



滔搏 (06110.HK)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

弹性、红利双引领，拐点配置正当时

公司亮点

公司在1999/2004年分别和耐克/阿迪建立合作后凭借强运营能力快速发展，目前是阿迪达斯全球最大、耐克全球第二大零售合作伙伴。公司近年在零售端积极改变：1) 着力打造会员体系，为会员提供增量服务，FY25H1 (2024年3月1日-8月31日) 末公司会员数累计达8100万，较FY2020末提升4倍以上，复购会员约占会员消费的70%，展现出较高的用户粘性。2) 注重商品管理。在订货/补货等方面更加灵活高效，同时在门店之间实现灵活调货，更快更好地实现货品交付，近年存货周转天数整体优于宝胜。3) 聚焦门店的效率和品质，加速淘汰低效尾部店铺，门店数量从FY2018年末的8302家减少至FY2024年末的6144家，同时店效以及坪效均有较大幅度的提升，反映出公司精细化运营卓有成效。

投资逻辑：

公司体内耐克与阿迪产品占比接近85%，因此公司经营与耐克阿迪表现相关度较高，未来阿迪耐克经营复苏有望带动公司表现向好。

1) 阿迪在2023年1月换帅后品牌力稳健修复。2023年1月阿迪新任CEO古尔登上任，在上任后提出最大的不同在于“立足本土市场”，即在管理团队、产品设计、供应链等方面实现本土运作，提升效率，在经营层面上充分授权大中华区管理团队。从经营结果来看，阿迪大中华区营收自23Q2起迎来拐点，连续6个季度实现正增长，品牌力稳健修复，我们认为新任CEO的本土化战略取得了良好的效果，看好阿迪未来经营持续向上。

2) 耐克24年末换帅，有望复制阿迪品牌复苏路径。2024年10月，耐克元老贺雁峰接替唐若修成为耐克新CEO。贺雁峰上任后主要动作为修复与供应商的关系，回归专业运动定位以及更聚焦品牌营销。从最新季度情况来看，耐克FY25Q2营收123.5亿美元，同比下降7.7%，优于市场预期的下降9.1%，显示出公司经营逐步筑底。我们认为此次耐克换帅后所采取的经营战略与阿迪有相似之处，耐克或复制阿迪复苏的路径，有望带动公司迎来经营拐点。

3) 高股息率保障下限。公司近三年平均分红率达104%，FY2024股息率为7.2%，显著高于其他可比公司。从公司现金流情况来看，近年公司净现比维持在1.4-3.0之间，强劲现金流保障公司分红能力，我们建议重视公司作为高股息标的配置价值。

盈利预测、估值和评级

预计公司FY2025-FY2027年EPS分别为0.22/0.27/0.32元，对应PE分别为14/12/10倍。我们认为公司当前经营已筑底，不利因素已在股价中充分反映，耐克阿迪复苏有望驱动公司股价出现戴维斯双击，给予FY2025年15倍估值，目标价4.33港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

内需恢复不及预期、行业竞争加剧、耐克阿迪复苏不及预期

国金证券研究所

分析师：杨欣 (执业S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：杨雨钦 (执业S1130524110005)

yangyuqin@gjzq.com.cn

市价 (港币)：3.470元

目标价 (港币)：4.33元



公司基本情况 (人民币)

项目	FY2023	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
A					
营业收入(百万元)	27,073	28,933	26,776	28,258	29,895
营业收入增长率	-15.07%	6.87%	-7.45%	5.53%	5.79%
归母净利润(百万元)	1,837	2,213	1,382	1,677	1,998
归母净利润增长率	-24.93%	20.49%	-37.54%	21.31%	19.16%
摊薄每股收益(元)	0.30	0.36	0.22	0.27	0.32
每股经营性现金流净额	0.70	0.50	0.22	0.47	0.47
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.68%	22.47%	14.75%	18.25%	21.43%
P/E	21.66	13.96	14.16	11.67	9.79
P/B	4.32	3.35	2.23	2.27	2.24

来源：公司年报、国金证券研究所

(注：FY2024截至2024年2月29日，FY2025截至2025年2月28日)



内容目录

一、运动服履经销商龙头，品牌矩阵逐步完善.....	4
二、强运营能力助力公司穿越周期.....	5
2.1、人：完善会员体系，造就高粉丝粘性.....	5
2.2、货：灵活调配门店产品，提升运营效率.....	6
2.3、场：坚持开大店与建设增强私域平台，有效触达更多消费者.....	7
三、经营已筑底，阿迪耐克复苏有望带动公司向上.....	8
3.1、耐克/阿迪零售逐渐回暖，看好公司受益.....	9
3.2、分红水平维持高位，重视公司作为高股息标的配置价值.....	14
四、盈利预测与投资建议.....	14
投资建议及估值.....	15
五、风险提示.....	16

图表目录

图表 1： 公司营业收入、归母净利润及其增长（亿元）	4
图表 2： 滔搏股权结构图	4
图表 3： 公司发展里程碑.....	5
图表 4： 公司品牌矩阵	5
图表 5： 公司会员拥有多项福利	6
图表 6： 公司会员数快速增长（百万）	6
图表 7： 公司近年管理费用率水平大幅减少	7
图表 8： 公司与宝胜国际存货周转天数（单位：天）	7
图表 9： 公司店效和坪效逐步提升（单位：百万）	8
图表 10： 我们估算公司 FY2018 年门店平均面积为 131 平米.....	8
图表 11： 公司员工数量和人均创收（万元）	8
图表 12： 耐克阿迪与公司的股价（单位：耐克/阿迪为美元，公司为港币）	9
图表 13： 阿迪现任/前任 CEO 和中国区负责人履历.....	10
图表 14： 阿迪达斯上海创意中心设计的冠军红滑雪服.....	10
图表 15： 阿迪达斯蛇年运动系列.....	10
图表 16： 阿迪达斯大中华区营收增速	11
图表 17： 阿迪达斯存货周转天数（单位：天）	11
图表 18： 耐克现任和前任 CEO 履历.....	11
图表 19： 耐克近年直营显著好于批发业务.....	12



图表 20: Foot locker 代銷耐克比例近年明显走低.....	12
图表 21: 公司目前经营筑底, 期待后续实现改善 (单位: 亿元)	13
图表 22: 公司经营具有显著的杠杆效应	13
图表 23: 可比公司股利支付率	14
图表 24: 可比公司股息率	14
图表 25: 公司现金流情况优异 (单位: 亿元)	14
图表 26: 公司收入拆分表 (亿元)	15
图表 27: 公司财务数据预测表 (亿元)	15
图表 28: 可比公司估值比较 (市盈率法)	16



一、运动服履经销商龙头，品牌矩阵逐步完善

公司是国内最大运动服履经销商。公司的前身是百丽国际的体育事业部，主要从事国际运动品牌在国内的销售代理业务。2002年，百丽国际正式将体育事业部命名为滔搏运动。在百丽国际的支持下，凭借与耐克、阿迪达斯等国际品牌的深度合作，公司迅速崛起为国内最大的运动服履经销商。FY2024（截至2024年2月29日）公司实现营收289.33亿元，同增6.93%，归母净利润22.13亿元，同增20.49%。

图表1：公司营业收入、归母净利润及其增长（亿元）

	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025H1
营业收入	336.93	360.20	318.78	270.74	289.50	130.55
yoy	3.45%	6.91%	-11.50%	-15.07%	6.93%	-7.91%
归母净利润	23.03	27.70	24.46	18.37	22.13	8.74
yoy	4.71%	20.26%	-11.68%	-24.93%	20.49%	-34.65%

