

宝胜国际 (03813.HK)

2024 年收入承压盈利维稳，线上全渠道占比持续提升

优于大市

核心观点

2024 全年收入承压但盈利维稳，经营韧性凸显。宝胜国际作为国内领先的运动品牌零售商，2024 年实现收入 184.54 亿元，同比-8.0%，主要受线下客流量疲软及渠道结构调整影响；净利润同比微增 0.2%至 4.91 亿元，展现盈利韧性。毛利率同比提升 0.5 个百分点至 34.2%，主要得益于严格的折扣管控及库存结构优化。在租金协商、人效提升及费用精简策略推动下，经营利润率同比+0.1%至 3.8%；净利率同比提升 0.3 个百分点至 2.7%，维持疫情后修复态势。库存周转效率改善，年底库存较三季度末环比下降 10.1%，营运资金天数同比减少 7 天至 130 天。全年派发股息每股 0.06 港元，派息率达 60%。

单四季度收入同比-3.2%至 44.7 亿元，归母净利润同比-17.3%至 1.5 亿元，主要由于线下客流量疲软及渠道结构调整。毛利率、经营利润率、净利率分别同比下滑 1.0/0.4/0.6 个百分点至 34.7%/4.4%/3.3%。

全渠道增长亮眼、占比提升。1) 线下门店坪效店效受客流影响下滑：公司持续精简升级实体门店网络，直营门店净减 75 家至 3448 家，平均面积同比增加低单位数，受客流不佳影响，平均门店月坪效、店效同比下滑高单位数到低双位数；同店销售同比下滑 16.4%。2) 全渠道增长亮眼：全渠道收入占比提升至 28%，同比+16%，其中抖音销售额翻倍，本地化直播与全国库存打通成为核心驱动力；B2C 公域渠道增长 23%，私域泛微店同比+8%，即时零售（美团、京东等到家服务）深化线上线下融合。

管理层展望：2025 年营收与盈利维稳。1) 盈利保持稳定：2025 年营收目标同比持平，毛利率及经营利润率维持稳定，库存周转天数保持稳定，直营店数根据市场趋势灵活调整、短期维持在 3300 间左右。2) 全渠道深化：预计全渠道收入占比提升至 30%，加码抖音店群与种草营销，强化即时零售与区域库存协同。3) 新品牌贡献提升：新品牌经过前一到两年孵化，开店数增加，2025 年计划开店 100 家，营收贡献有望提升。

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：看好全渠道带动增长及股息回报价值。基于短期零售环境压力仍然较大，我们下调 2025-2026 年盈利预测，预计 2025-2027 年净利润为 4.9/5.4/6.0 亿元（2025-2026 年前值为 6.2/7.6 亿元），同比+0%/11%/10%；维持 0.59~0.69 港元目标价，对应 2025 年 6-7x PE，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,064	18,454	18,475	19,053	19,618
(+/-%)	7.7%	-8.0%	0.1%	3.1%	3.0%
净利润(百万元)	490	491	492	544	597
(+/-%)	450.0%	0.2%	0.0%	10.8%	9.6%
每股收益(元)	0.09	0.09	0.09	0.10	0.11
经营利润率	4.0%	2.2%	3.7%	3.8%	3.8%
净资产收益率 (ROE)	5.8%	5.6%	5.4%	6.0%	7.2%
市盈率 (PE)	6.1	6.0	6.0	5.5	5.0
EV/EBITDA	5.5	-230.2	15.2	13.0	11.2
市净率 (PB)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4

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
证券分析师：刘佳琪 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	0.59 - 0.69 港元
收盘价	0.60 港元
总市值/流通市值	3196/3196 百万港元
52 周最高价/最低价	0.68/0.48 港元
近 3 个月日均成交额	0.76 百万港元

