

宝胜国际 (03813.HK)

2023 年盈利改善，经营利润率有望持续提升

买入

核心观点

2023 全年收入与盈利恢复增长。宝胜国际是国内领先的运动品牌零售商及经销商。2023 年实现收入 200.6 亿元，同比+7.7%；净利润同比增长 450.6%至 4.9 亿元。毛利率同比下降 2.2 个百分点至 33.7%，毛利率下滑主要受去老旧库存策略影响，以及毛利率较低的加盟渠道占比提升导致渠道组合欠佳。在公司严控折扣、积极推动租金控管、提升店效等策略推动下，经营利润率同比提升 1.5 个百分点至 3.7%；净利率同比提升 2.0 个百分点至 2.4%，达到 2020 年疫情以来的最高水平。库存金额下降、库存结构改善，营运效率提升。派发末期股息每股港币 0.012 元，全年派息率达 30%。

第四季度盈利大幅改善，毛利率同环比提升。单四季度收入同比增长 8.9%至 46.2 亿元，归母净利润同比扭亏至 1.8 亿元。通过折扣率的严控，以及老旧库存和渠道结构变化的负面因素削弱，四季度毛利率同比提升 0.3 个百分点至 35.7%；同时受益于租金控管、人效提升、店效提升等因素，经营利润率同比提升 3.1 个百分点至 4.8%，净利率同比提升 4.1 个百分点至 3.9%。

门店效益提升，泛微店增长强劲。1) 门店优化调整，店数下降但店效坪效提升，四季度同店增长明显。2023 年直营店净关 570 家，超过 300 平的优质大店占比持续提升 2 个百分点至 21%。整体效益提升，客单价同比提升中单位数；店效、坪效同比提升双位数，四季度同店销售增长明显，同比提升 12.1%。2) 泛微店增长强劲，收入贡献占比持续提升。泛微店收入同比强劲增长 40%，占总营收 13.4%，占线下直营 20.9%，单四季度泛微店收入占线下直营 23%。

展望：未来三年经营利润率预计持续提升。1) 近期表现：今年 1-2 月经营收益净额累计同比下滑 6.7%。2) 利润率展望：毛利率、经营利润率 2024 年预计同比提升 1 个百分点，即分别达到 34.7%/4.7%；经营利润率 2024~2026 年预计每年提升 1 个百分点，向 7%的目标迈进。

风险提示：消费复苏不及预期；供应链物流受阻；渠道优化改革不及预期。
投资建议：看好短期盈利改善，及中长期增长动能持续性。2023 年收入恢复增长；同时受益于精细化运营、折扣率严控、释放营运杠杆效应叠加低基数，净利润大幅增长；库存结构、库存周转、营运资金周转效益提升，现金水平上升。单四季度盈利改善及同店销售增长更为明显，展望未来三年，盈利能力持续向好。基于公司 2023 财年尤其第四季度利润率大幅改善，并预计未来三年经营利润率持续提升，我们上调 2024~2025 年盈利预测，预计 2024~2026 年净利润为 5.8/7.3/8.9 亿元(2024~2025 前值为 5.4/6.6 亿元)，同比+19%/25%/22%，维持 0.77~0.88 港元的合理估值区间，对应 2024 年 6-7x PE，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,638	20,064	20,753	21,909	23,057
(+/-%)	-20.2%	7.7%	3.4%	5.6%	5.2%
净利润(百万元)	89.164	490.425	582.786	730.297	889.614
(+/-%)	-75.0%	450.0%	18.8%	25.3%	21.8%
每股收益(元)	0.02	0.09	0.11	0.14	0.17
经营利润率	4.0%	2.2%	3.7%	4.4%	5.1%
净资产收益率 (ROE)	1.1%	5.8%	6.5%	7.7%	8.8%
市盈率 (PE)	36.8	6.7	5.6	4.5	3.7
EV/EBITDA	5.3	19.1	14.7	10.9	9.3
市净率 (PB)	0.4	0.4	0.4	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 0755-81981391
dingshijie@guosen.com.cn
S0980520040004

