

# 宝胜国际 (03813.HK)

## 上半年收入下滑 9%，严控折扣下毛利率提升

优于大市

### 核心观点

**上半年收入下滑 8.9%，公司严控折扣毛利率小幅上升，库存周转效率提高。**上半年受国内零售环境疲弱的影响，营收同比-8.9%至 99.8 亿元；同时得益于毛利率改善，归母净利润同比+10.0%至 3.4 亿元。公司采取保利润的策略，严格控制折扣，折扣率同比改善低单位数，尽管受不利渠道组合影响，毛利率同比+0.7 百分点至 34.2%，净利率同比+0.5 百分点至 3.4%。库存周转效率提升，实施库存天花板策略，透过库存谨慎订货，提高销售效率，库存天数同比减少 3 天，库存金额同比下降 0.5%至 4.7 亿元，老旧库存占比持续下降到 8%。现金水平持续提升，较 2023 年底上升 2.4 亿至 31.1 元；派发中期股息及特别股息合计 0.04 港元，派息率 60%。

**第二季度收入增速下降，净利润同比提升。**第二季度线下销售持续承压，公司收入同比-10.5%至 45.8 亿元；折扣管控成效持续显现，毛利率同比+2.0 百分点至 35.4%；销售和管理费用率同比小幅提升 0.6 百分点至 32.3%；经营利润率/净利率同比提升 1.8 百分点至 4.5%/3.5%。

**全渠道表现稳健，线下门店受客流下滑影响承压。**1) 全渠道收入增长 10%，抖音平台表现突出。上半年全渠道营收同比+10%，占总营收的 26%，其中泛微因控制折扣，收入同比小幅下滑 1%；B2C 公域渠道（天猫、京东、唯品会等平台）收入同比+17%，其中抖音平台表现突出，同比+100%。2) 关闭低效门店，同店销售受客流下滑影响承压，低线城市客流相对稳健。公司策略性关闭低效门店，上半年净关店 45 家至 3478 家直营店，相较 2023 年 6 月减少 6.6%。同店销售受客流疲弱影响，上半年负增长 16.4%；平均门店月单产、坪效同比下降高单位数到双位数；平均店铺面积同比提升低单位数。按城市等级分，高线城市线下门店客流量下滑明显，低线城市受益于相对稳健的客流量表现相对较好。

**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。**展望未来，即使短期受消费力疲软影响营收增长承压，在库存健康以及折扣稳定的基础上，盈利能力有望持续改善。基于短期零售环境压力仍然较大，我们下调盈利预测，预计 2024~2026 年净利润为 5.3/6.6/8.1（前值为 5.8/7.3/8.9 亿元），同比+8%/26%/22%；基于盈利预测下调，我们小幅下调目标价至 0.65~0.76 港元（前值为 0.77~0.88 港元），对应 2024 年 6~7x PE，维持“优于大市”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	18,860	19,944	21,021
(+/-%)	-20.2%	7.7%	-6.0%	5.8%	5.4%
净利润(百万元)	89	490	530	665	811
(+/-%)	-75.0%	450.0%	8.0%	25.5%	22.0%
每股收益(元)	0.02	0.09	0.10	0.12	0.15
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%	5.9%	7.0%	8.1%
市盈率 (PE)	34.6	6.3	5.8	4.6	3.8
EV/EBITDA	5.2	4.6	14.0	10.2	8.5
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

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	0.65 - 0.76 港元
收盘价	0.63 港元
总市值/流通市值	3355/3355 百万港元
52 周最高价/最低价	0.71/0.55 港元
近 3 个月日均成交额	0.95 百万港元