市场走势

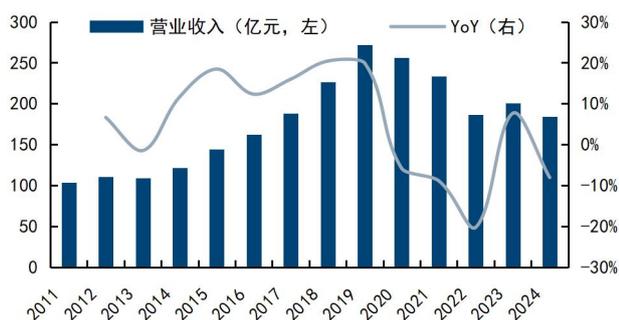


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宝胜国际 (03813.HK) - 第三季度收入下滑 11%，严控折扣下盈利改善》——2024-11-17
- 《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

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



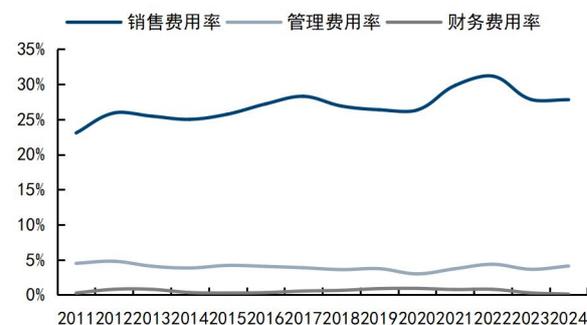
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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



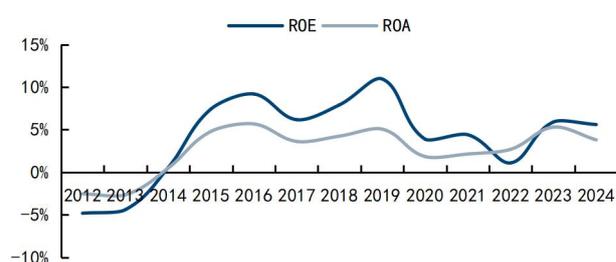
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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



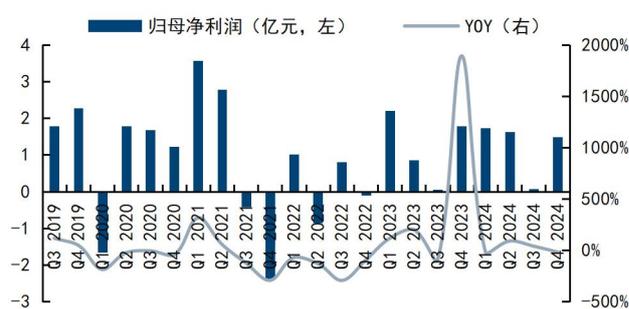
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司季度营业收入及增速



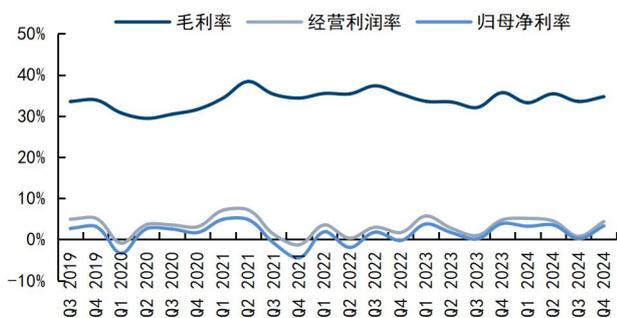
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司季度度净利润及增速



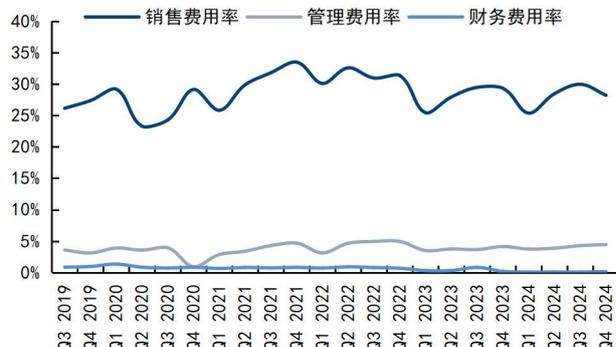
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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



