

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 2.63 港元 2.98 +13.2%

2026年5月28日

滔搏国际 (6110 HK)

2026 财年业绩符合预期，高股息提供安全垫；维持中性评级

⊕ **2026 财年业绩符合预期，控费成效明显，现金流充沛支撑高股息率：**公司 2026 财年营业收入为 257.4 亿元（人民币，下同），同比下降 4.7%，符合我们此前预期，其中下半财年收入跌幅收窄至 3.7%。期内毛利率同比下降 0.4 个百分点至 38.0%，受折扣加深和线上占比提升拖累。费用管控成效显著，销售及行政费用率同比下降 0.7 个百分点至 32.4%。最终，归母净利润同比下降 1.5% 至 12.7 亿元，净利率同比改善 0.1 个百分点至 4.9%，大致符合我们的预期。值得注意的是，公司自由现金流充沛，约为公司净利润的 1.9 倍；2026 财年派息率达 137%（对应股息率约 12%），高股息率有望持续、有效保护股价下行风险。考虑到近期消费情绪偏软及品牌方的近期调整，我们下调了 2027-28 年盈利预测并引入 2029 年预测，基于 2027 财年盈利的 13 倍目标市盈率，维持目标价 2.98 港元；公司股息率吸引，维持**中性**评级。

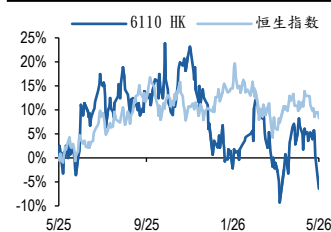
⊕ **主力品牌表现稳健，进一步优化品牌矩阵：**分品牌看，期内主力品牌/其他品牌收入分别同比下降 4.2%/7.4%，其中专业运动品类表现较优。公司正积极优化品牌矩阵，聚焦跑步、户外等高景气细分赛道。户外方面，稳步推进 Norrona 在中国内地市场的发展；跑步方面，积极运营 norda 等品牌的全域布局，ektos 首家跑步生活方式集合店已在上海开店。

⊕ **门店网络持续优化，深化全域零售转型：**截至期末，公司直营门店为 4,360 家，同比净减少门店 660 家，但单店销售面积同比小幅提升 3.9%，体现了公司聚焦店效与坪效的经营思路。全域零售方面，公司持续打造“1 家线下门店+N 个线上场景”的全域运营模式，线上业务的增长部分弥补了线下客流下滑。展望 2027 财年，管理层指引拓店保持审慎，预计关店幅度将进一步收窄，同时将积极尝试多元化的新店面。

个股评级

中性

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	3.48
52周低位 (港元)	2.55
市值 (百万港元)	16,309.21
日均成交量 (百万)	17.01
年初至今变化 (%)	(9.62)
200天平均价 (港元)	2.99

资料来源: FactSet

肖凯希

cathy.xiao@bocomgroup.com
(852) 3766 1856

财务数据一览

年结2月28日	2025	2026	2027E	2028E	2029E
收入 (百万人民币)	27,013	25,740	25,151	25,942	26,138
同比增长 (%)	-6.6	-4.7	-2.3	3.1	0.8
净利润 (百万人民币)	1,283	1,267	1,286	1,424	1,438
每股盈利 (人民币)	0.21	0.20	0.21	0.23	0.23
同比增长 (%)	-42.0	-1.3	1.5	10.7	1.0
前EPS预测值 (人民币)			0.23	0.25	
调整幅度 (%)			-11.0	-7.0	
市盈率 (倍)	11.0	11.1	11.0	9.9	9.8
每股账面净值 (人民币)	1.46	1.39	1.24	1.19	1.11
市账率 (倍)	1.56	1.64	1.84	1.92	2.05
股息率 (%)	12.3	12.3	12.3	13.6	13.7

