

# 滔搏 (06110.HK)

## 全年核心经营利润同比持平，分红率达 137%

优于大市

### 核心观点

**收入与净利润小幅下滑，核心经营利润同比持平，分红率达 137%。**受消费需求波动及线下客流承压影响，2026 财年收入同比下降 4.7% 至 257.4 亿元。**分商业模式看：**零售业务收入 224.1 亿元，同比下降 2.7%；批发业务收入 31.6 亿元，同比下降 16.6%。**分品牌看：**主力品牌（耐克、阿迪达斯）收入 223.3 亿元，同比下降 4.2%；其他品牌收入 32.5 亿元，同比下降 7.4%。

利润方面，线上促销加深拖累毛利率，但费用端优化对冲了经营压力，核心经营利润（不含其他收入）同比增加 0.1%，归母净利润同比下降 1.5% 至 12.7 亿元。其中，毛利率同比下降 0.4 个百分点至 38.0%，主因线上销售占比提升叠加折扣率加深；销售及分销开支与一般及行政开支合计同比下降 6.7%，费用率同比下降 0.7 个百分点至 32.4%，主因线上业务费用率较低及门店网络优化；净利率同比提升 0.1 个百分点至 4.9%。

现金方面，经营现金流净额同比下降 27.3% 至 27.3 亿元，自由现金流/净利润约 1.9 倍，现金创收能力保持稳健；年末存货 54.9 亿元，同比下降 8.6%，较中期再下降 6.0%，存货周转天数为 131.4 天，同比下降 3.5 天；维持高派息率 137.1%（同期：135%），自 2019 年上市以来累计派息率 107.3%，维持行业领先水平。

半年度方面，下半财年收入降幅收窄（上/下半年分别同比-5.8%/-3.7%），利润显著修复（上半财年同比-9.8%，下半年同比+16.1%）。核心原因在于下半财年费用率优化幅度更大（同比下降 1.4 个百分点），对冲了毛利率的小幅下降压力（同比下降 0.7 个百分点），经营杠杆改善明显。

**门店结构优化、全域运营与用户运营持续深化，专业赛道布局加速。**截至 2026 年 2 月末，直营门店净减少 660 家至 4,360 家（同比-13.1%，较上年-18.3% 明显收窄），总销售面积同比-9.7%，单店销售面积同比+3.9%，增幅较去年同期（7.2%）明显放缓，经营延续“效率优先”导向，聚焦店效和坪效，期内资本性开支同比下降 24%。内容电商与私域协同推进，抖音及微信视频号账号超过 700 个，小程序店铺超 3,700 家，即时零售入驻门店约 3,800 家；集团累计用户达 9,290 万（同比+8%），会员贡献线下门店及微信小程序销售额占比 91.7%，复购会员贡献约 70%，高价值会员贡献约 35%。公司围绕跑步与户外等高景气细分赛道持续完善品牌矩阵，并推进数智化与 AI 在终端运营中的落地，夯实长期内生增长动能。

**财年四季度流水降幅收窄，展望新财年力争利润率改善。**财年四季度（2025 年 12 月~2026 年 2 月）零售及批发业务之总销售额同比下跌低单位数（三季度：下跌高单位数），而其中直营门店面积环比减少幅度加大至 4.2%（三季度：下滑 1.3%），同比减少幅度缩小至 9.7%（三季度：下滑 13.4%）。管理层在业绩会上表示对新财年维持“短期谨慎、长期乐观”，继续以利润优先、效率优先为核心。2026 年以来，春节后终端需求较 1-2 月放缓，销售压力较 2025 财年下半年更明显，但零售表现仍好于批发；全年看，收入端仍有压力；利润端将通过折扣管理、全域效率优化和费用管控，力争利润额同比稳定、净利率同比改善，对毛利率保持审慎判断。运营上，关店幅度有望继续收窄、开店维持审慎并试点细分新店型；品牌资源向户外和跑步倾斜，费用端持续降本增效。

