

## 公司研究

## 弱市下费用控制突出，股息率超 12%具备吸引力

## ——滔搏 (6110.HK) 2026 财年业绩点评

## 增持 (维持)

当前价: 2.63 港元

## 作者

## 分析师: 姜浩

执业证书编号: S0930522010001  
021-52523680  
jianghao@ebscn.com

## 分析师: 孙未末

执业证书编号: S0930517080001  
021-52523672  
sunww@ebscn.com

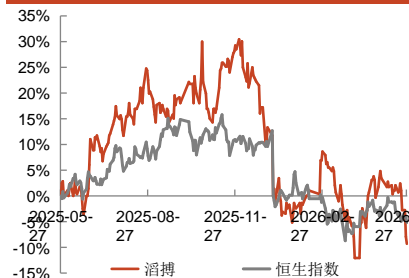
## 分析师: 朱洁宇

执业证书编号: S0930523070004  
021-52523842  
zhujieyu@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	62.01
总市值(亿港元):	163.09
一年最低/最高(港元):	2.47-3.50
近3月换手率:	16.4

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.5	-11.2	-5.9
绝对	-10.8	-15.2	2.4

资料来源: Wind

## 相关研报

上半财年需求波动致业绩下滑，持续提升全域零售能力——滔搏 (6110.HK) 2026 财年中中期业绩点评 (2025-10-23)

25 财年继续保持高分红，未来聚焦经营效率提升——滔搏 (6110.HK) 2025 财年业绩点评 (2025-05-26)

上半财年业绩承压、维持高派息，期待政策提振零售回暖——滔搏 (6110.HK) 2025 财年中中期业绩点评 (2024-10-24)

## 要点

## 事件:

**2026 财年收入/归母净利润同比-4.7%/-1.5%，派息率达 137.1%**

滔搏发布截至 2026 年 2 月末的 2026 财年末期业绩。公司 2026 财年实现营业收入 257.4 亿元 (人民币, 下同)，同比下降 4.7%，归母净利润 12.7 亿元，同比下降 1.5%，EPS (基本) 为 0.20 元。公司拟每股派发末期现金红利 0.03 元人民币叠加特别股息 0.12 元人民币，加上中期已派发每股 0.13 元人民币，全年合计派息每股 0.28 元人民币，派息比例为 137.1%。

分上下半年来看，上半财年、下半财年收入分别同比-5.8%/-3.7%，归母净利润分别同比-9.7%/+15.9%，下半财年收入降幅较上半年收窄，利润同比增长主要为费用率下降所贡献。

## 点评:

**主力品牌和零售业务收入分别-4.2%/-7.4%，门店总数净减少 13%**

收入按品牌划分，26 财年主力品牌 (耐克、阿迪达斯)、其他品牌 (包括彪马、匡威，VF 集团的品牌 Vans、北面、添柏岚，亚瑟士，鬼塚虎，斯凯奇，NBA，李宁，HOKA ONE ONE，凯乐石，norda 等) 收入分别占比 86.7%/12.6%，收入分别同比-4.2%/-7.4%。另外，联营费用收入、电竞收入分别占比 0.5%/0.2%，收入分别同比-14.9%/-21%。

按渠道划分，26 财年零售业务、批发业务收入分别占比 87%/12.3%，收入分别同比-2.7%/-16.6%。

门店数量方面，26 年 2 月末公司门店数为 4360 家，年内净减少 660 家 (-13.2%)，总销售面积同比-9.7%，单店销售面积+3.9%。

**费用率降幅超过毛利率，存货减少明显**

**毛利率:** 26 财年公司毛利率同比下降 0.4PCT 至 38%，主要为运动鞋服行业线上渠道促销力度加大，公司线上业务的销售占比提升以及其折扣率和毛利率偏低所致。

**费用率:** 26 财年期间费用率同比下降 0.8PCT 至 32.5%，其中销售/管理/财务费用率分别为 28.5%/3.9%/0.1%，分别同比-0.9/+0.2/-0.1PCT。销售费用率下降明显，主要为线下门店网络持续优化、以及推进多样化零售线上布局，促使相关租金、门店相关的使用权资产折旧、销售人员薪酬等支出减少。费用按性质划分，公司估测租金费用占收入比例同比下降 1PCT 至 11.2%，员工成本占收入比例同比下降 0.2PCT 至 10%。

**利润率:** 26 财年营业利润率为 5.9%、同比持平；归母净利率同比提升 0.2PCT 至 4.9%。

**其他财务指标: 1) 存货** 26 年 2 月末同比减少 8.6%至 54.9 亿元，存货周转天数 26 财年为 131.4 天，同比-4 天，存货总额和周转天数优化。**2) 应收账款** 26 年 2 月末同比增加 78%至 13.4 亿元，应收账款周转天数为 14.8 天，同比+1 天。**3) 经营净现金流** 为 27.3 亿元，同比减少 27.3%。

### 短期零售环境仍有不确定性，但高分红具有吸引力

在终端零售环境和公司部分主力品牌业绩承压的背景下，公司 26 财年业绩亦有下滑压力，但公司通过费用管控、门店优化和全渠道多样化布局的推进，抵消了部分收入下降的不利影响，促使归母净利润降幅小于收入。展望 26 财年，虽然部分品牌客户压力仍存，但公司将继续推进全域运营、提质增效、数智化能力加强，筑牢基本盘业务的竞争力，并推进专业赛道跑步&高端户外的品牌矩阵建设（包括 Norrona/norda/soar/ciele 等品牌），线下门店净关店幅度有望逐步缩窄。