#### 市场走势

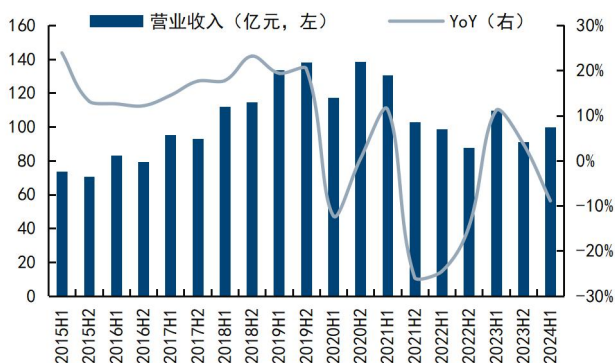


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

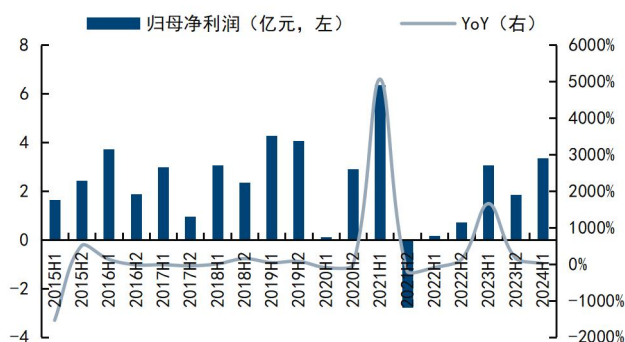
- 《宝胜国际 (03813.HK) 一季收入下滑 7.5%，存货周转率提升》——2024-05-15
- 《宝胜国际 (03813.HK) 2023 年盈利改善，经营利润率有望持续提升》——2024-03-16
- 《宝胜国际 (03813.HK) 上半年收入增长 11%，店效坪效均双位数增长》——2023-11-15
- 《宝胜国际 (03813.HK) 上半年收入增长 11%，店效坪效均双位数增长》——2023-08-13
- 《宝胜国际 (03813.HK) 一季净利润增长 116%，销售回升释放盈利弹性》——2023-05-12

图1: 公司半年度营业收入及增速



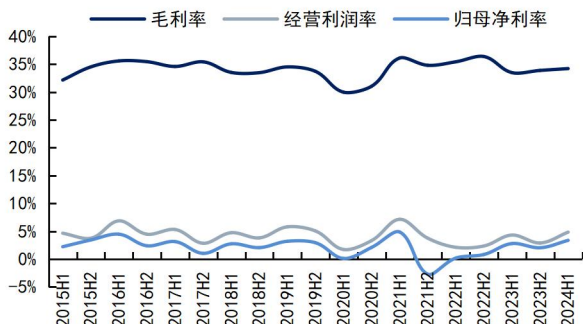
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司半年度净利润及增速



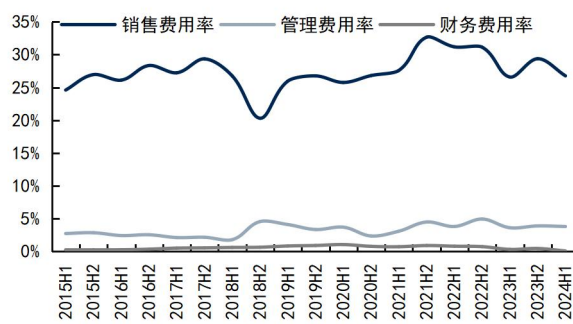
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司半年度利润率水平



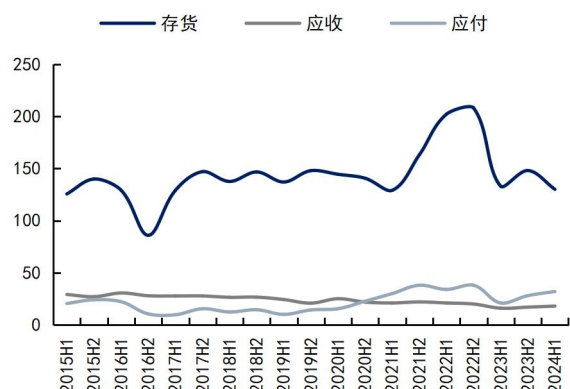
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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	FY2024H1
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	3478
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	-	-

