

宝胜国际 (03813.HK)

第三季度收入下滑 11%，严控折扣下盈利改善

优于大市

核心观点

第三季度收入下滑 11%，通过严控折扣实现毛利率提升。受国内零售环境疲弱影响，第三季度营收同比下滑 10.8%至 40.0 亿元；归母净利润同比+40.0%至 0.1 亿元。第三季度折扣率同比维稳，毛利率同比+1.5 个百分点至 33.5%。费用方面，公司积极争取降低租金扣点，关闭低效店铺，提升人效，第三季度销售和管理费用合计同比减少 7.8%至 13.7 亿元，但由于收入下滑导致刚性费用占比上升，销售/管理费用率分别同比小幅增长 0.5/0.6 个百分点至 29.9%/4.3%。主要受益于毛利率改善，归母净利率同比+0.1 个百分点至 0.2%。由于双十一大促活动较往年提前，为备战黄金销售档期，第三季度库存金额同比上升 12%至 55.0 亿元，库存周转天数同比+7 天至 152 天，老旧库存占比控制在 8%的健康水平。

全渠道表现持续稳健，客流不振实体店铺承压。1) 线上全渠道收入增长 13%，抖音平台表现突出。前三季度线上全渠道营收同比+13%，占总营收 27%。通过线上赋能串联私域、公域渠道及实体网络，B2C 公域渠道（天猫、京东、唯品会等平台）和私域渠道（泛微店）收入同比分别增加 24%和 2%，抖音平台积极优化直播运作架构，整合区部级和店铺级抖音号在地化运营，实现收入翻倍增长，同比+100%。2) 实体店铺同店销售受客流下滑影响承压，公司策略性精简升级实体店铺。前三季度实体店铺收入同比下滑 14%，同店销售同比下降 17%，平均门店月坪效同比下滑高单位数至低双位数。公司策略性关闭低效门店，对部分实体店铺进行升级，较年初净关店 64 家至 3459 家直营店，同比 2023 年 9 月减少 2.7%，平均店铺面积同比提升低单位数，总销售面积同比降低低单位数。

10 月销售额同比增速转正，四季度趋势有望环比好转。公司 10 月经营收益净额同比+4.7%至 17.2 亿元，主要受线上渠道增长推动，预计与双十一大促活动提前有关。三季度行业整体消费需求疲软，四季度以来消费趋势有所好转，我们预计公司四季度销售也有望环比改善。

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，我们小幅下调盈利预测，预计 2024~2026 年净利润为 4.9/6.2/7.6（前值为 5.3/6.6/8.1 亿元），同比-1%/+27%/+23%；下调目标价至 0.59~0.69 港元（前值为 0.65~0.76 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	18,610	19,683	20,747
(+/-%)	-20.2%	7.7%	-7.2%	5.8%	5.4%
净利润(百万元)	89	490	488	618	759
(+/-%)	-75.0%	450.0%	-0.6%	26.7%	22.8%
每股收益(元)	0.02	0.09	0.09	0.12	0.14
经营利润率	4.0%	2.2%	3.7%	4.0%	4.7%
净资产收益率 (ROE)	1.1%	5.8%	5.5%	6.6%	7.7%
市盈率 (PE)	30.5	5.6	5.6	4.4	3.6
EV/EBITDA	4.9	4.4	14.6	10.5	8.6
市净率 (PB)	0.3	0.3	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

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	0.59 - 0.69 港元
收盘价	0.55 港元
总市值/流通市值	2929/2929 百万港元
52 周最高价/最低价	0.66/0.49 港元
近 3 个月日均成交额	1.05 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