### 公司研究 · 海外公司财报点评

#### 纺织服饰 · 服装家纺

**证券分析师：丁诗洁**

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

**证券分析师：刘佳琪**

010-88005446

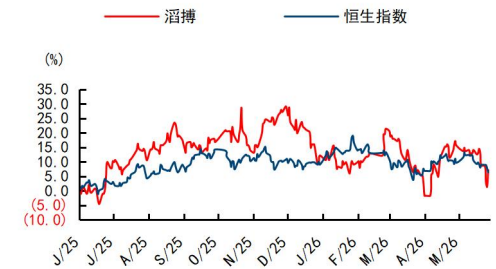
liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	3.10 - 3.30 港元
收盘价	2.78 港元
总市值/流通市值	17239/17239 百万港元
52 周最高价/最低价	3.42/2.44 港元
近 3 个月日均成交额	31.35 百万港元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《滔搏 (06110.HK) - 三季度流水下滑高单位数，折扣同比加深幅度收窄》——2025-12-23
- 《滔搏 (06110.HK) - 上半财年业绩下滑收窄，中期分红率达 102%》——2025-10-26
- 《滔搏 (06110.HK) - 一季度流水下滑中单位数，线上渠道销售正向增长》——2025-06-26
- 《滔搏 (06110.HK) - 全年收入下滑 6.6%，加码全域零售与细分赛道》——2025-05-23
- 《滔搏 (06110.HK) - 三季度销售下滑收窄至中单位数，财年底有望实现库存改善目标》——2024-12-17

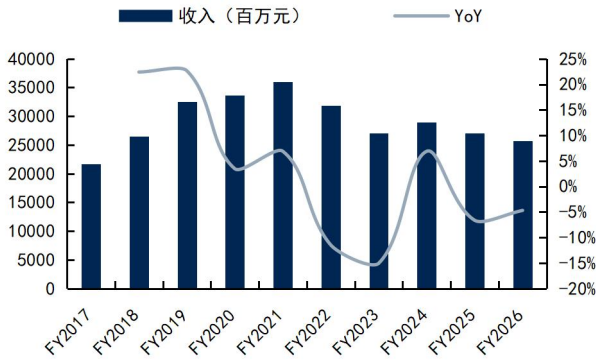
**风险提示：**宏观消费需求不及预期；渠道运营优化不及预期；品牌声誉风险。

**投资建议：看好公司经营韧性以及长期现金回报。**我们看好公司运营能力保障稳定的盈利和充沛的现金回报。截止 5/27 日收盘价，公司股息率高达 12%，估值吸引力强。未来若品牌伙伴显示积极信号，销售增长也有望撬动经营杠杆，带来较强的业绩复苏弹性。基于主要合作伙伴短期业绩压力，我们小幅下调 FY2027-2028 盈利预测，预计 FY2027-2029 净利润分别 12.7/13.9 亿元/15.1 亿元 (FY2027-2028 前值为 13.3/14.9 亿元)，同比+0.0%/9.3%/8.8%。基于盈利预测下调，下调合理估值区间 3.1~3.3 港元(前值为 3.2~3.5 港元)，对应 2027 财年 13~14x PE，维持“优于大市”评级。

<b>盈利预测和财务指标</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	<b>2029E</b>
营业收入(百万元)	27,013	25,740	24,736	25,433	26,136
(+/-%)	-6.6%	-4.7%	-3.9%	2.8%	2.8%
净利润(百万元)	1286	1267	1267	1385	1508
(+/-%)	-41.9%	-1.5%	0.0%	9.3%	8.8%
每股收益(元)	0.21	0.20	0.20	0.22	0.24
EBIT Margin	3.4%	3.3%	5.8%	6.2%	6.6%
净资产收益率 (ROE)	14.2%	14.7%	14.7%	16.1%	17.5%
市盈率 (PE)	11.0	11.1	11.1	10.2	9.4
EV/EBITDA	24.3	25.7	10.3	9.6	8.9
市净率 (PB)	1.56	1.64	1.64	1.64	1.64

