

滔搏 (06110.HK)

卓越零售能力构建竞争壁垒，高分红回馈投资者

业务介绍：滔搏是中国最大的运动用品零售以及服务平台。滔搏于 20 世纪 90 年代开始涉足体育用品经营，目前公司合作伙伴主要包括主力品牌 Nike、adidas，以及其他品牌彪马、匡威、Vans 等，面对消费环境波动以及公司主力品牌业务调整，FY2025/FY2026H1 公司营收同比-7%/-6%至 270/123 亿元，FY2025/FY2026H1 公司归母净利润同比-42%/-10%至 12.9/7.9 亿元。

核心竞争力 1：主力品牌短期表现有所差异，其他品牌矩阵丰富。 FY2026H1 公司主力品牌营收同比下降 4.8%至 108 亿元，占公司营收比重为 88%，2024 年以来 adidas 经营表现持续超预期，货币中性基础上 adidas 公司 2025Q3 营收同比增长 8%，Nike 短期业绩则有所波动。在新品牌合作方面，2022 年与李宁建立合作关系，首次将国产品牌纳入合作矩阵，2023 年以来面对户外以及跑步运动热潮，公司逐步与凯乐石、Norda、norrna、soar、ciela 品牌建立合作关系，同时在合作模式上，滔搏也在担任独家合作伙伴/运营商的角色，负责相关品牌在中国的品牌战略、内容传播、全域运营以及社群培育等多项职能。

核心竞争力 2：零售运营能力领先行业，奠定公司长期增长基础。 1) 基于品牌特性对线下门店的持续优化。FY2023 之前公司推进大店项目，FY2023 公司 300 平方米以上的自营门店数量为 1056 家，占比达到 16.1%，进入 FY2024 公司将“大店策略”转向“一品一策”，通过门店形象的优化以提升店效和坪效。2) 发力私域以及直播电商，效果显著。截止 FY2026H1 末滔搏小程序店铺数量超过 3600 家，在微信小程序之外，公司加码大众点评、抖音等新平台，为线下门店引流，拓宽原有门店的覆盖范围，FY2026H1 公司电商销售预计占比 40%左右。3) 会员运营能力卓越。截至 FY2025H1 末公司全渠道累计注册会员数达到 8910 万，同比持续增长，同时公司多举措并举加强用户粘性，提升会员转化率。4) 数字化能力贯穿全域，全方位提升销售效率。2019 年公司上市时明确数字化转型战略，主要包括前线员工赋能、数字化门店运营、优化商品管理三个部分。2020 年以来面对线下客流的波动以及消费偏好的变动，公司发力小程序离店销售、私域生态建设、门店直播等以突破流量瓶颈，帮助公司在波动的消费环境以及激烈的市场竞争中稳中有进。

中期趋势：FY2027 Nike 新品上市节奏有望改善，滔搏收入以及利润率或将受益。 目前公司主力品牌之一 adidas 保持良好的销售势头，Nike 大中华区基本面表现正处于恢复过程中，短期产品上新进度较为谨慎，综合来看 FY2026 我们预计公司利润或持平左右。展望 FY2027，随着 Nike 新品的逐步上市，我们预计品牌的销售趋势有望好转，一方面带动终端流水以及公司收入走强，另一方面公司整体的盈利能力也有望得到提升，利润弹性较大。

盈利预测与投资建议：公司自 2019 年上市以来累计派息率为 107.3%，截至 FY2026H1 末公司账上现金及现金等价物为 25.4 亿元人民币，持续高分红回馈投资者，长期来看公司作为运动鞋服下游渠道龙头公司，合作品牌矩阵不断丰富，零售效率卓越，竞争护城河稳固，当前我们预计公司 FY2026~FY2028 归母净利润分别为 12.97/14.81/16.66 亿元，现价对应 FY2026PE 为 14.6 倍，股息率为 7%，维持“买入”评级。

风险提示：消费力疲软及消费环境波动风险，门店扩张不及预期，电商业务建设不及预期。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	28,933	27,013	26,282	28,486	30,588
增长率 yoy（%）	6.9	-6.6	-2.7	8.4	7.4
归母净利润（百万元）	2,213	1,286			
增长率 yoy（%）	20.5	-41.9	0.8	14.2	12.5
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	14.3	16.3	18.4
P/E（倍）	8.5	14.7	14.6	12.8	11.3
P/B（倍）	1.9	2.1	2.1	2.1	2.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 11 月 17 日收盘价，汇率为 1 港元 = 0.91 人民币元

买入（维持）

股票信息

行业	专业连锁 II
前次评级	买入
11 月 17 日收盘价（港元）	3.35
总市值（百万港元）	20,774.09
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）	13.02

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)：FY26H1 线下调整，电商增速优异，库存稳健》 2025-10-23
- 《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

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	11018	11314	11068
现金	1956	2587	1736	2447	1138
应收账款及票据	1330	752	1270	629	1410
其他应收款	864	646	1049	789	1185
存货	6284	6004	5962	6447	6336
其他流动资产	126	997	1002	1003	1000
非流动资产	3985	3916	3991	4174	4286
固定资产	639	541	585	613	638
无形资产	2881	2864	2919	3073	3153
其他非流动资产	465	510	488	487	495
资产总计	14544	14903	15009	15488	15354
流动负债	3347	4496	4603	5081	4948
短期借款	720	2130	1425	1778	1601
应付账款及票据	387	343	810	927	974
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	5950	6429	6295
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	15009	15488	15354

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	3155	5347	4362
净利润	2213	1286	1297	1481	1666
折旧摊销	1672	1460	2002	3412	3795
营运资金变动	-867	898	-67	542	-1023
其他经营现金流	111	111	-77	-88	-76
投资活动现金流	-198	-298	-1932	-3446	-3754
资本支出	-397	-373	-98	-183	-105
长期投资	-26	0	-2002	-3412	-3795
其他投资现金流	225	75	167	149	146
筹资活动现金流	-3332	-2826	-2074	-1190	-1916
长期借款	-715	445	0	0	0
股本增加	0	0	0	0	0
支付股利	-2233	-2109	-1297	-1481	-1666
其他筹资现金流	-385	-1163	-777	290	-250
现金净增加额	-401	631	-852	711	-1308

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	28933	27013	26282	28486	30588
营业成本	16852	16630	16154	17372	18535
销售费用		7944	7674	8346	8962
管理费用	1115	996	933	1025	1101
财务费用	27	33	72	62	74
营业利润	2758	1561	1598	1830	2066
其他收益及亏损	1	-2	-2	-2	-2
利润总额	2759	1560	1596	1828	2064
所得税	548	275	299	347	398
净利润	2211	1285	1297	1481	1666
少数股东损益	-2	-1	0	0	0
归属母公司净利润	2213	1286	1297	1481	1666
EBITDA	4458	3053	3671	5302	5934
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	-2.7	8.4	7.4
营业利润(%)	18.8	-43.4	2.3	14.5	12.9
归属于母公司净利润(%)	20.5	-41.9	0.8	14.2	12.5
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	5.4
ROE(%)	22.4	14.2	14.3	16.3	18.4
ROIC(%)	18.7	10.5	11.5	12.6	14.4
偿债能力					
资产负债率(%)	33.5	39.2	39.6	41.5	41.0
净负债比率(%)	27.8	35.9	46.5	44.0	56.9
流动比率	3.2	2.4	2.4	2.2	2.2
速动比率	1.3	1.1	1.1	1.0	1.0
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	0.51	0.86	0.70
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	8.5	14.7	14.6	12.8	11.3
P/B	1.9	2.1	2.1	2.1	2.1
EV/EBITDA	4.3	6.5	5.4	3.7	3.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 11 月 17 日收盘价

