

滔搏 (06110.HK)

Q3 销售仍有波动，关注品牌伙伴去库和上新节奏

事件：滔搏发布季度经营公告，FY2026Q3 (2025年9-11月)公司全渠道销售额 (零售流水及批发发货金额，含税) 同比下降高单位数，直营门店毛销售面积环比/同比-1.3%/-13.4%。

面对客流波动+渠道关店，FY2026Q3 线下销售或仍有压力。FY2026Q3 公司销售下降高单位数，其中我们预计零售流水表现优于批发发货表现，而在零售业务中我们预计线下销售或仍有下降，原因在于：1) 线下渠道关店，FY2026H1 公司门店数量净关 332 家至 4688 家，截至 2025 年 11 月末线下直营门店毛销售面积同比下降 13.4%，环比 8 月末下降 1.3%；2) 消费环境波动以及市场竞争，我们判断线下门店或仍然存在客流以及折扣压力。对于零售业务未来趋势，我们认为在经过 FY2025 以及 FY2026H1 的门店调整后，我们预计 FY2026H2 净关店数量较 FY2026H1 有望减少，同时在经过低效门店的出清后，门店平均质量也在同步提升。

我们预计 FY2026Q3 电商或延续增长势头。在公司卓越的电商运营能力下，公司线上销售或仍保持增长势头，公司持续强化电商体系建设，一方面以线下门店为依托，延展实体门店线上边界，搭建门店抖音直播、小红书、微信小程序、即时零售等渠道；另一方面提升平台电商以及内容电商的精细化运营能力。

针对户外以及跑步赛道，公司推进新品牌/业态布局。公司重点深化跑步和户外细分赛道的品牌布局，接连开启与跑步品牌 Norda、soar、Ciele 和户外品牌 Norrøna 的合作，满足消费者差异化需求，同时公司建立跑步生态品牌 etkos，并在上海开设门店，期内 etkos 亮相上海马拉松，吸引跑者人群关注。中长期来看滔搏将凭借自身在营销、零售等多层面的优势，帮助新品牌拓展市场，共享赛道机遇。

展望 FY2026，我们预计公司归母净利润或有下降，中长期关注 Nike 库存去化以及新品销售表现。我们判断目前消费环境整体仍较为波动，从而对公司终端销售造成负面压力，基于前三季度的经营表现，我们预计公司 FY2026 收入下降 7%，归母净利润下降 4% 左右。

目前公司主力品牌中 adidas 在大中华区或有相对优异的销售表现 (货币中性基础上 2025 年 7~9 月公司大中华区收入增长 6%)，Nike 自身在大中华区仍处于去库过程中 (货币中性基础上 2025 年 9-11 月 Nike 大中华区收入下降 16%)，针对零售商的库存问题，Nike 进行旧品库存回购、同时对于 26 春夏产品谨慎发货，长期来看 Nike 作为全球领先的运动品牌，品牌力卓越，产品结构不断优化，其在大中华区的经营表现有望逐步改善。

盈利预测与投资建议：公司作为运动鞋服下游渠道龙头公司，终端门店结构优化，数字化转型带动零售效率提升，高效的会员运营持续巩固用户粘性，我们预计公司 FY2026-FY2028 归母净利润分别为 12.29/13.79/15.33 亿元，现价对应 FY2026PE 为 14 倍，维持“买入”评级。

风险提示：终端销售放缓；品牌方合作变化带来经营风险，门店优化不及预期。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	28,933	27,013	25,062	26,725	28,384
增长率 yoy (%)	6.9	-6.6	-7.2	6.6	6.2
归母净利润 (百万元)	2,213	1,286	1,229	1,379	1,533
增长率 yoy (%)	20.5	-41.9	-4.4	12.2	11.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.36	0.21	0.20	0.22	0.25
净资产收益率 (%)	22.4	14.2	13.6	15.2	16.9
P/E (倍)	7.9	13.6	14.3	12.7	11.5
P/B (倍)	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9

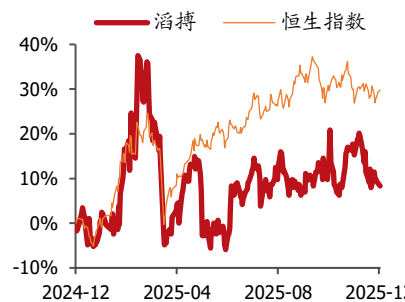
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 12 月 22 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	专业连锁 II
前次评级	买入
12 月 22 日收盘价 (港元)	3.12
总市值 (百万港元)	19,347.81
总股本 (百万股)	6,201.22
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	9.79

