



## 滔搏 (6110.HK)：高股息以及较强的业绩确定性为股价提供强有力的支撑

浦银国际观点：考虑到中国运动服饰行业依然较为激烈的竞争环境以及 Nike 短期战略调整可能带来的负面影响，管理层保守预计 FY27 净利润同比持平，净利率同比提升，这意味着收入同比小幅下降。我们认为，Nike 中国区积极的战略调整有助于 Nike 中长期零售折扣改善和品牌力提升，从而驱动滔搏整体收入在 FY28 重回正增长。滔搏 FY26 的业绩证明了公司在面临复杂的行业环境时，依然能够通过全域化运营来提质增效，从而维持净利润和经营现金流的稳定，进而维持其在消费行业顶尖的股息率。这也将为滔搏的股价提供强有力支撑。

- 全域化运营是滔搏维持业绩稳定的关键：**在净关 660 家门店（占总店数 13.1%）的情况下，滔搏 FY26 的零售收入同比仅下降 2.7%，暗示 FY26 的平均店效同比增长 15% 左右。管理层表示 FY26 直营线上零售收入同比增长双位数，意味着纯线下的零售收入同比下降也接近双位数。由此可见，滔搏平均单店店效的大幅提升主要归功于公司在 FY26 进一步深化了全域化运营的能力，通过私域引流及基于场景特色的精细化运营，有效弥补了线下客流不足对零售收入的影响。另外，平均单店店效增长所带来的经营杠杆效应以及线上收入占比的提升将同时驱动门店整体经营利润率的提升。
- FY27 毛利率有不确定性，但降本增效仍有空间：**管理层表示 FY27 至今的零售折扣同比加深，且加深幅度与 2HFY26 一致，但低于 1HFY26。考虑到行业竞争依然激烈且行业库存水平依然较高，我们预测公司 FY27 的零售折扣以及毛利率可能继续承压。然而，我们认为公司 FY27 依然有降本增效的空间。管理层预计公司 FY27 将继续关闭低效店，但净关店数将少于 FY26。这有望帮助公司进一步降低 FY27 的租金费用率（包括经营租赁租金和使用权资产折旧）。另外，公司数智化和 AI 能力的构建有望在门店以及中后台提升运营效率，从而帮助费率的下降。
- Nike 在中长期依然扮演滔搏业绩改善的催化剂：**Nike 近期较为激进的运营战略调整（包括减少发货、减小折扣力度、聚焦新品售罄率等）短期可能对 Nike 的终端需求带来负面影响。然而，我们认为 Nike 新战略的持续推进有望在 FY27 下半年带动滔搏整体零售折扣趋势的边际改善以及新品占比的提升。长期来看，Nike 中国区价盘的恢复以及其本土化战略的落地有望在 FY28 助力 Nike 在大中华区品牌力的提升，从而带动滔搏收入趋势的改善。
- 高股息属性持续深化，维持滔搏“买入”评级：**当市场质疑滔搏是否能维持 FY25 135% 的派息比例的时候，公司在 FY26 再次通过派发特别股息将派息比例提升至 137%。这不仅使滔搏 FY26 的股息率提升至 11% 以上，也进一步巩固了滔搏在投资者心中高股息的属性。面临疲弱的行业需求以及激烈的行业竞争，滔搏在 FY26 基本完成了公司年初给出的业绩指引，这在很大程度上提升了滔搏 FY27 业绩的确定性。我们维持公司“买入”评级，调整目标价至 3.44 港元（15x CY26E P/E）。
- 投资风险：**（1）整体行业需求放缓；（2）高端运动服饰市场竞争加剧；（3）公司运营效率改革效果低于预期。

林闻嘉

 首席消费分析师  
 richard\_lin@spdbi.com  
 (852) 2808 6433

何丽敏

 消费分析师  
 limin\_he@spdbi.com  
 (852) 2808 6438

2026 年 5 月 28 日

### 评级


**买入**

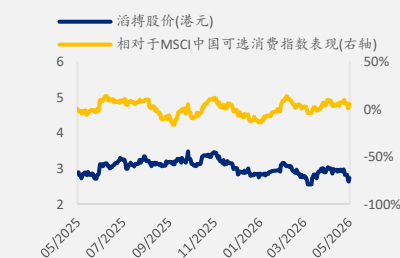
目标价 (港元)	3.44
潜在升幅/降幅	+23.7%
股息率	11.4%
预期总回报	35.1%
目前股价 (港元)	2.78
52 周内股价区间 (港元)	2.47-3.50
总市值 (百万港元)	17,239
近 3 月日均成交额 (百万港元)	31.7

