

消费

收盘价

港元 3.48

目标价

港元 2.98

潜在涨幅

-14.4%

2025 年 10 月 24 日

滔搏国际 (6110 HK)

2026 上半财年销售仍然承压，股息率吸引，维持中性评级

④ **2026 上半财年销售仍然承压，但精细化控费效果明显：**公司 2026 上半财年营业收入为 123.0 亿元（人民币，下同），同比降 5.8%，主要受运动品消费需求及线下客流波动影响。虽面临运营压力，公司上半财年毛利率和费用率控制相对较好，毛利率同比微降 0.1 个百分点至 41.0%，受到折扣变化、线上收入占比提升拖累，但零售业务贡献度上升及品牌方支持部分抵消了负面影响。公司上半财年经营费用率微增 0.1 个百分点至 33.2%，受益于租金结构和运营团队优化；净利率同比下降 0.3 个百分点至 6.4%，净利润同比降 9.8% 至 7.9 亿元，大致符合预期。管理层维持全年净利润同比持平、净利率改善的指引，并表示近期销售趋势与 2 季度相若，折扣仍然同比有所加深。我们期待下半财年出现更加明确的修复信号，目前保持盈利预测和目标价不变，维持**中性**评级。公司中期派息率为 102%，接近 7% 的预期股息率将为公司股价提供下行保护。

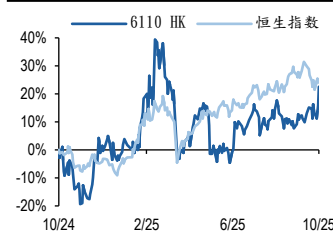
④ **主力品牌表现具韧性，积极优化品牌结构：**分品牌看，主力品牌/其他品牌分别同比降 4.8%/12.2%，主力品牌跌幅优于其他品牌及整体表现。公司表示目前正积极与主力品牌合作完善线上线下渠道管理、改善整体折扣水平。此外，公司计划重点深化跑步和户外细分赛道，发展 norda、soar、Ciele 和 Norrøna 等新品品牌。管理层表示，首家 etkos 跑步集合店已于 10 月 1 日开业，致力打造多功能空间，服务跑步人群、提供新的零售体验。

④ **线下客流仍然偏弱，公司深化全域零售转型：**公司继续调整门店结构和改善质量，截至 2025 年 8 月末，公司直营门店数量净减少 332 家至 4,688 家，仍处于下降趋势，总销售面积同比减少 14.1%，但单店面积同比增长 6.5%。管理层表示，目前线下客流仍面临压力，期内线下同店客流下滑双位数。公司正实施“优选+优化”原则，对新店和改造店执行更严格的标准，单店面积更大但装修投入更克制。同时，继续完善线上业务的延展，期内线上零售业务同比双位数增长，公司积极探索“1（线下门店）+N（线上多场景布局）”的多元运营形态。

个股评级

中性

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	3.96
52周低位 (港元)	2.29
市值 (百万港元)	21,580.25
日均成交量 (百万)	32.67
年初至今变化 (%)	16.78
200天平均价 (港元)	3.08

资料来源: FactSet

肖凯希

cathy.xiao@bocomgroup.com
(852) 3766 1856

钱昊, CFA

Alan.Qian@bocomgroup.com
(852) 3766 1853

财务数据一览

年结2月28日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (百万人民币)	28,933	27,013	25,856	26,720	27,481
同比增长 (%)	6.9	-6.6	-4.3	3.3	2.8
净利润 (百万人民币)	2,211	1,285	1,299	1,445	1,531
每股盈利 (人民币)	0.36	0.21	0.21	0.23	0.25
同比增长 (%)	20.4	-41.9	1.1	11.2	5.9
市盈率 (倍)	8.9	15.4	15.2	13.7	12.9
每股账面净值 (人民币)	1.59	1.46	1.39	1.41	1.43
市账率 (倍)	2.01	2.18	2.29	2.26	2.23
股息率 (%)	11.3	8.8	6.6	7.3	7.7