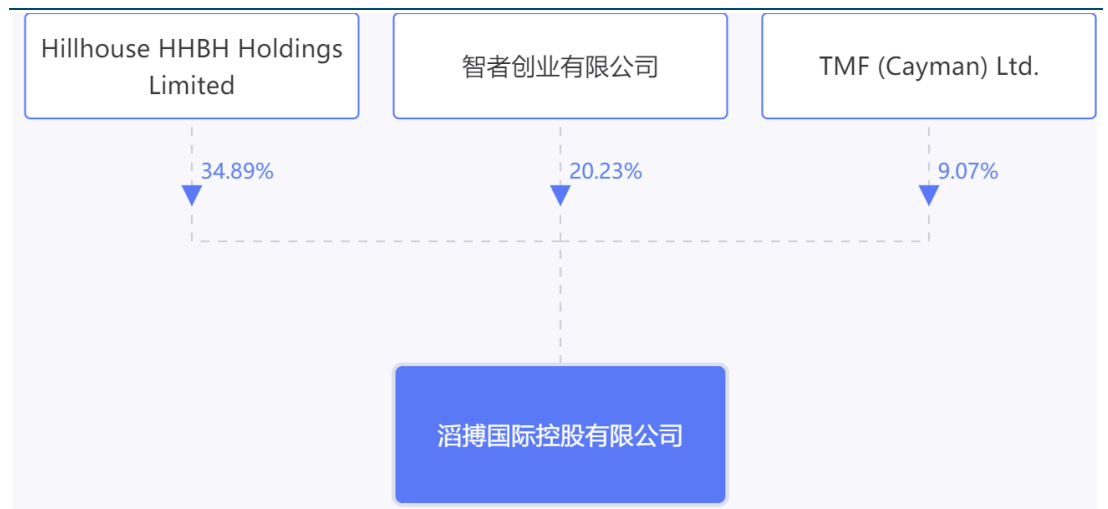
来源：公司公告，国金证券研究所

深耕运动服履零售二十余载，逐步成长为行业龙头。公司的发展经历了三个阶段：

1) 依托母公司优势合作耐克阿迪，公司迎来初步发展（1999-2012）。公司的母公司百丽国际自1990年代以来迅速发展，得益于知名度与渠道数量快速提升且战略预判运动鞋未来较为广阔的市场前景，1999年百丽国际与耐克建立合作关系，成立了体育事业部，并在2002年将体育事业部正式命名为滔搏。此后公司相继代理了阿迪达斯、彪马等多个鞋子品牌，滔搏不仅负责多个大牌产品的销售，并且深度参与店铺的运营与管理，依托百丽国际强大的零售网络以及自身强运营实力，公司在较短时间内成为了耐克/阿迪达斯在中国最大的零售运营合作伙伴及客户。

2) 耐克阿迪大中华区迅速增长，公司迎来快速增长期（2013-2019）。2012年后，大型体育赛事和全民运动的热度回升，推动了运动消费市场的增长，2012-2019年我国体育服饰市场规模增长CAGR为12.6%。耐克/阿迪抓住市场机遇，通过打造差异化品牌故事与产品进一步提升市占率，耐克FY2011-2019年8年CAGR为15.7%，市占率从15年19.5%提升至2020年的26.0%，阿迪2011-17年6年CAGR为19.9%，市占率从15年15.5%提升至19年19.0%。此外滔搏品牌矩阵进一步丰富，进一步合作The North Face、亚瑟士等品牌。2017年，高瓴资本与鼎晖投资完成对百丽国际的私有化收购，滔搏从百丽国际中独立并单独上市，从股权结构来看，目前高瓴占34.89%，智者创业占比20.23%，李宁控股的TMF Ltd.占比9.07%。

图表2：滔搏股权结构图



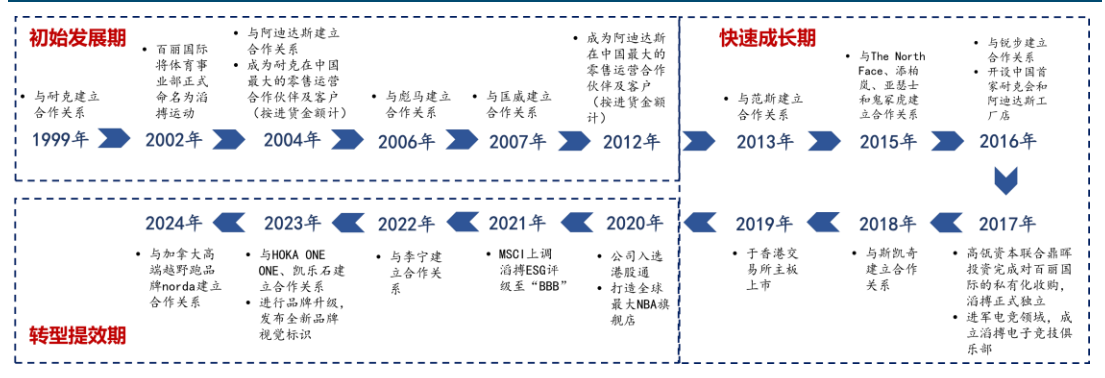
来源：ifind，国金证券研究所

3) 推进数字化改革，零售持续提效（2020至今）。2021年新疆棉事件后耐克、阿迪大中华区发展受阻，公司营收和业绩表现受到拖累，但公司一方面持续扩充品牌矩阵，相继与李



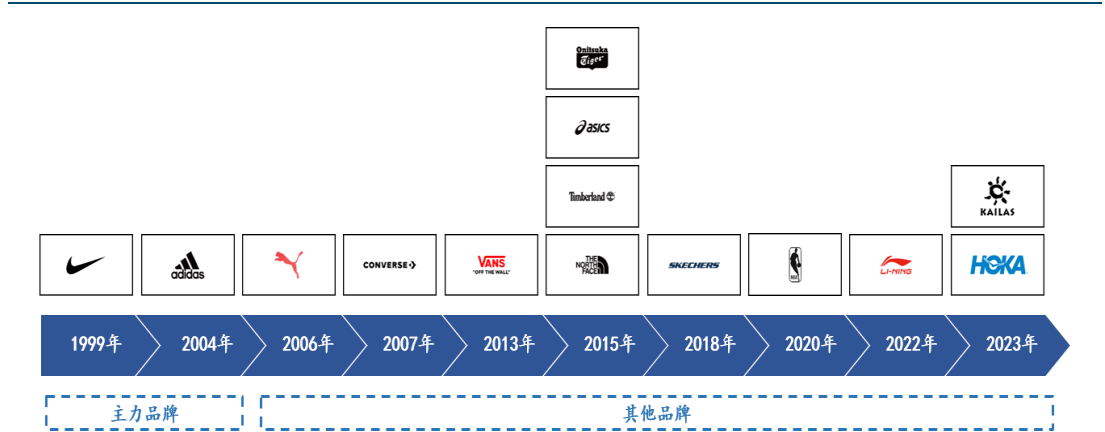
宁、HOKA、凯乐石等品牌建立合作关系，另外积极推进数字化转型，提升运营效率，推进线上线下融合的全域零售模式，更精准地把握消费者需求，力争跑出独特阿尔法。在精细化运营的推动下，公司店效以及坪效均有较大幅度的提升，推动净利率始终维持在 7%附近的水平。

图表3: 公司发展里程碑



来源：公司官网、公司公告、国金证券研究所

图表4: 公司品牌矩阵



来源：公司官网、公司公告、国金证券研究所

二、强运营能力助力公司穿越周期

根据 2019 年招股书，公司是阿迪达斯全球最大及耐克全球第二大零售合作伙伴（按终端销售额计），拥有较大的规模效应，较大规模体量保障公司拥有充足资金应对潜在风险。公司穿越周期持续成长得益于较强的运营能力，我们从人、货、场三个维度拆分公司核心竞争力：

