

滔搏 (06110.HK)

FY2026 经营表现平稳，分红优异

滔搏 FY2026 营收下降 4.7%，归母净利润下降 1.5%，派息率 137.1%。公司 FY2026（截至 2026 年 2 月 28 日止年度）营收同比下降 4.7% 至 257.4 亿元，主要受宏观消费波动及线下客流下滑影响，毛利率同比下降 0.4pcts 至 38.0%，归母净利润同比微降 1.5% 至 12.7 亿元，归母净利率同比提升 0.1pcts 至 4.9%，公司强化费用管控，抵消了毛利率的压力。派息方面，公司建议派发末期及特别股息共 0.15 元/股，连同中期股息全年派息总额达 0.28 元/股，派息率 137.1%，以 5 月 27 日收盘价计算股息率 12%，公司持续通过高分红回馈股东。

分品牌：主力品牌表现波动，公司加大细分赛道布局。 FY2026 公司主力品牌/其他品牌营收同比分别下降 4.2%/7.4% 至 223.3/32.5 亿元，我们判断目前主力品牌之一 Nike 在大中华区处于去库阶段，对于新品供给较为谨慎，滔搏作为重要的零售伙伴经营表现受到影响。在主力品牌外，公司重点加码跑步、户外等高景气赛道，担任 Norrøna、norda®、Soar、Ciele 等品牌在中国市场的独家运营伙伴，同时期内滔搏开设首家跑步生活方式集合店 ektos，积极布局细分赛道。

分业务模式：线下推进门店结构优化，全域运营提质增效。 FY2026 零售业务营收同比下降 2.7% 至 224.1 亿元，批发业务营收下降 16.6% 至 31.6 亿元。

1) 渠道结构深度优化，聚焦单店效率提升。截至期末公司直营门店数量较期初净减少 660 家至 4360 家，总销售面积同比下降 9.7%，而单店销售面积同比提升 3.9%。公司持续推进渠道优化，期内新开门店与改造门店的表现均优于去年同期，与此同时公司通过关闭低效门店缓解经营压力，展望 FY2027 我们预计公司线下净关店数量有望环比减少。

2) 零售线上业务表现优异，全域布局深化。公司积极推进内容电商、私域运营以及即时零售业务，截止期末抖音、微信视频号运营账号超 700 个，小程序店铺数量超过 3700 家，即时零售入驻门店约 3800 家。期内面对线下消费环境的波动，公司积极探索全域零售，电商业务占比持续提升，为公司业务长期增长奠定基础。

3) 会员运营能力卓越，会员规模持续扩大。截至期末公司累计用户数达 9290 万，会员对零售总额（线下门店+微信小程序）的贡献比例保持在 91.7% 的高位，期内公司继续推进会员运营体系优化，挖掘会员潜在价值。

库存水平健康，应收贸易款项阶段性波动。截至期末公司存货金额同比下降 8.6% 至 54.9 亿元，平均存货周转天数减少 3.5 天至 131.4 天，库存情况稳健；公司应收贸易款项同比增长 78% 至 13.4 亿元，平均应收贸易款项周转天数延长 0.7 天至 14.8 天，我们判断主要系春节假期时点延后导致现金回款周期波动，由于应收贸易款项的波动公司 FY2026 全年经营性现金流净额为 27.3 亿元，同比下降 27.3%。

展望 FY2027，我们预计公司营收略有下降，归母净利润同比基本持平。 FY2027 以来我们判断线下客流仍有波动，综合考虑消费环境的不确定性以及品牌合作伙伴的经营调整，我们预计公司 FY2027 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，我们预计公司 FY2027-FY2029 归母净利润分别为 12.75/13.98/15.11 亿元，现价对应 FY2027PE 为 11 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	2025A	2026A	2027E	2028E	2029E
营业收入 (百万元)	27,013	25,740	24,879	26,321	27,879
增长率 yoy (%)	-6.6	-4.7	-3.3	5.8	5.9
归母净利润 (百万元)	1,286	1,267	1,275	1,398	1,511
增长率 yoy (%)	-41.9	-1.5	0.6	9.7	8.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.21	0.20	0.21	0.23	0.24
净资产收益率 (%)	14.2	14.7	14.8	16.2	17.5
P/E (倍)	11.0	11.2	11.1	10.1	9.4
P/B (倍)	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6

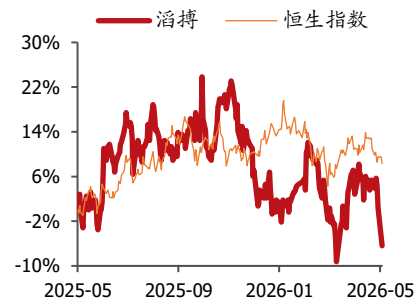
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 5 月 27 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	专业连锁 II
前次评级	买入
05 月 27 日收盘价 (港元)	2.63
总市值 (百万港元)	16,309.21
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)	8.49

