

# 滔搏 (06110.HK)

优于大市

## 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

### ◆ 公司研究 · 海外公司快评

### ◆ 纺织服饰 · 服装家纺

### ◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师:	丁诗洁	0755-81981391	dingshijie@guosen.com.cn	执证编码: S0980520040004
证券分析师:	刘佳琪	010-88005446	liujiaqi@guosen.com.cn	执证编码: S0980523070003

### 事项:

公司公告: 2025 财年第三季度, 集团零售及批发业务之总销售金额按年同比录得中单位数下降。截至 2024 年 11 月 30 日, 直营门店毛销售面积较上一季末减少 2.1%, 较去年同期减少 4.4%。

**国信纺织观点:** 1) **流水增长:** 2025 财年第三季度销售额同比下滑中单位数, 跌幅环比收窄; 线上渠道表现好于线下渠道, 线上三季度预计同比双位数增长, 占比进一步提升至 40%。2) **库存折扣:** 公司以库存健康为首要目标, 预计到财年底有望实现库存改善。结合去库的动作以及折扣相对较深的线上渠道占比提升, 预计三季度直营折扣同比加深。3) **投资建议: 看好公司经营韧性以及长期现金回报。** 今年以来流水增速下滑、门店数下降主要受宏观消费需求疲弱、线下客流下滑影响, 公司当前以库存健康为首要目标, 预计财年底库存将有明显改善, 本财年管理层维持指引、悲观预期相对充分; 下一财年有望在库存健康的基础上实现良性增长, 同时渠道调整也有望趋稳。此外基于公司良好的现金创收能力, 为高派息奠定基础, 中期派息率达 99%, 全年预计达到 100%。品牌端, 公司主力品牌阿迪达斯今年自身表现优异, 前三季度大中华区收入增长高单位数, 公司连续三次上调全财年指引, 预期全年收入增长 10%; 耐克处于调整期, 今年业绩增速相对较差, 截至 11 月末的 FY25Q2 业绩将于 12 月 19 日披露, 若指引向好, 将有望带动滔搏估值提升, 未来随新任 CEO 上任、Nike 恢复产品创新核心竞争力、新品陆续推出, FY2026 Nike 业绩有望迎来复苏, 叠加中国消费刺激政策下的市场环境改善, 滔搏基本面将有较好弹性。此外公司非主力品牌中, 户外赛道品牌维持高景气度。我们维持盈利预测, 预计 2025~2027 财年净利润分别为 14.4/17.9/19.2 亿元, 同比 -35.1%/+24.5%/+7.6%。合理估值区间为 3.8~4.0 港元, 对应 2025 财年 15~16xPE, 维持“优于大市”评级。

### 评论:

#### ◆ 公司 2025 财年第三季度销售额同比录得中单位数下跌, 跌幅环比收窄, 直营门店面积同环比下降

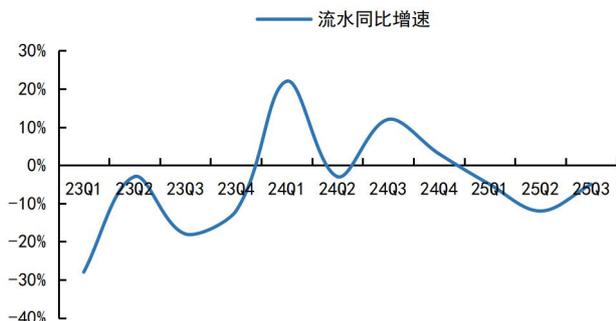
根据公司公告, 2025 财年第三季度 (2024 年 9~11 月) 直营和批发业务税前总销售额下降中单位数, 跌幅环比二季度收窄。分渠道看延续上半年趋势, 线上渠道表现好于线下渠道, 线上三季度预计同比双位数增长, 直营线上占整体直营销售额比例同环比提升至 40%; 线下渠道依然受客流疲弱影响, 同店客流下降幅度预计略好于上半年。

截至 11 月末, 直营门店毛销售面积较上一季度末减少 2.1%, 较去年同期减少 4.4%; 店铺数预计下降高单位数, 单店平均面积同比增长。我们预计在今年线下客流下滑的压力下, 公司下半财年关店幅度与上半财年类似, 下一财年渠道调整有望趋稳。

