

宝胜国际 (03813.HK)

上半年收入下滑 8%，折扣同比扩大致毛利率下滑

优于大市

核心观点

上半年收入下滑 8%，折扣扩大致毛利率下滑，库存保持健康水平。上半年店铺客流波动拖累销售，营收同比-8.3%至 91.6 亿元；受行业折扣促销影响，平均折扣同比扩大低单位数，毛利率同比-0.7 个百分点至 33.5%；毛利下跌叠加负向经营杠杆，归母净利润同比-44.0%至 1.9 亿元，净利率同比-1.3 个百分点至 2.1%。公司持续优化库龄及销售结构，通过库存天花板、库存通高效库存管理，库存天数为 146 天，维持在 150 天目标值以内，库龄结构健康，老旧库存占比 9%以下。现金水平保持稳定达人民币 27 亿元，拟派发中期股息及特别股息每股 0.23 港元，派息率达 60%。

第二季度收入降幅扩大，折扣和毛利率环比改善。第二季度线下销售进一步承压、收入降幅环比扩大，营收同比-11.6%至 40.5 亿元；折扣同比仍有压力但环比一季度改善低单位数，毛利率同比-0.9/环比+1.8 个百分点至 34.5%；负向经营杠杆下，销售费用和管理费用率分别同比+1.3/0.6 个百分点至 29.7%/4.5%；经营利润率/净利率同比-3.2/-2.3 个百分点至 1.3%/1.2%。

全渠道表现稳健，线下门店受客流下滑影响承压。1) 线上全渠道收入增长 16%，直播销售表现突出。上半年全渠道营收同比+16%，总营收占比提升至 33%，其中 B2C 公域平台和私域泛微店收入均同比+15%，直播销售表现亮眼、实现超过 100%增长；B2B（第三方平台之加盟店）收入同比+21%。2) 线下直营门店数量及店铺面积维稳，同店增速受客流疲软影响。公司优化实体店铺格局、提升销售转化率，部分抵消人流不振影响。上半年直营净关店 40 家至 3408 家，同比减少 2.0%；平均店铺面积及总销售面积维稳，同比降低单位数；受客流疲弱影响，上半年同店销售同比-10%~20%中段。3) **多元矩阵布局：**计划优化产品组合，发展自主品牌（塑形象，如 XEXYMIX、PONY，短期营收占比仅 2-3%）、风口细分赛道（中短期补业绩，跑鞋赛道增速好，如亚瑟士、HOKA、索康尼等作为主力放大）、自有渠道胜道仓（一站式仓储式体验，引入性价比高品牌）+胜道生活（面积大、折扣店、性价比）。瑜伽品牌 XEXYMIX 已搭建 24 家线下门店及布局四个线上平台，轻户外品牌 Pony 通过全域立体化渠道矩阵推动销售同比增长超过 30%。

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：看好销售恢复正向增长后业绩弹性。今年受消费力疲软影响营收增长承压，在库存健康基础上，盈利能力有望维稳；未来伴随销售恢复正向增长，在正向经营杠杆下将有较好的业绩弹性。基于短期零售环境压力仍较大，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年净利润为 3.9/4.7/5.2 亿元（前值为 4.9/5.4/6.0 亿元），同比-21%/+21%/+11%；维持 0.59~0.69 港元目标价，对应 2026 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	17,007	17,569	18,118
(+/-%)	7.7%	-8.0%	-7.8%	3.3%	3.1%
净利润(百万元)	490	491	386	466	517
(+/-%)	450.0%	0.2%	-21.5%	20.7%	10.8%
每股收益(元)	0.09	0.09	0.07	0.09	0.10
经营利润率	3.7%	3.8%	3.3%	3.8%	4.1%
净资产收益率 (ROE)	5.8%	5.6%	4.3%	5.2%	6.2%
市盈率 (PE)	5.2	5.2	6.6	5.4	4.9
EV/EBITDA	4.3	4.4	16.1	12.6	10.4
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	0.51 港元
总市值/流通市值	2716/2716 百万港元
52 周最高价/最低价	0.65/0.44 港元
近 3 个月日均成交额	1.55 百万港元

