

2025 年 10 月 30 日

滔搏 (6110.HK)：需求偏弱不改经营韧性，维持高派息，等待回暖

民银国际研究团队

分析师：何丽敏

电话：37288036

Email：liminhe@cmbcint.com

评级(首次) 买入

滔搏 (6110.HK)

目标价 (港元)	3.61
潜在升幅/降幅	+15.3%
目前股价 (港元)	3.11
52 周内股价区间 (港元)	3.96 / 2.13
总市值 (亿港元)	192.9
近 3 月日均成交额 (百万港元)	39.7

注：截至 2025 年 10 月 30 日收盘价

股价表现



资料来源：iFind、民银国际

FY26H1 公司收入同比-5.8%，库存下降及控费出色，全年指引维持：于 FY26H1 期间（截至 25/8/31），公司营收同比-5.8%至 123.0 亿元（其中 FY26Q1/ Q2 流水分别同比-中单/-高单），归母净利润同比-9.7%至 7.9 亿元，中期派息率为 102%。FY26H1 存货周转天数同比+1.7 天至 148.3 天，截至 8/31 的存货金额同比-4.7%，新货占 70~80%。于 FY26H1，租金/员工费用率分别同比-0.8pp/+0.1pp 至 11.2%/ 10.5%，员工数同比-16%。全年指引维持，FY26 利润额持平，利润率改善。

直营渠道好于批发，毛利率稳定，受折扣加深/品牌支持双重影响：

（1）按品牌，主力品牌（耐克+阿迪达斯）/其他品牌 /联营费用收入分别同比-4.8%/-12.2%/-15.2%至 108.1/ 14.1/ 0.6 亿元。（2）按渠道，零售/批发营收同比-3.0%/-20.3%至 106.0/ 16.2 亿元，直营门店数同比-19%至 4,688 家，直营线上零售额同比+双位数。（3）毛利率稳定，尽管电商占比提升致整体折扣加深，但品牌支持带来正向帮助。

展望未来，主力品牌优化经营动作，深化全域零售+细分赛道布局：

（1）近期展望：据业绩会，FY26Q3 至今动销表现类似 Q2，折扣仍同比加深但幅度环比 Q2 收窄。公司目标利润为先，预计净关店力度缓和、员工人数减少、持续的品牌支持，对经营目标达成有正向帮助。

（2）与主力品牌 Nike 共同优化经营动作：包括回归运动以新品驱动销售、平衡量与折扣确保销售质量、与品牌重塑门店体验（如配合开设 Nike ACG 门店）、加强本土化。跑步系列需求强劲。耐克业绩会提及中国市场有结构性特征，较北美市场需保持耐心。（3）公司作为 Norda、soar、ciele、Norrøna 国内独家运营合作伙伴，丰富垂类布局。

首次给予买入评级，给予目标价 3.61 港元：

我们的观点：目前运动鞋服总体需求相对偏弱，行业竞争激烈，公司在逆势下经营韧性强，主力品牌在中国市场的修复仍需观察，后续若主力品牌显著修复或零售景气度改善，公司有望展现出出色业绩弹性。预计 2025E-2027E 营业收入分别为 259.0/ 269.4/ 284.5 亿元，归母净利润分别为 13.0/ 14.7/ 16.8 亿元。现价对应 25E PE 为 13.7 倍。

表 1：盈利预测和财务指标

百万元人民币	FY2024A	FY2025A	FY26E	FY26E	FY27E
营业收入	28,933	27,013	25,904	26,936	28,450
收入同比增速	6.9%	-6.6%	-4.1%	4.0%	5.6%
归母净利润	2,213	1,286	1,301	1,475	1,683
归母净利润同比增速	20.5%	-41.9%	1.2%	13.3%	14.1%
EPS (人民币元)	0.36	0.21	0.21	0.24	0.27
PE@3.11HKD	8.0	13.8	13.6	12.0	10.5

资料来源：公司公告、民银国际预测

财务报表分析与预测 – 滔搏 (6110.HK)