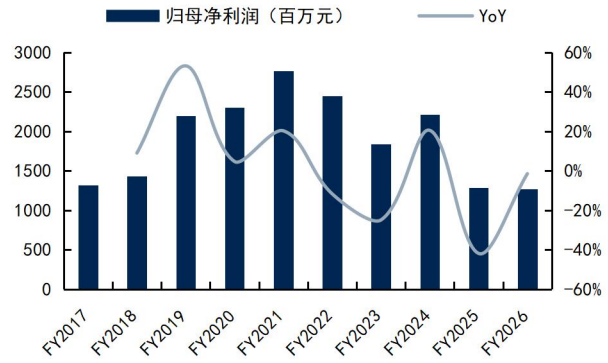
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图1: 公司营业收入及增速



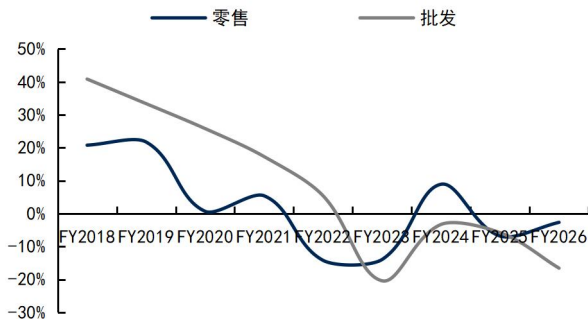
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司净利润及增速



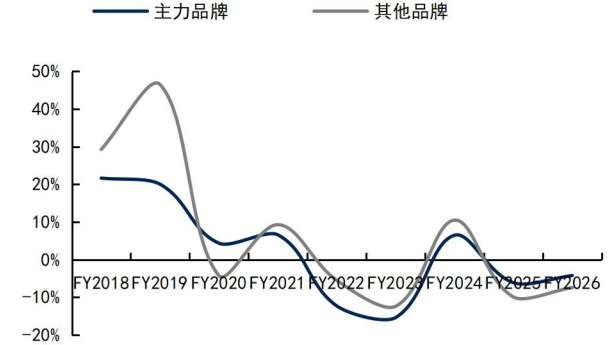
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司分商业模式收入增长



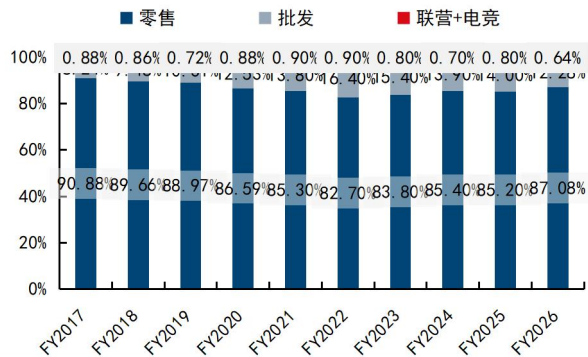
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司分品牌收入增长



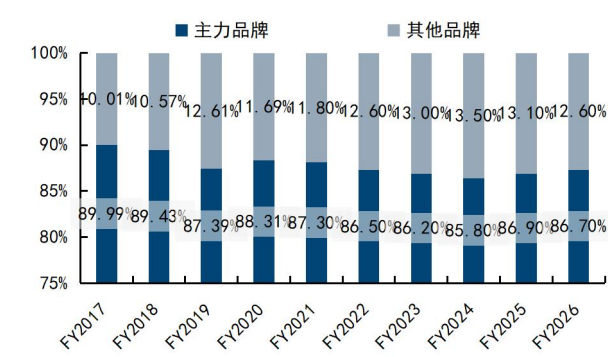
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司分商业模式收入占比



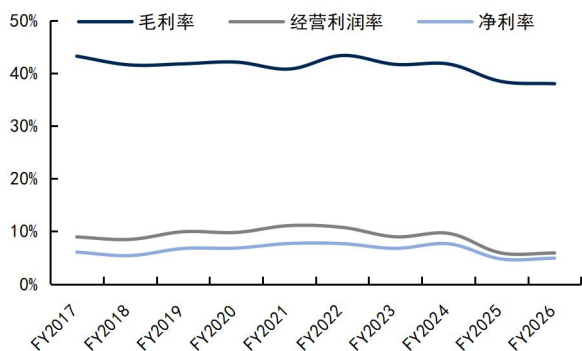
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司分品牌收入占比