注：截至 2026 年 5 月 28 日收盘价

### 市场预期区间



### 股价表现



\*数据截至 2026 年 5 月 28 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际



图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	FY2025A	FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E
营业收入	<b>27,013</b>	<b>25,740</b>	<b>25,016</b>	<b>25,192</b>	<b>26,222</b>
同比变动 (%)	-6.6%	-4.7%	-2.8%	0.7%	4.1%
归母净利润	1,286	1,267	1,255	1,306	1,438
同比变动 (%)	-41.9%	-1.5%	-1.0%	4.1%	10.1%
PE (x)	11.8	12.0	12.1	11.6	10.6
ROE (%)	13.6%	14.3%	15.0%	16.5%	19.1%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

## 财务报表分析与预测 - 滔搏

### 利润表

(百万人民币)	FY2025A	FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E
<b>营业收入</b>	<b>27,013</b>	<b>25,740</b>	<b>25,016</b>	<b>25,192</b>	<b>26,222</b>
同比	-6.6%	-4.7%	-2.8%	0.7%	4.1%
销售成本	-16,630	-15,955	-15,553	-15,647	-16,271
<b>毛利</b>	<b>10,383</b>	<b>9,785</b>	<b>9,463</b>	<b>9,545</b>	<b>9,951</b>
毛利率	38.4%	38.0%	37.8%	37.9%	38.0%
销售、一般及行政开支	-8,939	-8,340	-8,008	-8,011	-8,248
其他经营收入及收益(损失)	149	78	80	80	80
<b>经营溢利</b>	<b>1,593</b>	<b>1,522</b>	<b>1,535</b>	<b>1,614</b>	<b>1,783</b>
经营利润率	5.9%	5.9%	6.1%	6.4%	6.8%
融资成本	-118	-94	-83	-81	-82
财务收入	85	80	69	60	52
<b>税前溢利</b>	<b>1,560</b>	<b>1,507</b>	<b>1,521</b>	<b>1,593</b>	<b>1,753</b>
所得税开支	-275	-242	-266	-287	-316
所得税率	17.6%	16.1%	17.5%	18.0%	18.0%
少数股东权益	-1	-2	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>1,286</b>	<b>1,267</b>	<b>1,255</b>	<b>1,306</b>	<b>1,438</b>
归母净利率	4.8%	4.9%	5.0%	5.2%	5.5%
同比	-41.9%	-1.5%	-1.0%	4.1%	10.1%

### 资产负债表

(百万人民币)	FY2025A	FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E
<b>存货</b>	<b>6,004</b>	<b>5,486</b>	<b>5,454</b>	<b>5,444</b>	<b>5,483</b>
应收账款	752	1,339	960	966	934
按金、预付款项及其他应收款项	646	776	800	800	800
抵押定期存款	997	1,067	1,067	1,067	1,067
银行结余及现金	2,587	2,074	1,975	1,636	1,422
<b>流动资产</b>	<b>10,986</b>	<b>10,741</b>	<b>10,256</b>	<b>9,914</b>	<b>9,706</b>
物业、厂房及设备	541	438	456	468	497
使用权资产	1,819	1,414	1,222	1,178	1,146
无形资产	1,046	1,031	1,010	992	974
长期按金、预付款项及其他应收款项	207	152	150	150	150
递延所得税资产	257	246	250	250	250
<b>非流动资产</b>	<b>3,916</b>	<b>3,326</b>	<b>3,134</b>	<b>3,084</b>	<b>3,064</b>
应付贸易账款	343	403	384	407	446
其他应付款项、应计费用及其他应付款项	941	1,132	1,100	1,100	1,100
应付股息	0	0	0	0	0
短期借款	2,130	1,966	1,966	1,966	1,966
租赁负债	814	704	700	700	700
即期所得税负债	268	210	210	210	210
<b>流动负债</b>	<b>4,496</b>	<b>4,415</b>	<b>4,360</b>	<b>4,383</b>	<b>4,422</b>
递延所得税负债	226	211	210	210	210
租赁负债	1,121	819	676	717	737
<b>非流动负债</b>	<b>1,347</b>	<b>1,030</b>	<b>886</b>	<b>927</b>	<b>947</b>
股本及其他储备	1,887	1,879	1,879	1,879	1,879
保留溢利	7,172	6,743	6,266	5,809	5,521
<b>权益</b>	<b>9,059</b>	<b>8,622</b>	<b>8,145</b>	<b>7,688</b>	<b>7,401</b>