内容目录

1. 公司概况：中国最大的运动用品零售以及服务平台	5
2. 行业情况：运动鞋服需求稳健增长，细分赛道表现优异	8
2.1 2025 年国内消费环境波动，运动鞋服销售表现优于服装大盘	8
2.2 户外品牌表现亮眼，长期增长空间广阔	9
2.3 品牌公司重视零售商的营运能力，滔搏作为核心零售商市场竞争力强	10
3. 投资亮点：品牌朋友圈持续拓宽，零售运营能力卓越	12
3.1 品牌合作：Nike&adidas 份额稳固，同时品牌合作矩阵持续拓宽	12
3.2 零售运营能力：数字化赋能全域运营，零售能力领先行业	14
3.2.1 门店数量众多，从大店策略向“一品一策”转变	14
3.2.2 发力私域以及直播电商，拓宽门店角色	16
3.2.3 会员运营能力卓越，客户粘性强	17
3.2.4 数字化能力贯穿全域，全方位提升销售效率	17
4. 盈利预测与投资建议	19
4.1 盈利预测	19
4.2 估值分析与投资建议	20
5. 风险提示	20

图表目录

图表 1: 滔搏发展历程	5
图表 2: FY2018~FY2026H1 滔搏营收/业绩表现（亿元，%）	6
图表 3: FY2022~FY2026H1 滔搏分品牌营收占比（%）	6
图表 4: FY2022~FY2026H1 滔搏分渠道营收占比（%）	6
图表 5: FY2022~FY2026H1 滔搏经营活动现金流净额以及占归母净利润比重（亿元，%）	7
图表 6: FY2021~FY2026H1 分红率（%）	7
图表 7: 2024 年~2025 年服装鞋帽针纺织品类零售额以及社会消费品零售总额 YOY（%）	8
图表 8: 运动品牌 2024~2025 年流水/收入增速（%）	8
图表 9: 2018~2025H1 安踏集团其他品牌营收增速（主要是迪桑特、可隆，百万元，%）	9
图表 10: Amer Sports 2021~2025Q2 分地区营收增速（%）	9
图表 11: Norda 最新发布的 005 越野跑鞋	9
图表 12: 锐力体育明星店铺	10
图表 13: 劲浪体育明星店铺	10
图表 14: 中国运动品牌零售商对比	10
图表 15: Nike 品牌在全球范围内的批发业务以批发占比（%）	11
图表 16: adidas 公司在全球范围内的批发业务以批发占比（%）	11
图表 17: adidas Halo 概念店	11
图表 18: adidas Future of Style 概念店	11
图表 19: FY2022~FY2026H1 滔搏主力品牌营收及增速（百万元，%）	12
图表 20: FY2022~FY2026H1 滔搏其他品牌营收及增速（百万元，%）	12
图表 21: adidas 公司 2022Q1~2025Q3 营收及增速（亿欧元，%，报表层面）	13
图表 22: adidas 公司 2024Q1~2025Q3 分地区营收增速（%，货币中性）	13
图表 23: FY2023Q1~FY2026Q1 Nike 公司营收及增速（百万美元，%，报表层面）	13
图表 24: Nike 品牌 FY2023Q1~FY2026Q1 分地区营收增速（%，货币中性）	13
图表 25: 滔搏新合作品牌	14
图表 26: FY2017~FY2026H1 滔搏门店数量（家）	15
图表 27: 滔搏 FY2017~FY2023 门店数量（家，%）	15
图表 28: FY2021~FY2026H1 滔搏门店总销售面积及单店销售面积 YOY（%）	16
图表 29: 滔搏电商业务模式	16
图表 30: FY2019~FY2026H1 滔搏会员数量（百万人）	17
图表 31: FY2019~FY2026H1 会员销售占比（%）	17

图表 32:	滔搏会员活动	17
图表 33:	滔搏会员活动	17
图表 34:	滔搏数字化平台	18
图表 35:	滔搏 FY2021~FY2026H1 员工成本比例 (%)	18
图表 36:	FY2019~FY2025 人均创收 (万元/人)	18
图表 37:	滔搏收入拆分 (亿元, 家, %)	19
图表 38:	滔搏盈利能力拆分 (%)	19
图表 39:	2022~2025 年公司动态 PE 走势	20
图表 40:	运动鞋服公司相对估值表	20

1. 公司概况：中国最大的运动用品零售以及服务平台

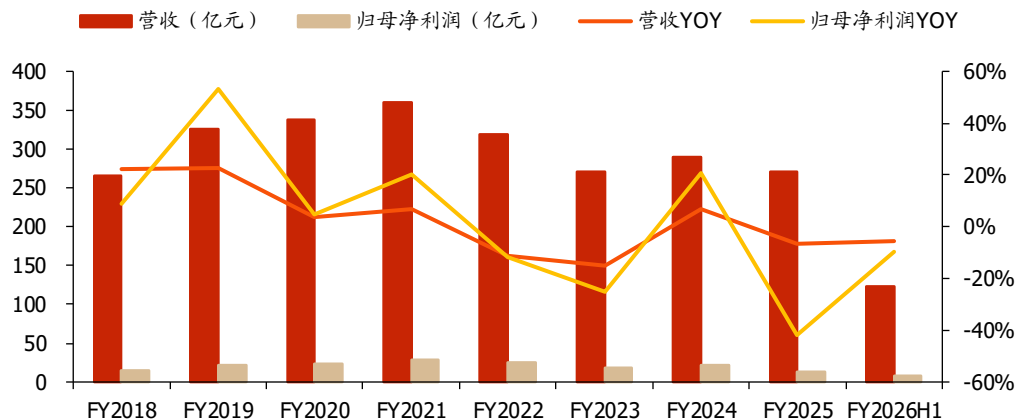
滔搏是中国最大的运动用品零售以及服务平台，短期经营表现有所波动。滔搏于 20 世纪 90 年代开始涉足体育用品经营，1999 年同 Nike 建立零售合作关系，2004 年滔搏成为 Nike 在国内最大的零售合作伙伴及客户，同年滔搏开始和 adidas 的零售合作，2006 年百丽收购滔搏为公司发展提供支持。在此之后公司一方面不断拓展品牌合作伙伴，陆续将彪马、The North Face、添柏岚、亚瑟士等品牌纳入自身的品牌合作矩阵；另一方面为扩大销售网络，滔搏收购 Foss 等全国以及区域性零售商。2019 年滔搏独立上市，上市后由于宏观经济波动以及合作品牌自身业务调整等因素，公司整体经营表现受到一定影响，FY2025/FY2026H1 公司营收同比-7%/-6%至 270/123 亿元，FY2025/FY2026H1 公司归母净利润同比-42%/-10%至 12.9/7.9 亿元。

图表1：滔搏发展历程

日期	发展历程
1999 年	开始与 Nike 合作。
2004 年	开始与 adidas 的业务关系，并成为 Nike 国内最大的零售伙伴（按照进货金额计）。
2006 年	百丽收购公司业务，成为滔搏的控股公司和控股股东。
2006~2007 年	进一步丰富品牌组合，开始和彪马等品牌合作。
2007 年	百丽上市
2012 年	成为 adidas 在全球最大的零售伙伴（按照进货金额计）。
2015 年	业务覆盖 The North Face、添柏岚、亚瑟士及鬼冢虎在内的多个品牌。
2017 年	百丽从联交所退市，私有化完成后，Hillhouse HHBH 成为公司控股股东之一。
2018 年	收购多品牌零售商 FOSS 进入都市运动鞋服市场。
2019 年	开设北美以外地区最大的 NBA 旗舰店。
2022 年	和李宁合作
2023 年	和 Hoka ONE ONE 以及凯乐石建立合作关系。
2024 年	和加拿大越野跑鞋品牌 Norda 建立战略合作关系。
2025 年	成为挪威高端户外品牌 Norrona 中国市场独家运营合作伙伴、英国专业跑步品牌 soar 中国区独家运营商、加拿大专业跑步品牌 Ciele Athletics 中国独家运营合作伙伴。

