

2025 年 12 月 24 日

投资评级： 买入（维持）

证券分析师

符超然
SAC: S1350525050004
fuchaoran@huayuanstock.com

联系人

周宸宇
zhouchenyu@huayuanstock.com

市场表现：



| 基本数据 | 2025 年 12 月 23 日 |
|--------------|------------------|
| 收盘价（港元） | 2.98 |
| 一年内最高/最低（港元） | 4.13/2.60 |
| 总市值（百万港元） | 18,479.64 |
| 流通市值（百万港元） | 18,479.64 |
| 资产负债率（%） | 45.18 |

资料来源：聚源数据

滔搏 (06110. HK)

——三季度零售下滑高单位数，静待 Nike 大中华区调整效果

投资要点：

- **FY25/26 第三季度零售下滑高单位数，整体符合预期。**公司发布 2025/26 财年第三季度运营表现公告，FY25/26Q3 总零售金额（含零售及批发）同比下降高单位数，整体符合预期。从门店网络优化看，截至 2025 年 11 月 30 日，直营门店毛销售面积同比-13.4%、环比-1.3%，公司关店节奏趋缓，预计 FY26 关店数较 FY25 减少。
- **Nike 与经销商加强合作，多项举措或助滔搏减压增收。**据 Nike 官网，Nike FY26Q2 营收同比+1%（剔除汇兑变动），超市场预期，北美大区引领大盘增长，但大中华区受经济环境影响营收同比-16%（剔除汇兑变动），其中，大中华区批发渠道同比-15%。Nike 已意识到大中华区存在的问题，并将与滔搏等经销商密切合作，通过：1）清理老旧库存；2）更精准的消费细分选品；3）更有力的品牌故事；4）更高阶的视觉陈列等方式重塑品牌形象，恢复大中华区盈利增长。
- **核心国际品牌势能逐步修复，新品牌助公司多元化布局。**公司与国际头部品牌耐克、阿迪深度合作，伴随近年阿迪、耐克高层调整，后续有望重拾增长，驱动公司业务上行。从阿迪角度看，独家合作的阿迪达斯先锋运动门店（Future Of Style）已开业，有望助推公司阿迪代理业务迈向新高度；从耐克角度看，新 CEO 埃利奥特·希尔上台，有望推动第三方经销商获取更多品牌支持政策，利好公司未来发展。此外，公司近期引进跑步品牌 Soar、Norda 以及顶级户外品牌 NORRONA，Soar 于“上马”期间推出城市配色，而 NORRONA 则于 10 月 15 日在上海浦东嘉里城开出中国首店，多元化的品牌布局有望助公司拓宽客群，打开业绩新增长极。
- **盈利预测与评级：**滔搏作为国内头部运动服饰经销公司，具备行业领先的经销渠道及代销品牌资源，与国际品牌深度合作夯实营收基本盘，且借助公司渠道及品牌优势不断外拓新品牌，有望获得新增长驱动。我们预计公司 FY2026–FY2028 归母净利润分别 12.87 亿元/14.79 亿元/16.84 亿元，同比分别增长 0.09%/14.91%/13.88%。考虑到公司在运动服饰经销行业具备渠道、品牌资源、会员忠诚度、数字化管理优势以及主要代理品牌势能逐步修复或具备修复预期、新晋代理品牌有望助公司拓展新客群，维持“买入”评级。
- **风险提示。**零售环境修复不及预期风险，国际品牌发展不及预期风险，新品牌拓展不及预期风险。

盈利预测与估值（人民币）

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 28933.20 | 27012.90 | 26443.89 | 27988.96 | 29596.54 |
| 同比增长率（%） | 6.87% | -6.64% | -2.11% | 5.84% | 5.74% |
| 归母净利润（百万元） | 2213.00 | 1286.00 | 1287.14 | 1479.10 | 1684.47 |
| 同比增长率（%） | 20.49% | -41.89% | 0.09% | 14.91% | 13.88% |
| 每股收益（元/股） | 0.36 | 0.21 | 0.21 | 0.24 | 0.27 |
| ROE（%） | 22.47% | 14.20% | 12.44% | 12.51% | 12.47% |
| 市盈率（P/E） | 7.73 | 13.30 | 13.29 | 11.57 | 10.16 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

