

宝胜国际 (03813.HK)

上半年收入增长 11%，店效坪效均双位数增长

买入

核心观点

上半年收入增长 11%，净利润大幅改善。2023H1 在去年低基数基础上伴随客流量和客单价同比均高单位数增长，收入同比+11.1%至 109.6 亿元，归母净利润 3.1 亿元，同比+1654.2%。公司毛利率 33.5%，同比下降 1.9 个百分点，主要因一方面折扣同比较差，但 Q2 相较 Q1 有低单位数改善；另一方面渠道结构变化，加盟渠道占比提升。销售及管理费用率 30.2%，同比下降 4.8 个百分点，主要受益于店数下降但店效坪效同比均有双位数以上增长、销售增长带来经营杠杆作用、积极推动租金管控及降本增效。上半年经营利润率/净利率分别为 4.3%/2.8%，同比提升 2.2/2.6 个百分点。通过与品牌合作伙伴高效存货共享的全渠道枢纽计划等，提升库存管理效率，2023H1 末存货周转天数 133 天，同比/环比减少 69/75 天，库存水平下降 23.1%。

二季度收入增长与利润率改善提速。2023Q2 公司收入同比+16.8%至 51.2 亿元，其中 4/5/6 月分别同比+53.4%/+6.6%/-0.4%。净利润同比+201.0%至 0.9 亿元。Q2 毛利率 33.4%，同比-2.0 个百分点，毛利率下降主要因加盟渠道收入占比提升；销售和管理费用率 31.7%，同比下降 5.6 个百分点；经营利润率/净利率分别为 2.7%/1.7%，分别同比提升 2.4/3.6 个百分点。

门店精细化运营、同店增长加速，数位化转型下泛微店增长强劲。1) **精细化零售策略下，同店、坪效均双位数增长。**本季度净闭 193 家直营店，上半年合计关闭 370 家至 3723 家直营店，其中店铺面积超过 300 平米的店铺数占比达到 20%，较 2022 年末提升 1%；平均店铺面积同比高单位数增长；随客流恢复 Q2 同店销售同比+12.7%；坪效同比双位数增长。2) **加速数位化转型：泛微店生态圈作为私域流量渠道日益重要，主要涵盖微店、都有直播带货和商场会员平台，**2023H1 泛微店同比强劲增长 56%，占总营收 12.6%，占线下直营销售 19.2%，Q2 占线下直营销售 20.5%，环比提升 2.5 个百分点。

风险提示：品牌形象受损；渠道改革不及预期；系统性风险。

投资建议：关注业绩拐点，看好复苏与高质量成长。2023 年二季度伴随线下客流进一步恢复，公司受量价提升、店效坪效共同提升推动，收入加速增长；同时受益于精细化运营、释放营运杠杆效应叠加低基数，净利润大幅增长，看好今年消费复苏下公司销售向好并持续释放盈利弹性，以及全渠道、数位化转型策略下全渠道和泛微店收入快速提升。我们维持盈利预测，预计 2023~2025 年净利润 4.7/5.9/7.6 亿元，同比 429%/24%/29%，维持 0.77~0.88 港元的合理估值区间，对应 2024 年 7-8x PE，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	23,350	18,638	21,256	23,390	25,864
(+/-%)	-8.8%	-20.2%	14.0%	10.0%	10.6%
净利润(百万元)	356.587	89.164	471.689	584.789	755.26
(+/-%)	17.7%	-75.0%	429.0%	24.0%	29.2%
每股收益(元)	0.07	0.02	0.09	0.11	0.14
经营利润率	4.0%	2.2%	4.0%	4.5%	5.1%
净资产收益率(ROE)	4.4%	1.1%	5.6%	6.5%	8.0%
市盈率(PE)	8.0	31.9	6.0	4.9	3.8
EV/EBITDA	4.8	5.0	16.3	11.3	10.0
市净率(PB)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

纺织服饰·服装家纺

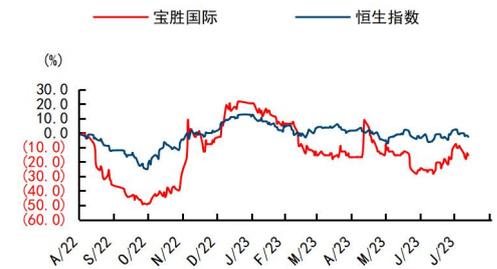
证券分析师：丁诗洁 证券分析师：刘佳琪
0755-81981391 010-88005446
dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn
S0980520040004 S0980523070003

联系人：关竣尹
0755-81982834
guanjunyin@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	0.77 - 0.88 港元
收盘价	0.66 港元
总市值/流通市值	3515/3515 百万港元
52 周最高价/最低价	1.50/0.38 港元
近 3 个月日均成交额	4.55 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宝胜国际 (03813.HK) —— 一季度净利润增长 116%，销售回升释放盈利弹性》——2023-05-12
- 《宝胜国际 (03813.HK) —— 全年业绩下滑 75%，泛微店生态圈拉动增长》——2023-03-17
- 《宝胜国际 (03813.HK) —— 三季度收入下滑 8%，毛利率同比改善》——2022-11-13
- 《宝胜国际 (03813.HK) —— 二季度收入下滑 24%，渠道组合优化》——2022-08-14
- 《宝胜国际 (03813.HK) —— 2022 年一季度收入下滑 25%，毛利率同比提升》——2022-05-15