资产负债表					
单位: 百万元人民币					
会计年度	FY2024	FY2025	FY26E	FY27E	FY28E
流动资产	10,559	10,986	10,992	10,964	10,932
现金	1,956	2,587	2,532	2,312	1,825
短期抵押银行存款	126	997	997	997	997
应收账款	1,330	752	951	967	1,059
存货	6,284	6,004	5,758	5,987	6,323
预付款及其他应收款	864	646	755	701	728
非流动资产	3,985	3,916	3,921	3,965	4,021
物业、厂房及设备	639	541	473	443	422
有使用权资产	1,821	1,819	1,873	1,929	1,987
无形资产	1,059	1,046	1,056	1,067	1,077
长期按金/预付及其他应收	215	207	207	207	207
其他	251	303	311	319	327
资产总计	14,544	14,903	14,913	14,929	14,953
流动负债	3,347	4,496	4,507	4,522	4,547
短期借款	720	2,130	2,130	2,130	2,130
应付账款	387	343	352	364	384
其他应付款项、应计费用	1,088	941	960	979	999
租赁负债	890	814	797	781	766
其他	262	268	268	268	268
非流动负债	1,347	1,347	1,347	1,347	1,347
租赁负债	1,098	1,121	1,121	1,121	1,121
递延税项负债	249	226	226	226	226
其他	0	0	0	0	0
负债合计	4,694	5,844	5,854	5,870	5,894
股本	-	-	-	-	-
储备	1,805	1,887	1,887	1,887	1,887
保留溢利	8,044	7,172	7,172	7,172	7,172
归母所有者权益	9,849	9,059	9,059	9,059	9,059
少数股东权益	2	0	0	0	0
负债及权益合计	14,544	14,903	14,913	14,929	14,953

现金流量表					
单位: 百万元人民币					
会计年度	FY2024	FY2025	FY26E	FY27E	FY28E
除税前净利润	2,759	1,560	1,627	1,855	2,157
折旧摊销	484	450	406	355	332
使用权资产折旧	1,167	990	1,000	1,030	1,061
营运资金变动	-693	892	-42	-167	-424
已付所得税	-600	-344	-325	-380	-475
其它	12	208	21	21	21
经营活动现金流	3,129	3,755	2,686	2,714	2,673
投资活动现金流	-198	-298	-369	-356	-344
筹资活动现金流	-3,332	-2,826	-2,372	-2,577	-2,817
现金净增加额	-401	631	-56	-219	-488
现金期初金额	2,357	1,956	2,587	2,532	2,312
现金期末金额	1,956	2,587	2,532	2,312	1,825
自由现金流	2,732	3,383	2,317	2,358	2,330
自由现金流/净利润	1.2	2.6	1.8	1.6	1.4

利润表					
单位: 百万元人民币					
会计年度	FY2024	FY2025	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入	28,933	27,013	25,904	26,936	28,450
货品销售	28,724	26,816	25,722	26,755	28,263
其中: 零售业务	24,703	23,027	22,502	23,664	25,080
其中: 批发业务	4,022	3,788	3,220	3,091	3,184
联营费用收入及其他	209	197	183	180	187
营业成本	-16,852	-16,630	-15,853	-16,323	-17,070
毛利	12,081	10,383	10,051	10,613	11,380
销售费用	-8,356	-7,944	-7,590	-7,892	-8,307
管理费用	-1,115	-996	-958	-997	-1,053
其他收支净额	177	149	156	164	172
营业利润	2,787	1,593	1,659	1,888	2,192
财务费用净额	-27	-33	-32	-33	-35
除税前溢利	2,759	1,560	1,627	1,855	2,157
所得税	-548	-275	-325	-380	-475
净利润	2,211	1,285	1,301	1,475	1,683
少数股东损益	-2	-1	0	0	0
归属于母公司净利润	2,213	1,286	1,301	1,475	1,683
EPS (元)	0.36	0.21	0.21	0.24	0.27

主要财务比率					
会计年度	FY2024	FY2025	FY26E	FY27E	FY28E
成长性					
营业收入yoy	6.9%	-6.6%	-4.1%	4.0%	5.6%
营业利润yoy	14.6%	-42.8%	4.1%	13.8%	16.1%
归母净利润yoy	20.5%	-41.9%	1.2%	13.3%	14.1%
盈利能力					
毛利率	41.8%	38.4%	38.8%	39.4%	40.0%
归母净利率	7.6%	4.8%	5.0%	5.5%	5.9%
ROE	22.5%	13.6%	14.4%	16.3%	18.6%

偿债能力					
资产负债率	41.5%	32.3%	39.2%	39.3%	39.3%
有息负债率	5%	14%	14%	14%	14%
营运能力					
存货周转天数	136	135	135	131	132
应收账款周转天数	15	14	12	13	13
应付账款周转天数	15	8	8	8	8
每股资料 (元)					
每股收益	0.36	0.21	0.21	0.24	0.27
每股股息	0.36	0.28	0.21	0.24	0.27
每股净资产	1.59	1.46	1.46	1.46	1.46
估值比率					
PE@3.11HKD	8.0	13.8	13.6	12.0	10.5
PB	1.8	2.0	2.0	2.0	2.0