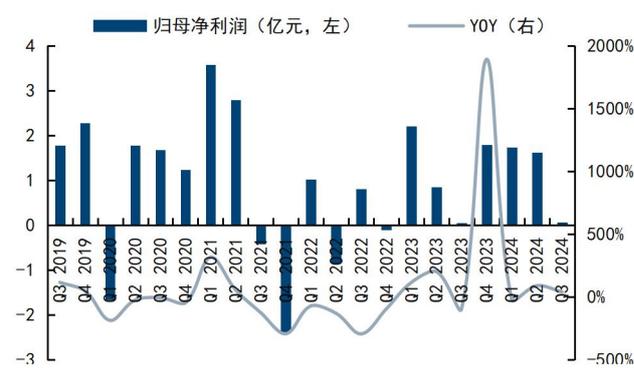
- 《宝胜国际 (03813.HK) - 上半年收入下滑 9%，严控折扣下毛利率提升》——2024-08-14
- 《宝胜国际 (03813.HK) - 一季度收入下滑 7.5%，存货周转率提升》——2024-05-15
- 《宝胜国际 (03813.HK) - 2023 年盈利改善，经营利润率有望持续提升》——2024-03-16
- 《宝胜国际 (03813.HK) - 上半年收入增长 11%，店效坪效均双位数增长》——2023-11-15
- 《宝胜国际 (03813.HK) - 上半年收入增长 11%，店效坪效均双位数增长》——2023-08-13

图1: 公司季度营业收入及增速



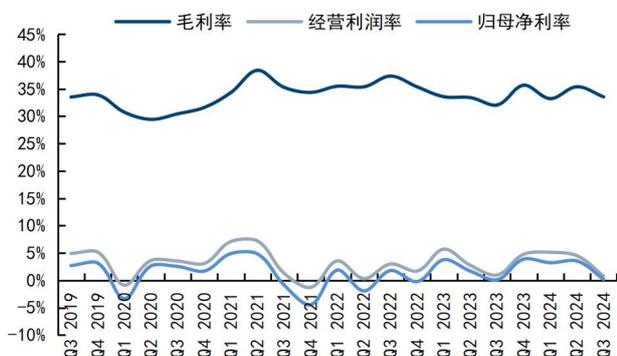
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司季度净利润及增速



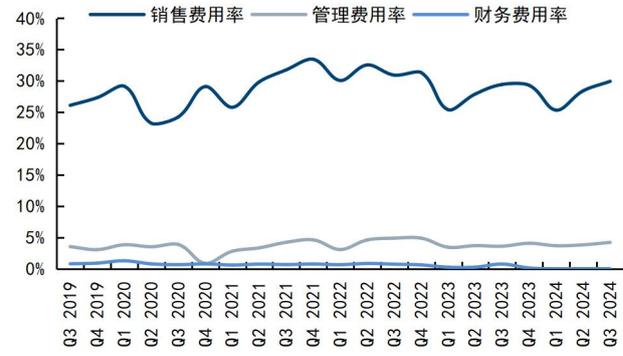
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 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4: 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

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	FY2024Q3
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	3459
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

投资建议: 看好短期盈利改善, 及中长期增长动能持续性

前三季度受消费环境疲弱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; 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; 此外库存周转效率稳定、库存结构健康。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, 我们小幅下调盈利预测, 预计 2024~2026 年净利润为 4.9/6.2/7.6 (前值为 5.3/6.6/8.1 亿元), 同比-1%/+27%/+23%; 基于盈利预测下调, 我们下调目标价至 0.59~0.69 港元 (前值为 0.65~0.76 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	18,610	19,683	20,747
(+/-%)	-20.2%	7.7%	-7.2%	5.8%	5.4%
净利润(百万元)	89	490	488	618	759
(+/-%)	-75.0%	450.0%	-0.6%	26.7%	22.8%
每股收益(元)	0.02	0.09	0.09	0.12	0.14
经营利润率	4.0%	2.2%	3.7%	4.0%	4.7%
净资产收益率 (ROE)	1.1%	5.8%	5.5%	6.6%	7.7%
市盈率 (PE)	30.5	5.6	5.6	4.4	3.6
EV/EBITDA	4.9	4.4	14.6	10.5	8.6
市净率 (PB)	0.3	0.3	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	0.5	0.09	0.09	0.12	0.14	5.7	5.7	4.3	3.7	15.5%	0.367
滔搏	优于大市	2.3	0.30	0.36	0.23	0.29	7.6	6.3	9.9	7.8	-12.4%	-0.506