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

### 现金流量表

(百万人民币)	FY2025A	FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E
除所得税前溢利	1,560	1,507	1,521	1,593	1,753
固定资产折旧	450	366	334	303	286
使用权资产折旧	990	912	790	744	732
无形资产摊销	21	18	18	18	18
其他	233	145	14	21	30
营运资金变动前经营现金流	3,253	2,948	2,676	2,679	2,818
预付款项及其他资产增加	7	67	-3	0	0
存货增加	233	518	32	10	-39
应收贸易款项减少	576	-587	379	-7	32
其他应收款、按金及预付款减少	227	-130	-24	0	0
应付贸易款项增加	-44	60	-19	24	39
其他应付款、应计费用及其他负债增加	-154	117	-33	0	0
支付所得税	-344	-304	-266	-287	-316
<b>经营活动所得(所用)现金净额</b>	<b>3,755</b>	<b>2,728</b>	<b>2,742</b>	<b>2,419</b>	<b>2,535</b>
购买物业、厂房及设备和无形资产支付款项	-373	-284	-323	-323	-323
出售物业、厂房及设备所得款项	1	0	8	8	8
以跨境资金池安排下提取/(存入)的定期抵押存款	0	0	0	0	0
已收利息	75	69	69	60	52
其他	0	-300	0	0	0
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>-298</b>	<b>-515</b>	<b>-246</b>	<b>-255</b>	<b>-263</b>
偿还银行借款	-2,670	-2,870	0	0	0
银行借款所得款项	4,080	2,706	0	0	0
支付租赁负债(含利息)	-1,241	-1,090	-809	-743	-765
已付银行借款之利息	-16	-28	4	3	4
已付股息	-2,109	-1,674	-1,731	-1,763	-1,725
其他	-871	-70	0	0	0
<b>融资活动(所用)所得现金净额</b>	<b>-2,826</b>	<b>-3,027</b>	<b>-2,537</b>	<b>-2,503</b>	<b>-2,486</b>
现金及现金等价物变动	631	-814	-41	-339	-214
于年初的现金及现金等价物	1,956	2,587	1,773	1,975	1,636
现金及现金等价物汇兑差额	0	0	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	2,587	1,773	1,975	1,636	1,422

### 财务和估值比率

	FY2025A	FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E
<b>每股数据(人民币)</b>					
摊薄每股收益	0.21	0.20	0.20	0.21	0.23
每股销售额	4.36	4.15	4.03	4.06	4.23
每股股息	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28
<b>同比变动</b>					
收入	-6.6%	-4.7%	-2.8%	0.7%	4.1%
经营溢利	-42.8%	-4.5%	0.8%	5.2%	10.5%
归母净利润	-41.9%	-1.5%	-1.0%	4.1%	10.1%
摊薄每股收益	-41.9%	-1.5%	-1.0%	4.1%	10.1%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	38.4%	38.0%	37.8%	37.9%	38.0%
经营利润率	5.9%	5.9%	6.1%	6.4%	6.8%
归母净利率	4.8%	4.9%	5.0%	5.2%	5.5%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	13.6%	14.3%	15.0%	16.5%	19.1%
平均资产回报率	8.7%	8.7%	9.1%	9.9%	11.2%
<b>资产效率</b>					
库存周转天数	135	131	128	127	123
应收账款周转天数	14	15	14	14	13
应付账款周转天数	8	9	9	10	10
<b>财务杠杆</b>					
流动比率(x)	2.4	2.4	2.4	2.3	2.2
速动比率(x)	1.1	1.2	1.1	1.0	1.0
现金比率(x)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3
负债/权益(%)	23.5%	22.8%	24.1%	25.6%	26.6%
<b>估值</b>					
市盈率(x)	11.8	12.0	12.1	11.6	10.6
市销率(x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
股息率	11.4%	11.4%	11.4%	11.6%	11.3%

