

滔搏 (06110.HK)

FY26H1 业绩点评：线下短期承压，积极布局全域零售

买入（维持）

2025 年 10 月 23 日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书：S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	28,933	27,013	26,101	27,418	28,794
同比(%)	6.87	(6.64)	(3.38)	5.05	5.02
归母净利润（百万元）	2,213	1,286	1,291	1,445	1,596
同比(%)	20.49	(41.89)	0.42	11.93	10.43
EPS-最新摊薄（元/股）	0.36	0.21	0.21	0.23	0.26
P/E（现价&最新摊薄）	8.87	15.27	15.21	13.59	12.30

投资要点

■ **公司公布 FY26H1 业绩：** FY26H1（2025/3/1-2025/8/31）实现收入 122.99 亿元/yoy-5.8%，归母净利润 7.89 亿元/yoy-9.7%。公司宣布派发中期股息每股 13.00 人民币分，派息率达 102.2%。

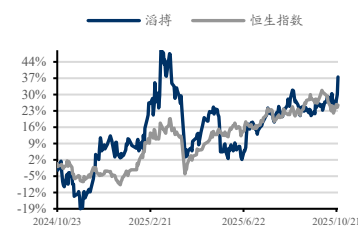
■ **优化全域零售布局，线上销售额同比增长双位数。** 1) **分品牌看**，FY26H1 主力品牌（耐克&阿迪达斯）/其他品牌收入分别同比-4.8%/ -12.2%，收入占比分别为 87.9%/11.5%。公司持续深化跑步和户外赛道的品牌布局，已与跑步品牌 norda™、soar、Ciele 及户外品牌 Norrona 等开启合作。2) **分模式看**，FY26H1 零售/批发收入分别同比-3.0%/ -20.3%，收入占比分别为 86.2%/13.2%。公司持续优化线下门店网络，截至 FY26H1 末直营门店共 4,688 家、同比-19.4%，总销售面积同比-14.1%。3) **分线上线** **下看**，①线上方面，公司积极拓展全域零售，零售线上业务销售额实现同比双位数增长。截至期末，抖音及微信视频号帐号超 800 个，小程序店铺数超 3,600 家，入驻即时零售的店铺超 3,700 家，有效缓解了线下客流波动的影响。②线下方面，门店面临客流压力，公司加速淘汰低效门店，并以更严格标准筛选新店和改造店。同时，公司开设首家跑步集合店 etkos，探索业态创新。4) **会员运营方面**，FY26H1 公司累计用户数达 8,910 万人，复购会员对会员整体消费贡献约 60%，高价值会员虽占比较低（中单位数），但消费贡献占比接近 35%。

■ **毛利率持平略降，费用控制审慎，库存优化。** 1) **毛利率：** FY26H1 同比微降 0.1pct 至 41.0%。毛利率下降主因线上业务销售占比提升且折扣率较高，但部分被零售业务贡献占比提高及品牌伙伴的支持所弥补。2) **费用率：** FY26H1 销售及分销+一般及行政费用率同比微增 0.1pct 至 33.2%，公司审慎的费用管控和全域零售网络的效率优势部分对冲了线下客流下滑带来的负向经营杠杆影响。3) **归母净利率：** FY26H1 同比下降 0.3pct 至 6.4%。4) **存货：** 截至 FY26H1 末存货 58.34 亿元，同比下降 4.7%，显示出良好的库存管理能力。存货周转天数同比增加 1.7 天至 150 天。5) **现金流：** FY26H1 经营活动现金流净额 13.55 亿元，期末持有现金及现金等价物 25.38 亿元，净现金 12.68 亿元。

■ **盈利预测与投资评级：** 公司作为国内最大的运动鞋服零售商，FY25 以来受线下零售环境波动影响业绩承压，我们将 FY26-27 归母净利润预测值从 16.36/19.07 亿元下调至 12.91/14.45 亿元，增加 FY28 预测值 15.96 亿元，对应 FY26-28PE 分别为 15/14/12X。长期看，公司所处运动赛道仍具成长性，且主要合作品牌（如耐克）去库存周期接近尾声，有望带动下游零售商复苏。公司积极拓展户外等高增长赛道，现金流稳健并维持高分红政策，维持“买入”评级。

■ **风险提示：** 国内消费复苏不及预期，行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	3.48
一年最低/最高价	2.22/4.13
市净率(倍)	2.19
港股流通市值(百万港元)	19,691.98