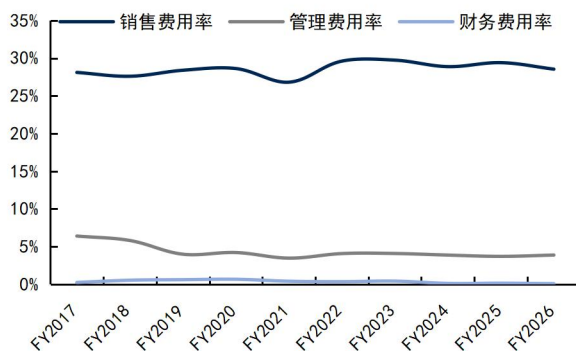
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司利润率水平（%）



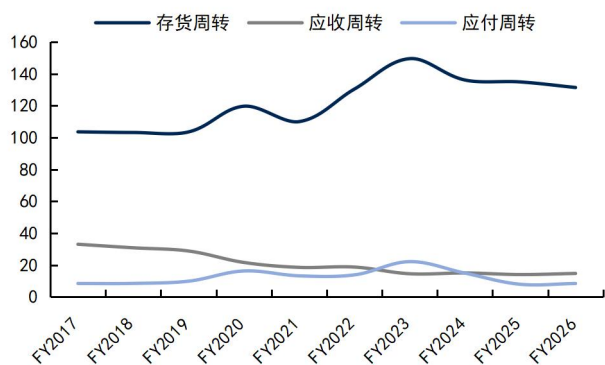
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司费用开支占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司营运资金周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司派息率



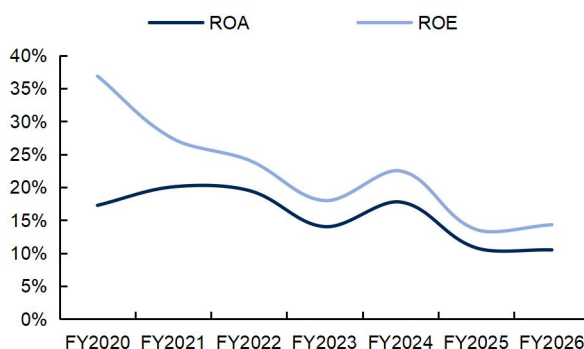
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：公司经营性现金流净额及变化



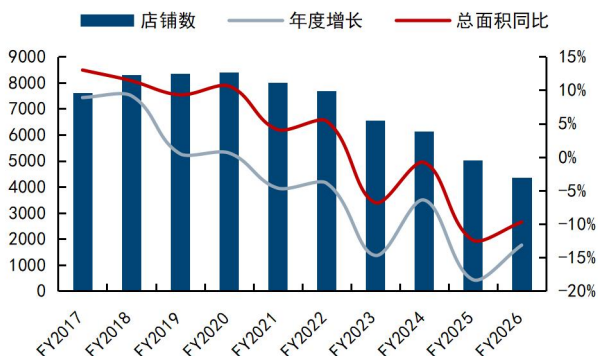
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：公司 ROA 与 ROE



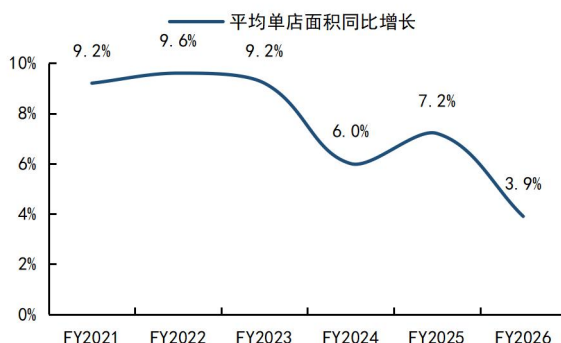
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 公司店铺数与总面积同比增长