股价走势



作者

分析师 杨莹
执业证书编号：S0680520070003
邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜
执业证书编号：S0680523080004
邮箱：houziye@gszq.com

分析师 王佳伟
执业证书编号：S0680524060004
邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《滔搏 (06110.HK)：卓越零售能力构建竞争壁垒，高分红回馈投资者》 2025-11-20
- 《滔搏 (06110.HK)：FY26H1 线下调整，电商增速优异，库存稳健》 2025-10-23
- 《滔搏 (06110.HK)：FY2026Q1 销售下降中单位数，整体表现符合预期》 2025-06-25

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	10559	10986	10966	11262	10987
现金	1956	2587	2397	2660	1980
应收账款及票据	1330	752	1176	606	1287
其他应收款	864	646	970	754	1078
存货	6284	6004	5421	6240	5644
其他流动资产	126	997	1002	1003	1000
非流动资产	3985	3916	3991	4174	4286
固定资产	639	541	585	613	638
无形资产	2881	2864	2919	3073	3153
其他非流动资产	465	510	488	487	495
资产总计	14544	14903	14957	15435	15273
流动负债	3347	4496	4551	5029	4867
短期借款	720	2130	1425	1778	1601
应付账款及票据	387	343	758	874	893
其他流动负债	2239	2023	2367	2377	2372
非流动负债	1347	1347	1347	1347	1347
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1347	1347	1347	1347	1347
负债合计	4694	5844	5898	6376	6214
股本	0	0	0	0	0
股本溢价	1697	1746	1746	1746	1746
其他储备	8152	7312	7312	7312	7312
归属母公司股东权益	9849	9059	9059	9059	9059
少数股东权益	2	0	0	0	0
负债和股东权益	14544	14903	14957	15435	15273

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3129	3755	3742	4788	4846
净利润	2213	1286	1229	1379	1533
折旧摊销	1672	1460	2002	3412	3795
营运资金变动	-867	898	594	94	-395
其他经营现金流	111	111	-84	-96	-87
投资活动现金流	-198	-298	-1932	-3446	-3754
资本支出	-397	-373	-98	-183	-105
长期投资	-26	0	-2002	-3412	-3795
其他投资现金流	225	75	167	149	146
筹资活动现金流	-3332	-2826	-2000	-1080	-1772
长期借款	-715	445	0	0	0
股本增加	0	0	0	0	0
支付股利	-2233	-2109	-1229	-1379	-1533
其他筹资现金流	-385	-1163		299	-240
现金净增加额	-401	631	-190	262	-680

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	28933	27013	25062	26725	28384
营业成本	16852	16630	15424	16325	17232
销售费用	8356	7944	7318	7830	8316
管理费用	1115	996	890	962	1022
财务费用	27	33	66	54	63
营业利润	2758	1561	1514	1704	1901
其他收益及亏损	1	-2	-2	-2	-2
利润总额	2759	1560	1513	1702	1899
所得税	548	275	283	323	367
净利润	2211	1285	1229	1379	1533
少数股东损益	-2	-1	0	0	0
归属母公司净利润	2213	1286	1229	1379	1533
EBITDA	4458	3053	3581	5168	5758
EPS (元)	0.36	0.21	0.20	0.22	0.25

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	6.9	-6.6	-7.2	6.6	6.2
营业利润(%)	18.8	-43.4	-3.0	12.5	11.6
归属于母公司净利润(%)	20.5	-41.9	-4.4	12.2	11.2
获利能力					
毛利率(%)	41.8	38.4	38.5	38.9	39.3
净利率(%)	7.6	4.8	4.9	5.2	5.4
ROE(%)	22.4	14.2	13.6	15.2	16.9
ROIC(%)	18.7	10.5	10.8	11.7	13.2
偿债能力					
资产负债率(%)	33.5	39.2	39.4	41.3	40.7
净负债比率(%)	27.8	35.9	38.6	41.0	46.7
流动比率	3.2	2.4	2.4	2.2	2.3
速动比率	1.3	1.1	1.2	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.8	1.8	1.7	1.8	1.8
应收账款周转率	24.3	26.0	26.0	30.0	30.0
应付账款周转率	24.5	45.5	28.0	20.0	19.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.21	0.20	0.22	0.25
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.61	0.60	0.77	0.78
每股净资产(最新摊薄)	1.59	1.46	1.46	1.46	1.46
估值比率					
P/E	7.9	13.6	14.3	12.7	11.5
P/B	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9
EV/EBITDA	4.0	6.0	5.0	3.5	3.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 12 月 22 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com