

2026年6月1日

滔搏(6110.HK)

SDIOSI

公司动态分析

证券研究报告

运动零售

持续深化品牌合作，高股息提升回报率

事件：滔搏公布FY2602全年经营表现，收入同比下滑4.7%至257.4亿元，归母净利润同比下滑1.5%至12.7亿元，基本符合预期。此外，公司宣派末期股息0.03元/股及特别股息0.12元/股，全年派息率137.1%。综合考虑，我们预测FY27/28/29年EPS为0.20/0.21/0.22元，目标价3.4港元，维持“买入”评级。

报告摘要

线下消费疲软导致收入下滑，线上录得正增长。FY2602集团收入同比下滑4.7%至257.4亿元（人民币，下同），主要是由于消费环境疲软、线下客流减少，但线上业务录得正增长；归母净利润同比下滑1.5%至12.7亿元，利润下滑小于收入，主要得益于公司全域零售布局带来的费用结构优化与审慎的费用管控。尽管线上录得正增长，但线上折扣加深，以及线上销售占比提升对毛利率造成较大压力，使得公司毛利率同比下滑0.4pp至38.0%。分品牌看，主力品牌（Nike、Adidas）收入同比下滑4.2%至223.3亿元，其他品牌收入同比下滑7.4%至32.5亿元。同时，公司宣派末期股息人民币0.03元/股及特别股息0.12元/股，全年派息率137.1%，体现公司对于股东回报的重视。

门店结构持续优化，重视户外及跑步赛道布局。门店方面，直营门店数量同比减少660家至4,360家，关店数量相比上一年有所减少，总销售面积同比减少9.7%，单店销售面积同比提升3.9%，关店减亏效果及新店表现均优于去年同期，门店优化策略成效显著。此外，公司作为Norrone、norda、Soar、Ciele等品牌在中国市场的独家运营合作伙伴，并在上海落地首家跑步生活方式集合店ektos，全面负责品牌本土化战略，持续深化户外及跑步赛道布局。

全域零售与数智化赋能取得成效。集团持续深化内容电商、私域运营、即时零售等线上布局，即时零售入驻门店约3,800家，有效缓和线下客流压力。自主研发的终端数智工具“全景罗盘”与AI能力全面赋能一线经营，期内员工费用率同比下降0.2pp，存货周转天数同比减少3.5天至近四个财年最低。此外，累计用户数达9,290万，会员贡献线下及微信小程序销售占比超91%，高价值会员粘性稳固，为长期发展奠定坚实基础。

投资建议：滔搏和Nike、Adidas有多年深入的合作，也在持续拓展和国内运动品牌及其他国际品牌的合作。相信随着零售消费环境的转好，运动消费热情也将逐步回升，带动公司业绩回升。近年来，公司也坚持高派息政策，给股东带来更高回报。综合考虑，我们调整FY27/28的预测并新增FY29的预测，预计FY27/28/29的EPS为0.20/0.21/0.22元（前值为FY27/28 EPS 0.23/0.25元），给予FY27 15倍PE，目标价3.4港元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，消费疲软；门店优化不及预期；库存风险。

财务及估值摘要

(年结 28/2; RMB 百万)	2025/02	2026/02	2027/02E	2028/02E	2029/02E
营业收入	27,013	25,740	25,338	26,304	27,785
增长率 (%)	-6.6%	-4.7%	-1.6%	3.8%	5.6%
归母净利润	1,286	1,267	1,240	1,292	1,376
增长率 (%)	-41.9%	-1.5%	-2.2%	4.2%	6.5%
毛利率 (%)	38.4%	38.0%	38.1%	38.1%	38.2%
归母净利率 (%)	4.8%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
每股盈利 (元)	0.21	0.20	0.20	0.21	0.22
每股净资产 (元)	1.46	1.39	1.39	1.39	1.39
市盈率 (x)	12.49	12.68	12.96	12.43	11.67
市销率 (x)	1.77	1.86	1.86	1.86	1.86
股息收益率 (%)	10.81	10.81	7.72	8.04	8.57

数据来源：公司资料，国投证券国际预测

投资评级：

买入

维持评级

6个月目标价

3.4 港元

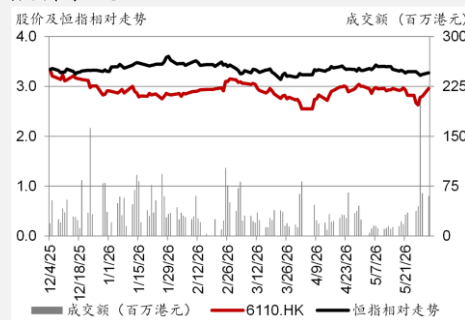
股价 2026-4-24

2.96 港元

总市值(百万港元)	18,355.62
流通市值(百万港元)	18,355.62
总股本(百万股)	6,201.22
流通股本(百万股)	6,201.22
12个月低/高(港元)	2.5/3.2
平均成交(百万港元)	32.27