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图14: 公司单店销售面积同比增长



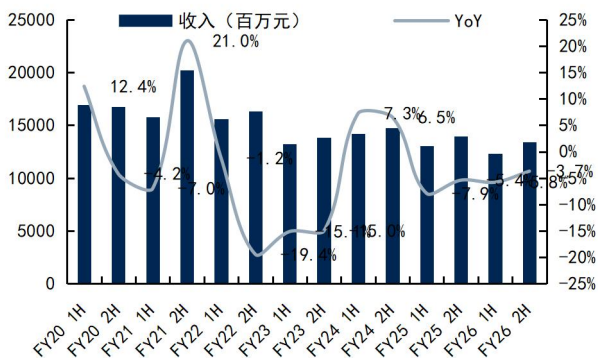
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图15: 公司注册会员数以及会员贡献销售比例



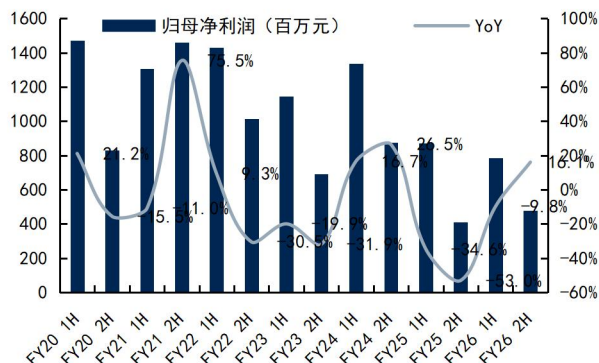
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图16: 公司半年度收入及同比变化



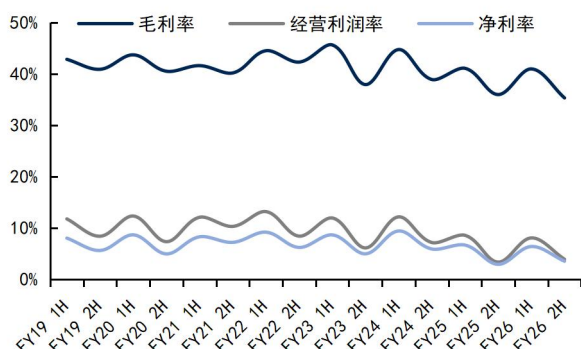
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图17: 公司半年度净利润及同比变化



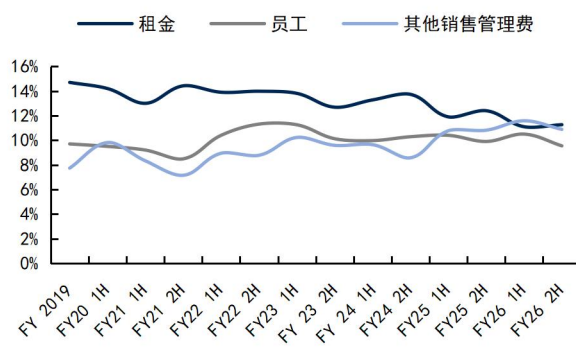
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图18: 公司半年度利润率水平 (%)



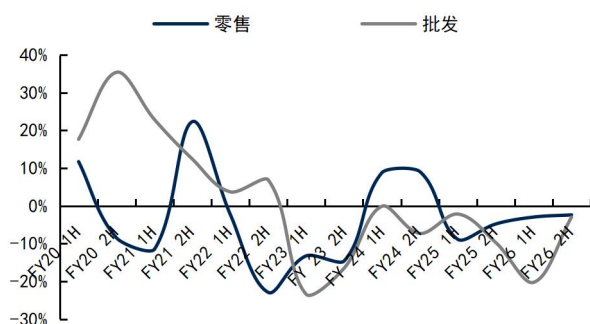
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图19: 公司半年度费用开支占比



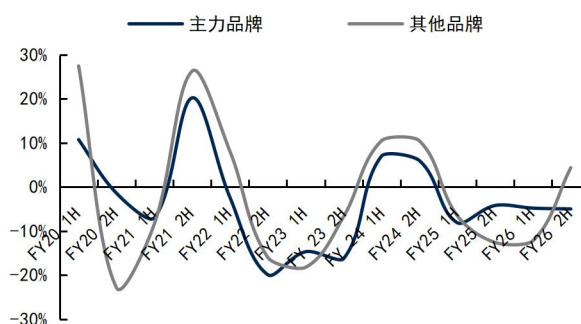
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图20: 公司半年度分商业模式收入增长