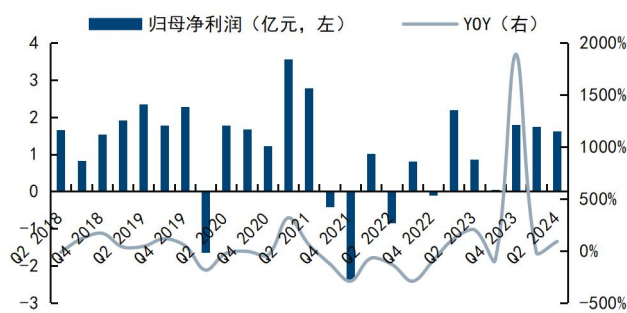
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司季度营业收入及增速



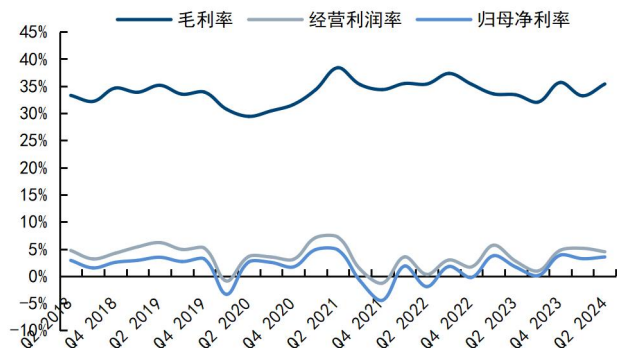
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司季度度净利润及增速



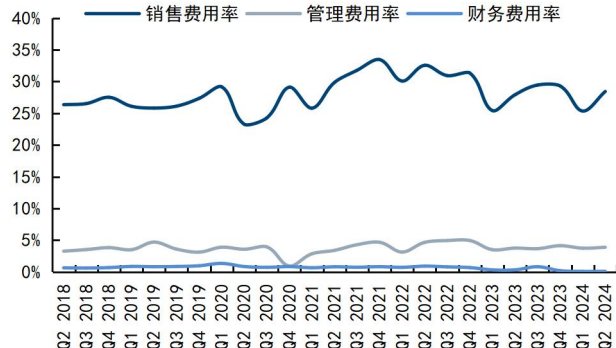
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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：看好短期盈利改善，及中长期增长动能持续性

上半年受消费环境影响公司销售收入下滑，虽然受渠道结构变化负面影响、但同时折扣率改善使得毛利率提升，尤其二季度提升明显；在线下门店受客流影响明显承压的情况下，公司更加注重线上公域平台增长，进而全渠道收入稳健增长，一定程度抵御线下下滑；此外库存周转效率提升、老旧库存占比持续下降。展望未来，即使短期受消费力疲软影响营收增长承压，在库存健康以及折扣稳定的基础上，盈利能力有望持续改善。中长期看好精细化运营和数字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。基于短期零售环境压力仍然较大，我们下调盈利预测，预计 2024~2026 年净利润为 5.3/6.6/8.1（前值为 5.8/7.3/8.9 亿元），同比+8%/26%/22%；基于盈利预测下调，我们小幅下调目标价至 0.65~0.76 港元（前值为 0.77~0.88 港元），对应 2024 年 6-7x PE，维持“优于大市”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	18,860	19,944	21,021
(+/-%)	-20.2%	7.7%	-6.0%	5.8%	5.4%
净利润(百万元)	89	490	530	665	811
(+/-%)	-75.0%	450.0%	8.0%	25.5%	22.0%
每股收益(元)	0.02	0.09	0.10	0.12	0.15
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%	5.9%	7.0%	8.1%
市盈率(PE)	34.6	6.3	5.8	4.6	3.8
EV/EBITDA	5.2	4.6	14.0	10.2	8.5
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: 可比公司估值表

公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE				g	PEG
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
宝胜国际	优于大市	0.6	0.09	0.10	0.12	0.15	6.3	5.8	4.6	3.8	16.4%	0.354
<b>可比公司</b>												
滔搏	优于大市	2.9	0.30	0.36	0.37	0.40	9.9	8.2	7.9	7.2	12.0%	0.682