资料来源: 公司公告、Wind、E=民银国际预测

附录表 1：运动品牌及国际品牌渠道商的季度零售额变动

流水同比	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
李宁成人	+低单	-低单	-中单	+高单	+低单	+低单	-中单
线下	-低单	-中单	-高单	+中单	+低单	-低单	-高单
零售	+中单	持平	-中单	-低单	-低单	-中单	-中单
批发	-中单	-高单	-高单	+中单	+低单	+低单	-高单
电商	+20~30% 低段	+高单	+中单	+中双	+低双	+中单	+高单
安踏牌	+中单	+高单	+中单	+高单	+高单	+低单	+低单
大货	/	+高单	+中单	+高单	+高单	+低单	+低单
KIDS	/	+中单	+中单	+低双	+高单	+低单	+中单
电商	+20~25%	+20~25%	+20%以上	+高双	+低双		+高单
FILA	+高单	+中单	-低单	+高单	+高单	+中单	+低单
大货	/	+高单	持平	+高单	+中单	+高单	+低单
KIDS	/	低于大货	负增	+中单	+低双	+中单	
FUSION	/	低于大货		+高双	+中双	+中单	
电商	+25~30%	+20%		+双位数	+20%以上		+高单
其他	+25~30%	+40~45%	+45~50%	+50~55%	+65~70%	+50~55%	+45~50%
迪桑特	+20~25%	+35~40%	+35~40%	+60~65%	+60%	+40%	+30%
Kolon	50%+	+60%	+近 70%	+近 50%	+近 100%	+70%	+70%
MAIA					+30%	+30%	+45%
特步	+高单	+10%	+中单	+高单	+中单	+低单	+低单
索康尼	+超 50%		+50%以上	+约 50%	+超 40%	+超 20%	+超 20%
361°							
大货	+高双	+10%	10%	10%	+10~15%	+10%	+10%
儿童	+20~25%	+中双	10%	+10~15%	+10~15%	+10%	+10%
电商	+20~25%	+30~35%	超 20%	+30~35%	+35~40%	+20%	+20%
滔搏*	+低单	-中单	-低双	-中单	-中单	-中单	-高单
宝胜	-7%	-11%	-11%	-3%	-5%	-12%	-6%

注*：滔搏的财季并非完全对应自然季度，以 2025Q2 自然季为例，对应滔搏财季为 FY26Q1（2025/3/1-5.31）；
资料来源：公司公告、民银国际整理

表 2：滔搏门店数及门店面积

日期	2017/2/28	2018/2/28	2019/2/28	2020/2/28	2021/2/28	2022/2/28	2023/2/28	2024/2/28	2025/2/28	2025/8/31
财年	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY1H26
财年末末门店数量	7,605	8,302	8,343	8,395	8,006	7,695	6,565	6,144	5,020	4,688
门店数yoy	9%	9%	0%	1%	-5%	-4%	-15%	-6%	-18%	-19%
门店毛销售面积yoy	13.0%	11.4%	9.3%	10.6%	4.1%	5.4%	-6.8%	-0.8%	-12.4%	-14.1%

