

滔搏 (06110.HK)

强烈推荐 (维持)

FY26 业绩符合预期, 维持高派息比率

公司 FY26 营收、归母净利润分别为 257.40 亿元、12.67 亿元, 分别同比-4.7%、-1.5%。公司认为 FY27 收入端仍然面临一定压力, 净关店数量将进一步收窄, 净利润额争取做到稳定。预计 FY27-FY29 公司净利润为 12.75 亿元、13.81 亿元、15.18 亿元, 当前市值对应 FY27PE13X、FY28PE12X, 维持强烈推荐评级。

□ FY26 收入利润承压, 利润表现好于收入, 维持高派息比率。

1) **FY26:** 受宏观消费疲软对行业零售环境的拖累, 以及线下客流下滑的影响, 公司 FY2026 收入 257.40 亿元 (同比-4.7%), 线上同比增长部分缓和了线下客流压力。经营利润 15.22 亿元 (同比-4.5%), 归母净利润 12.67 亿元 (同比-1.5%)。全财年拟累计派息共计 0.28 元/股, 对应派息率 137.1%。

2) **FY26Q4 运营表现:** 公司零售及批发业务总销售金额同比低单位数下滑, 季末直营门店毛销售面积环比-4.2%、同比-9.7%。

□ 主力品牌和其他品牌收入均有所承压, 门店数量净减少但单店面积提升。

1) **分品牌:** 两大主力品牌收入 223.30 亿元 (同比-4.2%, 占比 86.7%), 其他品牌收入 32.45 亿元 (同比-7.4%, 占比 12.6%)。

2) **分渠道:** 零售业务收入 224.14 亿元 (同比-2.7%, 占比 87.0%), 批发业务收入 31.61 亿元 (同比-16.6%, 占比 12.3%), 联营费用收入 1.24 亿元 (同比-14.9%, 占比 0.5%), 电竞收入 0.41 亿元 (同比-21.0%, 占比 0.2%)。

3) **门店数:** 截至 2026 年 2 月 28 日, 公司共有门店 4360 家, 较上年末净减少 660 家, 主要系关店数量较上年有所下降; 单店销售面积同比+3.9%。

□ 线上占比提升致毛利率有所下滑, 门店优化费用率改善。

1) **毛利率:** FY26 公司毛利率同比-0.4pct 至 38.0%, 主要系毛利率更低的线上渠道销售占比提升。

2) **费用率:** FY26 销售及分销及一般行政开支同比-0.7pct 至 32.4%, 受益于全域化零售布局的持续拓宽与精益, 包括线下门店网络持续优化、多样化的线上布局加深且整体费用结构更优。

3) **净利率:** FY26 公司净利率为 4.9% (同比+0.1pct)。

□ **现金流受春节错期商场回款节奏影响有所下滑, 存货金额下降、周转效率提升。** FY26 经营活动现金流净额为 27.28 亿元 (-27.3%), 主要系春节错期、商场回款节奏影响, 扣除该因素后经营活动现金流同比提升。FY26 应收账款周转天数同比+1 天至 15 天。截至 2026 年 2 月 28 日, 存货金额同比-8.6% 至 54.86 亿元, 全年存货周转天数同比-4 天至 131 天。

□ **盈利预测及投资建议:** 公司依托线下门店开展全域运营提质增效, 通过“1 线下门店+N 线上多场景布局”的镜像运营模式, 缓和了线下客流带来的压力。根据指引, 公司 FY27 收入端仍然面临一定压力, 净关店数量将进一步收窄, 净利润额争取做到稳定。考虑到终端市场的疲软以及主要品牌的经营调整,

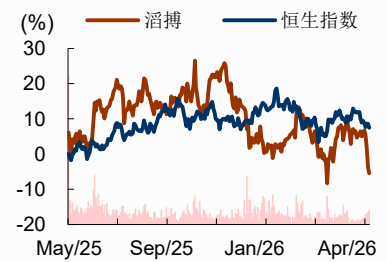
消费品/轻工纺服
目标估值: NA
当前股价: 2.63 港元

基础数据

总股本 (百万股)	6201
香港股 (百万股)	6201
总市值 (十亿港元)	16.3
香港股市值 (十亿港元)	16.3
每股净资产 (港元)	1.4
ROE (TTM)	14.7
资产负债率	38.7%
主要股东	Hillhouse HHBH Holdings Limited
主要股东持股比例	34.89%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	-18	5
相对表现	-7	-16	-3



相关报告

- 《滔搏 (06110) 一线上发展缓解线下压力, 控店控费将提升全年利润率》2025-06-26
- 《滔搏 (06110) —FY25 业绩承压, 现金流与库存改善, 分红比例提升》2025-05-28
- 《滔搏 (06110) —运营能力逆势提升, 两大龙头品牌复苏有望驱动增长》2024-05-29

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

唐圣扬 S1090523120001

tangshengyang@cmschina.com.cn

n

我们预计 FY2027-FY2029 公司收入规模 252.59 亿元、265.51 亿元、281.20 亿元，同比增速为-2%、5%、6%；净利润为 12.75 亿元、13.81 亿元、15.18 亿元，同比增速为 1%、8%、10%，当前市值对应 FY27PE13X、FY28PE12X，维持强烈推荐评级。