证券分析师：关竣尹 0755-81982834
cnguanjunyin@guosen.com.cn
S0980523110002

证券分析师：刘佳琪 010-88005446
liujiaqi@guosen.com.cn
S0980523070003

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 0.67 港元
总市值/流通市值 3569/3569 百万港元
52 周最高价/最低价 0.88/0.53 港元
近 3 个月日均成交额 0.42 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) - 上半年收入增长 11%，店效坪效均双位数增长》——2023-11-15
- 《宝胜国际 (03813.HK) - 上半年收入增长 11%，店效坪效均双位数增长》——2023-08-13
- 《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

2023 全年收入与盈利恢复增长

全年收入增长 7.7%，严控折扣及店效提升下净利润大幅改善。2023 年公司实现营业收入 200.6 亿元，同比+7.7%；净利润同比增长 450.6%至 4.9 亿元。

毛利率同比下降 2.2 个百分点至 33.7%，毛利率下滑主要受去老旧库存策略影响，以及毛利率较低的加盟渠道占比提升导致渠道组合欠佳；下半年渠道结构及折扣率改善，毛利率较上半年提升。在公司严控折扣、积极推动租金控管、提升店效等策略推动下，销售、管理费用率同比下降，经营利润率同比提升 1.5 个百分点至 3.7%；净利率同比提升 2.0 个百分点至 2.4%，达到 2020 年疫情以来的最高水平。

库存金额下降、库存结构改善，营运效率提升。在去老旧库存策略推动下，库存金额同比-22.5%；周转效率提升，周转天数同比缩短 60 天至 148 天，库存结构进一步改善，老旧库存占比小于 8%。在盈利能力与营运效率共同提升推动下，ROE 同比提升 4.8 个百分点至 5.9%，达到 2020 年疫情以来的最高水平。

营运资金周转效率提升，现金水平较 2022 年底提升 16.8 亿至 28.7 亿元；派发末期股息每股港币 0.012 元，全年派息率达 30%。

图1：公司营业收入及增速



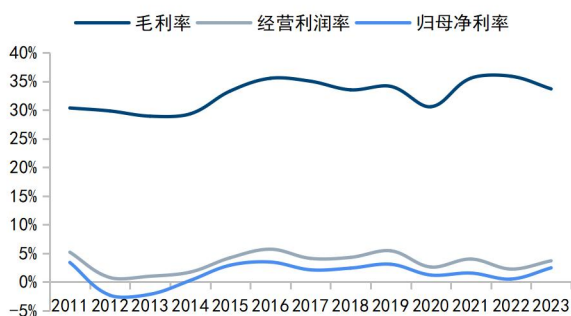
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司净利润及增速



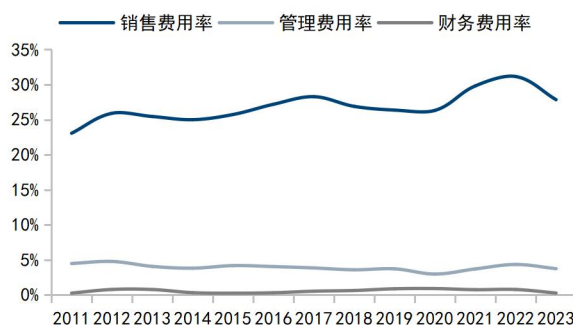
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司利润率水平



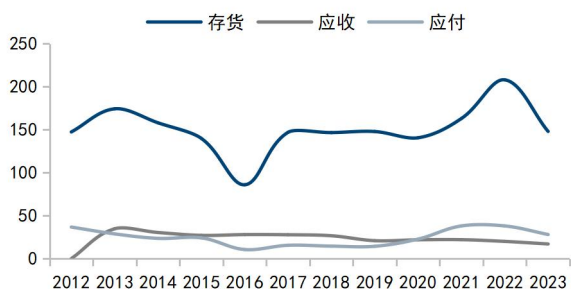
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司费用率水平



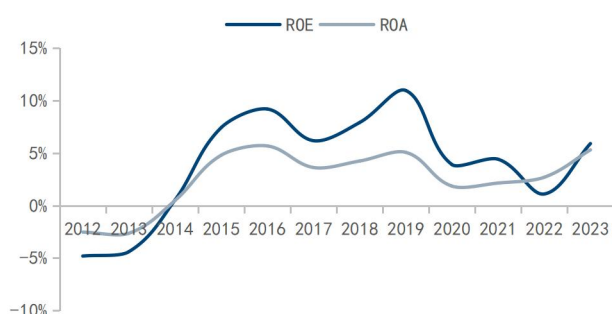
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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: 公司盈利能力