市场走势

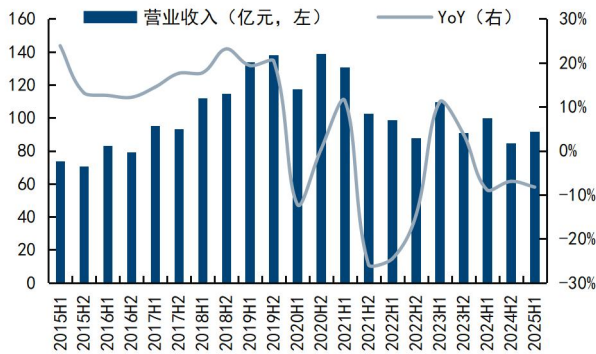


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

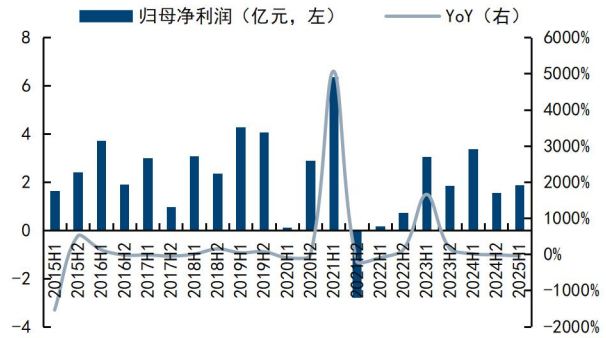
- 《宝胜国际 (03813.HK) -2024 年收入承压盈利维稳，线上全渠道占比持续提升》——2025-03-18
- 《宝胜国际 (03813.HK) -第三季度收入下滑 11%，严控折扣下盈利改善》——2024-11-17
- 《宝胜国际 (03813.HK) -上半年收入下滑 9%，严控折扣下毛利率提升》——2024-08-14
- 《宝胜国际 (03813.HK) -一季度收入下滑 7.5%，存货周转率提升》——2024-05-15
- 《宝胜国际 (03813.HK) -2023 年盈利改善，经营利润率有望持续提升》——2024-03-16

图1：公司半年度营业收入及增速



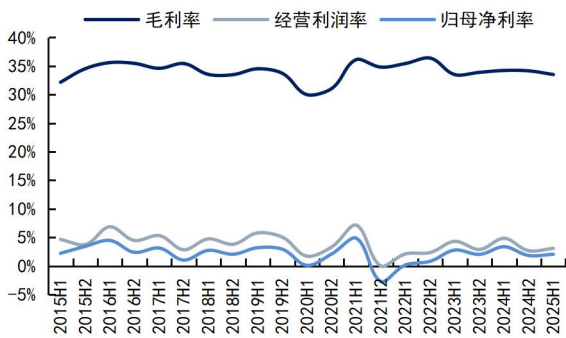
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司半年度净利润及增速



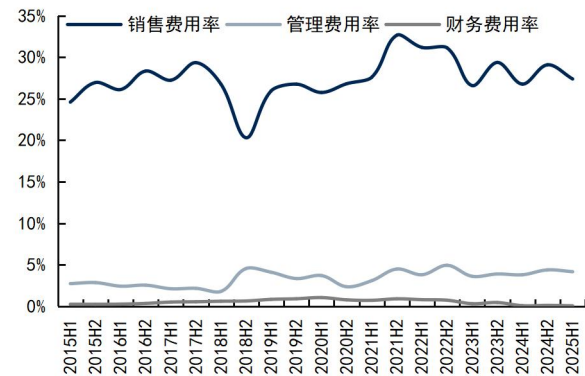
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司半年度利润率水平



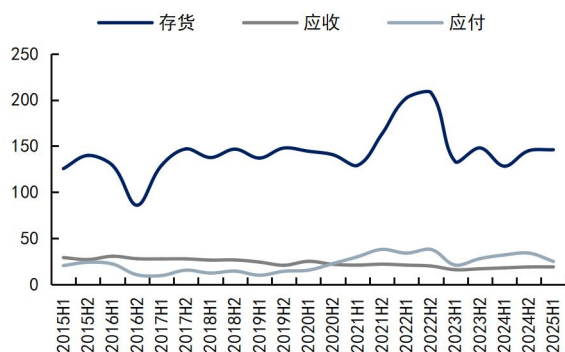
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司半年度费用率水平



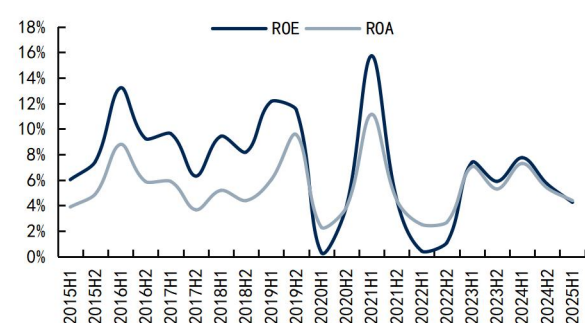
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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：公司盈利能力