基础数据

每股净资产(元)	1.45
资产负债率(%)	45.18
总股本(百万股)	6,201.22
流通股本(百万股)	6,201.22

相关研究

《滔搏(06110.HK)：FY25H1 业绩点评：需求疲软致业绩承压，延续高分红》

2024-10-28

《滔搏(06110.HK)：FY2024Q3 流水点评：持续高质量复苏，直营门店毛销售面积回归扩张》

2023-12-18

滔搏三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	10,986.40	11,269.74	12,806.53	14,489.33	营业总收入	27,012.90	26,100.78	27,417.92	28,793.75
现金及现金等价物	2,587.40	2,722.99	3,839.83	5,085.74	营业成本	16,629.50	16,140.96	16,925.23	17,739.68
应收账款及票据	751.90	797.46	837.71	879.75	销售费用	7,943.80	7,568.65	7,895.79	8,263.23
存货	6,004.00	6,052.86	6,346.96	6,652.38	管理费用	995.50	913.46	959.56	1,007.71
其他流动资产	1,643.10	1,696.42	1,782.03	1,871.46	经营利润	1,444.10	1,477.71	1,637.34	1,783.13
非流动资产	3,916.10	3,864.70	3,844.70	3,834.70	利息收入	84.60	84.69	88.07	116.00
固定资产	541.40	571.40	601.40	631.40	利息支出	117.70	129.20	112.20	110.20
商誉及无形资产	2,864.30	2,794.30	2,744.30	2,704.30	其他收益	148.60	130.49	137.08	143.96
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	1,559.60	1,563.69	1,750.30	1,932.88
其他长期投资	45.90	45.90	45.90	45.90	所得税	274.90	273.65	306.30	338.25
其他非流动资产	464.50	453.10	453.10	453.10	净利润	1,284.70	1,290.05	1,444.00	1,594.63
资产总计	14,902.50	15,134.44	16,651.23	18,324.03	少数股东损益	(1.30)	(1.31)	(1.46)	(1.61)
流动负债	4,496.10	3,776.59	3,849.39	3,927.55	归属母公司净利润	1,286.00	1,291.35	1,445.46	1,596.24
短期借款	2,130.00	1,330.00	1,280.00	1,230.00	EBIT	1,592.70	1,608.21	1,774.42	1,927.09
应付账款及票据	343.40	358.69	376.12	394.22	EBITDA	3,053.10	1,678.21	1,824.42	1,967.09
其他	2,022.70	2,087.90	2,193.27	2,303.34					
非流动负债	1,347.40	1,008.80	1,008.80	1,008.80					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	1,347.40	1,008.80	1,008.80	1,008.80					
负债合计	5,843.50	4,785.39	4,858.19	4,936.35					
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	0.20	(1.11)	(2.57)	(4.18)	每股收益(元)	0.21	0.21	0.23	0.26
归属母公司股东权益	9,058.80	10,350.15	11,795.61	13,391.85	每股净资产(元)	1.46	1.67	1.90	2.16
负债和股东权益	14,902.50	15,134.44	16,651.23	18,324.03	发行在外股份(百万股)	6,201.22	6,201.22	6,201.22	6,201.22
					ROIC(%)	12.06	11.60	11.83	11.48
					ROE(%)	14.20	12.48	12.25	11.92
					毛利率(%)	38.44	38.15	38.26	38.39
					销售净利率(%)	4.76	4.95	5.27	5.54
					资产负债率(%)	39.21	31.62	29.18	26.94
					收入增长率(%)	(6.64)	(3.38)	5.05	5.02
					净利润增长率(%)	(41.89)	0.42	11.93	10.43
					P/E	15.27	15.21	13.59	12.30
					P/B	2.17	1.90	1.67	1.47
					EV/EBITDA	6.08	10.87	9.36	8.02
现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E					
经营活动现金流	3,755.30	1,291.50	1,171.95	1,292.15					
投资活动现金流	(297.50)	(226.71)	107.08	113.96					
筹资活动现金流	(2,826.40)	(929.20)	(162.20)	(160.20)					
现金净增加额	631.40	135.59	1,116.83	1,245.91					
折旧和摊销	1,460.40	70.00	50.00	40.00					
资本开支	(372.80)	(30.00)	(30.00)	(30.00)					
营运资本变动	845.50	(67.25)	(297.16)	(308.72)					

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年10月23日的0.91,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>