资料来源：公司招股说明书、懒熊体育公众号、CEO 品牌观察、ECO 氩体、中国新闻周刊公众号、国盛证券研究所

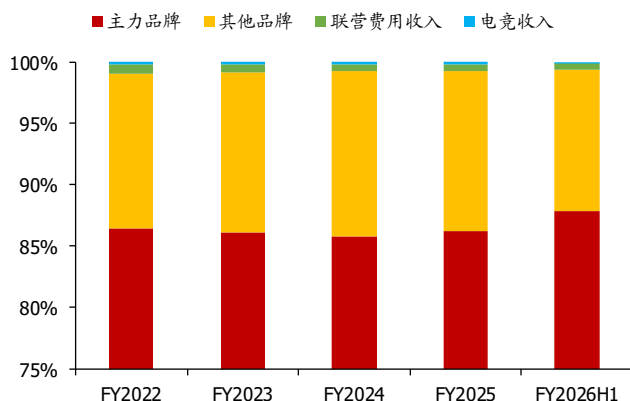
图表2: FY2018~FY2026H1 滔搏营收/业绩表现 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

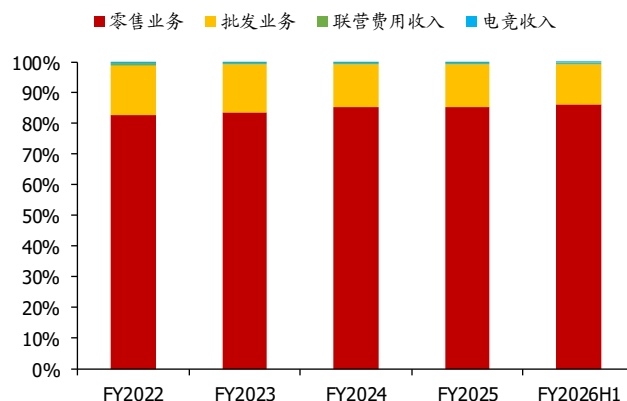
- **Nike 以及 adidas 为公司主力品牌, 营收占比保持在 80%+。** FY2026H1 (截至 2025 年 8 月 31 日末) 公司旗下拥有主力品牌耐克以及阿迪达斯, 贡献营收的其他品牌包括彪马、匡威、范斯、The North Face、添柏岚、亚瑟士、鬼冢虎、斯凯奇、NBA、李宁、Hoka ONE ONE、凯乐石。FY2026H1 公司主力品牌营收同比下降 4.8% 至 108 亿元, 占公司营收比重为 88%, 短期由于国内消费环境波动以及 Nike 自身业务调整, 公司主力品牌业务表现承压。
- **直营渠道为公司业务模式重点, 短期由于零售环境波动, 批发业务下滑较大。** FY2026H1 公司零售业务营收同比下降 3% 至 106 亿元, 占比 86%, 批发业务营收同比下降 20% 至 16 亿元。作为国内运动品牌零售商, 零售业务是公司业务模式的核心与重点, 在零售业务中 FY2026H1 我们预计电商销售占比在 40% 左右, 呈现快速增长的趋势。

图表3: FY2022~FY2026H1 滔搏分品牌营收占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

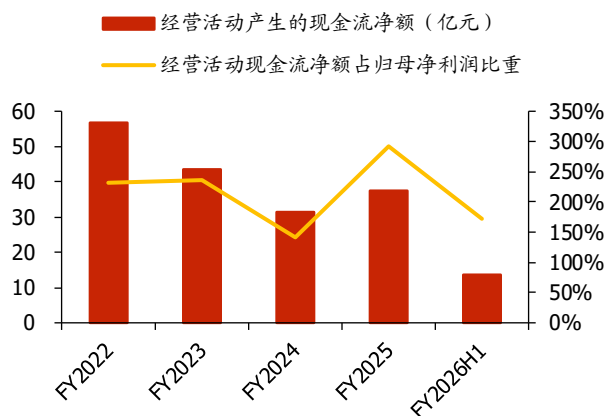
图表4: FY2022~FY2026H1 滔搏分渠道营收占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

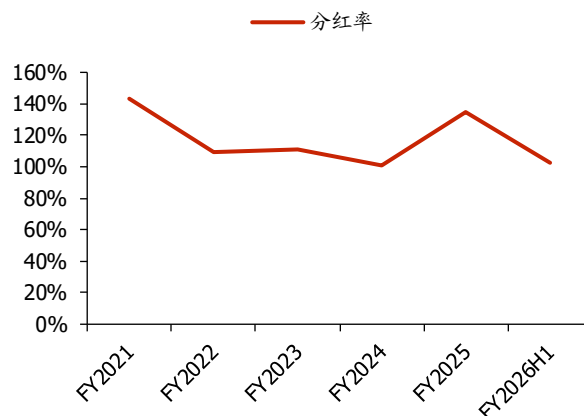
公司现金流优越, 高分红率具有可持续性。 公司 2019 年 10 月上市, 上市后公司保持高额的分红率, 根据公司披露 FY2021/FY2022/FY2023/FY2024/FY2025 分红率分别为 143.3%/109.0%/111.4%/100.9%/135.0%, 长期来看我们认为该分红率有望延续, 核心原因在于公司作为运动鞋服零售公司, 直营业务占比高, 现金流回流稳定, 上市以来公司经营活动现金流净额占公司利润比重均在 100% 以上, 同时公司作为渠道商, 资本开支以及对外投资相对可控。

图表5: FY2022~FY2026H1 滔搏经营活动现金流净额以及占归母净利润比重 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: FY2021~FY2026H1 分红率 (%)



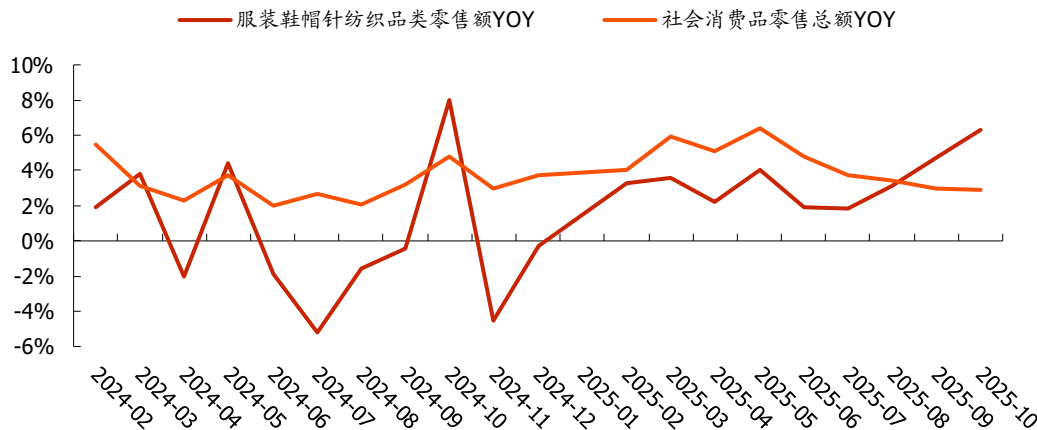
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 行业情况：运动鞋服需求稳健增长，细分赛道表现优异

2.1 2025 年国内消费环境波动，运动鞋服销售表现优于服装大盘

从行业整体层面来看，鞋服品类 2025 年零售表现以弱复苏为主。2025 年 1-10 月累计社会消费品零售总额同比增长 4.3%，其中服装鞋帽针纺织品类零售额 1-10 月累计增长 3.5%，在波动中呈现复苏态势，在鞋服品类中我们判断国内居民运动鞋服公司的销售表现仍优于鞋服大盘。

图表7：2024 年~2025 年服装鞋帽针纺织品类零售额以及社会消费品零售总额 YOY (%)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表8：运动品牌 2024~2025 年流水/收入增速 (%)