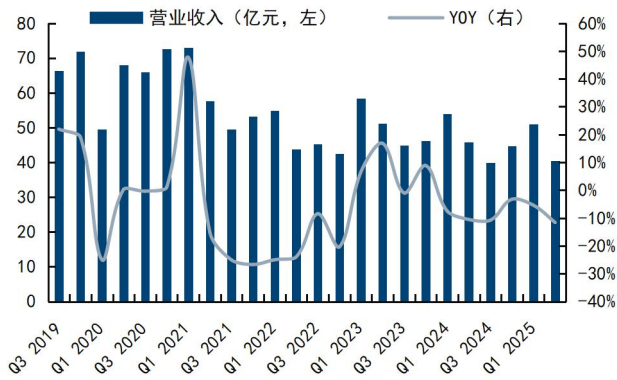
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 公司门店数量

	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025H1
直营	4,420	4,916	5,365	5,560	5,465	5,648	5,883	5,240	4,631	4,093	3,523	3,448	3,408
批发	2,896	3,046	3,132	3,199	3,313	3,551	3,950	3,835	3,786	3,200	-	-	-
合计	7,316	7,962	8,497	8,759	8,778	9,199	9,833	9,075	8,417	7,293	-	-	-

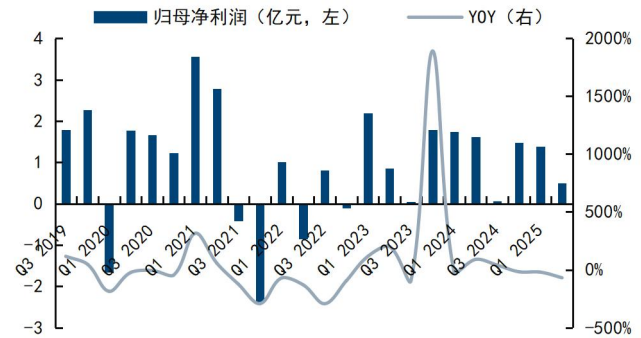
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司季度营业收入及增速



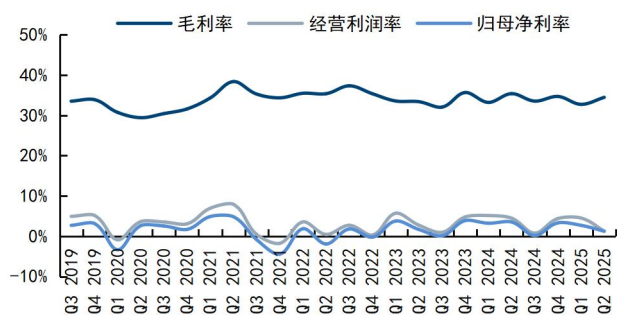
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司季度度净利润及增速



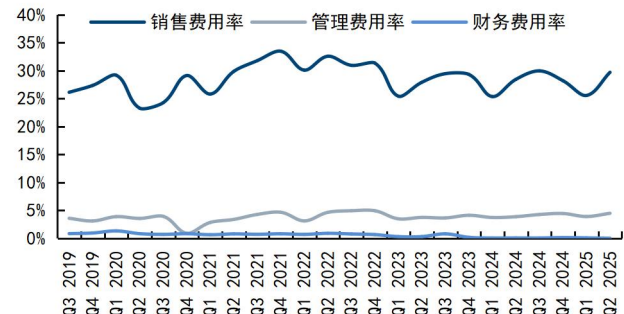
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

图11：公司多维度品牌矩阵带动成长



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：看好销售恢复正向增长后业绩弹性

2025 上半年受消费环境疲弱影响公司销售收入下滑，同时折扣同比加深、致盈利端承压；二季度收入降幅加大，但折扣率和毛利率环比改善。分渠道看，线下渠道店铺数量维稳、同店销售受客流下滑影响有中度两位数下降；线上全渠道增长 16%，直播渠道表现亮眼，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，今年受消费力疲软影响营收增长承压，在库存健康基础上，盈利能力有望维稳；未来伴随销售恢复正向增长，在正向经营杠杆下将有较好的业绩弹性。基于短期零售环境压力仍较大，我们下调盈利预测，预计 2025–2027 年净利润为 3.9/4.7/5.2 亿元（前值为 4.9/5.4/6.0 亿元），同比-21%/+21%/+11%；维持 0.59~0.69 港元目标价，对应 2026 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	17,007	17,569	18,118
(+/-%)	7.7%	-8.0%	-7.8%	3.3%	3.1%
净利润(百万元)	490	491	386	466	517
(+/-%)	450.0%	0.2%	-21.5%	20.7%	10.8%
每股收益(元)	0.09	0.09	0.07	0.09	0.10
经营利润率	3.7%	3.8%	3.3%	3.8%	4.1%
净资产收益率(ROE)	5.8%	5.6%	4.3%	5.2%	6.2%
市盈率(PE)	5.2	5.2	6.6	5.4	4.9
EV/EBITDA	4.3	4.4	16.1	12.6	10.4
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
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024-2027	
宝胜国际	优于大市	0.5	0.09	0.07	0.09	0.10	5.2	6.6	5.4	4.9	1.7%	3.903
滔搏	优于大市	2.8	0.21	0.21	0.21	0.24	13.7	13.6	13.6	12.1	4.3%	3.186