2.1、人：完善会员体系，造就高粉丝粘性

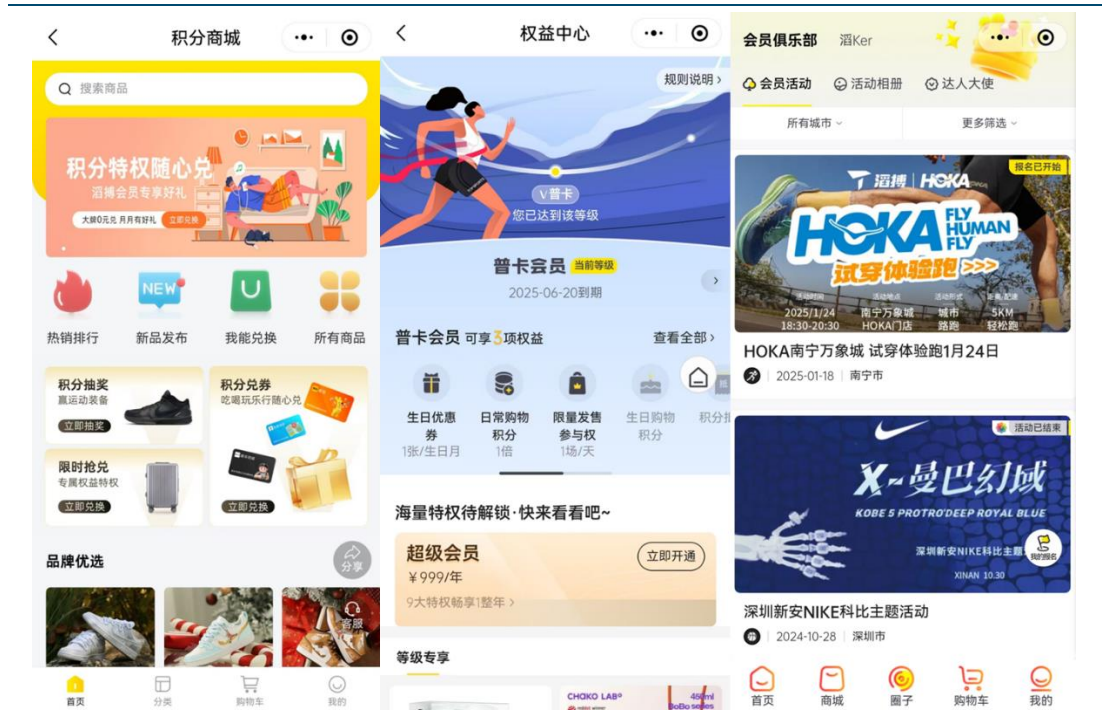
持续建设会员体系，通过折扣与服务回馈用户。公司自成立以来积累了丰富的客户服务经验，2018 年公司进一步完善了会员体系，以便在产品、服务、活动方面提供会员福利。从线下来看，1) 会员分为普卡/金卡/黑卡/钻卡/超级会员等多个档次，不同档次会员对应不同折扣以及服务，部分会员可参与抽奖活动，赢取限量版运动鞋服产品的优先购买权等。2) 公司为部分会员提供免费的专业球鞋保养服务以及运动鞋服产品的免费同城快递服务。同时会为会员推荐本地的体育培训服务，为他们提供由公司平台合作伙伴提供的免费试用课程。3) 公司会为会员提供较为丰富的体育和社交活动。

线上方面 1) 公司完善了小程序端商城整体页面结构升级和 UI 界面改版，新增智能在线客服系统、会员营销签到和互动社区等多项功能，提升运营和管理效率。升级后的小程序在日活、搜索使用率和人均访问深度上均有显著提升。2) 除了持续传统电商渠道引流外，公司同步注重新兴渠道的引流布局。25 财年公司上线抖音会员通系统，带动在抖音平台



的新增会员数显著提升，对原有获客渠道和用户来源形成有效的差异化补充。同时有助于进一步完善全渠道用户画像分析。

图表5：公司会员拥有多项福利



来源：滔搏微信小程序，国金证券研究所

公司会员体系建设取得良好效果。自18年重塑会员体系以来，公司会员数量取得快速增长，FY25H1公司会员数累计达8100万，较FY2020末提升4倍以上，同时近年会员贡献收入占比达到约95%，其中复购会员约占会员消费的70%，展现出较高的用户粘性。公司亦注重高价值会员忠诚度培养，截至FY25H1末，高价值会员占总会员的中单位数，他们贡献会员销售额接近40%。公司通过较好地会员运营将自己的定位从负责销售体育用品的大牌经销商升级成经营体育生态的综合零售商。

图表6：公司会员数快速增长（百万）

	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025H1
累计会员数	14.2	27.2	55.5	67.9	76.3	81.0
yoy	-	91.55%	104.04%	22.34%	12.37%	10.81%
会员贡献收入占比	52.3%	91.0%	96.4%	94.0%	93.4%	93.7%

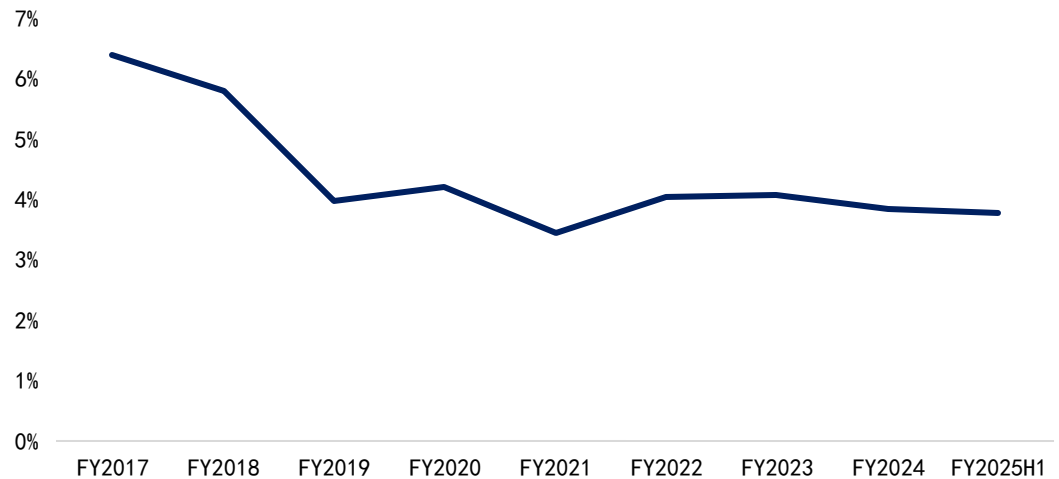
来源：公司公告，国金证券研究所

2.2、货：灵活调配门店产品，提升运营效率

公司持续推进降本增效，提升运营效率。公司根据多年运营积累开发数字工具包赋能前线员工及区域经理，工具包可实时读取门店数据并对经营数据进行分析，帮助公司显著提升对消费者、产品及购物区的认知。公司管理费用率从FY2017年6.38%下降至FY2025H1的3.79%，显示出公司运营管理卓有成效。



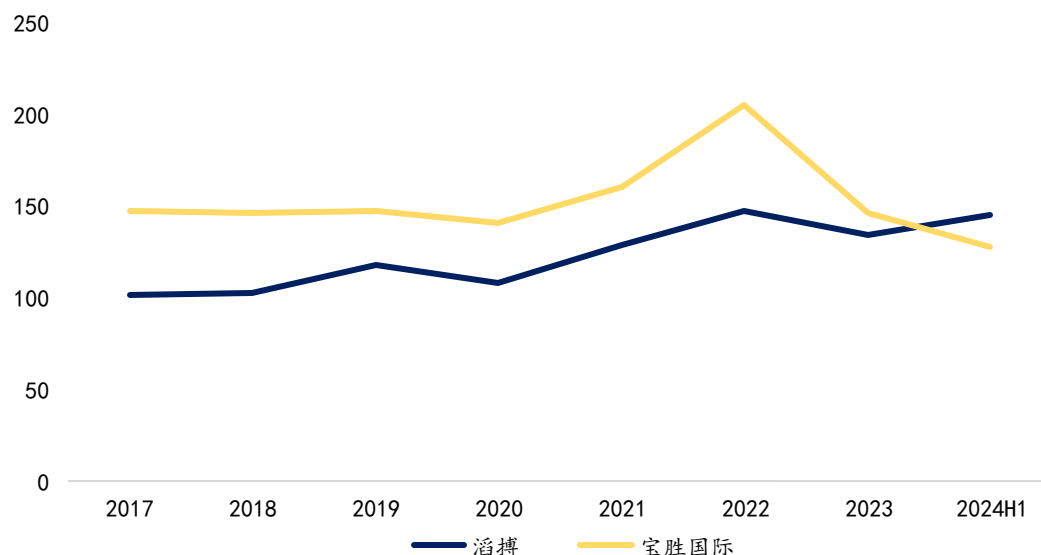
图表7: 公司近年管理费用率水平大幅减少



来源: ifind, 国金证券研究所

公司注重商品管理。1) 采购方面公司已开发出数字化采购系统, 该系统通过内嵌算法为每个特定门店自动生成基准订货单, 包括门店产品组合的建议及各SKU的建议订货量, 以便公司在数小时内生成并整合上千份门店订货单, 大幅提升效率。2) 补货方面公司亦开发出一套业务智能系统, 实时确认门店内库存水平并在需要时立即下达补货订单。此外, 该系统可根据类似产品的历史销售情况预测该产品的当地需求。该补货程序有利于减少公司门店的库存周转, 同时该系统使得公司在集中仓库(而非在单一门店)存储更多的库存, 从而使得几乎所有门店之间可以灵活调货, 更快更好地实现货品交付。3) 价格管控方面公司结合不同渠道特性匹配其适配的价格和货品资源, 致力于提高库存管理的准确性。从经营结果来看, 公司存货周转天数总体保持在较为健康的水平, 优于宝胜国际。