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

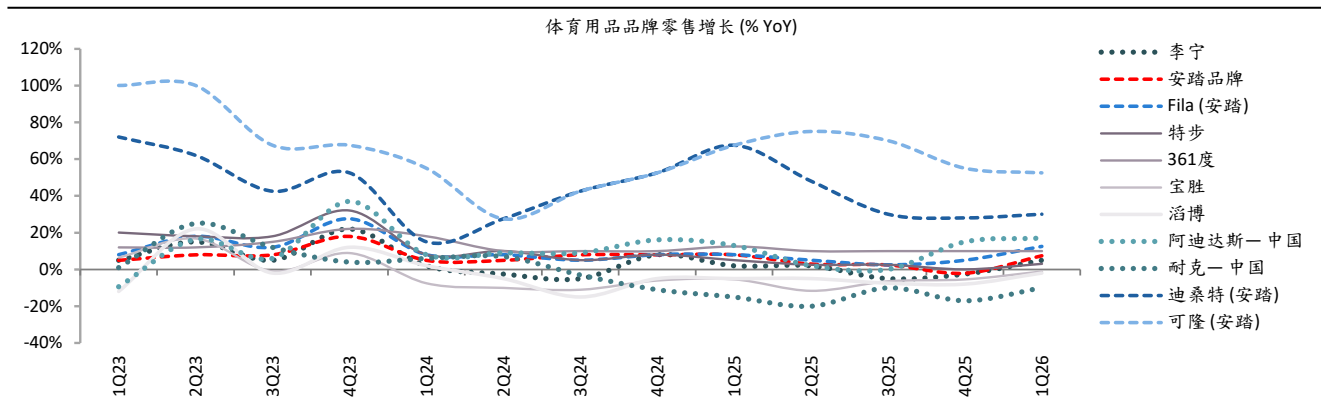
下调盈利预测，维持中性评级：考虑到消费情绪等因素，管理层表示2027财年收入端存在一定压力，公司将延续效率优先的策略，通过折扣管理和全域运营优化效率，争取全年利润额同比稳定，带动净利率同比改善。近期销售趋势来看，管理层表示春节后终端需求有所放缓，且当前618活动整体折扣力度无明显缩窄。有鉴于此，我们下调了2027-28年盈利预测5-11%并引入2029年预测，基于2027财年盈利预测的13倍目标市盈率，维持目标价2.98港元，维持**中性评级**。虽然公司仍面临不确定性，但超过10%的预期股息率将为股价提供充分的下行保护。

图表 1：滔搏：季度销售和运营数据

同比增长	2025 财年				2026 财年			
	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度
季度末月	2024 年 5 月	2024 年 8 月	2024 年 11 月	2025 年 2 月	2025 年 5 月	2025 年 8 月	2025 年 11 月	2026 年 2 月
零售及批发业务收入增长	下跌中单位数	下跌 10-20% 低段	下跌中单位数	下跌中单位数	下跌中单位数	下跌高单位数	下跌高单位数	下跌低单位数
实际公布数据	-7.9%		-6.0%		-5.8%		-3.7%	
直营门店毛销售面积增长	-0.5%	-1.9%	-4.4%	-12.4%	-12.3%	-14.1%	-13.4%	-9.7%
实际公布数据	-1.9%		-12.4%		-14.1%		-9.7%	