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
安踏品牌	增长中单位数	增长高单位数	增长中单位数	增长高单位数	增长高单位数	增长低单位数	增长低单位数
Fila 品牌	增长高单位数	增长中单位数	下降低单位数	增长高单位数	增长高单位数	增长中单位数	增长低单位数
李宁品牌	增长低单位数	下降低单位数	下降中单位数	增长高单位数	增长低单位数	增长低单位数	下降中单位数
特步品牌	增长高单位数	增长 10%	增长中单位数	增长高单位数	2 位数	增长低单位数	增长低单位数
361 度成人线下	增长高双位数	增长 10%	增长 10%	增长 10%	增长 10%-15%	增长 10%	增长 10%
361 度儿童线下	增长 20%~25%	增长中双位数	增长 10%	增长 10%~15%	增长 10%-15%	增长 10%	增长 10%
361 度电商	增长 20%~25%	增长 30%~35%	增长 20%+	增长 30%~35%	增长 35%-40%	增长 20%	增长 20%
adidas 公司大中华区	8%	7%	9%	7%	13%	2%	6%
	FY2024Q4	FY2025Q1	FY2025Q2	FY2025Q3	FY2025Q4	FY2026Q1	FY2026Q2 25 年 6~8 月
滔搏	低单位数增长	中单位数下滑	10%~20%低段下滑	中单位数下滑	中单位数下降	中单位数下降	高单位数下降
	FY2024Q3	FY2024Q4	FY2025Q1	FY2025Q2	FY2025Q3	FY2025Q4	FY2026Q1 25 年 6~8 月
Nike 品牌大中华区	6%	7%	-3%	-11%	-15%	-20%	-10%

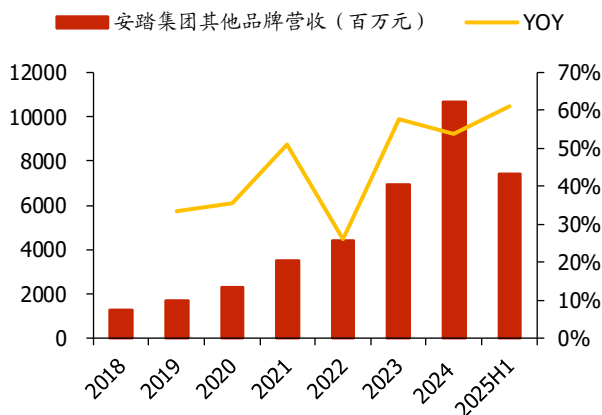
资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

展望 2026 年，我们认为居民运动鞋服需求稳健增长的趋势仍会延续。核心判断逻辑在于当前无论是宏观经济亦或者是消费信心在整体处于逐步复苏阶段，居民对于服饰的消费意愿仍相对较为保守，因此居民对功能性服饰的偏好或仍将延续。从更长期维度来看受益于国内居民的健康意识的持续提升，同时政府持续出台政策以鼓励大众运动，消费者对于运动鞋服的需求长期处于稳健增长阶段。

2.2 户外品牌表现亮眼，长期增长空间广阔

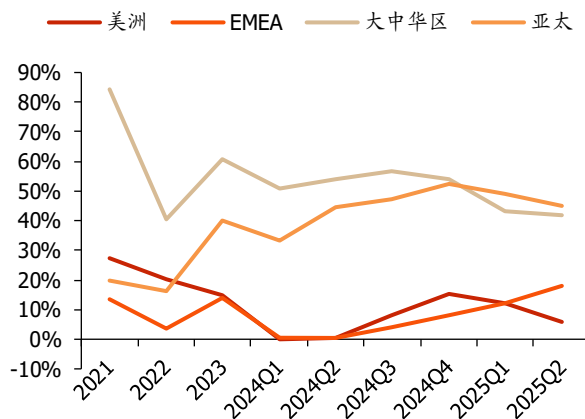
消费者对于冰雪运动、露营等户外活动参与度提升，户外运动品牌呈现快速增长趋势。2020 年以来居民的生活方式正在逐步改变，此前热衷于室内活动的消费者转向户外运动，同时随着小红书、抖音等新媒体的推广，“户外”作为一种新兴的潮流生活方式，正越来越受到年轻人的青睐，根据弘则数据显示，2023 年我国户外鞋服市场规模已经达到 450 亿元，近三年的复合增速接近 20%。根据《2024 春夏淘宝天猫运动户外行业趋势白皮书》显示，目前 18~29 岁的年轻人群在运动户外市场中的占 40%，近在户外运动热潮下，以始祖鸟、Descente 为代表运营优质的户外品牌增长迅速。

图表9: 2018~2025H1 安踏集团其他品牌营收增速 (主要是迪桑特、可隆, 百万元, %)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表10: Amer Sports 2021~2025Q2 分地区营收增速 (%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

基于大中华区户外运动的高热度，市场参与者不断增加，滔搏作为领先的零售运营公司受到品牌公司青睐。2024年以来陆陆续续多家户外品牌开始布局中国市场，中长期来看我们判断国内户外市场仍处于快速增长阶段，市场参与者将共享中国市场的蛋糕，与此同时滔搏作为头部零售商，有望成为国际品牌布局中国市场的桥梁。

图表11: Norda 最新发布的 005 越野跑鞋



资料来源: ECO 氟体, 国盛证券研究所

2.3 品牌公司重视零售商的营运能力，滔搏作为核心零售商市场竞争力强

目前国内市场品牌零售商分为全国性零售商以及区域性零售商，滔搏市占率领先行业。国际品牌在中国区的业务拓展上或采取全直营方式，全直营模式下公司可以更好的进行品牌以及零售管控，典型代表如瑜伽品牌 lululemon；与此同时多数国际品牌对中国市场进行布局时往往采用批发与直营结合的方式，以加速渠道拓展，而在这个过程中以滔搏、宝胜为代表的零售商是重要的选择对象。目前中国区域的零售商分为全国性零售商以及区域性零售商，全国性零售商代表如滔搏、宝胜，区域性零售商代表如锐力体育（主要布局江浙沪）、劲浪体育（主要布局云贵川一带）等。

图表12: 锐力体育明星店铺



资料来源：锐力体育官网，国盛证券研究所

图表13: 劲浪体育明星店铺



资料来源：劲浪体育官网，国盛证券研究所

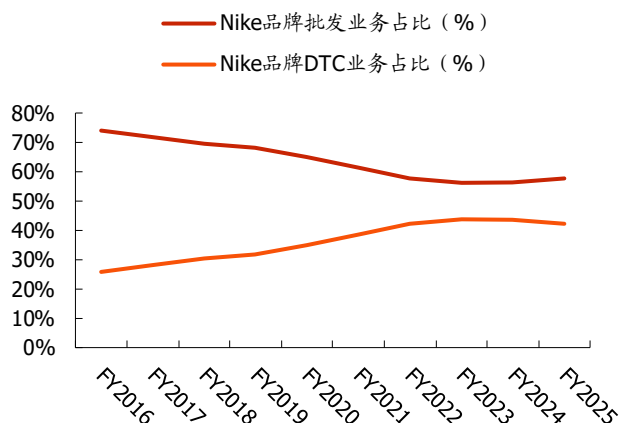
图表14: 中国运动品牌零售商对比

	定位	合作品牌	门店体量 (家)	员工数量 (人)
滔搏	全国性零售商	nike、adidas、skechers、李宁、The North Face、kailas、hoka、asics 等	4688	24273
宝胜	全国性零售商	adidas、nike、skechers、puma、Under Armour、converse 等	3408	19200
劲浪	区域性零售商，覆盖西南 5 个省市自治区	李宁、nike、adidas、kappa、puma、asics、Onitsuke Tiger、skechers 等	1500+	8000+
锐力	区域性零售商，主要在江浙沪等地区	adidas、nike、Onitsuke Tiger、puma、reebok 等	-	6000+

