

滔搏 (06110.HK)

FY26H1 线下调整，电商增速优异，库存稳健

公司 FY2026H1 营收同比下降 5.8%，归母净利润下降 9.7%。公司 FY2026H1（2025 年 3 月至 2025 年 8 月）营收同比下降 5.8%至 123 亿元，毛利率同比略下降 0.1pcts 至 41%，零售折扣的加深对毛利率造成负面影响，与此同时零售业务占比的提升以及品牌合作伙伴的支持对毛利率带来了正向贡献；期内归母净利润同比下降 9.7%至 7.9 亿元，归母净利率同比-0.3pcts 至 6.4%，利润率保持相对稳定。派息方面，公司董事会决议派发中期股息 0.13 元/股，派息率为 102.2%，重视股东回报。

分品牌：我们预计公司主力品牌中 Nike 表现仍有待改善，同时公司持续拓宽品牌合作伙伴以谋求长期稳健增长。FY2026H1 公司主力品牌/其他品牌营收同比-4.8%/-12.2%至 108/14 亿元，我们判断目前公司主力品牌中 adidas 在大中华区或有相对优异的销售表现，Nike 自身在大中华区仍处于去库过程中，滔搏作为 Nike 大中华区的重要零售商，经营表现同 Nike 自身的经营节奏有着紧密关系。根据相关公司披露，adidas 2025H1 大中华区收入增长 7.8%（货币中性），Nike FY2026Q1（6~8 月）大中华区收入下降 10%（货币中性）。在主力品牌之外，公司重点深化跑步和户外细分赛道的品牌布局，接连开启与跑步品牌 Norda、soar、Ciele 和户外品牌 Norrøna 的合作，满足消费者差异化需求。

分业务模式：零售业务表现优于批发业务，零售业务中电商表现优于线下。FY2026H1 零售业务营收同比下降 3%至 106 亿元，其中线下直营门店处于优化过程中，同时同店客流下降双位数，零售线上业务同比双位数增长表现优异；FY2026H1 批发业务营收下降 20.3%至 16 亿元，我们判断批发业务以线下为主，营收降幅较大或因客流波动导致订单减少。

1) FY2026H1 线下净关店 332 家，渠道结构仍处于优化过程中。截至 2025 年 8 月末公司门店数量较期初净关 332 家至 4688 家，总销售面积同比-14.1%，单店销售面积同比+6.5%。公司秉持“优选+优化”的原则，结合市场动态对门店进行优胜劣汰，缓解经营压力；同时对新开店以及改造店执行更严格的标准，新开店聚焦主力品牌的主力店型以及垂类品牌。

2) 公司电商平台销售快速增长，全域化电商运营能力卓越。FY2026H1 包含公域和私域在内的零售线上业务销售额同比实现双位数增长，公司持续强化电商体系建设，一方面以线下门店为依托，延展实体门店线上边界，搭建门店抖音直播、小红书、微信小程序、即时零售等渠道；另一方面提升平台电商以及内容电商的精细化运营能力。

3) 以消费者为中心，聚焦用户运营。公司通过全域化的手段持续吸引用户群体，截至 2025 年 8 月末公司累计会员数量达到 8910 万，会员规模持续扩大，同时期内会员贡献的线下门店以及微信小程序的零售总额占比为 92.9%，复购会员销售占会员整体销售比重达到 60%，持续保持高且稳健的销售贡献。

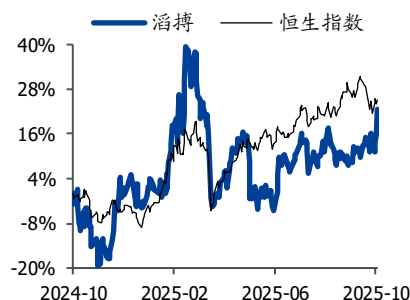
存货状况稳健，现金回流优异。1) 存货：截至 2025 年 8 月末公司存货金额为 58.3 亿元，同比-4.7%，存货周转天数 150 天，同比+1.7 天，我们判断目前公司存货总额已经得到有效控制。2) 现金流：期内公司经营业务产生的现金流净额为 13.5 亿元，占归母净利润的比重为 1.7 倍，在不确定的市场环境下，公司保持着健康的现金回流能力。

买入（维持）

股票信息

行业	专业连锁 II
前次评级	买入
10 月 23 日收盘价（港元）	3.48
总市值（百万港元）	21,580.25
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）	12.16

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)：FY2026Q1 销售下降中单位数，整体表现符合预期》 2025-06-25
- 《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

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 以来我们判断线下客流仍有波动，线上增速更快，综合考虑消费环境的波动复苏态势，我们预计公司 FY2026 营收或略下降，归母净利润同比基本持平。

盈利预测与投资建议：公司作为国内运动鞋服头部零售商，数字化能力领先行业，运营效率不断提升，短期由于消费环境以及客流波动对公司终端销售造成影响，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 15 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）	8.9	15.3	15.1	13.3	11.9
P/B（倍）	2.0	2.2	2.2	2.2	2.2

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 23 日收盘价，汇率为 1 港元 = 0.91 人民币元

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	
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	2758	1561	1603	1832	2044
其他收益及亏损	1	-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(%)	18.8	-43.4	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	8.9	15.3	15.1	13.3	11.9
P/B	2.0	2.2	2.2	2.2	2.2
EV/EBITDA	4.4	6.7	6.1	4.4	4.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 23 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