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): Q3 销售仍有波动, 关注品牌伙伴去库和上新节奏》 2025-12-23
- 《滔搏 (06110.HK): 卓越零售能力构建竞争壁垒, 投资者》 2025-11-20
- 《滔搏 (06110.HK): FY26H1 线下调整, 电商增速优异, 库存稳健》 2025-10-23

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025A	2026A	2027E	2028E	2029E
流动资产	10,986	10,741	10,617	10,689	10,753
现金	2,587	2,074	2,498	2,120	1,692
应收票据及应收账款	752	1,339	1,043	1,104	1,169
其他应收款	646	776	750	794	841
预付账款	0	0	0	0	0
存货	6,004	5,486	5,295	5,581	5,896
其他流动资产	997	1,067	1,031	1,091	1,156
非流动资产	3,916	3,326	3,203	3,103	3,022
长期投资	46	46	46	46	46
固定资产	541	438	444	447	448
无形资产	2,864	2,444	2,316	2,212	2,130
其他非流动资产	465	397	397	397	397
资产总计	14,903	14,067	13,820	13,792	13,775
流动负债	4,496	4,415	4,168	4,140	4,123
短期借款	2,130	1,966	1,802	1,638	1,474
应付票据及应付账款	343	403	389	410	433
其他流动负债	2,023	2,046	1,977	2,092	2,216
非流动负债	1,347	1,030	1,030	1,030	1,030
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,347	1,030	1,030	1,030	1,030
负债合计	5,844	5,445	5,198	5,170	5,153
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	0	0	0	0	0
资本公积	8,919	8,622	8,622	8,622	8,622
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	9,059	8,622	8,622	8,622	8,622
负债和股东权益	14,903	14,067	13,820	13,792	13,775

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025A	2026A	2027E	2028E	2029E
经营活动现金流	3,755	2,728	2,561	1,876	1,932
净利润	1,286	1,267	1,275	1,398	1,511
折旧摊销	1,460	1,294	823	800	781
财务费用	118	94	75	69	62
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	846	52	466	-314	-345
其他经营现金流	46	21	-78	-78	-78
投资活动现金流	-298	-515	-622	-622	-622
资本支出	-373	-284	-700	-700	-700
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	75	-231	78	78	78
筹资活动现金流	-2,826	-3,027	-1,514	-1,631	-1,738
短期借款	1,410	-164	-164	-164	-164
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-823	-297	0	0	0
其他筹资现金流	-3,414	-2,567	-1,350	-1,467	-1,574
现金净增加额	631	-814	425	-378	-428

利润表 (百万元)

会计年度	2025A	2026A	2027E	2028E	2029E
营业收入	27,013	25,740	24,879	26,321	27,879
营业成本	16,630	15,955	15,399	16,230	17,147
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	7,944	7,347	7,066	7,475	7,918
管理费用	996	993	960	1,016	1,076
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	33	15	13	11	16
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	149	78	78	78	78
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,444	1,444	1,454	1,600	1,739
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	1,560	1,507	1,519	1,666	1,801
所得税	275	242	244	268	289
净利润					
少数股东损益	-1	-2	0	0	0
归属母公司净利润	1,286	1,267	1,275	1,398	1,511
EBITDA	3,053	2,816	2,355	2,477	2,597
EPS (元/股)	0.21	0.20	0.21	0.23	0.24

主要财务比率

会计年度	2025A	2026A	2027E	2028E	2029E
成长能力					
营业收入(%)	-6.6	-4.7	-3.3	5.8	5.9
营业利润(%)	-44.7	0.0	0.7	10.0	8.7
归属母公司净利润(%)	-41.9	-1.5	0.6	9.7	8.1
获利能力					
毛利率(%)	38.4	38.0	38.1	38.3	38.5
净利率(%)	4.8	4.9	5.1	5.3	5.4
ROE(%)	14.2	14.7	14.8	16.2	17.5
ROIC(%)	11.7	12.1	12.3	13.7	15.1
偿债能力					
资产负债率(%)	39.2	38.7	37.6	37.5	37.4
净负债比率(%)	-5.0	-1.2	-8.1	-5.6	-2.5
流动比率	2.4	2.4	2.5	2.6	2.6
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9
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	26.0	24.6	20.9	24.5	24.5
应付账款周转率	45.5	42.8	38.9	40.6	40.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.21	0.20	0.21	0.23	0.24
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.44	0.41	0.30	0.31
每股净资产(最新摊薄)	1.46	1.39	1.39	1.39	1.39
估值比率					
P/E	11.0	11.2	11.1	10.1	9.4
P/B	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA	5.8	6.0	5.7	5.5	5.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 5 月 27 日收盘价

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