

商业贸易

2025 年 10 月 24 日

滔搏

(06110)

——中报毛利率与费用管控表现优异, 全额派息重视股东回报

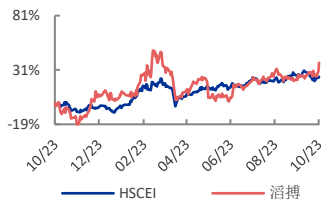
报告原因: 有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据: 2025 年 10 月 23 日

收盘价 (港币)	3.48
恒生中国企业指数	9300.74
52 周最高/最低 (港币)	4.13/2.22
H 股市值 (亿港元)	215.80
流通 H 股 (百万股)	6,201.22
汇率 (人民币/港币)	0.9130

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

liupeil@swsresearch.com

研究支持

刘佩 A0230523070002
liupeil@swsresearch.com

联系人

刘佩 A0230523070002
liupeil@swsresearch.com

投资要点:

- **滔搏发布 FY26 财年中报, 表现符合预期, 高分红延续重视股东回报。**上半财年公司收入同比减少 6%至 123.0 亿元, 归母净利润同比下降 10%至 7.9 亿元, 表现符合预期。公司拟派发中期股息每股 0.13 元, 派息率高达 102%, 延续高分红基调。
- **分品牌牌, 主力品牌跌幅收窄, 其他品牌短期压力增加。**上半财年公司主力品牌收入同比下降 5%至 108.1 亿元, 下降幅度相比 FY25 财年 6%的跌幅有所收窄, 收入占比提升至 88%。其他品牌下滑 12%至 14.1 亿元, 收入占比为 12%; 联营业务收入下滑 15%至 0.6 亿。业务下滑核心原因仍为消费环境波动、线下客流压力较大所致。
- **渠道提质增效, 全域融合提升运营效率。**上半财年公司直营业务下滑 3%至 106 亿元, 占比 86%, 截至到 8 月 31 日, 直营店共 4688 家, 比期初减少 332 家, 同比维度数量减少 19%, 收入同比下滑幅度远低于闭店幅度, 表明公司仍在通过全域运营等方式寻找增长机会, 包括线上抖音、小程序、即时零售等多渠道协同发力, 推动期内线上零售业务同比增长双位数 (包含公域和私域)。截至到期末, 公司已拥有超 800 个抖音及微信视频号、超 3600 家小程序店铺以及超 3700 家即时零售门店, 初步形成“线上线下协同+差异化渠道运营”的全域运营网络, 并在抖音运动户外榜排名维持第一, 在微信小程序运动户外榜蝉联首位。此外, 批发业务上半财年收入同比下降 20%至 16 亿元, 仍在调整中。
- **毛利率同比基本稳定, 费用管能力优异。**毛利率同比略微下降 0.1pct 至 41.0%, 降幅好于预期, 主要得益于品牌伙伴支持与零售业务占比提升等, 部分抵消了线上促销加深的影响。受益于集团自身全域化零售布局的持续拓宽与精细化的费用管理, 销售及管理费用额同比下降 5.5%, 费用率仅略增 0.1pct, 其中, 销售费用率同比下降 0.2pct 至 29.1%, 管理费用率同比提升 0.3pct 至 4.1%, 控费效果明显, 最终归母净利率同比下降 0.3pct 至 6.4%。
- **库存结构优化, 经营活动现金流远高于净利润。**截止到 8 月 31 日库存 58 亿元, 相比期初的 60 亿元逐步下降, 存货周转天数 150 天。应收账款周转天数 13 天, 同比减少 4 天, 应付账款周转天数 8 天, 同比降低 7 天。经营性现金流净额为 13.5 亿元, 同比下降 48%, 原因主要: 1) 25 年春节为 1 月, 旺季销售回款主要集中在 2 月, 24 年春节为 2 月, 旺季回款主要集中在 3 月, 因而导致期初的应收账款 (25 年 2 月) 同比明显下降 (25 年 2 月 7.5 亿 VS 24 年 2 月 13.3 亿), 而期末即 8 月底金额相近 (25 年 8 月 9.3 亿 VS 24 年 8 月 9.5 亿), 因而 FY26H1 期末即 25 年 8 月的底应收账款比期初 2 月底增加, 而 FY25H1 为下降, 从而影响现金流; 2) 因存货采购减少应付账款减少; 但经营现金流仍远高于净利润。
- **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 15/14/13 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。**