考虑到终端需求仍有不确定性，我们下调公司 27~28 财年、新增 29 财年盈利预测（归母净利润较前次预测分别下调 8%/9%），对应 27~29 财年 EPS 分别为 0.20/0.22/0.24 元，PE 分别为 11/10/9 倍，24~26 财年股息率均超过 12%具有吸引力，维持“增持”评级。

**风险提示：**终端消费疲软、渠道库存压力加大、行业竞争加剧、国际品牌客户库存管理不当、新零售/新品牌拓展效果不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
营业收入（百万元）	27,013	25,740	24,868	26,103	27,340
营业收入增长率	-6.6%	-4.7%	-3.4%	5.0%	4.7%
归母净利润（百万元）	1,286	1,267	1,256	1,356	1,511
归母净利润增长率	-41.9%	-1.5%	-0.8%	7.9%	11.4%
EPS（元）	0.21	0.20	0.20	0.22	0.24
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.2%	14.7%	15.1%	17.0%	20.0%
P/E	11	11	11	10	9
P/B	1.6	1.6	1.7	1.8	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-5-27，港币汇率采用 1HKD=0.8715RMB 计算

### 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
营业收入	27013	25740	24868	26103	27340
营业成本	(16630)	(15955)	(15390)	(16106)	(16760)
折旧和摊销	(1460)	(1390)	(1097)	(1133)	(1144)
销售费用	(7944)	(7347)	(7013)	(7348)	(7669)
管理费用	(996)	(993)	(935)	(968)	(987)
营业利润	1593	1522	1608	1759	2002
财务费用	(33)	(15)	(37)	(63)	(114)
除税前溢利	1560	1507	1570	1695	1888
所得税	(275)	(242)	(314)	(339)	(378)
净利润	1286	1267	1256	1356	1511
EPS(元)	0.21	0.20	0.20	0.22	0.24

现金流量表 (百万元)	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
经营活动现金流	3755	2728	2724	2216	1988
净利润	1286	1267	1256	1356	1511
折旧摊销	1460	1390	1097	1133	1144
净营运资金增加	884	52	334	(336)	(781)
其他	125	19	37	63	114
投资活动产生现金流	(298)	(515)	(1077)	(1083)	(1094)
净资本支出	(372)	(284)	(358)	(358)	(358)
其他	75	(231)	(719)	(725)	(736)
融资活动现金流	(2826)	(3027)	(1723)	(1459)	(1271)
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1410	(164)	0	400	800
支付股息	(2109)	(1674)	(1722)	(1859)	(2071)
其他	(2128)	(1189)	(1)	0	0
净现金流	631	(814)	(76)	(326)	(377)

### 主要指标

盈利能力 (%)	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
毛利率	38.4%	38.0%	38.1%	38.3%	38.7%
EBITDA 率	5.9%	5.9%	6.5%	6.7%	7.3%
EBIT 率	11.3%	11.3%	10.9%	11.1%	11.5%
税前净利润率	5.8%	5.9%	6.3%	6.5%	6.9%
归母净利润率	4.8%	4.9%	5.1%	5.2%	5.5%
ROA	8.6%	9.0%	9.2%	9.7%	10.6%
ROE (摊薄)	14.2%	14.7%	15.1%	17.0%	20.0%
经营性 ROIC	11.7%	12.1%	12.5%	13.7%	15.0%

偿债能力	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
资产负债率	39.2%	38.7%	39.4%	42.8%	47.0%
流动比率	2.44	2.43	2.37	2.14	1.92
速动比率	1.11	1.19	1.11	0.94	0.81
归母权益/有息债务	4.25	4.39	4.23	3.37	2.39
有形资产/有息债务	6.38	6.51	6.34	5.35	4.12

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

注: 按最新股本摊薄测算, 港币汇率采用 1HKD=0.8715RMB 计算

资产负债表 (百万元)	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
总资产	14903	14067	13720	13916	14279
货币资金	2587	2074	1998	1672	1295
应收账款	752	1339	978	1025	1372
存货	6004	5486	5477	5907	6306
其他流动资产	1643	1843	1902	1940	1940
流动资产合计	10986	10741	10354	10544	10913
固定资产	541	438	480	492	496
使用权资产	1819	1414	1426	1431	1433
无形资产	1046	1031	1018	1006	993
其他非流动资产	510	443	443	443	443
非流动资产合计	3916	3326	3367	3372	3366
总负债	5844	5445	5408	5949	6715
短期借款	2130	1966	1966	2366	3166
应付账款	343	403	333	440	369
租赁负债—流动负债	814	704	703	703	703
其他流动负债	1209	1342	1376	1411	1447
流动负债合计	4496	4415	4378	4919	5685
租赁负债—非流动负债	1121	819	819	819	819
其他非流动负债	226	211	211	211	211
非流动负债合计	1347	1030	1030	1030	1030
股东权益	9059	8622	8313	7967	7564
股本	0	0	0	0	0
其他储备	1887	1879	2036	2193	2351
保留溢利	7172	6743	6277	5774	5213

费用率 (%)	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
销售费用率	29.4%	28.5%	28.2%	28.2%	28.1%
管理费用率	3.7%	3.9%	3.8%	3.7%	3.6%
财务费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%
所得税率	17.6%	16.1%	20.0%	20.0%	20.0%

每股指标	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
每股红利	0.28	0.28	0.28	0.30	0.33
每股经营现金流	0.61	0.44	0.44	0.36	0.32
每股净资产	1.46	1.39	1.34	1.28	1.22
每股销售收入	4.36	4.15	4.01	4.21	4.41

估值指标	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
PE	11	11	11	10	9
PB	1.6	1.6	1.7	1.8	1.9
EV/EBITDA	5.4	5.5	5.8	5.7	5.6
股息率	12.2%	12.2%	12.1%	13.1%	14.6%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