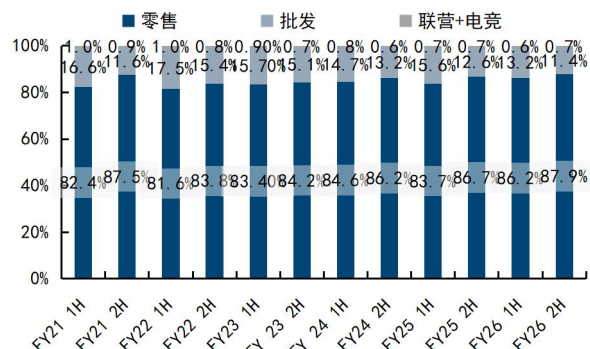
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图21: 公司半年度分品牌收入增长



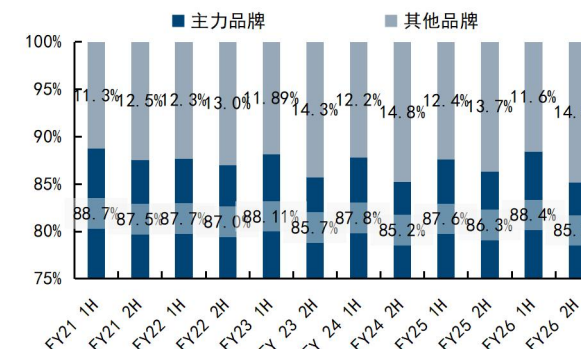
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图22: 公司半年度分商业模式收入占比



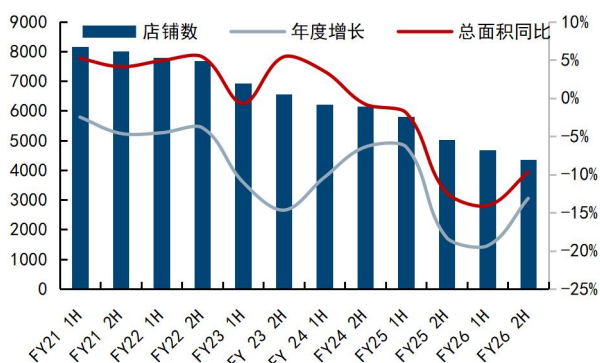
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图23: 公司半年度分品牌收入占比



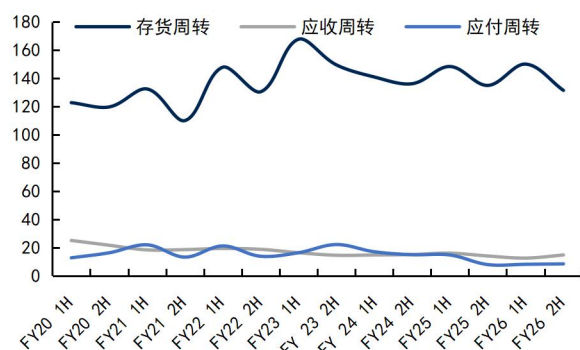
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图24: 公司半年度店铺数与总面积同比增长



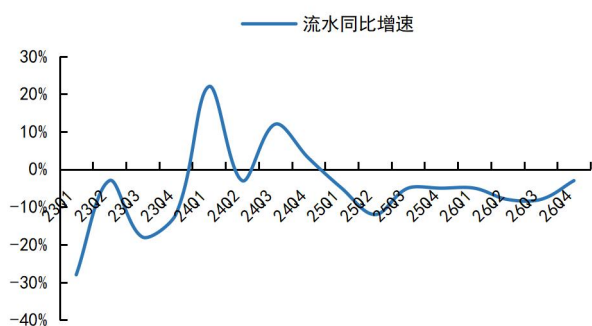
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图25: 公司半年度运营资金周转天数