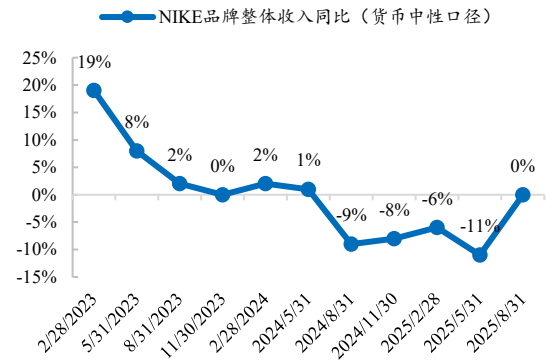
资料来源：公司公告、民银国际整理

图 1：耐克品牌大中华区收入同比变动



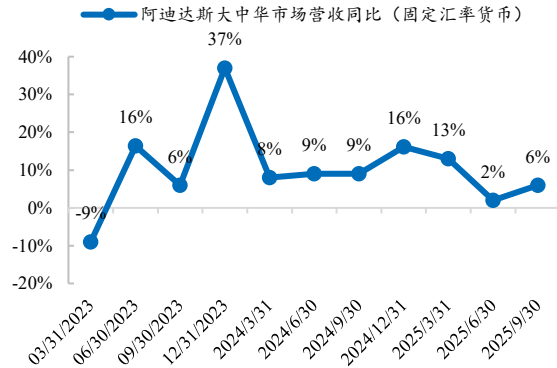
资料来源：Bloomberg、公司公告、民银国际整理

图 2：耐克品牌全球收入同比变动



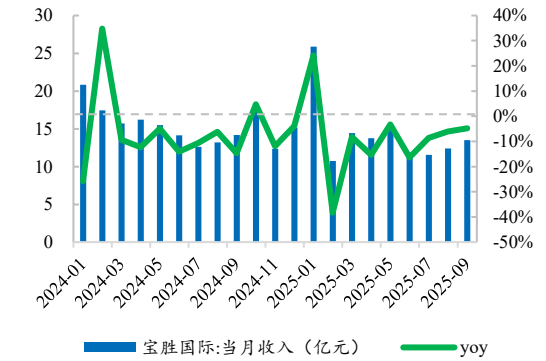
资料来源：Bloomberg、公司公告、民银国际整理

图 3：阿迪达斯品牌大中华区收入同比变动



资料来源：Bloomberg、公司公告、民银国际整理

图 4：宝胜月度零售额同比变动



资料来源：公司公告、民银国际整理

附录表 3：运动品牌及国际品牌渠道商的季度零售额变动

品牌商	全年指引
耐克	指引 FY26Q2 同比下滑低单位数，毛利率同比下滑 3.0-3.75pp，其中 1.75pp 的负面影响来自关税。截至 2025/8/31 的 FY26Q1 实际营收好于指引，公司营收同比+1%；货币中性收入同比-1%，其中鞋-2%，服+7%（此前指引 FY26Q1 营收同比下滑中单位数）。 关于大中华区市场的表述：（1）FY26 全年仍将面临营收与毛利率压力，复苏进程慢于北美等市场；门店试点需进一步优化成效，后续将联合合作伙伴扩大投入规模；（2）大中华市场存在独特结构性特征，耐克自有及合作门店客流量同比下降，导致当季售罄率走低且未达公司预期，需加大投入以维持市场健康度。（3）大中华目前约 5000 家单品牌店，仍需时间调整，线下客流、当季售罄需重点改善。电商市场促销氛围浓厚，本土平台促销周期长、折扣力度大，竞争压力显著。（4）分品类，跑步品类是亮点，FY26Q1（截至 2025/8/31）跑步品类同比+高单，Vomero 18、Peg Premium 等新品带动销售。运动休闲仍需努力。 大中华区市场改进方向：（1）聚集体育核心，聚焦跑步、篮球、训练等运动品类并强化产品创新；（2）积极举措降低自有及合作渠道库存，推动库存结构回归健康；（3）试点并重置门店概念，优化商品组合。
阿迪达斯	【上调】Adidas 于 25Q3 公告中上调全年指引，指引包含 Yeezy 同期影响在内的货币中性营收同比+9%（此前为高单位数），阿迪达斯品牌 FY25 货币中性营收同比增双位数，营业利润 20 亿欧元（此前指引 17-18 亿欧元）。 关于大中华区市场的表述：（1）本土化：赋予中国团队高度决策自主权，包括产品研发、市场运营等核心环节。设立了上海创意中心，50%-60% 的服装产品由中国团队设计研发，鞋类产品针对本土需求调整材质，部分生活方式及性能系列为中国专属。（2）推出高性价比产品及推进下沉市场拓展：针对本土品牌主导的 80-100 欧元价格带，开发高竞争力产品；在三四五线城市开设聚焦高性价比产品的门店。

资料来源：Bloomberg、Adidas 25Q3 业绩会、Nike FY26Q1 业绩会、公司公告、民银国际整理

风险提示：

终端消费环境波动，终端销售不及预期；

线下客流承压；

体育鞋服行业竞争加剧；

经销商库存与应收风险等。

行业评级体系（基准为 MSCI 中国指数）

增持：未来 12 个月行业股票指数强于基准

中性：未来 12 个月行业股票指数基本与基准持平

减持：未来 12 个月行业股票指数弱于基准

公司评级体系（基准为公司所在行业的 MSCI 中国行业指数）

买入：未来 12 个月个股股价表现强于基准

持有：未来 12 个月个股股价表现基本与基准持平

卖出：未来 12 个月个股股价表现弱于基准

分析师声明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的有联系者（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的有联系者并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的有联系者没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

民银证券有限公司

CMBC Securities Company Limited

网站：<https://www.cmbccap.com/>

地址：香港中环交易广场 1 期 45 楼

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1，4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。(5)民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。(6)此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。

规范性披露

民银集团拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1% 或完全不拥有该上市公司的财务权益。

民银集团的雇员包括分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。

民银集团在过去 12 个月未与此报告提到的上市公司有任何投资银行或庄家活动相关的业务关系。