库存方面, 公司以库存健康为首要目标, 预计到财年底有望实现库存改善。

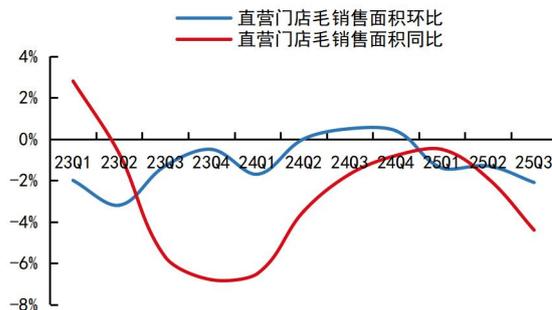
折扣方面, 结合去库的动作以及折扣相对较深的线上渠道占比提升, 预计三季度直营折扣同比加深, 幅度和上半年较为一致。

图1: 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2: 公司分季度直营门店面积变化



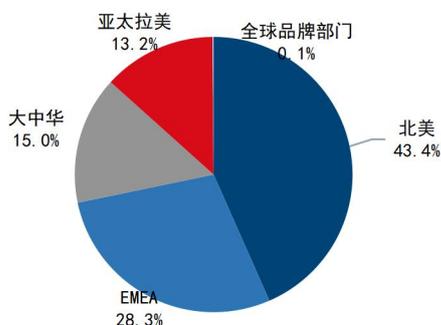
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 耐克: FY2025Q1 收入基本符合管理层和市场预期, 盈利好于市场预期, 本次因新旧 CEO 交接撤回全年指引、给出二季度指引

FY2025Q1 收入同比-10%, 基本符合彭博一致预期和公司此前指引, 不变汇率收入同比-9%, 略低于彭博一致预期 (-8%)。分渠道看, 电商-20%, 线下门店+1%, 批发-7%。分地区看, 大中华区、亚太拉美地区下滑幅度较小、好于彭博一致预期, 但大中华区主要靠批发渠道拉动, 连续四个季度批发双位数增长、直营下滑, 三季度大中华区直营-16%。毛利率、营业利润、净利润好于彭博一致预期。

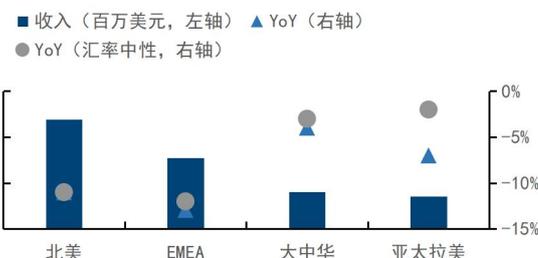
展望未来, 鉴于新旧 CEO 交接, 且本财年还剩三个季度, 撤回全年业绩指引, 提供季度指引。预计第二季度收入将下降 8%~10%, 低于彭博一致预期; 25 财年下半年预计好于上半年。

图3: FY2025 第一季度分地区收入结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: FY2025 第一季度分地区收入规模与变化



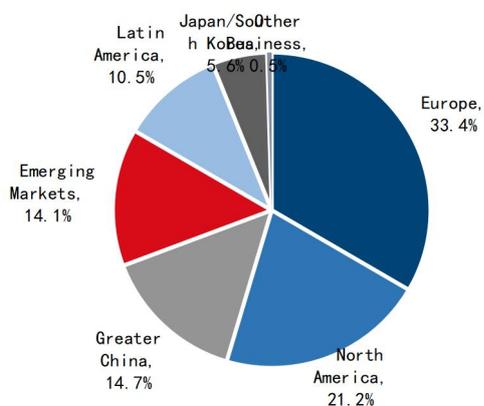
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 阿迪达斯: FY2024Q3 利润超预期, 大中华区不变汇率收入增长 9%, 库存保持健康水平, 业绩预告上调 2024 全财年收入和营业利润指引