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

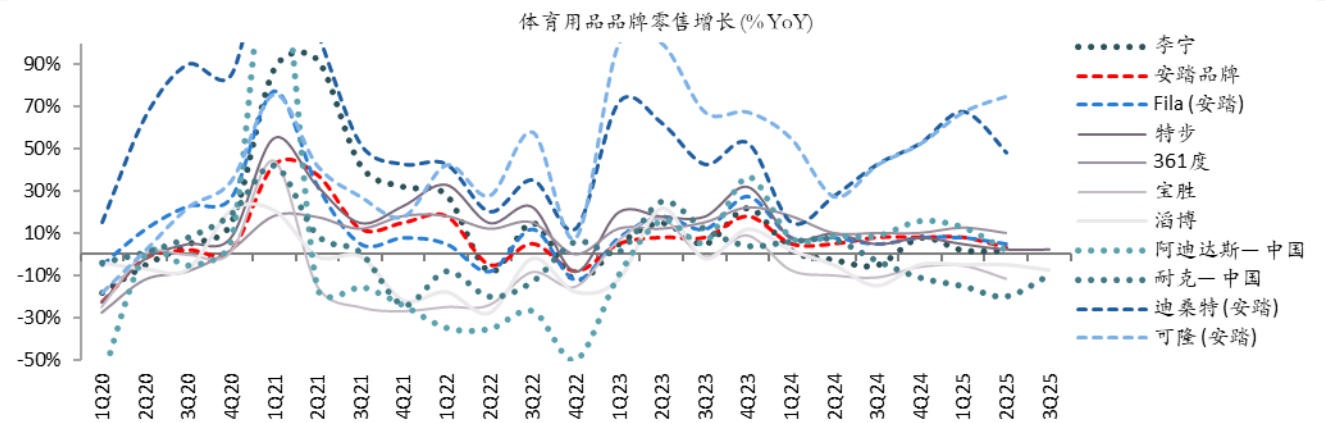
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：滔搏：季度销售和运营数据

同比增长	2025 财年				2026 财年	
	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	1 季度	2 季度
	2024 年 5 月	2024 年 8 月	2024 年 11 月	2025 年 2 月	2025 年 5 月	2025 年 8 月
零售及批发业务收入增长	下跌中单位数 下跌 10-20%低段		下跌中单位数 下跌中单位数		下跌中单位数	下跌高单位数
实际公布数据	-7.9%		-6.6%		-6.0%	
直营门店毛销售面积增长	-0.5%	-1.9%	-4.4%	-12.4%	-12.3%	-14.1%
实际公布数据	-1.9%		-12.4%		-14.1%	

资料来源：公司资料，交银国际

图表 2：体育用品品牌季度零售增长



资料来源：各公司资料，交银国际

图表 3：滔搏国际 (6110 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 4：交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
9992 HK	泡泡玛特	买入	232.40	401.60	72.8%	2025 年 10 月 22 日	潮流玩具
1876 HK	百威亚太	买入	8.14	9.50	16.7%	2025 年 10 月 02 日	啤酒
291 HK	华润啤酒	买入	27.00	35.90	33.0%	2025 年 08 月 20 日	啤酒
600887 CH	伊利股份	买入	27.37	34.50	26.0%	2025 年 09 月 01 日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	14.40	21.51	49.4%	2025 年 08 月 29 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	8.65	12.30	42.2%	2023 年 09 月 05 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	4.02	4.00	-0.5%	2024 年 09 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	26.07	13.40	-48.6%	2024 年 08 月 27 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	12.90	10.40	-19.4%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	68.35	84.00	22.9%	2025 年 08 月 28 日	纺织服装
6690 HK	海尔智家	买入	24.92	36.60	46.9%	2025 年 09 月 01 日	家电
000333 CH	美的集团	买入	74.89	96.20	28.5%	2025 年 09 月 01 日	家电
000651 CH	格力电器	买入	40.53	52.96	30.7%	2024 年 04 月 30 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	27.40	22.64	-17.4%	2025 年 03 月 26 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	2.07	2.32	12.1%	2025 年 10 月 16 日	餐厅
9896 HK	名创优品	买入	42.42	48.70	14.8%	2025 年 08 月 22 日	零售
2020 HK	安踏	买入	88.10	117.90	33.8%	2025 年 08 月 27 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	18.54	16.28	-12.2%	2025 年 07 月 15 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.48	0.74	55.8%	2025 年 08 月 12 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	3.48	2.98	-14.4%	2025 年 06 月 26 日	体育用品经销商

