元)				
每股收益	0.21	0.21	0.25	0.29
每股经营现金	0.61	0.44	0.34	0.64
每股净资产	1.46	1.46	1.46	1.46
估值比率				
P/E	13.71	13.43	11.42	9.95
P/B	1.95	1.95	1.95	1.95
EV/EBITDA	5.98	6.55	6.09	5.33

资料来源：浙商证券研究所，FY2025 指截至 2025/2/28 为止的财年

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>