财务数据及盈利预测

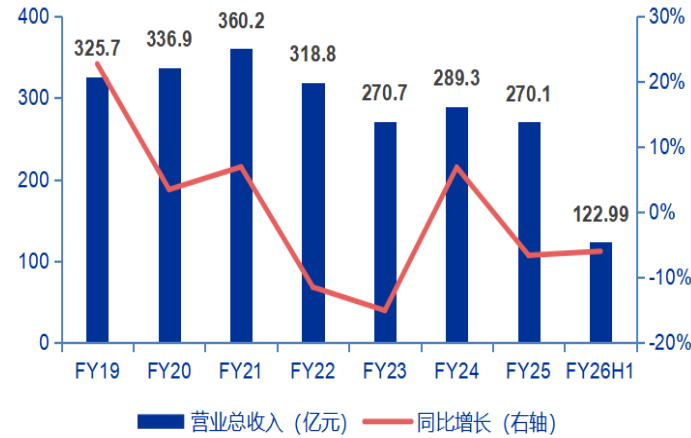
货币单位: 人民币	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入 (亿元)	289.3	270.1	259.4	273.3	290.4
同比增长率 (%)	7%	-7%	-4%	5%	6%
归母净利润 (亿元)	22.1	12.9	12.9	14.2	15.5
同比增长率 (%)	21%	-42%	0%	10%	9%
每股收益 (元/股)	0.36	0.21	0.21	0.23	0.25
毛利率 (%)	41.8%	38.4%	38.4%	39.3%	40.0%
市盈率	9	15	15	14	13

注: “每股收益”为归属普通股股东净利润除以总股本



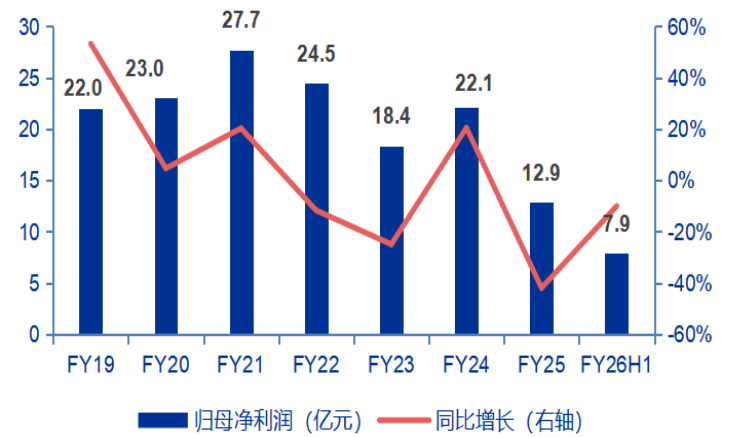
申万宏源研究微信服务号

图 1: FY26H1 公司收入同比下滑 6%至 123 亿元



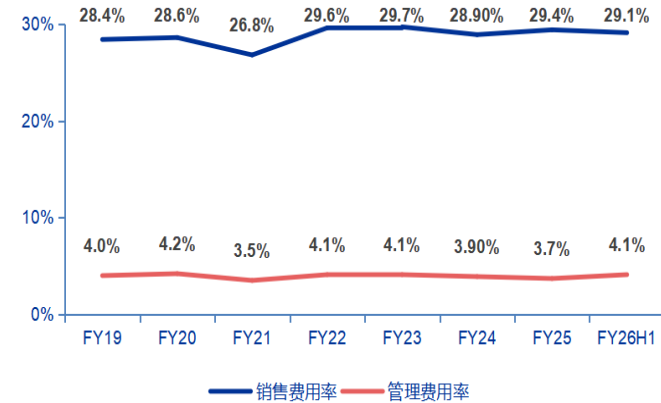
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 2: FY26H1 归母净利润同比下滑 10%至 7.9 亿元



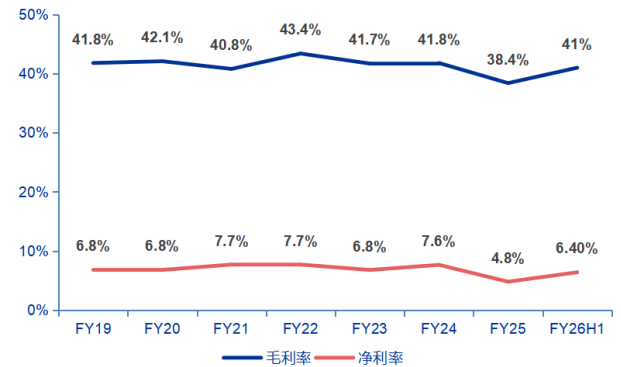
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: FY26H1 销售费率为 29.1%, 同比下降 0.2pct, 管理费用率 4.1%, 同比提升 0.3pct



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 4: FY26H1 毛利率 41%, 同比下降 0.1pct, 净利率 6.4%, 同比下降 0.3pct



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 1：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
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	- 15.10%
	直营店面积环比	-2.00%	-3.20%	-1.30%	-0.50%	
	直营店面积同比	2.80%	-0.70%	-5.70%	-6.80%	-6.80%
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	6.50%
	直营店面积环比	-1.70%	基本持平	0.50%	0.40%	
	直营店面积同比	-6.50%	-3.50%	-1.70%	-0.80%	-0.80%
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%	-1.30%	-2.10%	-8.00%	
	直营店面积同比	-0.50%	-1.90%	-4.40%	-12.40%	- 12.40%
FY26 (2025.3 月-2026.2 月)	销售额同比	中单位数下跌	高单位数下跌			
	直营店面积环比	-1.30%	-3.30%			
	直营店面积同比	-12.30%	-14.10%			

注：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
净利润	2214	1287	1292	1422	1552

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 索取有关披露资料或登录 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。