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

第四季度盈利大幅改善，毛利率同环比提升

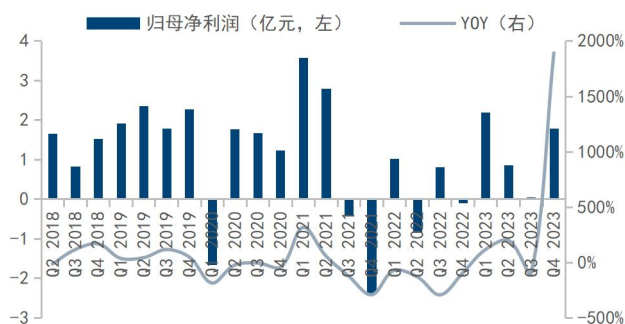
第四季度收入增长 8.9%，净利润大幅改善。单四季度收入同比增长 8.9%至 46.2 亿元，归母净利润同比扭亏至 1.8 亿元（2022 年同期为亏损 0.1 亿元）。通过折扣率的严控，以及老旧库存和渠道结构变化的负面因素削弱，四季度毛利率同比提升 0.3 个百分点至 35.7%；同时受益于租金控管、人效提升、店效提升等因素，经营利润率同比提升 3.1 个百分点至 4.8%，净利率同比提升 4.1 个百分点至 3.9%。

图7: 公司季度营业收入及增速



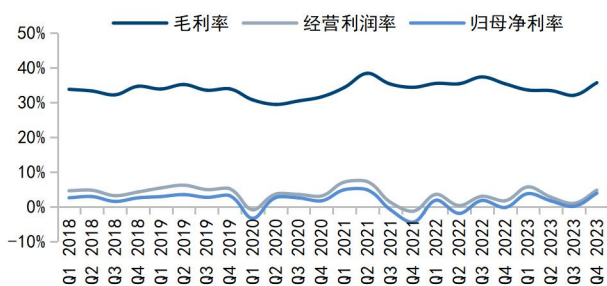
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司季度度净利润及增速



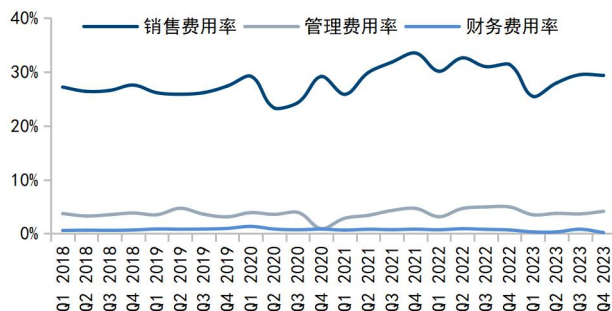
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

门店效益提升，泛微店增长强劲

门店优化调整，店数下降但店效坪效提升，四季度同店增长明显。公司精简及升级店铺网络，提升整体效益，2023 年末共拥有 3523 家直营店，相较 2022 年末净关 570 家，其中四季度店铺调整速度放缓。超过 300 平的优质大店占比持续提升 2 个百分点至 21%。整体效益提升，客单价同比提升中单位数；店效、坪效同比提升双位数，四季度同店销售增长明显，同比提升 12.1%；2023 全年同店销售增长 4.9%。

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
直营	4,398	4,420	4,916	5,365	5,560	5,465	5,648	5,883	5,240	4,631	4,093	3,523
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