资料来源：劲浪体育官网、锐力体育官网、宝胜官网、宝胜公司公告、滔搏官网、滔搏公司公告，国盛证券研究所

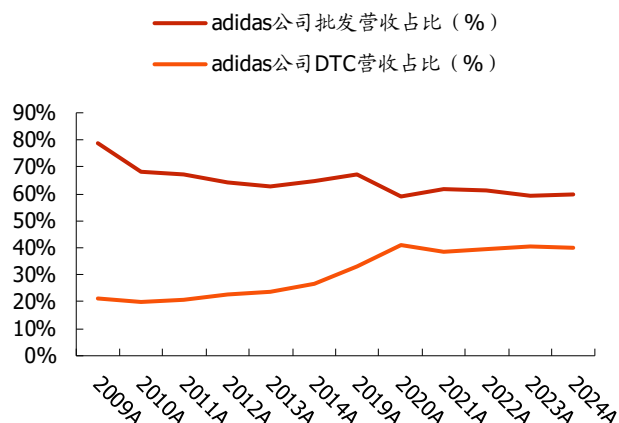
Nike 以及 adidas 此前在全球范围内推动 DTC 战略实施，以深化消费者链接。1) adidas: 2021 年 adidas 曾提出 Own the game 战略，借助由实体店和电商平台组成的销售网络，adidas 转型为以会员为中心，直营业务引领的业务模式，公司曾预计到 2025 年直营业务比例提高到 50%。**2) Nike:** Nike 在 2017 年提出 Consumer Direct Offense 直面消费者战略，在该战略模式下 Nike 一方面提出加强直营业务建设，包括电商平台以及线下旗舰店，我们判断直营业务可以帮助公司更好的为消费者提供服务，同时深入获取消费者洞察数据；Nike 在 2017 年投资者会上提出缩减零售商数量，将全球 3 万家零售商缩减到 40 家，在此基础上建立深度合作，2025 年开始随着新 CEO 的上任，Nike 重新强调和批发商的合作关系。

图表15: Nike 品牌在全球范围内的批发业务以及 DTC 业务占比 (%)



资料来源: Nike 公司公告, 国盛证券研究所

图表16: adidas 公司在全球范围内的批发业务以及 DTC 业务占比 (%)



资料来源: adidas 公司公告, 国盛证券研究所

我们认为在品牌公司推进 DTC 的过程中,大中华区以及滔搏的业务运营并未受到影响。核心判断在于: 1) 滔搏在发展过程中已经通过 Nike 和 adidas 建立了深入的合作关系,为 Nike 以及 adidas 大中华区的核心零售商; 2) 品牌公司推进 DTC 的主要原因在于借助线下门店以及电商业务,强化同消费者的链接,而相较于北美以及欧洲多品类店模式,中国市场以单品店为主,滔搏拥有着广泛的独立门店以及深入的电商平台运营能力,和品牌方的诉求具有强一致性。

中长期来看随着品牌合作的深入,滔搏将仍然是 Nike 以及 adidas 推动大中华区业务拓展的重要伙伴。我们认为滔搏自身所拥有的领先行业的零售管理能力以及广泛的门店资源是重要的竞争护城河,目前滔搏已经和 adidas 合作打造了 adidas HALO 概念店、adidas Future of Style 概念店,和 Nike 打造 Jordan World of Flight 店等。

图表17: adidas Halo 概念店



资料来源: 凤凰网, 国盛证券研究所

图表18: adidas Future of Style 概念店



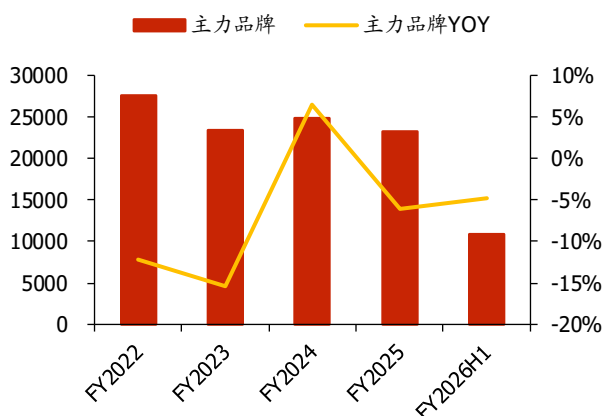
资料来源: 滔搏公众号, 国盛证券研究所

3. 投资亮点：品牌朋友圈持续拓宽，零售运营能力卓越

3.1 品牌合作：Nike&adidas 份额稳固，同时品牌合作矩阵持续拓宽

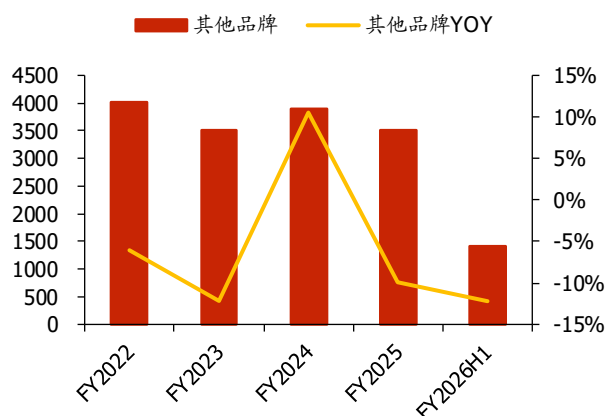
Nike 和 adidas 营收贡献占据绝对高位，近年公司持续拓展新品牌谋求长期增长动力。FY2026H1 公司旗下拥有主力品牌耐克以及阿迪达斯，贡献收入的其他品牌包括彪马、匡威、范斯、The North Face、添柏岚、亚瑟士、鬼冢虎、斯凯奇、NBA、李宁、Hoka ONE ONE、凯乐石。FY2026H1 公司主力品牌营收同比下降 4.8% 至 108 亿元，占公司营收比重为 88%，其他品牌营收下降 12% 至 14 亿元，占公司营收比重为 11%。

图表19: FY2022~FY2026H1 滔搏主力品牌营收及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表20: FY2022~FY2026H1 滔搏其他品牌营收及增速（百万元，%）

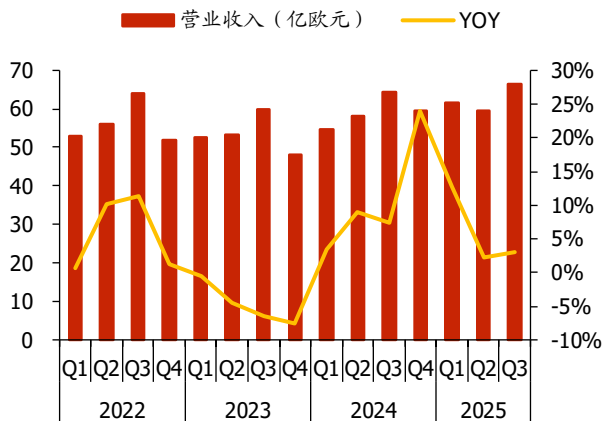


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

Nike 短期业绩低迷，adidas 2025 年以来大中华区经营表现优异。从绝对体量来看，目前主力品牌 Nike 以及 adidas 的终端销售表现仍然是决定公司增长的核心因素，2025 年以来 Nike 和 adidas 两大国际品牌龙头在全球的表现存在一定差异，其中 adidas 表现持续优异，Nike 在大中华区则仍然处于去库阶段。

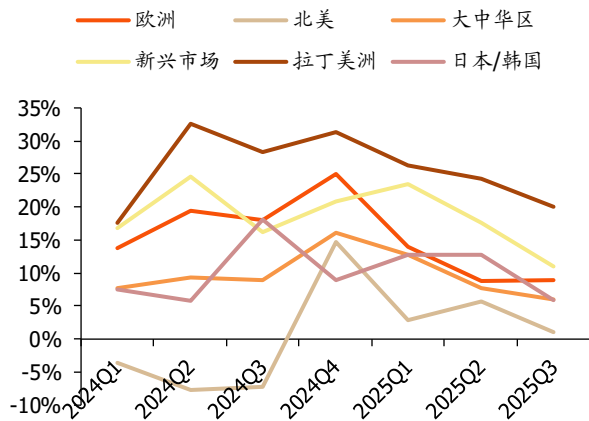
- **adidas: 核心产品销售优异，短期业绩亮眼。**adidas 公司 2025Q3 营收同比增长 3% 至 66 亿欧元（货币中性基础上同比增长 8%）。分地区看：货币中性基础上 2025Q3 adidas 公司各地区均实现了强劲的增长，其中欧洲营收增长 9%，北美营收增长 1%，大中华区营收增长 6%，延续高质量增长态势，新兴市场营收增长 11%，拉丁美洲营收增长 20%，日韩地区营收增长 6%。

图表21: adidas 公司 2022Q1~2025Q3 营收及增速 (亿欧元, %, 报表层面)