股东结构

Hillhouse Capital	34.89%
Wisdom Man Ventures	20.23%
Credit Suisse	6.06%
恒生投资管理	1.56%
贝莱德	1.48%
其他	35.78%
总共	100.0%

股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.13	-2.89	6.21
绝对收益	-1.33	-5.43	15.26

数据来源：Wind、港交所、公司

杨怡然 CFA
消费行业分析师

laurayang@sdiosi.com.hk

附表：财务报表预测

利润表 (RMB 百万)					
	FY2025/02	FY2026/02	FY2027/02E	FY2028/02E	FY2029/02E
营业收入	27,013	25,740	25,338	26,304	27,785
营业成本	(16,630)	(15,955)	(15,688)	(16,277)	(17,177)
毛利	10,383	9,785	9,651	10,027	10,608
销售费用	(7,944)	(7,347)	(7,221)	(7,497)	(7,919)
管理费用	(996)	(993)	(1,014)	(1,052)	(1,111)
经营溢利	1,594	1,521	1,501	1,571	1,681
财务开支	(33)	(15)	(27)	(36)	(44)
其他收入	68	29	55	72	89
除税前溢利	1,560	1,507	1,473	1,536	1,636
所得税	(275)	(242)	(236)	(246)	(262)
期内净利润	1,285	1,265	1,238	1,290	1,374
股东应占利润	1,286	1,267	1,240	1,292	1,376
EPS (元)	0.21	0.20	0.20	0.21	0.22
同比增长率					
收入 (%)	-6.64%	-4.71%	-1.56%	3.81%	5.63%
净利润 (%)	-41.89%	-1.49%	-2.15%	4.22%	6.55%

资产负债表 (RMB 百万)					
	FY2025/02	FY2026/02	FY2027/02E	FY2028/02E	FY2029/02E
现金及现金等价物	2,587	2,074	3,208	3,491	4,183
应收账款	752	1,339	744	1,418	866
存货	6,004	5,486	5,861	5,912	6,512
其他流动资产	1,643	1,843	1,698	1,565	1,443
流动资产总额	10,986	10,741	11,510	12,386	13,003
固定资产	2,360	1,852	1,191	599	101
无形资产	1,046	1,031	979	930	884
其他非流动资产	510	443	411	382	355
非流动资产总额	3,916	3,326	2,581	1,911	1,340
总资产	14,903	14,067	14,092	14,297	14,343
应付账款	343	403	328	430	370
应付即期税项	268	210	216	223	229
其他流动负债	3,885	3,802	3,879	3,959	4,042
流动负债总额	4,496	4,415	4,423	4,613	4,641
递延税项负债	1,121	819	836	852	869
其他长期负债	226	211	211	211	211
非流动负债总额	1,347	1,030	1,046	1,063	1,080
总负债	5,844	5,445	5,470	5,675	5,721
股东权益	9,059	8,622	8,622	8,622	8,622

(转下页)

现金流量表 (RMB 百万)					
	FY2025/02	FY2026/02	FY2027/02E	FY2028/02E	FY2029/02E
除税前溢利	1,560	1,507	1,473	1,536	1,636
营运资金变化	814	(9)	145	(623)	(108)
折旧及摊销	1,439	1,279	1,342	1,410	1,480
经营活动现金流	3,755	2,728	3,094	2,067	2,647
资本开支	(373)	(284)	(341)	(409)	(491)
其他投资活动	75	(231)	0	0	0
投资活动现金流	(298)	(515)	(341)	(409)	(491)
负债变化	(702)	(1,325)	20	20	20
其他融资活动	(2,124)	(1,703)	(1,338)	(1,395)	(1,485)
融资活动现金流	(2,826)	(3,027)	(1,318)	(1,375)	(1,465)
现金变化	631	(814)	1,435	283	692
期初持有现金	1,956	2,587	1,774	3,208	3,491
汇率变动	0	0	0	0	0
期末持有现金	2,587	1,774	3,208	3,491	4,183

重点财务数据					
	FY2025/02	FY2026/02	FY2027/02E	FY2028/02E	FY2029/02E
盈利能力					
毛利率	38.4%	38.0%	38.1%	38.1%	38.2%
净利率	4.8%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
ROE	13.6%	14.3%	14.4%	15.0%	16.0%
营运表现					
行销费用/收入(%)	33.1%	32.4%	32.5%	32.5%	32.5%
实际税率(%)	17.6%	16.1%	16.0%	16.0%	16.0%
股息支付率(%)	135.0%	137.1%	100.0%	100.0%	100.0%
库存周转天数	134.9	131.4	132.0	132.0	132.0
应收账款天数	14.1	14.8	15.0	15.0	15.0
应付账款天数	8.0	8.5	8.5	8.5	8.5
杠杆比率					
资本负债率	39.2%	38.7%	38.8%	39.7%	39.9%
总资产/股本	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7
利息覆盖倍数	13.5	16.2	15.2	15.1	15.4

资料来源：公司公告，国投证券国际预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券(香港)有限公司(国投证券国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国投证券国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级：**

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国投证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010