阿迪达斯 2024 财年第三季度业绩好于预期, 不变汇率收入+10%, 营业利润同比+46%至 6.0 亿欧元。若剔除 Yeezy 影响, 公司基本业务(阿迪达斯主品牌)不变汇率收入+14%, 基本毛利率提高 2.0 个百分点至 51.3%。各渠道均实现双位数增长, 剔除 yeezy, 批发+13%, 线下门店+15%, 电商+25%; 所有市场均实现正向增长, 新兴市场、欧洲、拉美地区收入实现双位数增长, 其中大中华区不变汇率收入+9% (剔除 Yeezy 为 8%)。

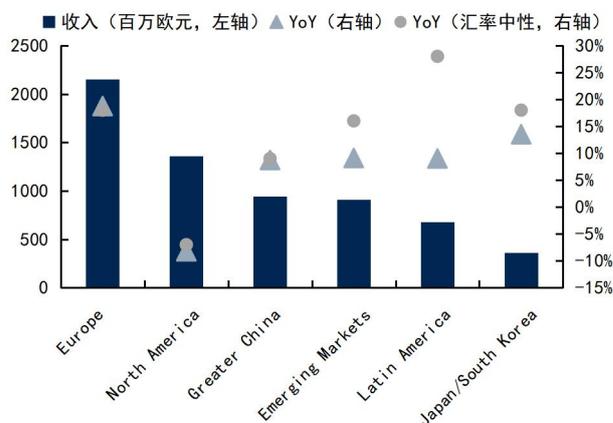
管理层表示库存保持在健康水平, 库存金额同比下降 7%, 降幅好于彭博预期。10 月 15 日公司发布业绩预告, 管理层上调 2024 财年指引, 预计不变汇率收入增长 10% (此前为高个位数增长); 营业利润上调至 12 亿欧元 (此前为 10 亿欧元)。

图5: 2024 年第三季度分地区收入占比



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

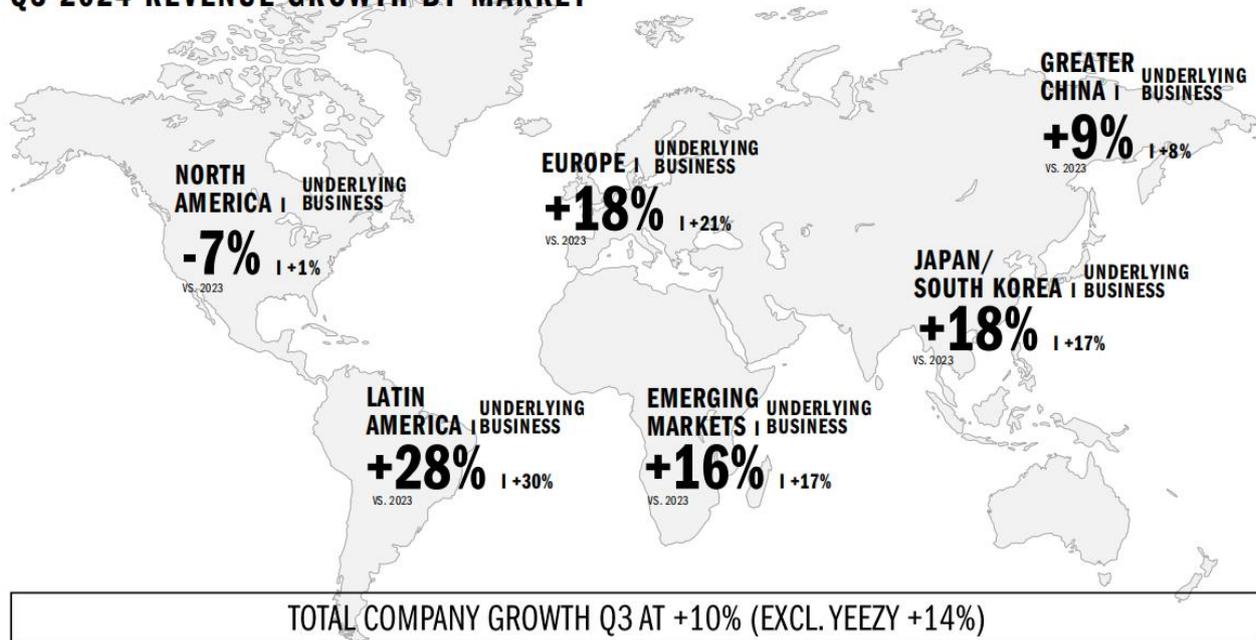
图6: 2024 年第三季度分地区收入及同比情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图7: 阿迪达斯 FY2024Q3 分地区收入 (公司整体及剔除 Yeezy 外的基本业务)