图表 2: 滔搏 FY26 经营情况回顾

百万人民币	1HFY25	1HFY26	YoY	2HFY25	2HFY26	YoY	FY25	FY26	YoY
营业收入	13,055	12,299	-5.8%	13,958	13,441	-3.7%	27,013	25,740	-4.7%
-主要品牌	11,351	10,812	-4.8%	11,959	11,518	-3.7%	23,311	22,330	-4.2%
-其他品牌	1,609	1,412	-12.2%	1,896	1,833	-3.3%	3,505	3,245	-7.4%
-零售	10,925	10,601	-3.0%	12,103	11,814	-2.4%	23,027	22,414	-2.7%
-批发	2,035	1,623	-20.3%	1,753	1,538	-12.3%	3,788	3,161	-16.6%
营业成本	-7,692	-7,261	-5.6%	-8,937	-8,694	-2.7%	-16,630	-15,955	-4.1%
毛利润	5,362	5,037	-6.1%	5,021	4,747	-5.5%	10,383	9,785	-5.8%
毛利率	41.1%	41.0%	-0.1	36.0%	35.3%	-0.7	38.4%	38.0%	-0.4
销售与管理费用	-4,317	-4,081	-5.5%	-4,622	-4,260	-7.9%	-8,939	-8,340	-6.7%
销售与管理费用率	33.1%	33.2%	0.1	33.1%	31.7%	-1.4	33.1%	32.4%	-0.7
核心经营利润	1,046	957	-8.5%	399	488	22.4%	1,444	1,444	0.0%
核心经营利润率	8.0%	7.8%	-0.2	2.9%	3.6%	0.8	5.3%	5.6%	0.3
其他收入	77	39	-49.5%	73	38	-47.7%	150	77	-48.6%
拨回应收贸易账款减值	-1.8	-1.7	-5.6%	0.2	2.1	950.0%	-1.6	0.4	-125.0%
经营利润	1,121	994	-11.3%	472	528	11.9%	1,593	1,522	-4.5%
经营利润率	8.6%	8.1%	-0.5	3.4%	3.9%	0.5	5.9%	5.9%	0.0
财务支出	-12.5	-8.8	-29.6%	-20.6	-5.8	-71.8%	-33.1	-14.6	-55.9%
税前盈利	1,108	985	-11.1%	451	522	15.7%	1,560	1,507	-3.4%
所得税	-235	-197	-16.0%	-40	-45	12.2%	-275	-242	-11.9%
税率	21.2%	20.0%	-1.2	8.9%	8.7%	-0.3	17.6%	16.1%	-1.6
净利润	874	788	-9.8%	411	477	16.1%	1,285	1,265	-1.5%
净利润率	6.7%	6.4%	-0.3	2.9%	3.5%	0.6	4.8%	4.9%	0.2
少数股东权益	0	-1		-1	-1	-46.2%	-1	-2	38.5%
归母净利润	874	789	-9.7%	412	478	15.9%	1,286	1,267	-1.5%
归母净利率	6.7%	6.4%	-0.3	3.0%	3.6%	0.6	4.8%	4.9%	0.2

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 2: SPDBI 财务预测变动: 滔搏 (6110.HK)

(百万人民币)	FY2027E	FY2028E	FY2029E
营业收入			
旧预测	25,115	26,279	/
新预测	25,016	25,192	26,222
变动	-0.4%	-4.1%	
归母净利润			
旧预测	1,395	1,648	/
新预测	1,255	1,306	1,438
变动	-10.1%	-20.8%	

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 滔搏 (6110.HK)