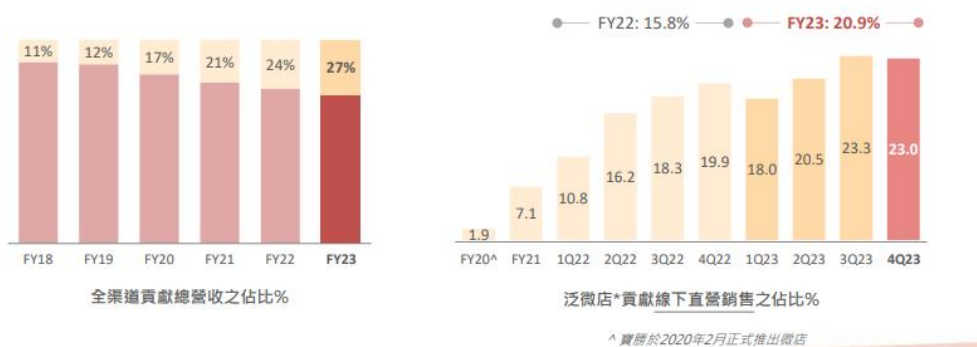
图 11: 公司同店销售增长率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

泛微店增长强劲，收入贡献占比持续提升。泛微店生态圈作为私域流量渠道日益重要，主要涵盖微店、抖音直播带货和商场会员平台，2023 年泛微店收入同比强劲增长 40%，占总营收 13.4%，占线下直营 20.9%，其中单四季度泛微店收入占线下直营收入的 23%。

图12: 泛微店贡献占比提升



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

展望: 未来三年经营利润率预计持续提升

近期表现: 今年1-2月经营收益净额(销售额扣减折扣及退货)累计同比下滑6.7%, 预计主要受消费需求疲软、线下门店客流减少影响, 但基于公司全域销售布局充分, 预计线上私域、公域销售仍有所增长。

利润率展望: 通过精简营运模式、优化店铺及品类结构、提升成本竞争力, 预计未来几年盈利将持续提升。毛利率、经营利润率2024年预计同比提升1个百分点, 即分别达到34.7%/4.7%; 经营利润率2024~2026年预计每年提升1个百分点, 向7%的目标迈进。

库存展望: 2024年库存天数预计保持在150天左右的健康水平。

营运展望: 渠道方面继续强化全渠道(包括线上公域及私域流量渠道), 维持全渠道超过25%的占比, 线下渠道方面持续优化品牌结构, 引入Hoka、Saucony、波司登合作, 及韩国第一瑜伽品牌xexymi x独家经营权; 预计直营店铺将同比持平。

图13: 公司未来3年关键任务



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议：看好短期盈利改善，及中长期增长动能持续性

2023 年伴随线下客流恢复，受门店效益提升推动，收入恢复增长；同时受益于精细化运营、折扣率严控、释放营运杠杆效应叠加低基数，净利润大幅增长；库存结构、库存周转、营运资金周转效益提升，现金水平上升。单四季度盈利改善及同店销售增长更为明显，展望未来三年，盈利能力持续向好。中长期看好精细化运营和数位化转型下原有店铺店效持续提升，以及低线城市开店潜力；同时在正向经营杠杆及控本降费效益的显现下，有望持续释放盈利弹性。

基于公司 2023 财年尤其第四季度利润率大幅改善，并预计未来三年经营利润率持续提升，我们上调 2024~2025 年盈利预测，预计 2024~2026 年净利润为 5.8/7.3/8.9 亿元（2024~2025 前值为 5.4/6.6 亿元），同比+19%/25%/22%，维持 0.77~0.88 港元的合理估值区间，对应 2024 年 6-7x PE，维持“买入”评级。

表 2：盈利预测与市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,638	20,064	20,753	21,909	23,057
(+/-%)	-20.2%	7.7%	3.4%	5.6%	5.2%
净利润(百万元)	89	490	583	730	890
(+/-%)	-75.0%	450.0%	18.8%	25.3%	21.8%
每股收益(元)	0.02	0.09	0.11	0.14	0.17
经营利润率	4.0%	2.2%	3.7%	4.4%	5.1%
净资产收益率 (ROE)	1.1%	5.8%	6.5%	7.7%	8.8%
市盈率 (PE)	36.8	6.7	5.6	4.5	3.7
EV/EBITDA	5.3	19.1	14.7	10.9	9.3
市净率 (PB)	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

表 3：可比公司估值表

公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE				g	PEG
			2022A	2023A	2024E	2025E	2022A	2023A	2024E	2025E		
宝胜国际	买入	0.6	0.02	0.09	0.11	0.14	35.8	6.7	5.6	4.5	22.0%	0.304
可比公司												
滔搏	买入	5.1	0.39	0.30	0.36	0.41	12.8	17.1	14.0	12.3	18.0%	0.950