资料来源: adidas 公司公告, 国盛证券研究所

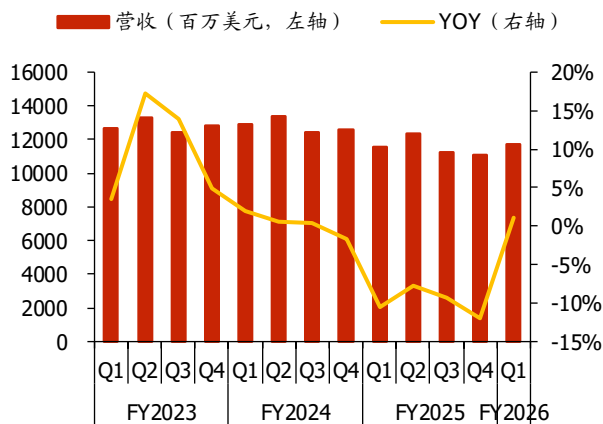
图表22: adidas 公司 2024Q1~2025Q3 分地区营收增速 (% , 货币中性)



资料来源: adidas 公司公告, 国盛证券研究所

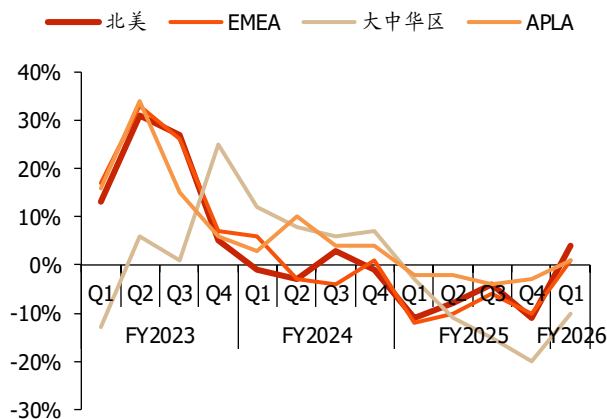
➤ **Nike: 大中华区营收仍有下滑, 公司持续推进库存去化。**近期 Nike 发布截至 2025 年 8 月末的 FY2026Q1 季报, 公司报表营收同比增长 1% 至 117 亿美元 (货币中性基础上同比下降 1%)。分地区看: 货币中性基础上 FY2026Q1 北美地区营收同比增长 4%, EMEA 地区营收同比增长 1%, 大中华区营收同比下降 10%, APLA 地区营收同比增长 1%。从库存情况来看, 目前 EMEA 地区已经显著的实现了库存去化, 库存结构正常; 北美地区持续推进库存去化, 库存结构中旧品占比接近正常水平; 大中华区库存仍需时间改善, 库存结构中旧品占比仍然较高。

图表23: FY2023Q1~FY2026Q1 Nike 公司营收及增速 (百万美元, %, 报表层面)



资料来源: Nike 公司公告, 国盛证券研究所

图表24: Nike 品牌 FY2023Q1~FY2026Q1 分地区营收增速 (% , 货币中性)



资料来源: Nike 公司公告, 国盛证券研究所

在现有品牌之外, 滔搏持续丰富合作品牌矩阵, 同时拓展新业务模式。

- **2022 年与李宁建立合作关系, 首次将国产品牌纳入合作矩阵。**在李宁之前, 公司的合作伙伴均为国际运动品牌, 2021 年以李宁、安踏为代表的本土运动品牌表现优异, 在该背景下滔搏于 2022 年开始同李宁建立品牌合作关系。我们判断对于李宁而言, 同滔搏的合作可以灵活运用滔搏的零售管理能力赋能批发渠道效率提升; 对于滔搏而言, 李宁作为本土运动品牌龙头之一, 双方的合作有望弥补滔搏对国产品牌覆盖的不足, 在一定程度上提升业绩的稳定性。
- **2023 年开始公司逐步与户外新品牌合作, 丰富合作品牌矩阵, 拓展业务模式。**随着国内户外以及跑步领域的快速发展, 2023 年开始公司加大对于相关领域的品牌合作力度, 2023 年公司宣布与 HOKA ONE ONE、KAILAS 凯乐石两大户外运动品牌

达成合作，2024 年加拿大越野跑鞋品牌 Norda 同滔搏建立战略合作关系，2025 年滔搏陆续成为北欧户外品牌 Norrona 中国市场独家运营合作伙伴、顶级跑步品牌 soar 中国区独家运营商、高性能专业跑步品牌 Ciele Athletics 中国独家运营合作伙伴。

同新品牌的合作一方面拓展滔搏的覆盖领域，强化对于跑步和户外赛道的深入布局；另一方面在同新品牌的合作模式上，滔搏担任独家合作伙伴/运营商的角色，负责相关品牌在中国的品牌战略、内容传播、全域运营以及社群培育等多项职能，对比传统的零售商角色差异明显，新的合作模式有望进一步提升滔搏的品牌运营能力以及公司的盈利能力。

图表25: 滔搏新合作品牌



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.2 零售运营能力：数字化赋能全域运营，零售能力领先行业

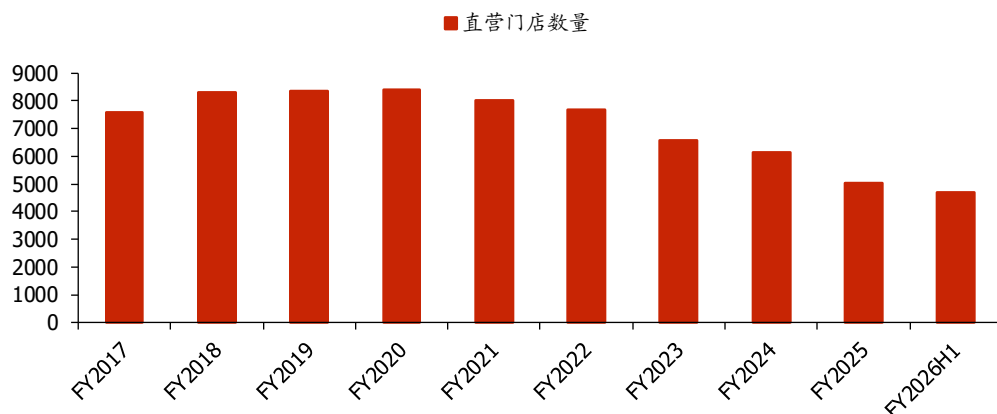
滔搏作为国内领先的运动品牌渠道商，领先行业的零售能力是公司进行市场竞争的核心武器，我们认为公司的零售能力体现在以下方面：1) 基于品牌特性对线下门店的持续优化；2) 对于广义电商业务的拓展和布局，此处的广义电商指的是平台电商、小程序、直播等；3) 领先行业的会员管理能力；4) 贯穿全域的数字化能力。

3.2.1 门店数量众多，从大店策略向“一品一策”转变

滔搏作为国内头部运动品牌零售商，门店数量广阔，全面实现消费者触达。截止 FY2026H1 末公司直营门店数量为 4688 家（我们判断多为 Nike 以及 adidas 门店），从 2020 年以来公司直营门店数量处于净关店状态，面对波动的消费环境，公司主动加大低效店铺关闭力度。

从长期来看，滔搏广泛的门店数量布局，可以尽可能触达更多的消费者，帮助公司获取充足消费者数据，滔搏的长期增长和品牌运营建立坚实的基础。同时在大量门店背后滔搏所掌握的丰富渠道资源使得公司可以更好的和新的品牌进行合作。

图表26: FY2017~FY2026H1 滔搏门店数量 (家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