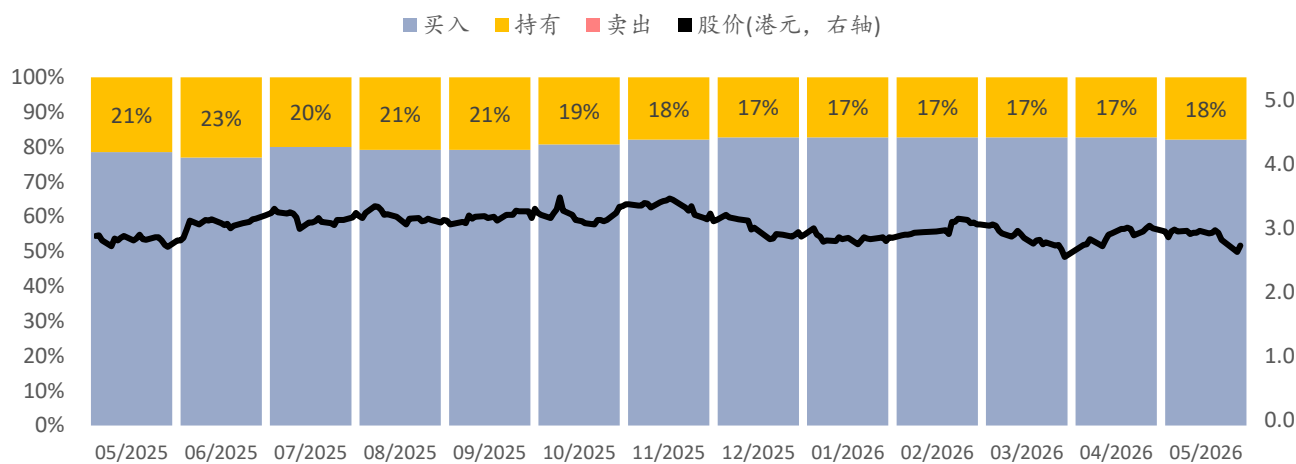


注: 截至 2026 年 5 月 28 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

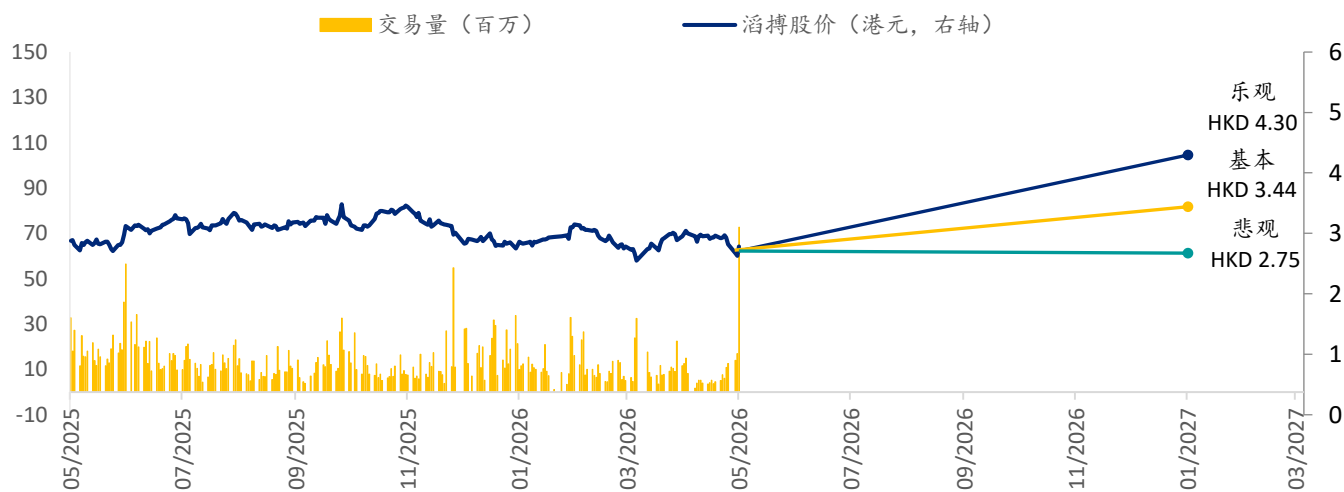
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 滔搏 (6110.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 滔搏 (6110.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期

目标价: 4.30 港元

概率: 20%

- FY27 毛利率同比持平;
- FY27 零售折扣稳定;
- FY27 费用率显著改善。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 2.75 港元

概率: 25%

- FY27 毛利率同比下滑 50bps;
- FY27 零售折扣持续加深;
- FY27 费用率同比持平。

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

## 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），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦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，委任其认为必须的法律、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。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义：

- “买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

- “超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com  
852-2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 张帆

vane\_zhang@spdbi.com  
(852) 2808 6467

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站：[www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