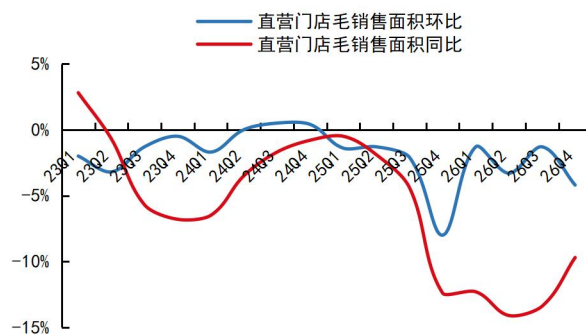
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图26: 公司分季度流水同比增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图27: 公司分季度直营门店面积变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

## 投资建议：看好公司经营韧性以及长期现金回报

FY2026 财年，在消费需求波动及线下客流承压的环境下，公司全年收入同比下滑 4.7%，但通过费用端的显著优化，归母净利润同比仅下滑 1.5%，利润韧性显著强于收入。下半财年改善趋势明显，收入降幅收窄，净利润同比实现 16.1% 的正增长。运营层面持续提质增效：门店网络延续“效率优先”导向，直营门店数量净减少但单店面积提升；全域运营与会员体系深化，会员销售占比已达 91.7%；同时围绕跑步、户外等高景气赛道完善品牌矩阵。近期来看，2026 财年第四季度零售及批发业务总销售额同比跌幅已收窄至低单位数（第三季度为下跌高单位数）。主要品牌伙伴之一近期对中国市场进行较大力度的改革重塑，对公司短期业绩构成压力，但有助于后续恢复增长动力。管理层表示将继续以利润和效率为核心，通过折扣管理、费用管控及运营优化，力争在新财年实现利润额稳定及净利率的改善。

我们看好公司运营能力保障稳定的盈利和充沛的现金回报。截止 5/27 日收盘价，公司股息率高达 12%，估值吸引力强。未来若品牌伙伴显示积极信号，销售增长也有望撬动经营杠杆，带来较强的业绩复苏弹性。基于主要合作伙伴短期业绩压力，我们小幅下调 FY2027-2028 盈利预测，预计 FY2027-2029 净利润分别 12.7/13.9 亿元/15.1 亿元（FY2027-2028 前值为 13.3/14.9 亿元），同比+0.0%/9.3%/8.8%。基于盈利预测下调，下调合理估值区间 3.1~3.3 港元（前值为 3.2~3.5 港元），对应 2027 财年 13~14x PE，维持“优于大市”评级。

表1：盈利预测和财务指标

盈利预测及市场重要数据	2025	2026	2027E	2028E	2029E
营业收入(百万元)	27,013	25,740	24,736	25,433	26,136
(+/-%)	-6.6%	-4.7%	-3.9%	2.8%	2.8%
净利润(百万元)	1286	1267	1267	1385	1508
(+/-%)	-41.9%	-1.5%	0.0%	9.3%	8.8%
每股收益(元)	0.21	0.20	0.20	0.22	0.24
EBIT Margin	3.4%	3.3%	5.8%	6.2%	6.6%
净资产收益率(ROE)	14.2%	14.7%	14.7%	16.1%	17.5%
市盈率(PE)	11.0	11.1	11.1	10.2	9.4
EV/EBITDA	24.3	25.7	10.3	9.6	8.9
市净率(PB)	1.56	1.64	1.64	1.64	1.64

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS	PE	g	PEG	总市值人民币亿元				
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025~2027	2026	
6110.HK	滔搏	优于大市	2.28	0.20	0.20	0.22	11.1	11.1	10.2	4.6%	2.435	142.1
可比公司												
3813.HK	宝胜国际	优于大市	0.35	0.04	0.05	0.05	8.7	7.5	6.5	16.4%	0.454	18.5