图1：公司半年度营业收入及增速



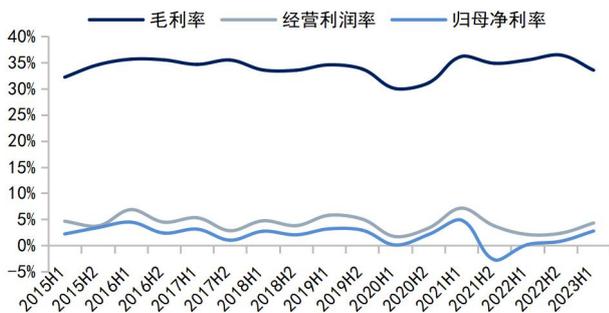
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司半年度净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司半年度利润率水平



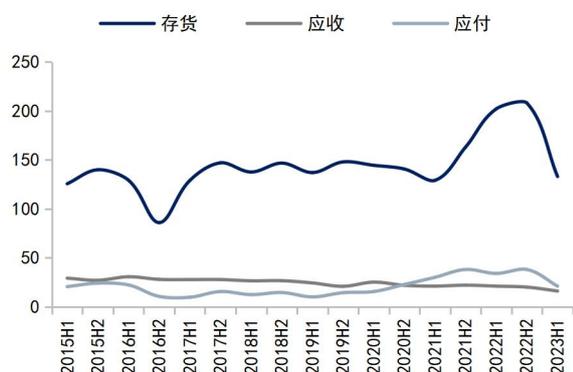
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司半年度费用率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司营运资金周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司泛微店贡献线下直营销售比重



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：公司门店数量

	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY2021	FY2022	FY2023 Q2
直营	4,398	4,420	4,916	5,365	5,560	5,465	5,648	5,883	5,240	4,631	4,093	3,723
批发	3,024	2,896	3,046	3,132	3,199	3,313	3,551	3,950	3,835	3,786	3,200	-
合计	7,422	7,316	7,962	8,497	8,759	8,778	9,199	9,833	9,075	8,417	7,293	-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：公司季度营业收入及增速



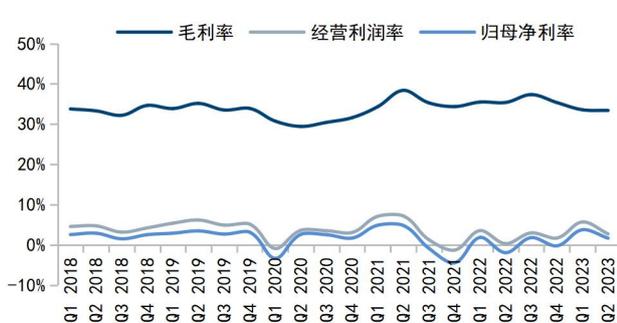
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司季度净利润及增速



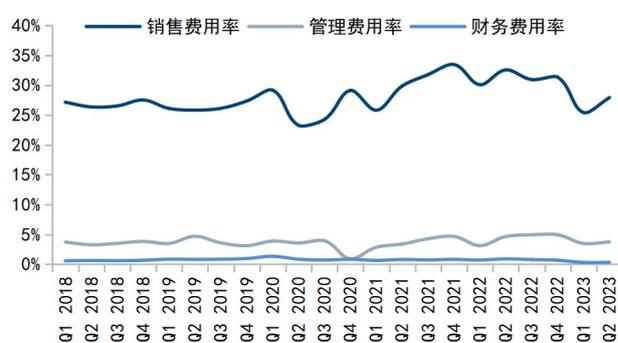
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司季度利润率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司季度费用率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：关注业绩拐点，看好复苏与高质量成长

公司 2022 年销售持续承压，通过持续精细化运营，在新零售、会员、数字化、店铺升级做好充分布局，加强品牌合作与库存通打造降低周转压力，控折扣、优化利润，为疫后高质量增长、费用管控打下坚实基础。2023 年二季度伴随线下客流进一步恢复，公司受量价提升、店效坪效共同提升推动，收入加速增长；同时受益于精细化运营、释放营运杠杆效应叠加低基数，净利润大幅增长，看好今年消费复苏下公司销售向好并持续释放盈利弹性，以及全渠道、数位化转型策略下全渠道和泛微店收入快速提升。我们维持盈利预测，预计 2023~2025 年净利润 4.7/5.9/7.6 亿元，同比 429%/24%/29%，维持 0.77~0.88 港元的合理估值区间，对应 2024 年 7-8x PE，维持“买入”评级。