Q3 2024 REVENUE GROWTH BY MARKET



资料来源: 阿迪达斯官网, 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

公司 2025 财年第三季度（2024 年 9~11 月）流水下滑幅度收窄，今年以来流水增速下滑、门店数下降主要受宏观消费需求疲弱、线下客流下滑影响，公司当前以库存健康为首要目标，预计财年底库存将有明显改善，本财年管理层维持指引、悲观预期相对充分；下一财年有望在库存健康的基础上实现良性增长，同时渠道调整也有望趋稳。此外基于公司良好的现金创收能力，为高派息奠定基础，中期派息率达 99%，全年预计达到 100%。

品牌端，公司主力品牌阿迪达斯今年自身表现优异，前三季度大中华区收入增长高单位数，公司连续三次上调全年指引，预期全年收入增长 10%；耐克处于调整期，今年业绩增速相对较差，截至 11 月末的 FY25Q2 业绩将于 12 月 19 日披露，若指引向好，将有望带动滔搏估值提升，未来随新任 CEO 上任、Nike 恢复产品创新核心竞争力、新品陆续推出，FY2026 Nike 业绩有望迎来复苏，叠加中国消费刺激政策下的市场环境改善，滔搏基本面将有较好弹性。此外公司非主力品牌中，户外赛道品牌维持高景气度。

我们维持盈利预测，预计 2025~2027 财年净利润分别为 14.4/17.9/19.2 亿元，同比-35.1%/+24.5%/+7.6%。合理估值区间为 3.8~4.0 港元，对应 2025 财年 15~16xPE，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,073	28,933	26,418	28,074	29,746
(+/-%)	-15.1%	6.9%	-8.7%	6.3%	6.0%
净利润(百万元)	1837	2213	1437	1788	1924
(+/-%)	-24.9%	20.5%	-35.1%	24.5%	7.6%
每股收益(元)	0.30	0.36	0.23	0.29	0.31
EBIT Margin	1.4%	4.7%	6.3%	7.4%	7.5%
净资产收益率(ROE)	18.7%	22.5%	14.1%	16.7%	17.2%
市盈率(PE)	8.6	7.1	11.0	8.8	8.2
EV/EBITDA	61.6	15.9	9.4	8.0	7.6
市净率(PB)	1.60	1.60	1.54	1.47	1.41

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

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)	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	g	PEG	总市值(人民币亿元)
6110.HK	滔搏	优于大市	2.5	0.36	0.23	0.29	7.1	11.0	8.8	-12.4%	-0.567	155.4
<b>可比公司</b>												
3813.HK	宝胜国际	优于大市	0.5	0.09	0.12	0.14	5.2	3.9	3.3	15.5%	0.336	24.6

资料来源：wind，国信证券经济研究所

注：滔搏 FY2024 为实际值，财年截至 2024/2/28

### ◆ 风险提示

消费复苏不及预期；供应链物流受阻；渠道优化改革不及预期。

**相关研究报告：**

- 《滔搏（06110.HK）-上半财年收入与净利润下滑，现金流充裕保持高派息率》——2024-10-25
- 《滔搏（06110.HK）-2024 财年净利润增长 20%，维持 100%以上高分红率》——2024-05-24
- 《滔搏（06110.HK）-财年三季度销售增长约 10~14%，门店面积环比转正》——2023-12-17
- 《滔搏（06110.HK）-上半财年净利润增长 17%，效率提升驱动高质量增长》——2023-10-20
- 《滔搏（06110.HK）-财年一季度销售增长约 20%~25%，折扣率单位数改善》——2023-06-27