图表8: 公司与宝胜国际存货周转天数(单位: 天)



来源: ifind, 国金证券研究所 (注: 202X 对应滔搏 FY202X+1)

2.3、场: 坚持开大店与建设增强私域平台, 有效触达更多消费者

公司聚焦门店的效率和品质, 以应对客流减少所带来的经营挑战。在开店和改店上, 制定更严格的筛选标准, 重视店铺坪效。在关店策略上, 公司结合市场情况和品牌策略加速淘汰低效尾部店铺, 门店数量从FY2018年末的8302家减少至FY2024年末的6144家。根据



招股书估算以及年报数据披露，公司 FY2018 年门店平均面积约为 131 平米，并保持稳健增长趋势。近年公司店效以及坪效均有较大幅度的提升，FY2024 店效和坪效（402/2.51 万元）已超过前期高点，反映出公司在运营方面持续提效取得了良好的效果。

图9：公司店效和坪效逐步提升（单位：百万）

	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
门店数量(家)	8302	8343	8395	8006	7695	6565	6144
yoy	697	41	52	-389	-311	-1130	-421
门店店效(万元)	287	347	347	384	342	346	402
yoy	10.63%	21.12%	0.06%	10.47%	-10.78%	0.90%	16.35%
门店面积(平米)	131	143	158	164	173	161	160
yoy	11.40%	9.30%	10.60%	4.10%	5.40%	-6.80%	-0.80%
门店坪效(万元/米)	2.20	2.43	2.20	2.34	1.98	2.14	2.51
yoy	-0.70%	10.82%	-9.53%	6.12%	-15.35%	8.26%	17.29%

来源：公司公告，国金证券研究所（注：门店面积和坪效为我们估算数据）

图10：我们估算公司 FY2018 年门店平均面积为 131 平米

门店面积类型	门店数量(家)	FY2018	
		占比	平均面积
150 平米以下	6268	75.5%	90
150 平米到 300 平米	1779	21.4%	180
300 平米以上	255	3.1%	400
总计	8302	100%	131

来源：招股说明书，国金证券研究所

公司从 19 年开始做门店电商，增强门店服务半径。这些门店原来已经就有线下的社群，保证消费者在离店之后对话还能够持续进行，同时通过私域助手工具的升级，将更加系统化的用户行为数据分析提供予终端员工，从而优化营销触达，促成转化，以及通过社群营销、本地生活平台以及三方合作等方式引流至线下门店弥补了线下客流的压力。公司目前的小程序店铺数目超过 2500 家，同比大幅增长，店铺直播账号超 300 个，同比约翻倍。在私域渠道与直营业务的线上部分同比大幅增长，占整体直营业务的比重提升，私域部分相较整体直营业务的占比提升幅度更大。

从运营效果来看，公司 FY2024 年人均创收为 98.2 万元，高于宝胜的 92.1 万元，且超过前期高点的 94.2 万元。我们认为宏观环境以及合作大牌的调整对公司整体营收产生一定压力，但公司积极调整渠道，注重店效和人效，通过精细化运营提升效率，维持较为稳定的净利率水平，显著高于宝胜，强运营能力助力公司穿越周期。

图11：公司员工数量和人均创收（万元）

	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
员工数量(人)	38613	35773	40348	40913	30978	29458
yoy	-	-7.36%	12.79%	1.40%	-24.28%	-4.91%
公司人均创收	84.3	94.2	89.2	77.9	87.4	98.2
宝胜人均创收	72.0	76.5	77.9	80.3	73.3	92.1
公司净利率	6.75%	6.84%	7.69%	7.67%	6.78%	7.64%
宝胜净利率	2.43%	3.18%	1.21%	1.58%	0.53%	2.47%

来源：公司公告，国金证券研究所（注：如表中 FY2024 对应宝胜为 2023 年 1 月 1 日-12 月 31 日数据）

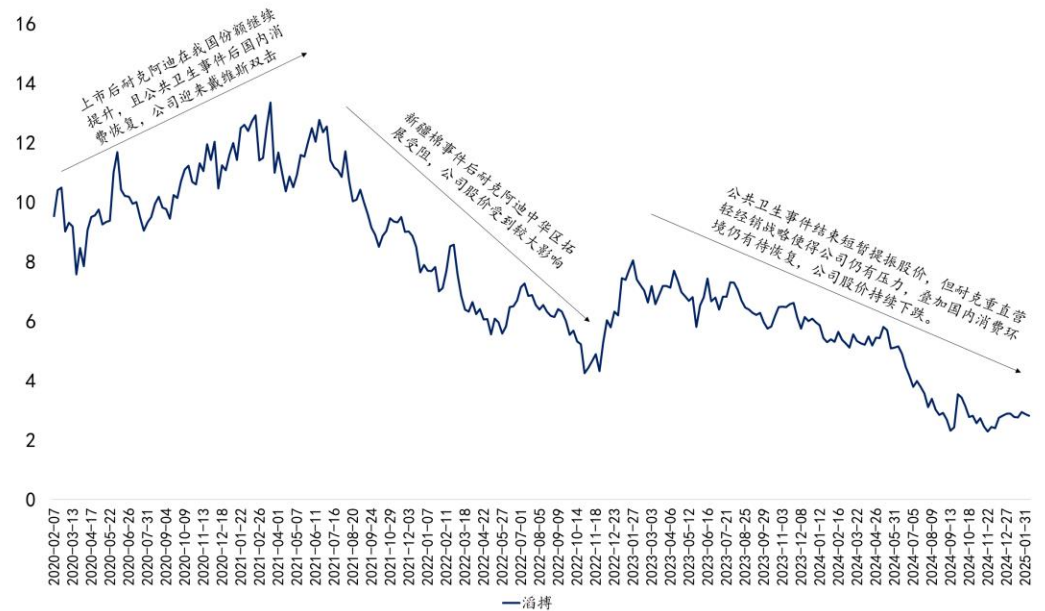
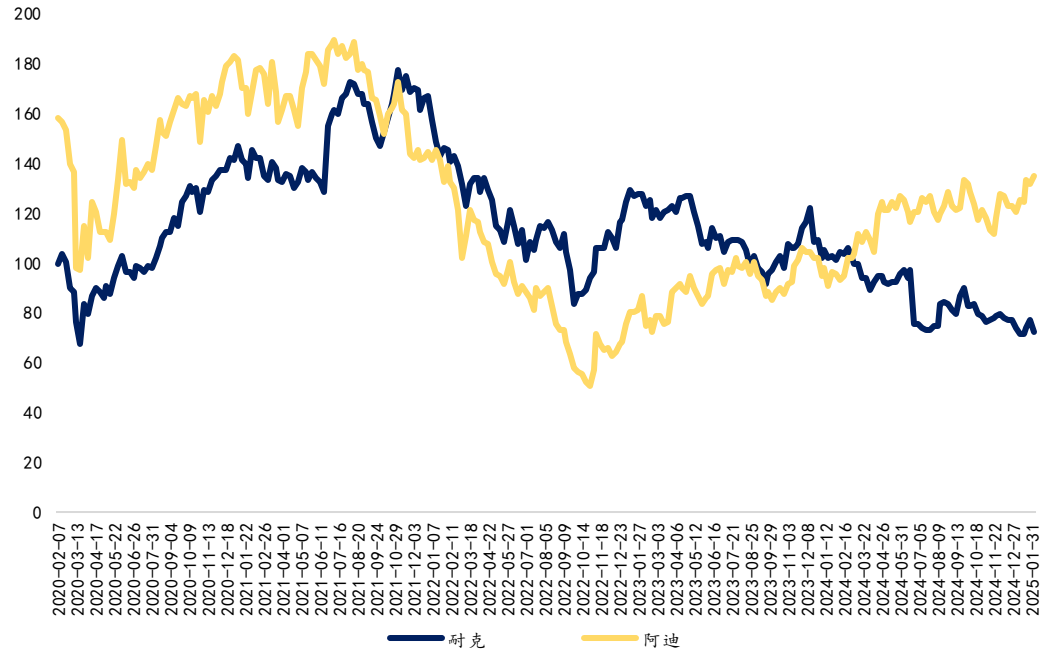
三、经营已筑底，阿迪耐克复苏有望带动公司向上



