

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 0.51 港元 0.74↓ +45.1%

2025年8月12日

宝胜国际 (3813 HK)

2025 上半年业绩持续承压；复苏不确定性下经营韧性仍存

① **2025 上半年业绩延续下滑，2 季度有积极信号浮现：**2025 上半年公司实现收入/归母净利润 91.6 亿/1.9 亿元（人民币，下同），同比分别下滑 8.3%/44.1%，主要受线下客流拖累（同店销售下滑 10-20% 中段）。折扣压力下，毛利率同比下跌 0.7 个百分点至 33.5%；叠加负经营杠杆，经营利润率下滑 1.7 个百分点至 3.1%。尽管短期业绩承压，但我们看到 2 季度运营端上有积极信号浮现，为后续复苏奠定基础：2 季度折扣水平环比 1 季度改善低单位数，带动单季度毛利率回升；库存水平亦出现环比改善，体现出公司运营韧性。我们认为，当前股价已充分反映业绩压力，超过 8% 的预期股息率亦提供了充分的股价下行保护。因此，基于 2026 年 7 倍的预期市盈率，我们调整公司目标价至 0.74 港元，维持买入。

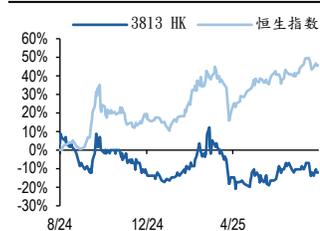
② **线下渠道持续承压，全渠道韧性凸显：**在整体行业零售环境有待进一步恢复的背景下，公司线下门店持续受客流疲软影响，上半年实体店铺营收同比降 14%，持续承压。同店销售录得 10-20% 中段的跌幅，整体折扣幅度同比加深低单位数；截至 6 月末，公司的直营店铺数量较年初减少 40 家至 3408 家，经过近几年的门店调整，我们相信公司的店铺规模已进入稳定阶段。全渠道则表现更加稳健，上半年同比录得 16% 的增长，占比进一步提升至 33%，其中私域和公域渠道均实现双位数增长。公司正积极丰富品牌矩阵，除主营大众运动品牌外，还在拓展瑜伽、户外等垂直细分布局。

③ **2 季度收入继续下滑，但折扣/库存环比出现改善：**2 季度收入仍录得同比下滑 11.6%，但 2 季度折扣环比 1 季度出现低单位数改善（主要由线下渠道带动），带动 2 季度毛利率环比回升 1.8 个百分点至 34.5%，我们视此为积极信号。库存方面，上半年库存周转天数为 146 天（优于公司 150 天的目标），2 季度库存水平环比下降 12.5%，显示出良好的库存管理水平，一定程度上增强了公司面对复苏不确定性的抗风险能力。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	0.65
52周低位 (港元)	0.46
市值 (百万港元)	2,643.70
日均成交量 (百万)	0.31
年初至今变化 (%)	2.00
200天平均价 (港元)	0.52

资料来源: FactSet

肖凯希

cathy.xiao@bocomgroup.com
(852) 3766 1856

钱昊, CFA

Alan.Qian@bocomgroup.com
(852) 3766 1853

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	20,064	18,454	17,251	17,890	18,856
同比增长 (%)	7.7	-8.0	-6.5	3.7	5.4
净利润 (百万人民币)	490	491	413	512	605
每股盈利 (人民币)	0.09	0.09	0.08	0.10	0.12
同比增长 (%)	449.7	0.1	-16.1	24.2	18.1
前EPS预测值 (人民币)			0.11	0.11	0.12
调整幅度 (%)			-24.4	-10.2	-6.4
市盈率 (倍)	4.9	4.9	5.9	4.7	4.0
每股账面净值 (人民币)	1.65	1.69	1.73	1.78	1.84
市账率 (倍)	0.28	0.28	0.27	0.26	0.25
股息率 (%)	3.6	10.1	8.5	10.5	12.4

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

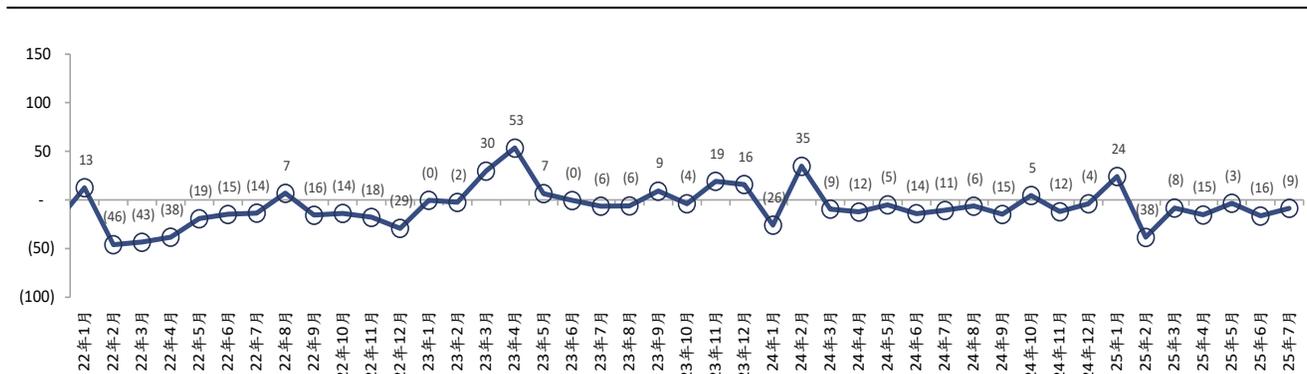
⊕ **下调盈利预测：**短期来看，行业竞争仍将激烈，下半年行业折扣或持续面临压力。考虑到公司上半年业绩和行业趋势，我们下调公司 2025-27 年收入预测 7%-8% 至 173-189 亿元，对应公司 2025 年下半年收入仍将处于下降区间（同比下降 4.5%）。考虑到负经营杠杆效应，我们同时下调未来三年净利润预测 6%-24% 至 4.1-6.0 亿元人民币。