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)					利润表(百万元)							
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E		
现金及现金等价物	1190	1828	8451	8548	7732	营业收入	18638	20064	18610	19683	20747	
应收款项	2154	2154	1842	2384	2070	营业成本	(11950)	(13309)	(12190)	(12794)	(13382)	
存货净额	6072	4705	5743	4399	6061	销售费用	(5807)	(5588)	(5230)	(5491)	(5747)	
其他流动资产	0	797	797	797	797	管理费用	(810)	(752)	(744)	(787)	(830)	
流动资产合计	9416	9483	16832	16128	16659	EBITDA	1644	1671	1045	1414	1801	
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	447	610	788	
其他长期资产	202	83	83	83	83	其他净收入	343	320	297	314	331	
非流动资产合计	4183	3775	4727	5550	6247	经营利润	415	736	743	924	1119	
资产总计	13599	13258	21559	21678	22906	财务费用	(145)	(55)	(19)	(20)	(21)	
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)	(25)	
应付款项	951	1285	1863	1392	1966	税前利润	263	657	702	880	1073	
其他流动负债	2533	2147	2451	2548	2642	所得税费用	(163)	(154)	(183)	(229)	(279)	
流动负债合计	3941	3472	4357	3988	4660	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	488	618	759	
其他长期负债	1464	1175	1175	1175	1175	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
长期负债合计	1464	1175	8175	8175	8175	净利润	89	490	488	618	759	
负债合计	5405	4647	12532	12163	12835	168	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	80	92	118	143	9902	折旧摊销	1573	1255	598	804	1013	
股东权益	8114	8518	8908	9371	9902	公允价值变动损失	0	0	0	0	0	
负债和股东权益总计	13599	13258	21559	21678	22906	财务费用	145	55	19	20	21	
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	289	1145	156	428	(681)	
每股收益	0.02	0.09	0.09	0.12	0.14	其它	4	7	26	25	25	
每股红利	0.01	0.04	0.02	0.03	0.04	经营活动现金流	1955	2898	1267	1874	1115	
每股净资产	1.52	1.60	1.67	1.76	1.86	资本开支	0	(1400)	(1550)	(1628)	(1709)	
ROIC	0.3%	3.9%	4.0%	5.1%	5.9%	其它投资现金流	35	(797)	0	0	0	
ROE	1.1%	5.8%	5.5%	6.6%	7.7%	投资活动现金流	35	(2197)	(1550)	(1628)	(1709)	
毛利率	35.9%	33.7%	34.5%	35.0%	35.5%	权益性融资	0	0	0	0	0	
EBIT Margin	0.4%	2.1%	2.4%	3.1%	3.8%	负债净变化	0	0	7000	0	0	
EBITDA Margin	8.8%	8.3%	5.6%	7.2%	8.7%	支付股利、利息	(53)	(220)	(98)	(154)	(228)	
收入增长率	-20.2%	7.7%	-7.2%	5.8%	5.4%	其它融资现金流	(1927)	377	4	4	5	
净利润增长率	-75.0%	450.0%	-0.6%	26.7%	22.8%	融资活动现金流	(2034)	(63)	6906	(150)	(223)	
资产负债率	40.3%	35.7%	58.7%	56.8%	56.8%	现金净变动	(44)	637	6624	97	(816)	
息率	2.0%	8.1%	3.6%	5.7%	8.4%	货币资金的期初余额	1234	1190	1828	8451	8548	
P/E	30.5	5.6	5.6	4.4	3.6	货币资金的期末余额	1190	1828	8451	8548	7732	
P/B	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	企业自由现金流	0	1319	(465)	55	(794)	
EV/EBITDA	4.9	4.4	14.6	10.5	8.6	权益自由现金流	0	1654	6504	17	(834)	

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