3.1、耐克/阿迪零售逐渐回暖，看好公司受益

公司体内耐克与阿迪产品占比接近 85%，因此公司经营与耐克阿迪表现相关度较高，我们复盘了过去 5 年的股价，公司股价与耐克/阿迪展现出较高的一致性，在 2021H1 之后，公司股价受新疆棉以及国内消费环境承压的影响呈现戴维斯负双击，目前公司股价接近历史最低点，我们认为未来阿迪耐克经营复苏有望带动公司表现向好。

图表12：耐克阿迪与公司的股价（单位：耐克/阿迪为美元，公司为港币）



来源：ifind，国金证券研究所

3.1.1、阿迪经营趋势向上，看好未来持续修复

阿迪达斯自 2019 年后面临较大挑战，尤其是大中华区经营持续承压。主要原因 1) 新疆棉事件后中国消费者纷纷转投国产品牌，导致包括阿迪在内的品牌消费下降。2) 阿迪产品竞争力下降，更多以打折促销，毛利率水平下降。3) 前任 CEO 罗思德不够了解中国市场，在宏观消费环境走弱背景下，产品、营销等方面精细化程度有待改善。

2023 年 1 月新任 CEO 古尔登上任，其曾在 1992 年到 1999 年于阿迪达斯任职服装和配饰



高级副总裁,对阿迪企业文化以及经营管理熟悉度较高,在上任后提出最大的不同在于“立足本土市场”,即在本土创作、供应,做到离消费者更近,古尔登本人在任职后三次访华,体现出对中国市场的重视。2023年6月,华人高管萧家乐(Adrian Siu)接替美籍前任贾森·托马斯(Jason Thomas)出任大中华区董事总经理,形成全球化视野与本土化执行的双轮驱动格局。托马斯采用的欧美标准化管理模式,在新疆棉事件后的市场环境下经营面临较大压力。萧家乐曾在阿迪达斯香港和上海分公司担任多个职务,也曾任中国时尚品牌都市丽人的首席执行官,相对更了解中国消费者。

图表13: 阿迪现任/前任 CEO 和中国区负责人履历

简历	
古尔登	美国巴布森商学院工商管理硕士学位。曾任阿迪达斯服装和配饰高级副总裁, Helly Hansen 产品、营销和采购主管, Deichmann Group 董事总经理, 珠宝品牌 Pandora 以及 Puma 的首席执行官。2023年1月1日起,任 adidas CEO。
罗思德	毕业于哥本哈根国际与哈佛商学院。于2005年加入消费品制造商汉高,担任人力资源、采购、信息技术和基础设施服务执行副总裁。并于2008年被任命为首席执行官。2016年8月,加入 adidas,并于2016年10月接任 CEO。
萧家乐	曾在阿迪达斯香港和上海分公司担任多个职务,曾任中国时尚品牌都市丽人的首席执行官。2022年3月阿迪达斯任命萧家乐接替贾森·托马斯为中国区业务负责人。2022年10月,萧家乐正式担任阿迪达斯(中国)有限公司董事长。

来源: ifind, 国金证券研究所

从近两年经营情况看,阿迪主要从管理团队、产品设计、供应链等方面进行本土化改造。
1) 管理团队本土化。根据阿迪中国区业务负责人萧家乐,德国总部相信中国的团队,对中国市场有非常高的发展信心,从产品到营销、生产以及渠道发展等都给予100%的授权,并不断加大支持,使得管理团队能够做正确的事情。

2) 产品设计本土化。随着中国消费者需求不断提升,阿迪需要本土设计团队根据消费者需求创造更适合的产品。目前在阿迪达斯上海创意中心里面,有30多位中国年轻设计师,100多位创意人员,共同设计包括鞋、服装、配件等。从近两年变化来看阿迪中华区产品风格更贴近我国消费者审美,比如冠军红滑雪服等,2024年中国设计师设计的产品比例提升至80%以上。

图表14: 阿迪达斯上海创意中心设计的冠军红滑雪服



来源: 微博, 国金证券研究所

图表15: 阿迪达斯蛇年运动系列



来源: 千龙网, 国金证券研究所

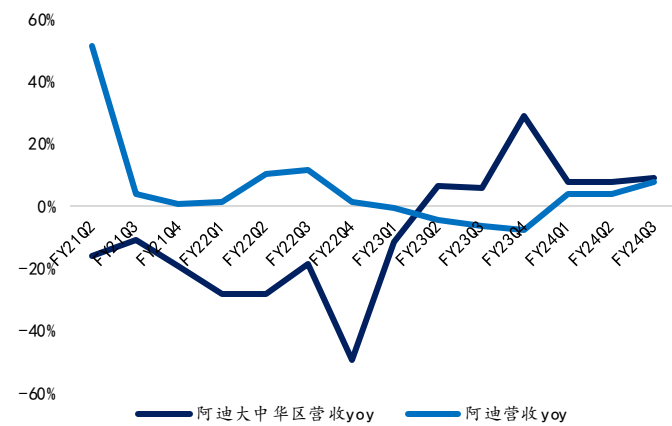
4) 柔性供应链改造。阿迪逐步认识到中国顶级供应商的能力,从原来先生产再促销政策逐步改变为以销定产,根据市场反应再制定下一步生产计划,从而更灵活地反映市场的需求。不仅有助于阿迪取得更好的销售结果,而且可以减轻库存压力。

从经营结果来看,阿迪大中华区营收自23Q2起迎来拐点,连续6个季度实现正增长,且增速高于阿迪整体营收增速,我们认为新任CEO的本土化战略取得了良好的效果。同时阿

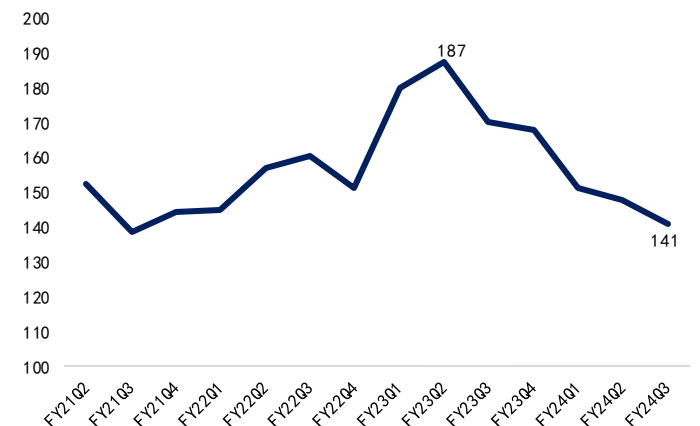


迪整体存货水平亦持续好转，存货周转天数从 FY23Q2 峰值的 187 天减少到最新 141 天，在营收复苏以及存货压力减轻背景下，看好阿迪未来经营持续向上。

图表16: 阿迪达斯大中华区营收增速



图表17: 阿迪达斯存货周转天数 (单位: 天)



来源: 阿迪达斯官网, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

3.1.2、耐克新 CEO 上任有望助推批发业务回暖

2024 年 10 月, 已退休耐克元老 Elliot Hill (贺雁峰) 被返聘接替任职 CEO 已四年的 John Donahoe (唐若修) 成为耐克的新 CEO。唐若修曾担任过贝恩咨询和全球购物平台 eBay 的 CEO, 拥有电商和咨询行业多年背景, 在上任后短时间内开启数字化转型战略, 并发力 DTC 业务, 降低经销商的影响力。唐若修认为经过数字化改造的耐克可以通过 DTC 直接向消费者销售产品, 去除“中间商赚差价”以及渠道不可控带来的潜在风险。