表 2：盈利预测与市场重要数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	23,350	18,638	21,256	23,390	25,864
(+/-%)	-8.8%	-20.2%	14.0%	10.0%	10.6%
净利润(百万元)	357	89	472	585	755
(+/-%)	17.7%	-75.0%	429.0%	24.0%	29.2%
每股收益(元)	0.07	0.02	0.09	0.11	0.14
经营利润率	4.0%	2.2%	4.0%	4.5%	5.1%
净资产收益率(ROE)	4.4%	1.1%	5.6%	6.5%	8.0%
市盈率(PE)	8.0	31.9	6.0	4.9	3.8
EV/EBITDA	4.8	5.0	16.3	11.3	10.0
市净率(PB)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

表 3：可比公司估值情况

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS				PE				PEG	总市值(人民币亿元)	
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E			
3813.HK	宝胜国际	买入	0.6	0.02	0.09	0.11	0.14	35.5	6.8	5.6	4.4	24.7%	0.275	32.2
可比公司														
6110.HK	滔搏	买入	6.5	0.39	0.33	0.38	0.45	16.5	19.7	17.1	14.4	17.1%	1.153	400.2

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

风险提示

- 1、服务的品牌形象受损，从而影响公司销售的风险；
- 2、渠道改革不及预期，从而令利润率的提升不及预期的风险；
- 3、市场系统性风险

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1234	1190	3003	7091	1375	营业收入	23350	18638	21256	23390	25864
应收款项	2847	2154	3550	2726	4213	营业成本	(15051)	(11950)	(13947)	(15348)	(16945)
存货净额	7578	6072	11609	6841	13359	销售费用	(6962)	(5807)	(6002)	(6506)	(7116)
其他流动资产	34	0	6	6	7	管理费用	(866)	(810)	(850)	(915)	(960)
流动资产合计	11693	9416	18167	16664	18954	EBITDA	2346	1644	1073	1444	1874
固定资产	1215	1360	2405	3321	4109	折旧摊销	(1875)	(1573)	(616)	(822)	(1031)
无形资产及其他	3483	2766	2655	2545	2434	EBIT	470	72	457	622	843
其他长期资产	268	57	57	57	57	其他净收入	458	343	391	430	476
非流动资产合计	4966	4183	5117	5923	6600	经营利润	928	415	848	1052	1318
资产总计	16659	13599	23284	22586	25555	财务费用	(175)	(145)	(141)	(156)	(172)
短期借款及交易性金融负债	1582	456	502	552	810	营业外净收支	(16)	(7)	(9)	(9)	(10)
应付款项	1845	951	2752	1280	3135	税前利润	574	263	698	887	1136
其他流动负债	3161	2533	2969	3226	3525	所得税费用	(198)	(163)	(193)	(266)	(341)
流动负债合计	6588	3941	6223	5059	7471	少数股东损益	19	11	33	36	40
长期借款及应付债券	0	0	7000	7000	7000	归属于母公司净利润	357	89	472	585	755
其他长期负债	1869	1464	1464	1464	1464						
长期负债合计	1869	1464	8464	8464	8464	现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	8457	5405	14687	13523	15935	净利润	357	89	472	585	755
少数股东权益	107	80	106	133	161	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	8095	8114	8492	8930	9459	折旧摊销	1875	1573	616	822	1031
负债和股东权益总计	16659	13599	23284	22586	25555	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	175	145	141	156	172
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(1626)	483	(4703)	4377	(5853)
每股收益	0.07	0.02	0.09	0.11	0.14	其它	8	6	26	27	28
每股红利	0.04	0.01	0.02	0.03	0.04	经营活动现金流	613	2151	(3589)	5812	(4039)
每股净资产	1.52	1.52	1.59	1.68	1.78	资本开支	0	(1718)	(1550)	(1628)	(1709)
ROIC	3.3%	0.3%	2.9%	3.5%	4.2%	其它投资现金流	643	35	0	0	0
ROE	4.4%	1.1%	5.6%	6.5%	8.0%	投资活动现金流	643	(1683)	(1550)	(1628)	(1709)
毛利率	35.5%	35.9%	34.4%	34.4%	34.5%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	2.0%	0.4%	2.1%	2.7%	3.3%	负债净变化	0	0	7000	0	0
EBITDA Margin	10.0%	8.8%	5.0%	6.2%	7.2%	支付股利、利息	(214)	(40)	(94)	(146)	(227)
收入增长率	-8.8%	-20.2%	14.0%	10.0%	10.6%	其它融资现金流	(1336)	(432)	46	50	258
净利润增长率	17.7%	-75.0%	429.0%	24.0%	29.2%	融资活动现金流	(1764)	(512)	6951	(96)	32
资产负债率	51.4%	40.3%	63.5%	60.5%	63.0%	现金净变动	(509)	(44)	1812	4088	(5716)
息率	7.5%	1.4%	3.3%	5.1%	8.0%	货币资金的期初余额	1742	1234	1190	3003	7091
P/E	8.0	31.9	6.0	4.9	3.8	货币资金的期末余额	1234	1190	3003	7091	1375
P/B	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	企业自由现金流	0	365	(5307)	4007	(5941)
EV/EBITDA	4.8	5.0	16.3	11.3	10.0	权益自由现金流	0	(122)	1679	3978	(5773)

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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