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2357	1956	4355	4761	5170	营业收入	27073	28933	26418	28074	29746
应收款项	2191	2193	2001	2127	2254	营业成本	15789	16852	16043	16769	17755
存货净额	6247	6284	5935	6198	6555	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	1286	126	457	485	514	销售费用	9655	9438	7706	8148	8616
<b>流动资产合计</b>	<b>12101</b>	<b>10559</b>	<b>12748</b>	<b>13571</b>	<b>14493</b>	管理费用	1243	1293	1013	1071	1130
固定资产	733	639	1160	1663	2139	财务费用	139	104	25	26	28
无形资产及其他	3498	2881	2161	1440	720	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	488	465	465	465	465	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	2075	1514	161	171	181
<b>资产总计</b>	<b>16821</b>	<b>14544</b>	<b>16535</b>	<b>17139</b>	<b>17818</b>	营业利润	2322	2759	1791	2230	2399
短期借款及交易性金融负债	1545	720	2000	2000	2000	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	1464	649	1001	1045	1105	<b>利润总额</b>	<b>2322</b>	<b>2759</b>	<b>1791</b>	<b>2230</b>	<b>2399</b>
其他流动负债	2260	1978	1963	2059	2177	所得税费用	486	548	356	443	476
<b>流动负债合计</b>	<b>5268</b>	<b>3346</b>	<b>4964</b>	<b>5104</b>	<b>5282</b>	少数股东损益	0	(2)	(1)	(1)	(1)
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>1837</b>	<b>2213</b>	<b>1437</b>	<b>1788</b>	<b>1924</b>
其他长期负债	1719	1347	1347	1347	1347						
<b>长期负债合计</b>	<b>1719</b>	<b>1347</b>	<b>1347</b>	<b>1347</b>	<b>1347</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>6987</b>	<b>4694</b>	<b>6311</b>	<b>6451</b>	<b>6630</b>	净利润	1837	2213	1437	1788	1924
少数股东权益	0	2	1	1	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	9834	9849	10222	10687	11188	折旧摊销	0	0	799	818	844
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16821</b>	<b>14544</b>	<b>16535</b>	<b>17139</b>	<b>17818</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	139	104	25	26	28
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	(1127)	24	547	(276)	(334)
每股收益	0.30	0.36	0.23	0.29	0.31	其它	0	(2)	(0)	(0)	(0)
每股红利	0.22	0.00	0.17	0.21	0.23	<b>经营活动现金流</b>	<b>709</b>	<b>2235</b>	<b>2782</b>	<b>2329</b>	<b>2433</b>
每股净资产	1.59	1.59	1.65	1.72	1.80	资本开支	276	94	(600)	(600)	(600)
ROIC	3%	10%	13%	18%	18%	其它投资现金流	483	(329)	0	0	0
ROE	19%	22%	14%	17%	17%	<b>投资活动现金流</b>	<b>759</b>	<b>(234)</b>	<b>(600)</b>	<b>(600)</b>	<b>(600)</b>
毛利率	42%	42%	39%	40%	40%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	1%	5%	6%	7%	8%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	1%	5%	9%	10%	10%	支付股利、利息	(2218)	(2411)	(1063)	(1323)	(1424)
收入增长	-15%	7%	-9%	6%	6%	其它融资现金流	3573	2420	1280	0	0
净利润增长率	-25%	20%	-35%	24%	8%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(863)</b>	<b>(2402)</b>	<b>217</b>	<b>(1323)</b>	<b>(1424)</b>
资产负债率	42%	32%	38%	38%	37%	<b>现金净变动</b>	<b>605</b>	<b>(401)</b>	<b>2399</b>	<b>406</b>	<b>410</b>
息率	12.6%	13.7%	6.0%	7.5%	8.1%	货币资金的期初余额	1753	2357	1956	4355	4761
P/E	8.8	7.3	11.2	9.0	8.4	货币资金的期末余额	2357	1956	4355	4761	5170
P/B	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4	企业自由现金流	(546)	1200	2073	1613	1710
EV/EBITDA	63.7	16.5	9.7	8.3	7.8	权益自由现金流	2918	3536	3333	1592	1687

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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所提及的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