图表 1: 盈利预测变动

人民币元 (百万元)	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	17,251	18,831	-8%	17,890	19,403	-8%	18,856	20,378	-7%
毛利润	5,863	6,494	-10%	6,226	6,752	-8%	6,600	7,132	-7%
毛利率	34.0%	34.5%	-0.5ppts	34.8%	34.8%	0.0ppts	35.0%	35.0%	0.0ppts
经营利润	565	750	-25%	767	862	-11%	900	971	-7%
经营利润率	3.3%	4.0%	-0.7ppts	4.3%	4.4%	-0.2ppts	4.8%	4.8%	0.0ppts
归母净利润	413	546	-24%	512	571	-10%	605	646	-6%
净利润率	2.4%	2.9%	-0.5ppts	2.9%	2.9%	-0.1ppts	3.2%	3.2%	0.0ppts

资料来源: 交银国际预测

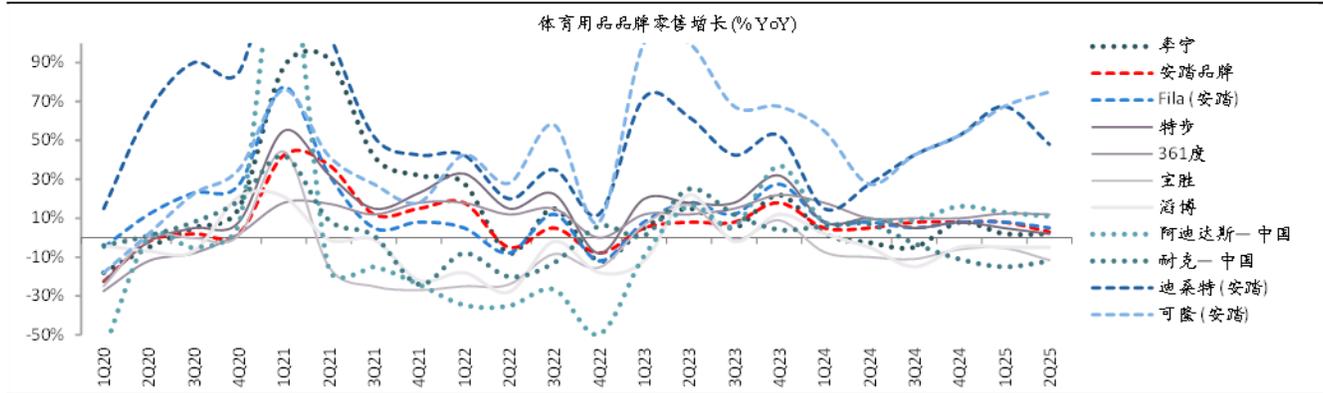
图表 2: 宝胜月度零售同比增长 (%)



资料来源: 公司资料, 交银国际

行业数据-体育用品

图表 3:体育用品品牌季度零售增长



资料来源: 各家公司资料, 交银国际

图表 4: 宝胜国际 (3813 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

2025 年 8 月 12 日

宝胜国际 (3813 HK)

图表 5: 交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
9992 HK	泡泡玛特	买入	271.20	300.00	10.6%	2025 年 06 月 25 日	潮流玩具
1876 HK	百威亚太	买入	8.42	10.15	20.5%	2025 年 07 月 31 日	啤酒
291 HK	华润啤酒	买入	26.44	34.47	30.4%	2025 年 03 月 21 日	啤酒
2319 HK	蒙牛乳业	买入	16.30	22.91	40.5%	2025 年 03 月 27 日	乳业
600887 CH	伊利股份	买入	27.57	33.30	20.8%	2024 年 11 月 06 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	8.60	12.30	43.0%	2023 年 09 月 05 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	4.59	4.00	-12.9%	2024 年 09 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	27.24	13.40	-50.8%	2024 年 08 月 27 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	11.87	10.40	-12.4%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	57.25	116.00	102.6%	2024 年 03 月 27 日	纺织服装
6690 HK	海尔智家	买入	24.96	36.52	46.3%	2025 年 04 月 03 日	家电
000333 CH	美的集团	买入	71.76	87.22	21.5%	2025 年 04 月 02 日	家电
000651 CH	格力电器	买入	47.23	52.96	12.1%	2024 年 04 月 30 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	24.28	22.64	-6.8%	2025 年 03 月 26 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	2.75	2.79	1.5%	2025 年 07 月 22 日	餐厅
9896 HK	名创优品	买入	39.72	46.42	16.9%	2025 年 03 月 24 日	零售
2020 HK	安踏	买入	89.05	110.20	23.8%	2025 年 07 月 16 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	16.72	16.28	-2.6%	2025 年 07 月 15 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.51	0.74	45.10%	2025 年 08 月 12 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	3.08	2.98	-3.3%	2025 年 06 月 26 日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 数据截至 2025 年 8 月 12 日