资料来源：wind，国信证券经济研究所

风险提示

消费复苏不及预期；供应链物流受阻；渠道优化改革不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1190	1828	8461	8817	7628	营业收入	18638	20064	20753	21909	23057
应收款项	2154	2154	2301	2403	2548	营业成本	(11950)	(13309)	(13620)	(14269)	(14902)
存货净额	6072	4705	5957	4377	6308	销售费用	(5807)	(5588)	(5780)	(6058)	(6330)
其他流动资产	0	797	797	797	797	管理费用	(810)	(752)	(778)	(821)	(864)
流动资产合计	9416	9483	17516	16394	17280	EBITDA	1644	416	1123	1436	1805
固定资产	1215	1360	2457	3503	4463	折旧摊销	(1573)	0	(547)	(675)	(843)
无形资产及其他	2766	2351	2257	2163	2069	EBIT	72	416	576	761	962
其他长期资产	202	63	63	63	63	其他净收入	343	320	331	349	368
非流动资产合计	4183	3775	4777	5730	6596	经营利润	415	736	906	1110	1330
资产总计	13599	13258	22294	22123	23876	财务费用	(145)	(55)	(57)	(60)	(63)
短期借款及交易性金融负债	456	39	43	47	52	营业外净收支	(7)	(24)	(25)	(27)	(28)
应付款项	951	1271	2277	1411	2402	税前利润	263	657	825	1024	1239
其他流动负债	2533	2162	2693	2808	2914	所得税费用	(163)	(154)	(206)	(256)	(310)
流动负债合计	3941	3472	5013	4267	5369	少数股东损益	11	13	36	38	40
长期借款及应付债券	0	0	7000	7000	7000	归属于母公司净利润	89	490	583	730	890
其他长期负债	1464	1175	1175	1175	1175						
长期负债合计	1464	1175	8175	8175	8175	8175	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	5405	4647	13188	12442	13544	净利润	89	490	583	730	890
少数股东权益	80	92	121	149	177	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	8114	8518	8984	9532	10155	折旧摊销	1573	0	547	675	843
负债和股东权益总计	13599	13258	22294	22123	23876	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	145	55	57	60	63
						营运资本变动	289	1165	138	728	(979)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	其它	4	7	28	28	28
每股收益	0.02	0.09	0.11	0.14	0.17	经营活动现金流	1955	1662	1296	2162	781
每股红利	0.01	0.04	0.02	0.03	0.05	资本开支	0	(145)	(1550)	(1628)	(1709)
每股净资产	1.52	1.60	1.69	1.79	1.91	其它投资现金流	35	(797)	0	0	0
ROIC	0.3%	3.9%	5.2%	6.4%	7.2%	投资活动现金流	35	(942)	(1550)	(1628)	(1709)
ROE	1.1%	5.8%	6.5%	7.7%	8.8%	权益性融资	0	0	0	0	0
毛利率	35.9%	33.7%	34.4%	34.9%	35.4%	负债净变化	0	0	7000	0	0
EBIT Margin	0.4%	2.1%	2.8%	3.5%	4.2%	支付股利、利息	(53)	(220)	(117)	(183)	(267)
EBITDA Margin	8.8%	2.1%	5.4%	6.6%	7.8%	其它融资现金流	(1927)	357	4	4	5
收入增长率	-20.2%	7.7%	3.4%	5.6%	5.2%	融资活动现金流	(2034)	(83)	6887	(178)	(262)
净利润增长率	-75.0%	450.0%	18.8%	25.3%	21.8%	现金净变动	(44)	637	6634	356	(1190)
资产负债率	40.3%	35.7%	59.7%	56.9%	57.5%	货币资金的期初余额	1234	1190	1828	8461	8817
息率	1.6%	6.7%	3.6%	5.6%	8.1%	货币资金的期末余额	1190	1828	8461	8817	7628
P/E	36.8	6.7	5.6	4.5	3.7	企业自由现金流	0	1338	(433)	347	(1123)
P/B	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	权益自由现金流	0	1654	6536	309	(1163)
EV/EBITDA	5.3	19.1	14.7	10.9	9.3						

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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