图表18: 耐克现任和前任 CEO 履历

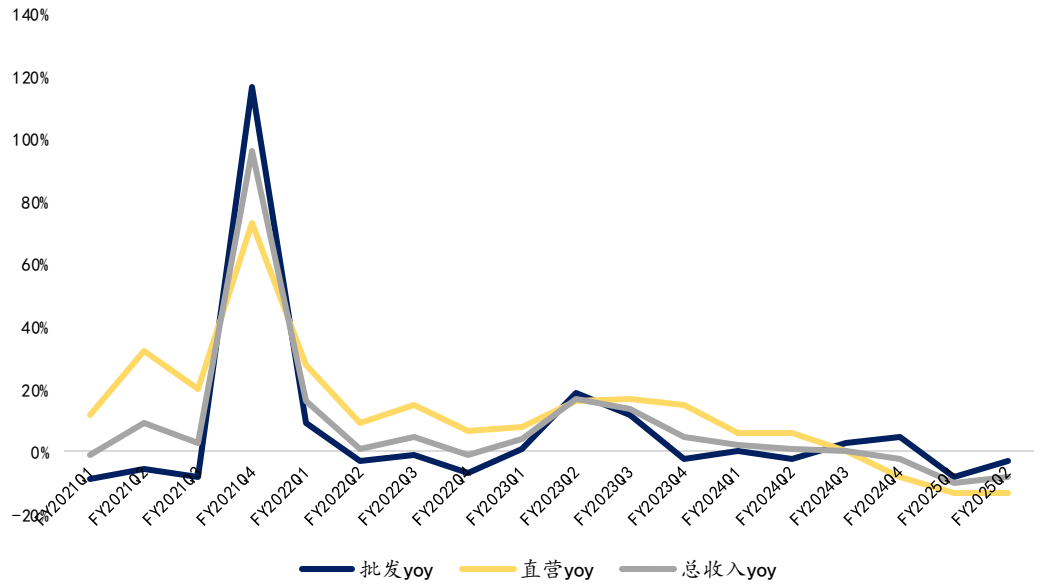
简历	
贺雁峰	Ohio University 体育管理硕士学位。2020 年退休之前, 在公司任职超过 32 年, 担任各种高级领导职务, 最近担任公司的消费者和市场总裁 (2018 年至 2020 年)。
唐若修	2005 年加入 eBay, 担任 eBay Marketplaces 总裁, 负责 eBay 的全球电子商务业务, 2008 年被任命为总裁兼首席执行官。在加入 ebay 之前, 他曾于 1999 年至 2005 年担任 bain&company 首席执行官兼全球总经理, 并于 1982 年至 1999 年担任总经理。

来源: ifind, 国金证券研究所

从经营结果来看, 耐克近年直营业务显著好于批发业务, 耐克拥抱 DTC 战略一开始收到了较为良好的效果, 公共卫生事件发生后 DTC 以及电商业务快速发展带动公司快速增长, DTC 业务占比从 FY2021Q1 (2020 年 6-8 月) 的 35% 提升至最高点接近 44%, 耐克股价也在 2021 年 11 月达到高点。但公共卫生事件过后, 线下消费逐步复苏, 以 Footlocker 为代表的顶级经销商耐克销售占比显著下降, 加盟渠道表现不佳拖累耐克整体表现, 而公司受耐克批发业务承压影响近年营收亦有较大压力。

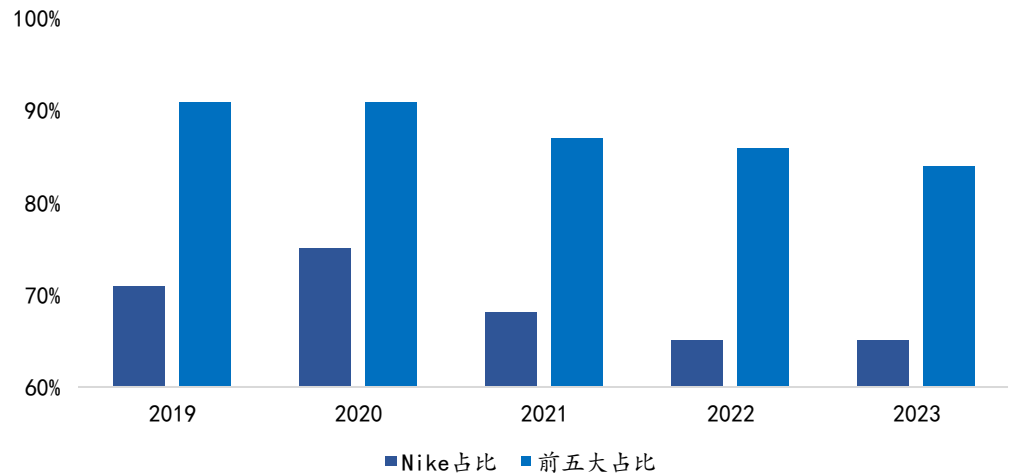


图表19: 耐克近年直营显著好于批发业务



来源: 耐克官网, 国金证券研究所(耐克财年为6月1日到下一年5月31日)

图表20: Footlocker 代销耐克比例近年明显走低



来源: Footlocker 官网, 国金证券研究所

新任 CEO 贺雁峰自 1988 年加入耐克, 曾担任耐克各种高级领导职务, 最近担任公司的消费者和市场总裁 (2018 年至 2020 年), 是耐克集团老将。贺雁峰的经营风格更贴近耐克传统的发展思路, 与唐若修任期内有较大不同, 此次上任后主要动作为修复与供应商的关系, 回归专业运动定位以及更聚焦品牌营销。目前耐克正处于转型调整中, 从最新季度情况来看, 耐克 FY25Q2 营收 123.5 亿美元, 同比下降 7.7%, 优于市场预期的下降 9.1%, 其中 DTC 业务收入下降 13%, 批发业务收入下降 3%, 显示出公司经营逐步筑底, 我们认为此次耐克换帅后所采取的经营战略与阿迪有相似之处, 耐克或复制阿迪复苏的路径。

从公司的情况来看, 从 FY2022 年开始 (2021 年 3 月) 随着新疆棉事件发酵叠加公共卫生事件反复, 公司营收承压, FY2024 年阿迪经营改善以及线下消费回暖带动公司营收增速有所好转。FY2025Q3 公司营收仍有下滑以及较高的库存水平反映出当前宏观消费环境仍有一定压力, 但随着耐克换帅后经营筑底向上, 叠加阿迪大中华区持续回暖, 期待公司后续表现持续改善。



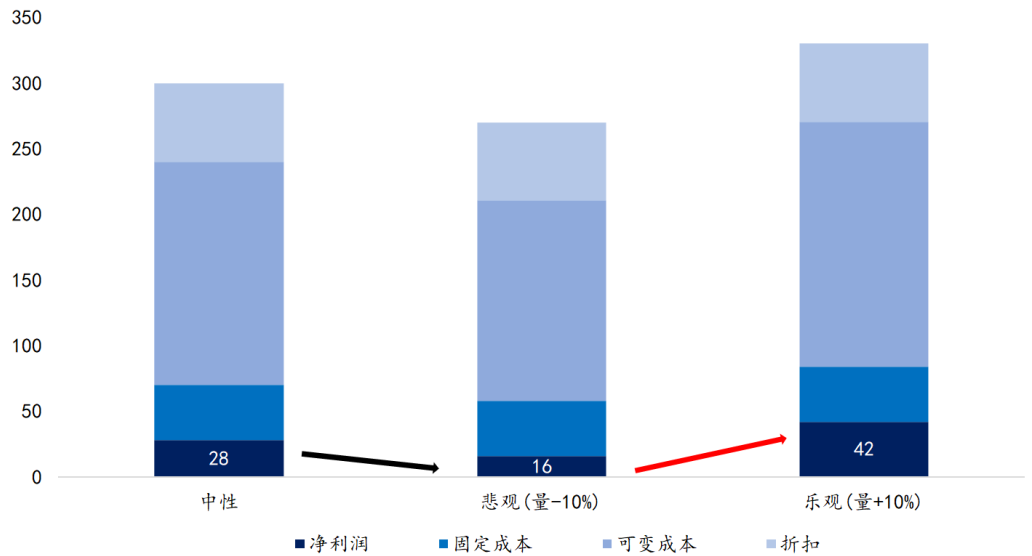
图表21: 公司目前经营筑底, 期待后续实现改善 (单位: 亿元)

	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025H1	FY2025Q3
营收/流水	360.20	318.78	270.74	289.50	130.55	-
yoy	6.91%	-11.50%	-15.07%	6.93%	-7.91%	中单位数下降
存货周转天数	109	129	147	134	145	-