| 损益表 | | | | | 资产负债表 | | | | |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 单位：人民币(百万) | | | | | 单位：人民币(百万) | | | | |
| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 营业收入 | 27,013 | 26,444 | 27,989 | 29,597 | 货币资金 | 2,587 | 5,087 | 7,027 | 9,027 |
| 增长率 | -6.6% | -2.1% | 5.8% | 5.7% | 应收款项 | 1,398 | 1,316 | 1,357 | 1,398 |
| 营业成本 | 16,630 | 16,237 | 17,129 | 18,054 | 存货 | 6,004 | 5,412 | 5,472 | 5,516 |
| %销售收入 | 61.6% | 61.4% | 61.2% | 61.0% | 其他流动资产 | 997 | 782 | 728 | 651 |
| 毛利 | 10,383 | 10,207 | 10,860 | 11,543 | 流动资产 | 10,986 | 12,598 | 14,584 | 16,592 |
| %销售收入 | 38.4% | 38.6% | 38.8% | 39.0% | 权益性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 固定资产 | 541 | 530 | 532 | 541 |
| %销售收入 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 无形资产 | 2,864 | 2,175 | 1,735 | 1,470 |
| 销售费用 | 7,944 | 7,669 | 8,033 | 8,405 | 非流动资产 | 3,916 | 3,204 | 2,766 | 2,509 |
| %销售收入 | 29.4% | 29.0% | 28.7% | 28.4% | 资产总计 | 14,903 | 15,803 | 17,350 | 19,101 |
| 管理费用 | 996 | 926 | 966 | 1,006 | 应付款项 | 343 | 361 | 371 | 381 |
| %销售收入 | 3.7% | 3.5% | 3.5% | 3.4% | 短期借款 | 2,130 | 2,130 | 2,130 | 2,130 |
| 研发费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他流动负债 | 2,023 | 1,957 | 2,015 | 2,072 |
| %销售收入 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 流动负债 | 4,496 | 4,448 | 4,516 | 4,583 |
| 财务费用 | 33 | 47 | 40 | 31 | 长期债务 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %销售收入 | 0.1% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 其他长期负债 | 1,347 | 1,009 | 1,009 | 1,009 |
| 息税前利润 (EBIT) | 1,593 | 1,613 | 1,861 | 2,131 | 非流动负债 | 1,347 | 1,009 | 1,009 | 1,009 |
| %销售收入 | 5.9% | 6.1% | 6.6% | 7.2% | 负债总计 | 5,844 | 5,456 | 5,525 | 5,592 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司股东权益 | 9,059 | 10,346 | 11,825 | 13,509 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 除税前利润 | 1,560 | 1,566 | 1,822 | 2,100 | 负债股东权益合计 | 14,903 | 15,803 | 17,350 | 19,101 |
| 利润率 | 5.8% | 5.9% | 6.5% | 7.1% | 比率分析 | | | | |
| 所得税 | 275 | 279 | 342 | 416 | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 所得税率 | 17.6% | 17.8% | 18.8% | 19.8% | 每股指标 | | | | |
| 净利润 (含少数股东损益) | 1,285 | 1,287 | 1,479 | 1,684 | 每股收益 | 0.21 | 0.21 | 0.24 | 0.27 |
| 少数股东损益 | -1 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产 | 1.46 | 1.67 | 1.91 | 2.18 |
| 归属于母公司的净利润 | 1,286 | 1,287 | 1,479 | 1,684 | 每股经营现金净流 | 0.61 | 0.55 | 0.42 | 0.44 |
| 增长率 | -41.9% | 0.1% | 14.9% | 13.9% | 每股股利 | 0.28 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 净利率 | 4.8% | 4.9% | 5.3% | 5.7% | 回报率 | | | | |
| 现金流量表 | | | | | 净资产收益率 | 14.20% | 12.44% | 12.51% | 12.47% |
| 单位：人民币(百万) | | | | | 总资产收益率 | 8.63% | 8.15% | 8.52% | 8.82% |
| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 投入资本收益率 | 11.73% | 10.63% | 10.83% | 10.93% |
| 净利润 | 1,286 | 1,287 | 1,479 | 1,684 | 增长率 | | | | |
| 少数股东损益 | -1 | 0 | 0 | 0 | 营业收入增长率 | -6.64% | -2.11% | 5.84% | 5.74% |
| 营运资金变动 | 846 | 840 | 23 | 58 | EBIT增长率 | -42.84% | 1.28% | 15.39% | 14.49% |
| 其他变动 | 1,625 | 1,286 | 1,114 | 1,013 | 净利润增长率 | -41.89% | 0.09% | 14.91% | 13.88% |
| 经营活动现金流量净额 | 3,755 | 3,413 | 2,616 | 2,756 | 总资产增长率 | 2.46% | 6.04% | 9.79% | 10.09% |
| 资本开支 | -373 | -500 | -560 | -620 | 资产管理能力 | | | | |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转天数 | 13.9 | 10.1 | 9.7 | 9.6 |
| 其他 | 75 | -327 | 0 | 0 | 存货周转天数 | 133.0 | 126.6 | 114.4 | 109.6 |
| 投资活动现金流量净额 | -298 | -827 | -560 | -620 | 应付账款周转天数 | 7.9 | 7.8 | 7.7 | 7.5 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 7.9 | 7.3 | 6.8 | 6.5 |
| 债权募资 | 445 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | |
| 其他 | -3,271 | -86 | -116 | -136 | 流动比率 | 2.44 | 2.83 | 3.23 | 3.62 |
| 筹资活动现金流量净额 | -2,826 | -86 | -116 | -136 | 速动比率 | 0.89 | 1.44 | 1.86 | 2.27 |
| 现金净变动 | 631 | 2,500 | 1,940 | 2,000 | 净负债/股东权益 | -5.05% | -28.59% | -41.42% | -51.05% |
| | | | | | EBIT利息保障倍数 | 13.5 | 18.8 | 16.0 | 15.7 |
| | | | | | 资产负债率 | 39.21% | 34.53% | 31.84% | 29.27% |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。