资料来源：公司资料，交银国际

图表 2：体育用品品牌季度零售增长



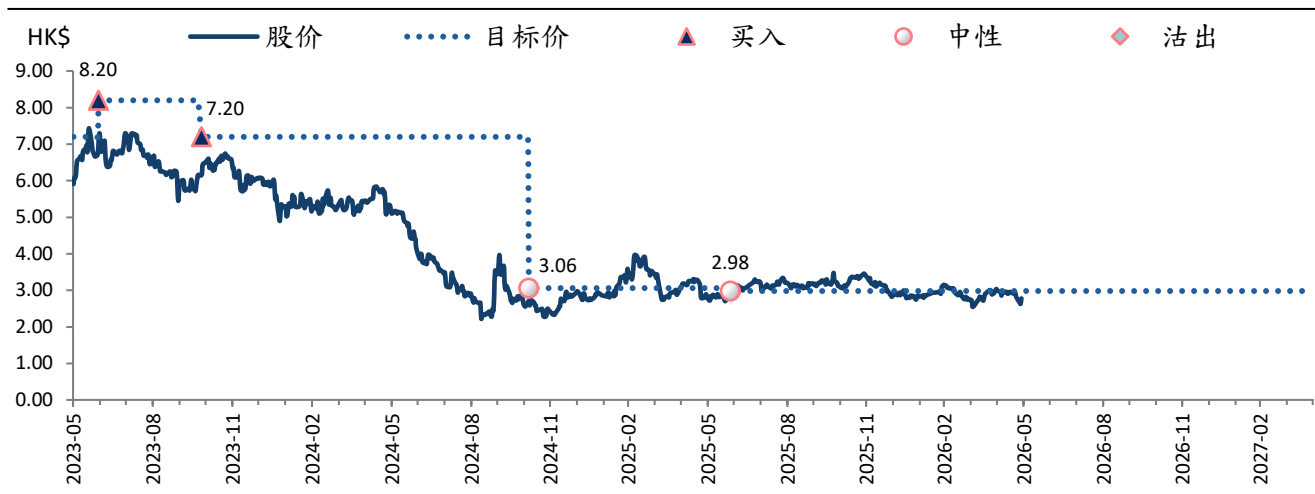
资料来源：各公司资料，交银国际

图表 3：盈利预测变动

百万元人民币	FY27E			FY28E			FY29E
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测
营业收入	25,151	26,720	-5.9%	25,942	27,481	-5.6%	26,138
线下零售	21,604	22,524	-4.1%	22,344	23,204	-3.7%	22,523
批发	3,382	3,999	-15.4%	3,433	4,079	-15.8%	3,450
联管收入	124	146	-14.9%	124	146	-14.9%	124
毛利润	9,661	10,378	-6.9%	10,043	10,728	-6%	10,145
毛利率	38.4%	38.8%	-0.4ppt	38.7%	39.0%	-0.3ppt	38.8%
经营利润	1,741	1,773	-1.8%	1,896	1,861	2%	1,917
经营利润率	6.9%	6.6%	0.3ppt	7.3%	6.8%	0.5ppt	7.3%
归母净利润	1,285	1,445	-11.1%	1,448	1,531	-5%	1,462
净利润率	5.1%	5.4%	-0.3ppt	5.6%	5.6%	0.0ppt	5.6%

资料来源：交银国际预测

图表 4：滔搏国际 (6110 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 5：交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
9992 HK	泡泡玛特	买入	154.20	218.90	42.0%	2026年05月13日	潮流玩具
1876 HK	百威亚太	买入	7.13	8.90	24.8%	2026年02月13日	啤酒
291 HK	华润啤酒	买入	24.02	35.90	49.5%	2025年08月20日	啤酒
3288 HK	海天味业	买入	31.00	41.30	33.2%	2026年03月30日	调味品
600887 CH	伊利股份	买入	26.62	34.50	29.6%	2025年09月01日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	16.45	21.51	30.8%	2025年08月29日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	6.88	12.30	78.8%	2023年09月05日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	3.10	4.00	29.0%	2024年09月02日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	17.92	13.40	-25.2%	2024年08月27日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	12.00	10.40	-13.3%	2023年08月24日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	45.70	74.10	62.1%	2026年03月31日	纺织服装
6690 HK	海尔智家	买入	19.66	30.10	53.1%	2026年03月30日	家电
000333 CH	美的集团	买入	80.03	96.20	20.2%	2025年09月01日	家电
000651 CH	格力电器	买入	38.61	52.96	37.2%	2024年04月30日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	24.66	22.64	-8.2%	2025年03月26日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	1.53	1.90	24.2%	2026年03月31日	餐厅
1768 HK	鸣鸣很忙	买入	356.80	542.00	51.9%	2026年05月13日	零售
9896 HK	名创优品	买入	24.36	45.50	86.8%	2026年04月01日	零售
2331 HK	李宁	买入	17.81	23.80	33.6%	2026年03月20日	运动品牌
2020 HK	安踏	买入	75.45	108.70	44.1%	2026年01月21日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	中性	0.40	0.49	22.5%	2026年03月13日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	2.63	2.98	13.2%	2025年06月26日	体育用品经销商

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至2026年5月27日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结2月28日	2025	2026	2027E	2028E	2029E
收入	27,013	25,740	25,151	25,942	26,138
主营业务成本	(16,630)	(15,955)	(15,490)	(15,899)	(15,993)
毛利	10,383	9,785	9,661	10,043	10,145
销售及管理费用	(8,941)	(8,340)	(7,998)	(8,224)	(8,305)
其他经营净收入/费用	150	77	77	77	77
经营利润	1,593	1,522	1,741	1,896	1,917
财务成本净额	(33)	(15)	(135)	(118)	(122)
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	1,560	1,507	1,606	1,778	1,796
税费	(275)	(242)	(321)	(356)	(359)
非控股权益	(1)	2	2	2	2
净利润	1,283	1,267	1,286	1,424	1,438
作每股收益计算的净利润	1,283	1,267	1,286	1,424	1,438