资料来源：wind，国信证券经济研究所

注：2025 对应滔搏 FY2026

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2025	2026	2027E	2028E	2029E	利润表(百万元)	2025	2026	2027E	2028E	2029E
现金及现金等价物	2587	2074	2802	2752	2729	营业收入	27013	25740	24736	25433	26136
应收款项	1398	2115	1688	1736	1784	营业成本	16630	15955	15281	15633	15985
存货净额	6004	5486	5482	5602	5720	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	997	1067	682	701	721	销售费用	8356	7944	7061	7245	7430
<b>流动资产合计</b>	<b>10986</b>	<b>10741</b>	<b>10654</b>	<b>10791</b>	<b>10953</b>	管理费用	1115	996	955	977	999
固定资产	541	438	982	1508	2008	财务费用	27	33	14	14	15
无形资产及其他	2864	2444	1833	1222	611	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	510	443	443	443	443	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	674	697	82	84	86
<b>资产总计</b>	<b>14903</b>	<b>14067</b>	<b>13913</b>	<b>13965</b>	<b>14016</b>	营业利润	1558	1509	1507	1648	1794
短期借款及交易性金融负债	2130	1966	2000	2000	2000	营业外净收支	1	(2)	0	0	0
应付款项	730	613	641	655	669	<b>利润总额</b>	<b>1560</b>	<b>1507</b>	<b>1508</b>	<b>1649</b>	<b>1794</b>
其他流动负债	1636	1836	1620	1658	1695	所得税费用	275	242	242	265	288
<b>流动负债合计</b>	<b>4496</b>	<b>4415</b>	<b>4261</b>	<b>4313</b>	<b>4364</b>	少数股东损益	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1286</b>	<b>1267</b>	<b>1267</b>	<b>1385</b>	<b>1508</b>
其他长期负债	1347	1030	1030	1030	1030						
<b>长期负债合计</b>	<b>1347</b>	<b>1030</b>	<b>1030</b>	<b>1030</b>	<b>1030</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	<b>2029E</b>
<b>负债合计</b>	<b>5844</b>	<b>5445</b>	<b>5291</b>	<b>5343</b>	<b>5394</b>	净利润	1286	1267	1267	1385	1508
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	9059	8622	8622	8622	8622	折旧摊销	0	0	667	685	711
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14902</b>	<b>14067</b>	<b>13913</b>	<b>13965</b>	<b>14016</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	27	33	14	14	15
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	<b>2029E</b>	营运资本变动	(56)	(186)	628	(135)	(134)
每股收益	0.21	0.20	0.20	0.22	0.24	其它	(1)	(2)	0	0	0
每股红利	0.22	0.00	0.20	0.22	0.24	<b>经营活动现金流</b>	<b>1228</b>	<b>1079</b>	<b>2562</b>	<b>1935</b>	<b>2085</b>
每股净资产	1.46	1.39	1.39	1.39	1.39	资本开支	97	104	(600)	(600)	(600)
ROIC	7%	7%	12%	14%	15%	其它投资现金流	(45)	(251)	0	0	0
ROE	14%	15%	15%	16%	17%	<b>投资活动现金流</b>	<b>53</b>	<b>(147)</b>	<b>(600)</b>	<b>(600)</b>	<b>(600)</b>
毛利率	38%	38%	38%	39%	39%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	3%	3%	6%	6%	7%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	3%	3%	9%	9%	9%	支付股利、利息	(2218)	(2411)	(1267)	(1385)	(1508)
收入增长	-7%	-5%	-4%	3%	3%	其它融资现金流	3787	3376	34	0	0
净利润增长率	-42%	-1%	0%	9%	9%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(650)</b>	<b>(1446)</b>	<b>(1233)</b>	<b>(1385)</b>	<b>(1508)</b>
资产负债率	39%	39%	38%	38%	38%	现金净变动	631	(514)	729	(50)	(23)
息率	13.6%	14.8%	7.8%	8.5%	9.2%	货币资金的期初余额	1956	2587	2074	2802	2752
P/E	11.0	11.1	11.1	10.2	9.4	货币资金的期末余额	2587	2074	2802	2752	2729
P/B	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	企业自由现金流	792	627	1903	1275	1423
EV/EBITDA	24.3	25.7	10.3	9.6	8.9	权益自由现金流	4557	3975	1925	1263	1410

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032