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 10 月 23 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结2月28日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	28,933	27,013	25,856	26,720	27,481
主营业务成本	(16,852)	(16,630)	(15,866)	(16,343)	(16,753)
毛利	12,081	10,383	9,990	10,378	10,728
销售及管理费用	(9,470)	(8,941)	(8,458)	(8,755)	(9,017)
其他经营净收入/费用	176	150	150	150	150
经营利润	2,787	1,593	1,682	1,773	1,861
财务成本净额	(27)	(33)	(105)	(19)	(3)
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	2,759	1,560	1,577	1,755	1,858
税费	(548)	(275)	(278)	(309)	(328)
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	2,211	1,285	1,299	1,445	1,531
作每股收益计算的净利润	2,211	1,285	1,299	1,445	1,531

资产负债表简表 (百万元人民币)					
截至2月28日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1,956	2,587	3,725	3,789	3,765
有价证券	126	997	0	0	0
应收账款及票据	1,330	752	720	744	765
存货	6,284	6,004	5,728	5,900	6,048
开发中物业及土地预付款	864	646	619	639	658
其他流动资产	0	0	0	0	0
总流动资产	10,559	10,986	10,792	11,073	11,236
投资物业	0	0	0	0	0
物业、厂房及设备	639	541	450	398	400
无形资产	1,059	1,046	1,046	1,046	1,046
其他长期资产	2,287	2,329	1,722	1,509	1,428
总长期资产	3,985	3,916	3,218	2,953	2,873
总资产	14,544	14,903	14,010	14,026	14,110
短期贷款	720	2,130	2,130	2,130	2,130
应付账款	387	343	371	427	484
其他短期负债	2,239	2,023	1,979	2,006	2,030
总流动负债	3,347	4,496	4,481	4,563	4,643
其他长期负债	1,347	1,347	907	694	613
总长期负债	1,347	1,347	907	694	613
总负债	4,694	5,844	5,388	5,258	5,256
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	9,850	9,059	8,622	8,768	8,853
股东权益	9,850	9,059	8,622	8,768	8,853
总权益	9,850	9,059	8,622	8,768	8,853

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结2月28日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	2,759	1,560	1,577	1,755	1,858
折旧及摊销	505	471	392	372	349
营运资本变动	(867)	846	320	(134)	(108)
利息调整	27	33	105	19	3
税费	(600)	(344)	(278)	(309)	(328)
其他经营活动现金流	1,305	1,190	1,173	780	647
经营活动现金流	3,129	3,755	3,290	2,482	2,422
资本开支	(397)	(373)	(301)	(320)	(350)
投资活动	(48)	0	0	0	0
其他投资活动现金流	247	75	1,134	197	201
投资活动现金流	(198)	(298)	833	(123)	(150)
负债净变动	(825)	1,410	0	0	0
股息	(2,233)	(2,109)	(1,736)	(1,299)	(1,445)
其他融资活动现金流	(275)	(2,128)	(1,248)	(996)	(851)
融资活动现金流	(3,332)	(2,826)	(2,985)	(2,295)	(2,296)
年初现金	2,357	1,956	2,587	3,725	3,789
年末现金	1,956	2,587	3,725	3,789	3,765

财务比率					
年结2月29日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.357	0.207	0.210	0.233	0.247
全面摊薄每股收益	0.357	0.207	0.210	0.233	0.247
每股股息	0.360	0.280	0.210	0.233	0.247
每股账面值	1.588	1.461	1.390	1.414	1.428
利润率分析(%)					
毛利率	41.8	38.4	38.6	38.8	39.0
EBIT利润率	9.6	5.9	6.5	6.6	6.8
净利率	7.6	4.8	5.0	5.4	5.6
盈利能力(%)					
ROA	14.1	8.7	9.0	10.3	10.9
ROE	22.5	13.6	14.7	16.6	17.4
ROIC	21.5	12.5	14.5	17.1	18.3
其他					
流动比率	3.2	2.4	2.4	2.4	2.4
存货周转天数	136.1	131.8	131.8	131.8	131.8
应收账款周转天数	16.8	10.2	10.2	10.2	10.2
应付账款周转天数	8.4	7.5	8.5	9.5	10.5
派息比率(%)	101.0	135.2	100.0	100.0	100.0

交銀国际

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、捷康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司以及上海森亿医疗科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告内所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。