资产负债表 (百万元人民币)					
截至2月28日	2025	2026	2027E	2028E	2029E
现金及现金等价物	2,587	2,074	2,002	1,679	1,291
有价证券	997	1,067	1,067	1,067	1,067
应收账款及票据	752	1,339	700	722	728
存货	6,004	5,486	5,592	5,740	5,774
开发中物业及土地预付款	646	776	602	621	625
其他流动资产	0	0	0	0	0
总流动资产	10,986	10,741	9,963	9,829	9,485
投资物业	0	0	0	0	0
物业、厂房及设备	541	438	197	96	8
无形资产	1,046	1,031	1,031	1,031	1,031
其他长期资产	2,329	1,857	1,184	1,076	1,035
总长期资产	3,916	3,326	2,411	2,202	2,073
总资产	14,903	14,067	12,374	12,031	11,559
短期贷款	2,130	1,966	1,966	1,966	1,966
应付账款	343	403	405	459	506
其他短期负债	2,023	2,046	1,900	1,923	1,928
总流动负债	4,496	4,415	4,271	4,348	4,400
其他长期负债	1,347	1,030	421	313	272
总长期负债	1,347	1,030	421	313	272
总负债	5,844	5,445	4,692	4,661	4,672
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	9,059	8,622	7,682	7,370	6,887
股东权益	9,059	8,622	7,682	7,370	6,887
总权益	9,059	8,622	7,682	7,370	6,887

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结2月28日	2025	2026	2027E	2028E	2029E
税前利润	1,560	1,507	1,606	1,778	1,796
折旧及摊销	471	404	357	336	305
营运资本变动	846	108	452	(111)	8
利息调整	33	15	135	118	122
税费	(344)	(304)	(321)	(356)	(359)
其他经营活动现金流	1,190	999	664	487	421
经营活动现金流	3,755	2,728	2,893	2,252	2,291
资本开支	(373)	(284)	(214)	(235)	(217)
投资活动	0	(0)	0	0	0
其他投资活动现金流	75	69	73	60	50
投资活动现金流	(298)	(215)	(142)	(175)	(167)
负债净变动	1,410	(164)	0	0	0
股息	(2,109)	(1,674)	(1,736)	(1,734)	(1,920)
其他融资活动现金流	(2,128)	(1,189)	(1,087)	(666)	(592)
融资活动现金流	(2,826)	(3,027)	(2,823)	(2,400)	(2,512)
年初现金	1,956	2,587	2,074	2,002	1,679
年末现金	2,587	2,074	2,002	1,679	1,291

财务比率					
年结2月28日	2025	2026	2027E	2028E	2029E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.207	0.204	0.207	0.230	0.232
全面摊薄每股收益	0.207	0.204	0.207	0.230	0.232
每股股息	0.280	0.280	0.280	0.310	0.313
每股账面值	1.461	1.390	1.239	1.189	1.111
利润率分析(%)					
毛利率	38.4	38.0	38.4	38.7	38.8
EBIT利润率	5.9	5.9	6.9	7.3	7.3
净利率	4.8	4.9	5.1	5.5	5.5
盈利能力(%)					
ROA	8.7	8.7	9.7	11.7	12.2
ROE	13.6	14.3	15.8	18.9	20.2
ROIC	12.5	13.4	15.5	19.9	20.4
其他					
流动比率	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2
存货周转天数	131.8	125.5	131.8	131.8	131.8
应收账款周转天数	10.2	19.0	10.2	10.2	10.2
应付账款周转天数	7.5	9.2	9.5	10.5	11.5
派息比率(%)	135.3	137.1	134.8	134.8	134.8

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告期内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告期内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告期内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、滴普科技股份有限公司、Mixres Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海攀达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司、南京埃斯顿自动化股份有限公司、上海易景信息科技股份有限公司、广东云徙智能科技股份有限公司、驭势科技（北京）股份有限公司及北京深演智能科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司及光大证券股份有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必要的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。