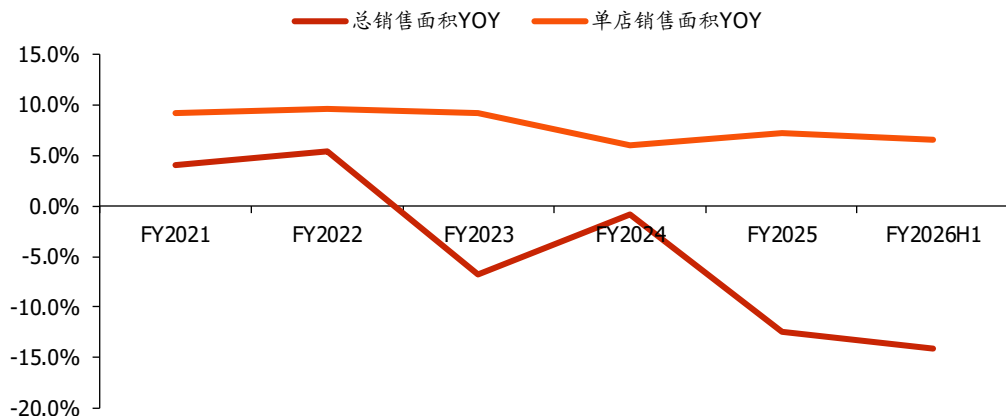
从“失店策略”向“一品一策”转变,提升精细化运营能力。1) FY2023 之前公司推进大店项目,升级改造具备更高潜力的门店。根据公司披露, FY2017 公司 300 平方米以上的自营门店数量仅有 200 家,占公司整体数量比重为 3%, FY2023 公司 300 平方米以上的自营门店数量为 1056 家,占比达到 16%。我们认为大店一方面可以通过更好的陈列与装修以给予消费者更好的购物体验,传递品牌形象;另一方面大店可以容纳更多的 SKU 以提升连带率。2) 进入 FY2024, 由于消费环境波动,同时随着公司旗下合作品牌数量的快速增加,公司将“失店策略”转向“一品一策”。公司针对不同品牌开设更具有针对性的门店,通过门店形象的优化以提升店效和坪效,而非盲目进行面积的扩张, FY2026H1 公司单店销售面积同比增长 6.5%,但增速已经较过往放缓。

图表27: 滔搏 FY2017~FY2023 门店数量 (家, %)

	FY2017		FY2018		FY2019		FY2020		FY2021		FY2022		FY2023	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比
<150 平方米	5918	78%	6268	75%	5947	71%	5732	68%	5192	65%	4624	60%	3582	55%
150~300 平方米	1487	20%	1779	21%	1978	24%	2051	24%	2064	26%	2082	27%	1927	29%
>300 平方米	200	3%	255	3%	418	5%	612	7%	750	9%	989	13%	1056	16%
门店数量	7605	100%	8302	100%	8343	100%	8395	100%	8006	100%	7695	100%	6565	100%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表28: FY2021~FY2026H1 滔搏门店总销售面积及单店销售面积 YOY (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2.2 发力私域以及直播电商, 拓宽门店角色

借由小程序离店销售、抖音直播等方式拓宽线下门店的覆盖范围, 转变线下门店角色, 实现一店 N 开。2020 年面对消费环境的波动公司建立小程序拓宽消费者购物渠道, 当前传统线下客流持续波动已经成为了行业共性, 公司以线下门店为依托, 延展线下实体门店边界, 实施“一店 N 开”, 基于门店搭建抖音直播、小红书、微信小程序、即时零售等多样化渠道, 拓展生意来源, 截止 FY2026H1 末滔搏小程序店铺数量超过 3600 家, FY2026H1 末公司抖音及微信视频号超过 800 个, 小红书账号超过 2300 个, 即时零售入驻店铺超过 3700 家。

由于公司对于电商业务的持续深度运营以及消费者偏好的变化, 电商占比快速提升, FY2024 公司电商 (含私域、内容电商以及平台电商等) 销售占比为 20%~30% 中段, FY2025 电商销售占比提升至 30%~40% 中段, FY2026H1 面对线下客流双位数的下降, 公司电商销售仍有双位数增长, 我们预计 FY2026H1 电商销售占比达到 40% 左右。

图表29: 滔搏电商业务模式



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

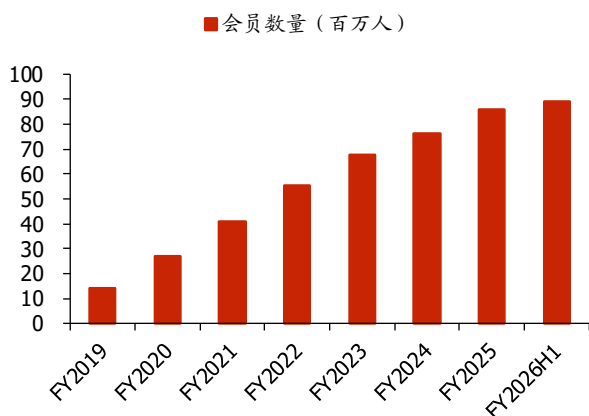
私域/内容电商的拓展是顺应消费者需求变化的必然之举, 同时提升公司库存周转效率, 深度挖掘会员价值。我们认为当前公司的电商业务大致分为平台电商 (传统天猫、京东)、内容电商 (抖音、小红书)、私域电商 (微信小程序)、即时零售以及本地生活平台等多种模式。一方面从需求端来看, 当前越来越多的电商消费者从传统平台电商转向内容电商/私域电商等, 流量逐步迁移同时消费习惯正在发生变化, 该现象迫使公司进行业务模式调整。另一方面, 目前公司主要发力的直播电商以及私域电商销售货品同线下门店打

通，通过全域销售的形式拓宽库存流转，实现货品销售效率的最大化，并且公司也可以通过多样化的线上渠道深度挖掘会员价值。

3.2.3 会员运营能力卓越，客户粘性强

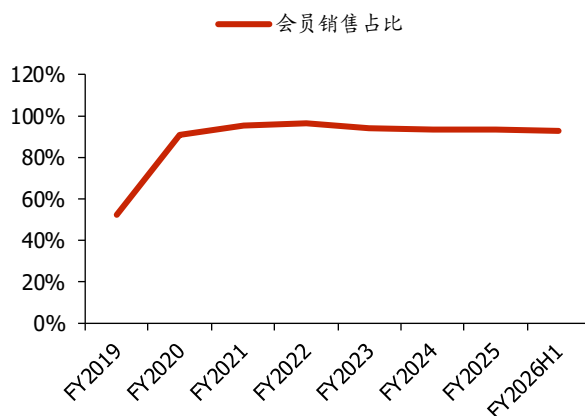
公司采用多种方式吸引年轻消费者，实现全域化拉新。基于大量的自营门店以及持续拓展的电商平台，公司建立起完善的会员管理和会员运营体系，截至 FY2026H1 末公司全渠道累计注册会员数达到 8910 万，持续增长。在扩充会员数量之外，公司注重已有会员价值的深度挖掘，公司一方面利用数字化系统进行精细化的用户分群分级和行为分析，从而实施定制化的商品推广和营销活动；另一方面公司注重大型线上/线下会员活动的举办，多举措并举加强用户粘性，提升会员转化率。

图表30: FY2019~FY2026H1 滔搏会员数量 (百万人)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表31: FY2019~FY2026H1 会员销售占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表32: 滔搏会员活动



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表33: 滔搏会员活动



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2.4 数字化能力贯穿全域，全方位提升销售效率

公司早期就着手推动数字化健身以提升销售效率，2020 年面对流量瓶颈，数字化能力持续提升。自 2017 年百丽国际私有化后，滔搏开启了一系列的数字化转型举措，2019 年公司上市时明确数字化转型战略，主要包括前线员工赋能、数字化门店运营、优化商品管理三个部分。2020 年以来面对线下客流的波动以及消费偏好的变动，公司发力小程序离店销售、私域生态建设、门店直播等以突破流量瓶颈。2024 年滔搏和与阿里云深化