来源: 公司公告, 国金证券研究所

从公司过去几年情况来看, 净利润波动幅度远大于营收。我们认为公司经营的特点具有显著的杠杆效应。我们以单店盈利模型为例, 根据我们的测算, 当经营情况好转时 (销量增长 10%, 折扣优化 2pct), 公司门店租赁、折旧摊销、部分员工工资等固定费用会被摊薄, 流水小幅增长将带动净利润大幅提升, 反之亦然。我们预计随着公司流水筑底恢复有望撬动盈利大幅回暖。

图表22: 公司经营具有显著的杠杆效应



中性收入		
量	比例	金额(元)
1		
货品ASP	100%	300
销售折扣	80%	
流水	80%	240
货品成本	58%	140
毛利率	42%	100
其中: 可变费用	13%	30
其中: 固定费用	18%	42
净利率	12%	28

悲观情境(量-10%)		
量	比例	金额(元)
0.9		
货品ASP	100%	300
销售折扣	78%	
流水	78%	211
货品成本	47%	126
毛利率	40%	85
其中: 可变费用	13%	27
其中: 固定费用	20%	42
净利率	7%	16
净利润变动	-44%	

乐观情境(量+10%)		
量	比例	金额(元)
1.1		
货品ASP	100%	300
销售折扣	82%	
流水	82%	271
货品成本	57%	154
毛利率	43%	117
其中: 可变费用	12%	33
其中: 固定费用	16%	42
净利率	15%	41.9
净利润变动	49.6%	

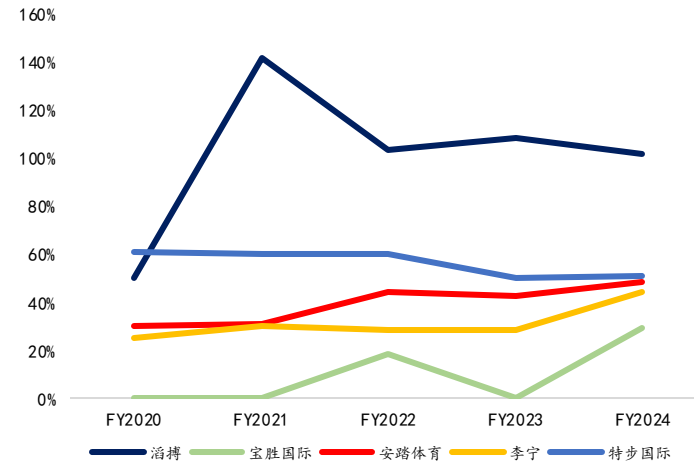
来源: 公司公告, 招股说明书, 国金证券研究所 (注: 该模型为公司单店盈利情况)



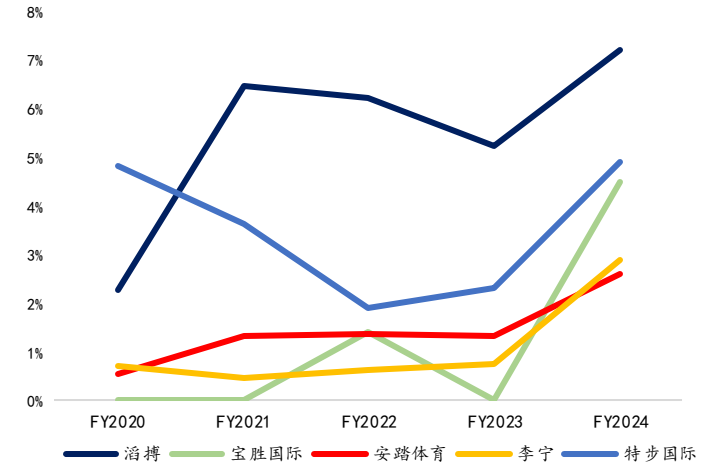
3.2、分红水平维持高位，重视公司作为高股息标的配置价值

当前 10 年期国债收益率跌破 1.70 关口，利率下行背景下高股息资产吸引力提升，公司近年分红率维持较高水平，近三年平均分红率达 104%，FY2024 股息率为 7.2%（股息率=每股现金分红/股价*100%，股价取当年年末最后一个交易日的收盘价），显著高于其他可比公司。从公司现金流情况来看，近年公司净现比维持在 1.4-3.0 之间，强劲现金流保障公司分红能力，我们建议重视公司作为高股息标的配置价值。

图表23：可比公司股利支付率



图表24：可比公司股息率



来源：ifind，国金证券研究所(注:除公司外 FY202X 对应其他公司 202X-1 年)

来源：ifind，国金证券研究所(注:除公司外 FY202X 对应其他公司 202X-1 年)

图表25：公司现金流情况优异 (单位：亿元)

	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025H1
归母净利润	23.0	27.7	24.5	18.4	22.1	8.7
经营性现金流量净额	64	47	57	44	31	26
净现比	2.78	1.70	2.33	2.40	1.40	2.97

来源：公司公告，国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

零售收入：随着公司“实体门店+社群+门店直播+特色 IP”的全域布局不断深化，零售收入韧性增强，我们预计 25-27 年零售业务收入分别为 226.92/240.65/255.03 亿元，同比变动-8.14%/6.05%/5.98%，预计未来 3 年占总收入比稳步提升。

批发收入：随着库存管理优化，为公司未来的批发业务恢复提供支持，我们预计 25-27 年批发业务收入分别为 39.01/40.18/42.19 亿元，同比变动-3.00%/3.00%/5.00%，预计未来 3 年占总收入比持平。

联营费用收入：联营费用收入是滔搏与品牌方/渠道商合作产生的非销售分成收入，具体包含运营支持费、营销分摊金、库存管理费等。由于整体经济环境和消费需求的波动，联营合作的零售商经营压力增加，我们预计 25-27 年联营费用收入分别为 1.44/1.37/1.34 亿元，同比下降-15.00%/-5.00%/-2.00%，预计未来 3 年占总收入比呈下降趋势。

电竞收入：电竞业务的战略价值较大，能够与运动鞋服业务形成协同效应，我们预计 25-27 年电竞业务收入分别为 0.39/0.39/0.39 亿元，收入和占总收入比都维持相对平稳。


图表26: 公司收入拆分表 (亿元)

	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	270.73	289.33	267.76	282.58	298.95
yoy	-15.07%	6.87%	-7.45%	5.53%	5.79%
毛利率	41.68%	41.75%	39.20%	39.80%	40.30%
零售收入	226.87	247.03	226.92	240.65	255.03
yoy	-13.92%	8.89%	-8.14%	6.05%	5.98%
占比	83.80%	85.38%	84.75%	85.16%	85.31%
批发收入	41.58	40.22	39.01	40.18	42.19
yoy	-20.35%	-3.27%	-3.00%	3.00%	5.00%
占比	15.36%	13.90%	14.57%	14.22%	14.11%
联营费用收入	1.75	1.70	1.44	1.37	1.34
yoy	-25.89%	-2.86%	-15.00%	-5.00%	-2.00%
占比	0.65%	0.59%	0.54%	0.49%	0.45%
电竞收入	0.54	0.39	0.39	0.39	0.39
yoy	-18.18%	-27.96%	-1.00%	0.00%	0.00%
占比	0.20%	0.13%	0.14%	0.14%	0.13%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

总毛利率: FY2025 年零售环境仍有压力, 叠加耐克品牌力有待修复, 公司折扣有一定压力, 毛利率有所下降, 随着耐克阿迪品牌力后续步入修复通道, 公司毛利率水平有望提升。我们预计 2025-2027 年公司毛利率分别为 39.20%/39.80%/40.30%。

费用率: 随着品牌合作的深化和数字化运营的推进, 销售费用投放效率将得到提升, 销售费用率有望下降, 我们预计 2025-2027 年公司销售费用率分别为 28.90%/28.60%/28.40%。随着管理体系优化, 公司管控能力提高, 预计 2025-2027 年公司管理费用率分别为 3.80%/3.60%/3.50%。

预计公司 2025-2027 年营收分别为 267.76/282.58/298.95 亿元, 同比变动分别为 -7.45%/5.53%/5.79%; 归母净利润分别为 13.82/16.76/19.98 亿元, 同变动分别为 -37.54%/21.31%/19.16%。

图表27: 公司财务数据预测表 (亿元)