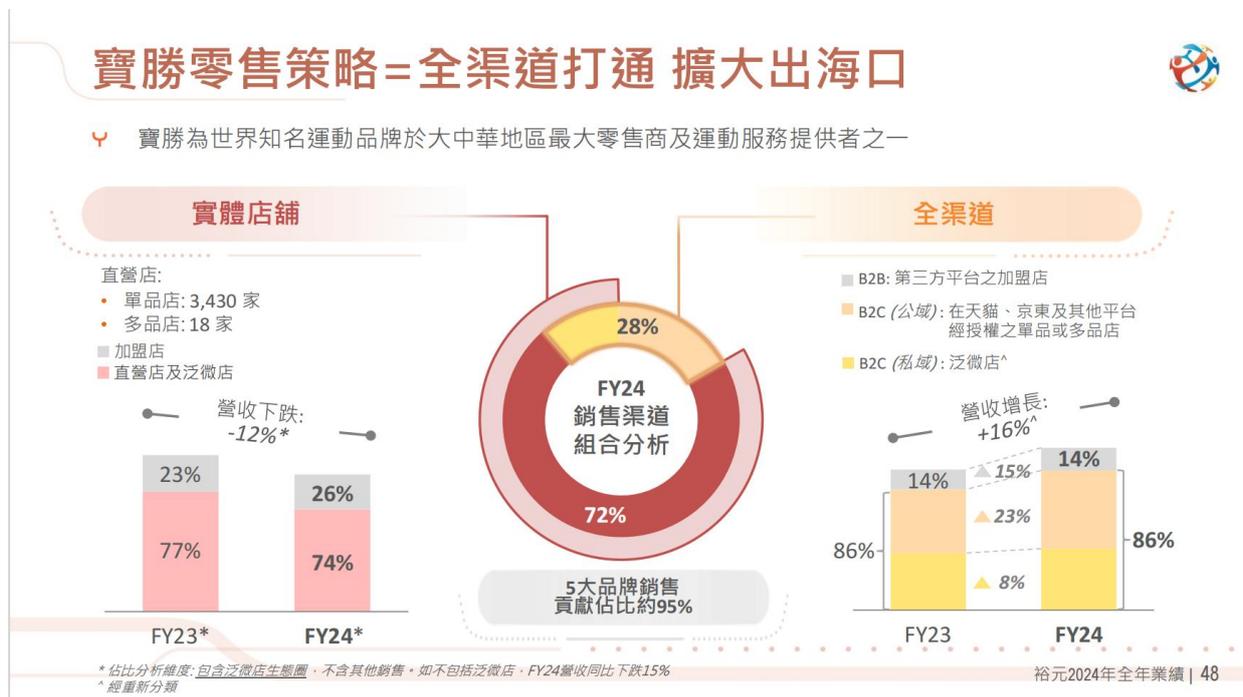
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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	FY2024
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	3,448
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: 公司零售策略



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司量身打造泛微店生态圈



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

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: 看好全渠道带动增长及股息回报价值

2024年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, 公司更加注重线上平台, 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, 盈利能力有望维稳。中长期在正向经营杠杆及控本降费效益的显现下, 有望释放盈利弹性, 同时股东回报有望提升。基于短期零售环境压力仍然较大, 我们下调2025-2026年盈利预测, 预计2025-2027年净利润为4.9/5.4/6.0亿元(2025-2026年前值为6.2/7.6亿元), 同比+0%/11%/10%; 维持0.59~0.69港元目标价, 对应2025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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,064	18,454	18,475	19,053	19,618
(+/-%)	7.7%	-8.0%	0.1%	3.1%	3.0%
净利润(百万元)	490	491	492	544	597
(+/-%)	450.0%	0.2%	0.0%	10.8%	9.6%
每股收益(元)	0.09	0.09	0.09	0.10	0.11
经营利润率	4.0%	2.2%	3.7%	3.8%	3.8%
净资产收益率(ROE)	5.8%	5.6%	5.4%	6.0%	7.2%
市盈率(PE)	6.1	6.0	6.0	5.5	5.0
EV/EBITDA	5.5	-230.2	15.2	13.0	11.2
市净率(PB)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4

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	0.09	0.10	0.11	6.0	6.0	5.5	5.0	6.7%	0.907
滔搏	优于大市	3.6	0.36	0.23	0.29	0.31	10.0	15.6	12.4	11.6	-4.9%	-3.219

