

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

滔搏 (6110.HK)

投资评级 无评级

上次评级 无评级

姜文镔 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

刘田田 纺织服饰行业分析师

执业编号: S1500525120001

邮箱: liutiantian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

短期承压基本符合预期，深化协同静待转机

2025 年 12 月 28 日

事件：公司发布 2025/26 财年第三季度运营表现，公司零售及批发业务的总销售金额同比下降高单位数，与此前业绩指引趋势相符。

从渠道与运营表现来看，零售业务表现继续优于批发业务，折扣和库存情况可控，体现出公司较强的零售管理能力。分渠道看，零售下滑的幅度小于批发，分线上线下看，线下呈改善，线上进入高基数增速转弱。折扣管理方面，直营零售整体折扣率同比仍有所加深，得益于线下线上增速差收窄，折扣加深的幅度较上半财年收窄。库存管理上，期末库存总额同比保持下降，周转效率维持良好，库龄结构环比略有改善。门店网络持续优化，截至三季度末，直营门店毛销售面积同比减少 13.4%，环比减少 1.3%，关店速度较第二季度有所放缓。

公司与核心品牌协同持续深化，未来有望一起实现复苏。耐克近期发布的业绩短期压力较大，公司与耐克在对中国市场面临的客流压力、售罄率偏弱及库存挑战上面临类似压力。双方未来将协同渡过难关：一是货品支持，耐克明确将加大旧货回收力度，并对回收库存进行减值处理，优化渠道库存结构；同时已对 2026 年春夏订单进行调整以控制新货发货。二是市场治理，双方正重点联手规范线上市场秩序、推动价格统一管理。我们认为滔搏有望与核心客户一起穿过低谷，未来迎来反弹。

公司持续推进新业务布局，新增长曲线可期。公司于专业细分赛道的拓展稳步推进并已落地。跑步品类方面，旗下跑步品牌集合店 ektos 已成功落地，并通过亮相上海马拉松等顶级赛事强化品牌认知与社群联结。户外品类则通过独家代理挪威高端户外品牌 Norrøna 实现突破，首店已开设，未来计划在更多城市拓展。滔搏正通过新品类持续打造新增长曲线。

全年财务指引保守，长期乐观。财务指引方面，公司指出进入 12 月以来终端需求波动加剧，经营压力显著增大，此前设定的“全年净利润同比持平”的目标预计将出现可控范围内的偏差。未来公司持“短期谨慎、长期乐观”的态度。

盈利预测：我们预计公司 FY2026-2028 财年归母净利润为 12.85/13.97/15.28 亿港元，对应 PE 分别为 14.52X、13.36X、12.21X。

风险提示：Nike 品牌恢复不及预期、线下零售持续承压、新业务拓展不及预期。

重要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万港元)	27013	25153	26536	27757
增长率 YoY %	-7%	-7%	6%	5%
归属母公司净利润(百万港元)	1286	1285	1397	1528
增长率 YoY%	-42%	0%	9%	9%
EPS(摊薄)(港元)	0.21	0.21	0.23	0.25
市盈率 P/E(倍)	16.25	14.52	13.36	12.21

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 12 月 26 日收盘价

资产负债表					百万港元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E					
流动资产	10,986	11,647	12,452	15,044					
现金	2,587	3,425	4,330	6,139					
应收账款及票据	752	945	979	1,002					
存货	6,004	5,730	5,882	6,184					
其他	1,643	1,547	1,261	1,719					
非流动资产	3,916	3,709	3,364	3,257					
固定资产	541	386	141	86					
无形资产	2,864	2,824	2,724	2,672					
其他	510	499	499	499					
资产总计	14,903	15,355	15,816	18,301					
流动负债	4,496	4,793	4,500	6,157					
短期借款	2,130	2,130	2,130	2,130					
应付账款及票据	343	540	350	524					
其他	2,023	2,123	2,020	3,503					
非流动负债	1,347	1,009	1,009	1,009					
长期债务	0	0	0	0					
其他	1,347	1,009	1,009	1,009					
负债合计	5,844	5,801	5,509	7,166					
普通股股本	0	0	0	0					
储备	8,919	9,414	10,169	10,998					
归属母公司股东权益	9,059	9,555	10,309	11,139					
少数股东权益	0	-1	-2	-3					
股东权益合计	9,059	9,554	10,307	11,136					
负债和股东权益	14,903	15,355	15,816	18,301					

现金流量表					百万港元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E					
经营活动现金流	3,755	1,568	1,034	2,220					
净利润	1,286	1,285	1,397	1,528					
少数股东权益	-1	-1	-1	-1					
折旧摊销	1,460	0	0	0					
营运资金变动及其他	1,010	284	-362	693					
投资活动现金流	-298	58	514	288					
资本支出	-373	196	344	107					
其他投资	75	-138	170	180					
筹资活动现金流	-2,826	-790	-643	-698					
借款增加	445	0	0	0					
普通股增加	0	0	0	0					
已付股利	-2,109	-790	-643	-698					
其他	-1,163	0	0	0					
现金净增加额	631	837	905	1,809					

利润表					百万港元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E					
营业收入	27,013	25,153	26,536	27,757					
其他收入	0	0	0	0					
营业成本	16,630	15,218	16,028	16,737					
销售费用	7,944	7,557	7,946	8,271					
管理费用	996	973	1,009	1,051					
研发费用	0	0	0	0					
财务费用	33	0	0	0					
除税前溢利	1,560	1,595	1,723	1,878					
所得税	275	311	327	351					
净利润	1,285	1,285	1,396	1,527					
少数股东损益	-1	-1	-1	-1					
归属母公司净利润	1,286	1,285	1,397	1,528					
EBIT	1,593	1,595	1,723	1,878					
EBITDA	3,053	1,595	1,723	1,878					
EPS (元)	0.21	0.21	0.23	0.25					

主要财务比率	百万港元			
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	-6.64%	-6.89%	5.50%	4.60%
归属母公司净利润	-41.89	-0.05%	8.68%	9.40%
获利能力				
毛利率	38.44%	39.50%	39.60%	39.70%
销售净利率	4.76%	5.11%	5.26%	5.51%
ROE	14.20%	13.45%	13.55%	13.72%
ROIC	11.73%	10.99%	11.22%	11.51%
偿债能力				
资产负债率	39.21%	37.78%	34.83%	39.15%
净负债比率	-5.05%	-13.55%	-21.34%	-36.00%
流动比率	2.44	2.43	2.77	2.44
速动比率	0.89	1.08	1.34	1.35
营运能力				
总资产周转率	1.83	1.66	1.70	1.63
应收账款周转率	25.96	29.64	27.58	28.02
应付账款周转率	45.53	34.47	36.05	38.33
每股指标（元）				
每股收益	0.21	0.21	0.23	0.25
每股经营现金流	0.61	0.25	0.17	0.36
每股净资产	1.46	1.54	1.66	1.80

研究团队简介

姜文锬，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。