财务数据

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	20,064	18,454	17,251	17,890	18,856
主营业务成本	(13,309)	(12,145)	(11,388)	(11,664)	(12,256)
毛利	6,756	6,309	5,863	6,226	6,600
销售及管理费用	(6,340)	(5,888)	(5,526)	(5,686)	(5,927)
其他经营净收入/费用	320	288	228	228	228
经营利润	736	709	565	767	900
财务成本净额	(55)	(18)	(13)	(13)	(13)
应占联营公司利润及亏损	0	0	0	0	0
其他非经营净收入/费用	(24)	(3)	0	0	0
税前利润	657	688	552	755	888
税费	(154)	(190)	(127)	(230)	(270)
非控股权益	(13)	(6)	(13)	(13)	(13)
净利润	490	491	413	512	605
作每股收益计算的净利润	490	491	413	512	605

截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,828	1,419	2,315	2,980	3,627
有价证券	797	847	847	847	847
应收账款及票据	2,102	2,125	2,015	2,090	2,203
存货	4,705	4,946	4,649	4,730	4,936
开发中物业及土地预付款	0	0	0	0	0
其他流动资产	53	71	71	71	71
总流动资产	9,483	9,408	9,897	10,717	11,684
投资物业	130	127	127	127	127
物业、厂房及设备	782	786	738	652	527
无形资产	86	96	96	96	96
合资企业/联营公司投资	0	0	0	0	0
其他长期资产	2,778	2,621	2,301	2,034	1,765
总长期资产	3,775	3,630	3,262	2,909	2,515
总资产	13,258	13,038	13,159	13,626	14,199
短期贷款	39	39	179	319	459
应付账款	2,485	2,350	2,151	2,203	2,315
其他短期负债	947	865	865	865	865
总流动负债	3,472	3,254	3,195	3,387	3,638
长期贷款	0	0	0	0	0
长期应付账款	1,152	892	851	855	860
其他长期负债	23	21	21	21	21
总长期负债	1,175	913	873	877	881
总负债	4,647	4,167	4,067	4,263	4,519
股本	46	46	46	46	46
储备及其他资本项目	8,472	8,728	8,936	9,194	9,499
股东权益	8,518	8,774	8,983	9,241	9,546
非控股权益	92	96	109	122	134
总权益	8,611	8,871	9,092	9,363	9,680

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	657	688	552	755	888
合资企业/联营公司收入调整	0	0	0	0	0
折旧及摊销	373	336	409	464	523
营运资本变动	1,629	(409)	208	(103)	(208)
利息调整	92	68	58	58	58
税费	(206)	(209)	(127)	(230)	(270)
其他经营活动现金流	15	2	0	0	0
经营活动现金流	2,559	476	1,100	944	990
资本开支	(311)	(350)	(361)	(379)	(398)
投资活动	0	0	0	0	0
其他投资活动现金流	(1,004)	(185)	45	45	45
投资活动现金流	(1,315)	(534)	(316)	(334)	(353)
负债净变动	(418)	2	140	140	140
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(88)	(244)	(204)	(254)	(300)
其他融资活动现金流	(8)	(1)	(58)	(58)	(58)
融资活动现金流	(514)	(242)	(122)	(172)	(218)
汇率收益/损失	(1)	1	0	0	0
年初现金	1,190	1,828	1,419	2,315	2,980
年末现金	1,828	1,419	2,315	2,980	3,627

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.095	0.095	0.080	0.099	0.117
全面摊薄每股收益	0.095	0.095	0.080	0.099	0.117
每股股息	0.017	0.047	0.039	0.049	0.058
每股账面值	1.645	1.693	1.733	1.783	1.842
利润率分析(%)					
毛利率	33.7	34.2	34.0	34.8	35.0
EBITDA利润率	9.9	9.7	6.5	7.6	8.3
EBIT利润率	3.7	3.8	3.3	4.3	4.8
净利率	2.4	2.7	2.4	2.9	3.2
盈利能力(%)					
ROA	3.7	3.7	3.1	3.8	4.3
ROE	5.9	5.6	4.6	5.6	6.4
ROIC	2.4	2.7	2.4	2.9	3.2
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
利息覆盖率	21.5	26.4	19.3	23.7	27.1
流动比率	2.7	2.9	3.1	3.2	3.2
存货周转天数	129.0	148.7	149.0	148.0	147.0
应收账款周转天数	17.8	19.4	20.0	20.0	20.0
应付账款周转天数	34.4	37.7	36.0	36.0	36.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。