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1828	1419	9133	8019	6777	营业收入	20064	18454	18475	19053	19618
应收款项	2154	2196	2159	2332	2292	营业成本	(13309)	(12145)	(12160)	(12489)	(12810)
存货净额	4705	4946	4369	4480	4510	销售费用	(5807)	(5588)	(5142)	(5303)	(5460)
其他流动资产	797	847	847	847	847	管理费用	(810)	(752)	(753)	(776)	(799)
流动资产合计	9483	9408	16507	15678	14427	EBITDA	1395	(31)	939	1095	1289
固定资产	1215	1360	1921	2615	3472	折旧摊销	(1255)	0	(518)	(610)	(739)
无形资产及其他	2331	2017	1936	1855	1775	EBIT	140	(31)	421	485	549
其他长期资产	228	253	253	253	253	其他净收入	343	320	288	297	306
非流动资产合计	3775	3630	4110	4724	5500	经营利润	482	289	709	782	856
资产总计	13258	13038	20617	20402	19927	财务费用	(145)	(55)	(18)	(18)	(18)
短期借款及交易性金融负债	39	39	43	48	52	营业外净收支	(7)	(24)	(3)	(3)	(3)
应付款项	1285	984	1191	1028	1226	税前利润	657	688	688	761	834
其他流动负债	2147	2230	2201	2254	2300	所得税费用	(154)	(190)	(190)	(211)	(231)
流动负债合计	3472	3254	3435	3330	3579	少数股东损益	13	6	6	6	7
长期借款及应付债券	0	0	7000	7000	7000	归属于母公司净利润	490	491	492	544	597
其他长期负债	1175	913	913	913	913						
长期负债合计	1175	913	7913	7913	7913	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	4647	4167	11348	11243	11492	净利润	490	491	492	544	597
少数股东权益	92	96	101	100	92	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	8518	8774	9168	9059	8343	折旧摊销	1255	0	518	610	739
负债和股东权益总计	13258	13038	20617	20402	19927	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	145	55	18	18	18
						营运资本变动	951	(787)	791	(394)	253
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	其它	5	3	5	(1)	(8)
每股收益	0.09	0.09	0.09	0.10	0.11	经营活动现金流	2702	(292)	1806	760	1581
每股红利	0.06	0.04	0.02	0.12	0.25	资本开支	0	(145)	(998)	(1224)	(1516)
每股净资产	1.60	1.65	1.72	1.70	1.57	其它投资现金流	(797)	(51)	0	0	0
ROIC	1.3%	-0.3%	3.8%	4.2%	4.3%	投资活动现金流	(797)	(196)	(998)	(1224)	(1516)
ROE	5.8%	5.6%	5.4%	6.0%	7.2%	权益性融资	0	0	0	0	0
毛利率	33.7%	34.2%	34.2%	34.5%	34.7%	负债净变化	0	0	7000	0	0
EBIT Margin	0.7%	-0.2%	2.3%	2.5%	2.8%	支付股利、利息	(294)	(221)	(98)	(653)	(1312)
EBITDA Margin	7.0%	-0.2%	5.1%	5.7%	6.6%	其它融资现金流	(679)	521	4	4	5
收入增长率	7.7%	-8.0%	0.1%	3.1%	3.0%	融资活动现金流	(1267)	80	6906	(649)	(1308)
净利润增长率	450.0%	0.2%	0.0%	10.8%	9.6%	现金净变动	637	(409)	7714	(1113)	(1242)
资产负债率	35.7%	32.7%	55.5%	55.6%	58.1%	货币资金的期初余额	1190	1828	1419	9133	8019
息率	9.9%	7.4%	3.3%	22.0%	44.2%	货币资金的期末余额	1828	1419	9133	8019	6777
P/E	6.1	6.0	6.0	5.5	5.0	企业自由现金流	0	(955)	616	(657)	(126)
P/B	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	权益自由现金流	0	(473)	7587	(693)	(170)
EV/EBITDA	5.5	(230.2)	15.2	13.0	11.2						

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±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±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