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。

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	9002	8048	6979	营业收入	20064	18454	17007	17569	18118
应收款项	2154	2196	1813	2328	1943	营业成本	(13309)	(12145)	(11289)	(11572)	(11884)
存货净额	4705	4946	4501	4465	4617	销售费用	(5588)	(5136)	(4733)	(4890)	(5043)
其他流动资产	797	847	847	847	847	管理费用	(752)	(752)	(693)	(716)	(738)
流动资产合计	9483	9408	16163	15689	14385	EBITDA	1671	1515	843	1089	1321
固定资产	1215	1360	1888	2494	3222	折旧摊销	(1255)	(1094)	(551)	(697)	(868)
无形资产及其他	2331	1998	1918	1838	1758	EBIT	416	421	292	392	453
其他长期资产	228	273	273	273	273	其他净收入	320	288	265	274	283
非流动资产合计	3775	3630	4078	4604	5252	经营利润	736	709	558	666	736
资产总计	13258	13038	20240	20293	19637	财务费用	(55)	(18)	(18)	(16)	(17)
短期借款及交易性金融负债	39	39	43	48	52	营业外净收支	(24)	(3)	(3)	(3)	(3)
应付款项	1285	1042	966	1067	992	税前利润	657	688	537	647	716
其他流动负债	2147	2173	2134	2175	2217	所得税费用	(154)	(190)	(145)	(175)	(193)
流动负债合计	3472	3254	3143	3290	3261	少数股东损益	13	6	6	6	6
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	386	466	517
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	11056	11203	11175	净利润	490	491	386	466	517
少数股东权益	92	96	101	100	93	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	8518	8774	9083	8990	8370	折旧摊销	1255	1094	551	697	868
负债和股东权益总计	13258	13038	20240	20293	19637	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	55	18	18	16	17
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	951	(806)	713	(337)	201
每股收益	0.09	0.09	0.07	0.09	0.10	其它	5	3	5	(1)	(7)
每股红利	0.06	0.04	0.01	0.11	0.21	经营活动现金流	2702	783	1654	826	1578
每股净资产	1.60	1.65	1.71	1.69	1.57	资本开支	0	(1239)	(998)	(1224)	(1516)
ROIC	3.9%	3.8%	2.7%	3.5%	3.7%	其它投资现金流	(797)	(51)	0	0	0
ROE	5.8%	5.6%	4.3%	5.2%	6.2%	投资活动现金流	(797)	(1290)	(998)	(1224)	(1516)
毛利率	33.7%	34.2%	33.6%	34.1%	34.4%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	2.1%	2.3%	1.7%	2.2%	2.5%	负债净变化	0	0	7000	0	0
EBITDA Margin	8.3%	8.2%	5.0%	6.2%	7.3%	支付股利、利息	(294)	(221)	(77)	(559)	(1137)
收入增长率	7.7%	-8.0%	-7.8%	3.3%	3.1%	其它融资现金流	(679)	540	4	4	5
净利润增长率	450.0%	0.2%	-21.5%	20.7%	10.8%	融资活动现金流	(1267)	99	6927	(555)	(1132)
资产负债率	35.7%	32.7%	55.1%	55.7%	57.4%	现金净变动	637	(409)	7583	(953)	(1069)
息率	11.6%	8.7%	3.0%	22.1%	44.9%	货币资金的期初余额	1190	1828	1419	9002	8048
P/E	5.2	5.2	6.6	5.4	4.9	货币资金的期末余额	1828	1419	9002	8048	6979
P/B	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	企业自由现金流	0	(647)	479	(577)	(116)
EV/EBITDA	4.3	4.4	16.1	12.6	10.4	权益自由现金流	0	(119)	7449	(614)	(160)

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

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