用云合作，双方将共同打造一个灵活、高效且可扩展的大数据平台，结合云计算、大数据等先进技术，共同提升零售运营效率。

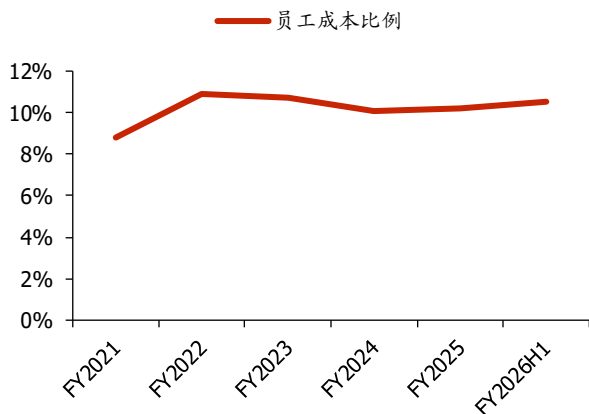
图表34: 滔搏数字化平台



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

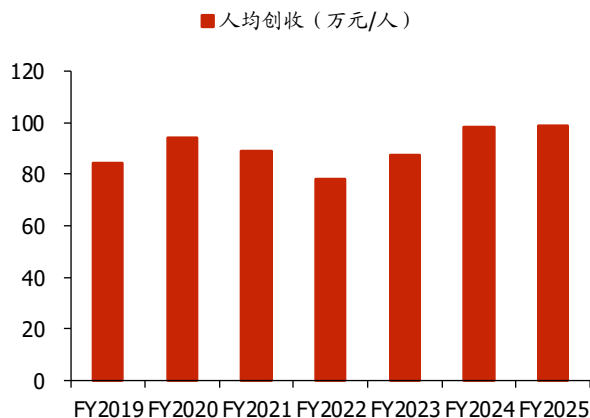
我们认为滔搏的数字化运营能力已经贯穿于公司零售业务的所有部分，帮助公司在波动的消费环境以及激烈的市场竞争中稳中有进。我们认为公司的数字化赋能大体可以分为B端以及C端，其中B端主要应用于货品铺补调、渠道开改关以及组织结构优化，核心目标在于提升系统效率，反映在财务数据层面FY2022~FY2025公司人均创收持续提升；C端则是应用于新场景拓展、私域界面优化以及导购赋能，核心目标在于提升消费者全域体验，根据公司披露FY2024小程序商城日活同比提升40%，智能客服的应用带动售后用户步骤减少50%，同时受益于公司对于私域销售以及直播业务的深度运营，公司电商业务占比持续提升。

图表35: 滔搏FY2021~FY2026H1员工成本比例(%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表36: FY2019~FY2025人均创收(万元/人)



资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

收入端：我们预计公司 FY2026~FY2028 收入分别为 262.8/284.9/305.9 亿元，同比分别-2.7%/+8.4%/+7.4%。滔搏的核心业务为运动鞋服零售业务，公司的收入表现同终端销售关联度较高。在直营收入中，我们拆分为线上（含平台电商、直播电商以及私域电商等）以及线下业务，随着公司加大电商业务的拓展力度，我们判断 FY2026~FY2028 电商销售增速将快于线下，增速在 18%/15%/13%，线下伴随着门店结构的优化，收入增速分别为-9.9%/+6.1%/+5.1%。

图表37: 滔搏收入拆分（亿元，家，%）

	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
1.直营收入（亿元）	247.0	230.3	229.0	251.1	272.1
YOY	8.9%	-6.8%	-0.5%	9.6%	8.4%
1.1 线上收入（亿元）	66.70	77.14	91.03	104.68	118.29
YOY	27.8%	15.7%	18.0%	15.0%	13.0%
1.2 线下收入（亿元）	180.33	153.13	138.01	146.40	153.81
YOY	3.2%	-15.1%	-9.9%	6.1%	5.1%
直营门店（家）	6144	5020	4520	4520	4520
单店收入 YOY	15.8%	-3.3%	11.3%	6.1%	5.1%
2.批发收入（亿元）	40.2	37.9	32.2	32.2	32.2
YOY	-3.3%	-5.8%	-15.0%	0.0%	0.0%
3.其他收入（亿元）	2.09	1.97	1.58	1.58	1.58
4.总收入（亿元）	289.3	270.1	262.8	284.9	305.9
YOY	6.9%	-6.6%	-2.7%	8.4%	7.4%

资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所

利润端：我们预计公司 FY2026~FY2028 归母净利率为 4.9%/5.2%/5.5%。FY2025 公司整体处于去库阶段，因此毛利率下滑幅度较大，后续随着库存的改善，公司终端折扣有望收窄从而带动毛利率提升，费用率方面公司直营业务占比较高，终端人员工资、租金同销售收入关联度高，因此费用率整体保持相对稳定。

图表38: 滔搏盈利能力拆分（%）

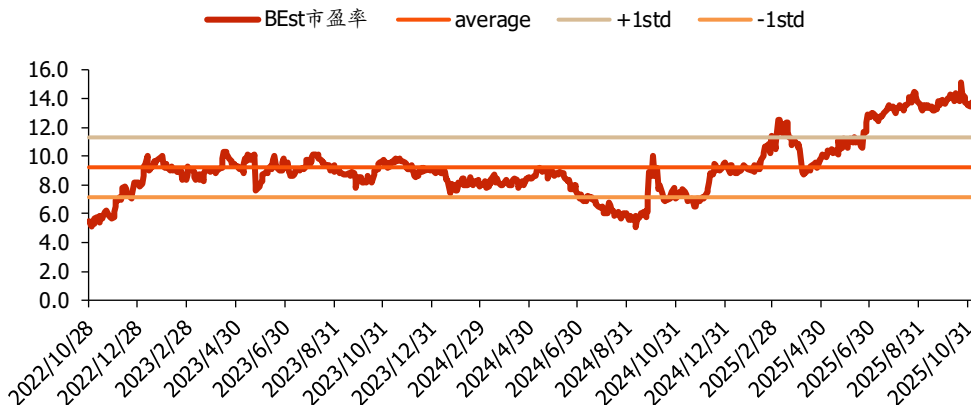
	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
毛利率	41.8%	38.4%	38.5%	39.0%	39.4%
销售费用率	28.9%	29.4%	29.2%	29.3%	29.3%
管理费用率	3.9%	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%
归母净利率	7.6%	4.8%	4.9%	5.2%	5.5%

资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所

4.2 估值分析与投资建议

我们预计公司 FY2026~FY2028 归母净利润为 12.97/14.81/16.66 元，增速分别为 +0.8%/+14.2%/+12.5%，当前市值对应公司 FY2026PE 为 14.6 倍。中长期来看，倘若消费环境持续改善，同时 Nike 品牌优化顺利，我们认为公司业绩存在较大的提升空间；另一方面滔搏上市以来保持 100%的分红率，按照 2025 年 11 月 17 日收盘市值计算，对应 FY2026 股息率为 7%，分红收益可观。

图表39: 2022~2025 年公司动态 PE 走势



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表40: 运动鞋服公司相对估值表

	总市值 (亿港元)	归母净利润 (亿元)					PE				
		2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
安踏体育	2,268.2	102.36	155.96	130.3	147.82	167.37	20.2	13.2	15.8	14.0	12.3
李宁	453.9	31.87	30.13		25.4	27.59	13.0	13.7	17.5	16.3	15.0
特步国际	167.0	10.3	12.38	13.65	15.04	16.31	14.8	12.3	11.1	10.1	9.3
361 度	126.5	9.61	11.49	12.61	14.2	15.88	12.0	10.0	9.1	8.1	7.3
		平均					15.0	12.3	13.4	12.1	11.0
		FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
滔搏	207.7	22.13	12.86	12.97	14.81	16.66	8.5	14.7	14.6	12.8	11.3

资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所预测, 估值日期为 2025 年 11 月 17 日

5. 风险提示

消费力疲软及消费环境波动风险。当前海外及国内消费环境仍处于波动态势，后续倘若消费力修复不及预期，或对各公司终端流水造成影响。

门店扩张不及预期。在消费疲软的情况下公司的门店扩张会相对谨慎，新品牌的开展也会受到影响。

电商业务建设不及预期。目前电商业务在公司中的收入占比较高，为了谋求稳健增长，公司加强各个平台间的精细化运营效率，倘若后续电商业务推进不及预期，或将对品牌公司收入业绩造成影响。

免责声明

国盛证券股份有限公司（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 股份有限公司”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