- 风险提示：线下客流及终端零售不及预期的风险；合作品牌内部经营战略调整影响公司销售的风险；零售门店店效或盈利不及预期的风险。

财务数据与估值

会计年度	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
营业总收入(百万元)	27013	25740	25259	26551	28120
同比增长	-7%	-5%	-2%	5%	6%
营业利润(百万元)	1444	1444	1566	1721	1913
同比增长	-45%	0%	8%	10%	11%
归母净利润(百万元)	1286	1267	1275	1381	1518
同比增长	-42%	-1%	1%	8%	10%
每股收益(元)	0.21	0.20	0.21	0.22	0.24
PE	12.7	12.9	12.8	11.8	10.7
PB	1.8	1.9	2.0	2.1	2.1

资料来源：公司数据、招商证券（货币单位：人民币）

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2025	2026	2027E	2028E	2029E
流动资产	10986	10741	10567	11386	11706
现金及现金等价物	2587	2074	2069	2483	2313
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票据	752	1339	1314	1381	1463
其它应收款	646	776	762	800	848
存货	6004	5486	5376	5621	5917
其他流动资产	997	1067	1047	1101	1166
非流动资产	3916	3326	3331	3323	3335
长期投资	46	46	46	46	46
固定资产	541	438	443	435	447
无形资产	2864	2444	2444	2444	2444
其他	465	397	397	397	397
资产总计	14903	14067	13898	14709	15041
流动负债	4496	4415	4707	5795	6128
应付账款	343	403	395	413	435
应交税金	268	210	210	210	210
短期借款	2130	1966	2303	3291	3503
其他	1755	1836	1799	1881	1980
长期负债	1347	1030	1030	1030	1030
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1347	1030	1030	1030	1030
负债合计	5844	5445	5737	6825	7158
股本	0	0	0	0	0
储备	9059	8622	8161	7884	7883
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	9059	8622	8161	7884	7883
负债及权益合计	14903	14067	13898	14709	15041

现金流量表

单位：百万元	2025	2026	2027E	2028E	2029E
经营活动现金流	3755	2728	2563	2278	2353
净利润	1286	1267	1275	1381	1518
折旧与摊销	1460	Na	1095	1108	1088
营运资本变动	846	Na	125	(305)	(369)
其他非现金调整	163	1462	69	94	117
投资活动现金流	(298)	(515)	(1083)	(1082)	(1081)
资本性支出	(373)	(284)	(1100)	(1100)	(1100)
出售资产获得的现金	1	0	0	0	0
投资增减	0	300	0	0	0
其它	75	69	17	18	19
筹资活动现金流	(2826)	(3027)	(1485)	(782)	(1443)
债务增减	445	2373	337	988	212
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	2109	1674	1736	1658	1519
其它筹资	(1163)	(3726)	(85)	(112)	(136)
其它调整	(4217)	(3349)	(3473)	(3316)	(3038)
现金净增加额	631	(814)	(4)	414	(170)

利润表

单位：百万元	2025	2026	2027E	2028E	2029E
总营业收入	27013	25740	25259	26551	28120
主营业务收入	27013	25740	25259	26551	28120
营业成本	16630	15955	15636	16347	17209
毛利	10383	9785	9624	10204	10911
营业支出	8939	8340	8058	8483	8999
营业利润	1444	1444	1566	1721	1913
利息支出	118	94	85	112	136
利息收入	85	80	17	18	19
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	150	0	0	0	0
非经常项目损益	(2)	78	78	78	78
除税前利润	1560	1507	1575	1705	1874
所得税	275	242	299	324	356
少数股东损益	(1)	(2)	0	0	0
归属普通股股东净利润	1286	1267	1275	1381	1518
EPS(元)	0.21	0.20	0.21	0.22	0.24

主要财务比率

	2025	2026	2027E	2028E	2029E
年成长率					
营业收入	-7%	-5%	-2%	5%	6%
营业利润	-45%	0%	8%	10%	11%
净利润	-42%	-1%	1%	8%	10%
获利能力					
毛利率	38.4%	38.0%	38.1%	38.4%	38.8%
净利率	4.8%	4.9%	5.0%	5.2%	5.4%
ROE	14.2%	14.7%	15.6%	17.5%	19.3%
ROIC	12.4%	12.1%	12.2%	12.6%	13.7%
偿债能力					
资产负债率	39.2%	38.7%	41.3%	46.4%	47.6%
净负债比率	14.3%	14.0%	16.6%	22.4%	23.3%
流动比率	2.4	2.4	2.2	2.0	1.9
速动比率	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
营运能力					
资产周转率	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9
存货周转率	2.7	2.8	2.9	3.0	3.0
应收账款周转率	15.0	14.7	12.1	12.5	12.5
应付账款周转率	45.5	42.8	39.2	40.5	40.6
每股资料(元)					
每股收益	0.21	0.20	0.21	0.22	0.24
每股经营现金	0.61	0.44	0.41	0.37	0.38
每股净资产	1.46	1.39	1.32	1.27	1.27
每股股利	0.28	0.28	0.27	0.24	0.24
估值比率					
PE	12.7	12.9	12.8	11.8	10.7
PB	1.8	1.9	2.0	2.1	2.1
EV/EBITDA	5.9	12.1	6.9	6.5	6.1

资料来源：公司数据、招商证券（货币单位：人民币）（注：FY26 现金流量表披露不全）

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。