资料来源: wind, 国信证券经济研究所

注: 滔搏 FY2024 为实际值, 财年截至 2024/2/28

## 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。

## 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	8315	8646	7661	营业收入	18638	20064	18860	19944	21021
应收款项	2154	2154	1895	2387	2126	营业成本	(11950)	(13309)	(12415)	(13029)	(13628)
存货净额	6072	4705	5944	4395	6271	销售费用	(5807)	(5588)	(5215)	(5475)	(5729)
其他流动资产	0	797	797	797	797	管理费用	(810)	(752)	(707)	(747)	(788)
<b>流动资产合计</b>	<b>9416</b>	<b>9483</b>	<b>16951</b>	<b>16225</b>	<b>16855</b>	EBITDA	1644	1671	1121	1496	1890
固定资产	1215	1360	2405	3322	4112	折旧摊销	(1573)	(1255)	(598)	(804)	(1013)
无形资产及其他	2766	2331	2238	2145	2052	EBIT	72	416	523	693	877
其他长期资产	202	83	83	83	83	其他净收入	343	320	301	318	335
非流动资产合计	4183	3775	4727	5550	6247	经营利润	415	736	824	1011	1212
<b>资产总计</b>	<b>13599</b>	<b>13258</b>	<b>21677</b>	<b>21775</b>	<b>23102</b>	财务费用	(145)	(55)	(51)	(54)	(57)
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)	(23)	(24)	(26)
应付款项	951	1285	1924	1395	2029	税前利润	263	657	749	932	1129
其他流动负债	2533	2147	2475	2573	2668	所得税费用	(163)	(154)	(187)	(233)	(282)
<b>流动负债合计</b>	<b>3941</b>	<b>3472</b>	<b>4442</b>	<b>4016</b>	<b>4749</b>	少数股东损益	11	13	32	34	36
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	530	665	811
其他长期负债	1464	1175	1175	1175	1175						
<b>长期负债合计</b>	<b>1464</b>	<b>1175</b>	<b>8175</b>	<b>8175</b>	<b>8175</b>	<b>1875</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>5405</b>	<b>4647</b>	<b>12617</b>	<b>12191</b>	<b>12924</b>	净利润	89	490	530	665	811
少数股东权益	80	92	118	144	169	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	8114	8518	8942	9440	10008	折旧摊销	1573	1255	598	804	1013
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13599</b>	<b>13258</b>	<b>21677</b>	<b>21775</b>	<b>23102</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	145	55	51	54	57
						营运资本变动	289	1145	(14)	627	(886)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	其它	4	7	26	26	25
每股收益	0.02	0.09	0.10	0.12	0.15	经营活动现金流	1955	2898	1139	2121	962
每股红利	0.01	0.04	0.02	0.03	0.05	资本开支	0	(1400)	(1550)	(1628)	(1709)
每股净资产	1.52	1.60	1.68	1.77	1.88	其它投资现金流	35	(797)	0	0	0
ROIC	0.3%	3.9%	4.7%	5.8%	6.6%	投资活动现金流	35	(2197)	(1550)	(1628)	(1709)
ROE	1.1%	5.8%	5.9%	7.0%	8.1%	权益性融资	0	0	0	0	0
毛利率	35.9%	33.7%	34.2%	34.7%	35.2%	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)	(106)	(166)	(243)
EBITDA Margin	8.8%	8.3%	5.9%	7.5%	9.0%	其它融资现金流	(1927)	377	4	4	5
收入增长率	-20.2%	7.7%	-6.0%	5.8%	5.4%	融资活动现金流	(2034)	(63)	6898	(162)	(239)
净利润增长率	-75.0%	450.0%	8.0%	25.5%	22.0%	现金净变动	(44)	637	6487	331	(985)
资产负债率	40.3%	35.7%	58.8%	56.6%	56.7%	货币资金的期初余额	1234	1190	1828	8315	8646
息率	1.7%	7.1%	3.4%	5.4%	7.9%	货币资金的期末余额	1190	1828	8315	8646	7661
P/E	34.6	6.3	5.8	4.6	3.8	企业自由现金流	0	1319	(574)	322	(925)
P/B	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	权益自由现金流	0	1654	6395	284	(966)
EV/EBITDA	5.2	4.6	14.0	10.2	8.5						

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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