	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
总收入	270.73	289.33	267.76	282.58	298.95
yoy	-15.07%	6.87%	-7.45%	5.53%	5.79%
毛利率	41.68%	41.75%	41.00%	41.20%	41.20%
销售费用率	29.74%	28.88%	28.90%	28.60%	28.40%
管理费用率	4.07%	3.86%	3.80%	3.60%	3.50%
营业利润率	7.87%	9.08%	6.50%	7.60%	8.40%
所得税率	20.92%	19.86%	19.86%	19.86%	19.86%
归母净利润	18.37	22.13	13.82	16.76	19.98
yoy	-24.93%	20.49%	-37.54%	21.31%	19.16%
净利润率	6.78%	7.65%	5.16%	5.93%	6.68%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

投资建议及估值

预计公司 FY2025-FY2027 年净利润分别为 13.82/16.76/19.98 亿元, 对应 EPS 分别为 0.22/0.27/0.32 元, PE 分别为 14/12/10 倍。我们选取 3 家体育行业可比公司对滔搏进行估值。我们认为公司当前经营已筑底, 不利因素已在股价中充分反映, 耐克阿迪复苏有望驱动公司股价出现戴维斯双击, 给予 FY2025 年 15 倍估值, 目标价 4.33 港元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。


图表28: 可比公司估值比较 (市盈率法)

代码	名称	股价 (元)	EPS				PE			
			FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E	FY2024E	FY2025E	FY2026E
3813.HK	宝胜国际	0.56	0.02	0.09	0.09	0.12	0.14	5.64	4.45	3.63
2020.HK	安踏体育	87.30	2.69	3.63	4.70	4.89	5.66	17.41	16.73	14.47
2331.HK	李宁	17.08	1.54	1.23	1.23	1.37	1.58	13.01	11.69	10.13
	平均值							12.02	10.96	9.41
1368.HK	滔搏	3.37	0.30	0.36	0.22	0.27	0.32	14.16	11.67	9.79

来源: ifind, 国金证券研究所 (宝胜国际采用2月28日同花顺一致预期, 滔搏、安踏、李宁采用国金预测数据)

五、风险提示

内需恢复不及预期: 当前我国消费仍存在波动, 若未来内需恢复不及预期, 可能对公司营收和业绩有影响。

行业竞争加剧: 体育服饰品牌竞争激烈, 若未来行业竞争进一步加剧可能影响公司经营情况。

耐克阿迪复苏不及预期: 我们预计耐克阿迪有望持续复苏, 若未来耐克/阿迪复苏进度不及预期, 可能会对公司的经营产生影响。


附录：三张报表预测摘要
损益表(人民币 百万)

	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
主营业务收入	31,877	27,073	28,933	26,776	28,258	29,895
增长率	-11.5%	-15.1%	6.9%	-7.5%	5.5%	5.8%
主营业务成本	18,052	15,789	16,852	16,280	17,012	17,848
%销售收入	56.6%	58.3%	58.2%	60.8%	60.2%	59.7%
毛利	13,824	11,284	12,081	10,496	11,247	12,048
%销售收入	43.4%	41.7%	41.8%	39.2%	39.8%	40.3%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	9,439	8,052	8,356	7,738	8,082	8,490
%销售收入	29.6%	29.7%	28.9%	28.9%	28.6%	28.4%
管理费用	1,293	1,101	1,115	1,018	1,017	1,046
%销售收入	4.1%	4.1%	3.9%	3.8%	3.6%	3.5%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	3,465	2,430	2,787	1,739	2,146	2,509
%销售收入	10.9%	9.0%	9.6%	6.5%	7.6%	8.4%
财务费用	139	107	27	15	55	18
%销售收入	0.4%	0.4%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	3,094	2,131	2,626	1,740	2,148	2,511
营业利润率	9.7%	7.9%	9.1%	6.5%	7.6%	8.4%
营业外收支						
税前利润	3,326	2,322	2,759	1,723	2,091	2,491
利润率	10.4%	8.6%	9.5%	6.4%	7.4%	8.3%
所得税	880	486	548	342	415	495
所得税率	26.4%	20.9%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%
净利润	2,447	1,837	2,211	1,381	1,675	1,996
少数股东损益	0	0	-2	-1	-1	-2
归属于母公司的净利润	2,447	1,837	2,213	1,382	1,677	1,998
净利率	7.7%	6.8%	7.6%	5.2%	5.9%	6.7%

现金流量表(人民币 百万)

	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
净利润	2,447	1,837	2,213	1,382	1,677	1,998
少数股东损益	0	0	-2	-1	-1	-2
非现金支出	147	-185	111	114	133	133
非经营收益						
营运资金变动	568	483	-867	-211	1,039	700
经营活动现金净流	5,690	4,351	3,129	1,359	2,935	2,929
资本开支	-716	-357	-397	-200	-200	-200
投资	0	-20	-26	0	0	0
其他	45	71	225	104	-2	-2
投资活动现金净流	-671	-306	-198	-96	-202	-202
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-2,922	122	-715	300	0	0
其他	-1,573	-3,562	-2,618	-1,973	-1,993	-1,993
筹资活动现金净流	-4,494	-3,440	-3,332	-1,673	-1,993	-1,993
现金净流量	524	605	-401	-410	741	734

资产负债表(人民币 百万)

	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
货币资金	1,753	2,357	1,956	1,546	2,287	3,021
应收款项	2,541	2,191	2,193	2,030	2,142	2,266
存货	6,686	6,247	6,284	6,331	6,474	6,495
其他流动资产	0	1,306	126	117	123	130
流动资产	10,980	12,101	10,559	10,024	11,026	11,911
%总资产	61.7%	71.9%	72.6%	70.6%	72.0%	73.0%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,009	733	639	765	878	981
%总资产	5.7%	4.4%	4.4%	5.4%	5.7%	6.0%
无形资产	4,193	3,498	2,881	2,881	2,881	2,881
非流动资产	6,816	4,719	3,985	4,182	4,295	4,397
%总资产	38.3%	28.1%	27.4%	29.4%	28.0%	27.0%
资产总计	17,796	16,821	14,544	14,205	15,321	16,309
短期借款	518	1,545	720	1,020	1,020	1,020
应付款项	927	991	387	362	425	496
其他流动负债	3,428	2,732	2,239	1,928	3,165	3,947
流动负债	4,873	5,268	3,347	3,310	4,611	5,463
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	2,342	1,719	1,347	1,524	1,524	1,524
负债	7,215	6,987	4,694	4,834	6,135	6,987
普通股股东权益	10,582	9,834	9,849	9,371	9,187	9,325
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	10,591	9,761	9,741	9,263	9,079	9,217
少数股东权益	0	0	2	0	-1	-2
负债股东权益合计	17,796	16,821	14,544	14,205	15,321	16,309
比率分析						
	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
每股指标						
每股收益	0.39	0.30	0.36	0.22	0.27	0.32
每股净资产	1.71	1.59	1.59	1.51	1.48	1.50
每股经营现金净流	0.92	0.70	0.50	0.22	0.47	0.47
每股股利	0.43	0.33	0.35	0.30	0.30	0.30
回报率						
净资产收益率	23.12%	18.68%	22.47%	14.75%	18.25%	21.43%
总资产收益率	13.75%	10.92%	15.22%	9.73%	10.94%	12.25%
投入资本收益率	22.96%	16.89%	21.13%	13.41%	16.85%	19.45%
增长率						
主营业务收入增长率	-11.48%	-15.07%	6.87%	-7.45%	5.53%	5.79%
EBIT增长率	-13.14%	-29.88%	14.69%	-37.60%	23.42%	16.94%
净利润增长率	-11.68%	-24.93%	20.49%	-37.54%	21.31%	19.16%
总资产增长率	0.51%	-5.48%	-13.54%	-2.33%	7.85%	6.45%
资产管理能力						
应收账款周转天数	18.5	14.4	14.8	17.2	16.1	16.1
存货周转天数	128.6	147.4	133.8	139.5	135.5	130.8
应付账款周转天数	13.7	21.9	14.7	8.3	8.3	9.3
固定资产周转天数	11.5	11.6	8.5	9.4	10.5	11.2
偿债能力						
净负债/股东权益	10.47%	9.01%	1.13%	10.65%	2.80%	-5.11%
EBIT利息保障倍数	15.9	11.5	18.9	15.4	16.2	18.9
资产负债率	40.54%	41.54%	32.27%	34.03%	40.04%	42.84%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	14	30
增持	0	0	0	2	3
中性	0	0	0	2	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.33	1.25

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	地址：北京市东城区建内大街26号	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心



紫竹国际大厦 5 楼

新闻大厦 8 层南侧

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究