



宝胜 (3813.HK): 1H21 净利润超预期; 短期收入承压, 但全年利润率提升确定性增强

宝胜 1H21 的业绩使我们对其利润率的提升有了更大的信心。然而, 近期疫情的反复以及公司更严格的零售折扣为下半年的收入增长带来一定不确定性。

聚焦并优先满足利润率的提升: 面对市场一次性事件的影响, 公司在二季度并没有选择加大零售折扣来换取收入的增长。相反, 公司依然严格控制零售折扣、聚焦库存管控、提高当季产品售罄率, 最终保证经营利润率。管理层透露, 二季度公司整体零售折扣处于低单位数, 低于 2019 年同期水平。因此, 公司毛利率与经营利润率分别在二季度达到 38.4% 和 7.2%, 皆为历史最高。未来公司将继续在优先满足利润率的情况下, 通过渠道结构优化 (加大泛微信渠道占比)、线下门店优化 (提升 300 平方米以上大店占比) 及强化与国际品牌合作伙伴间的关系, 从而争取高质量且可持续的收入增长。我们认为该策略性转变将大幅增加公司未来业绩的确定性, 减小公司运营风险。维持买入评级。

2021 年全年展望: 8 月至今, 宝胜依然看到双位数的零售流水下跌。管理层期望 8 月下半月学校开学将对 8 月整体收入有一定提振作用。长期来看, 公司认为一次性行业事件的影响将逐渐减弱, 而其国际品牌合作伙伴将在下半年逐步重启市场推广的步伐。基于过去连续四个月的收入大幅下降, 管理层将全年收入预期从之前的同比高双位数增长下调至相对 2019 年低单位数增长。但公司对其全渠道 (omni-channel) 的发展依然充满信心, 并预计其在 2021 年全年贡献高双位数到 20% 的收入。更令我们欣慰的是, 公司依然维持其全年 7% 的经营利润率的目标。而通过严格的零售折扣管理以及费用控制, 宝胜上半年连续两个季度经营利润率达到了 7% 以上, 也增强了市场对其利润率提升的信心。

盈利预测与估值: 我们对 2021-2023 各年的收入下调 4-8%, 以反映近期疫情反复以及公司更严格的零售折扣给收入带来的压力。然而我们同时上调了 2021-2023 各年净利润率。我们对未来三年的净利润率预测基本保持不变。我们目前预测公司 2H21 收入同比增长 5%, 经营利润率达 6.9%。基于 6.0x2022 P/E, 我们依然维持 HK\$2.1 的目标价不变。

投资风险: 整体行业需求放缓; 新疆棉事件对国际品牌影响超预期; 高端运动服饰市场竞争加剧; 运营效率改革效果逊预期; 在国际品牌零售领域份额被对手抢占; 与国际品牌关系恶化; 全渠道增速逊预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	27,190	25,611	27,705	32,131	35,919
同比变动 (%)	20%	-6%	8%	16%	12%
归母净利润	833	303	1,276	1,570	1,832
同比变动 (%)	53%	-64%	321%	23%	17%
PE (X)	9	24	6	5	4
ROE (%)	11%	4%	15%	16%	16%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、浦银国际

林闻嘉

消费分析师
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

胡泽宇 CFA

助理分析师
ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2021 年 8 月 16 日

评级

买入

目标价 (港元)	2.1
潜在升幅/降幅	+27%
目前股价 (港元)	1.7
52 周内股价区间 (港元)	1.47-2.34
总市值 (百万港元)	8,892
近 3 月日均成交额 (百万港元)	6

注: 截至 2021 年 8 月 16 日收盘价

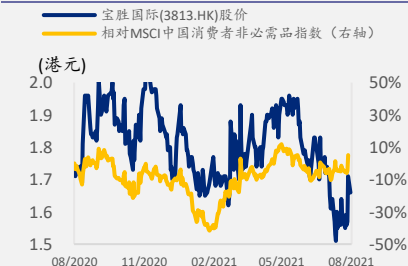
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

相关报告:

《中国运动服饰: 新趋势与全渠道推动行业龙头持续高速增长》(2021-07-06)

财务报表分析与预测 - 宝胜国际

利润表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	27,190	25,611	27,705	32,131	35,919
同比	19.9%	-5.8%	8.2%	16.0%	11.8%
销售成本	-17,914	-17,785	-17,959	-20,818	-23,245
毛利	9,275	7,826	9,746	11,313	12,674
毛利率	34.1%	30.6%	35.2%	35.2%	35.3%
其他经营收入及收益 (损失)	377	340	420	420	420
销售及经销开支	-7,169	-6,742	0	0	0
行政开支	-1,012	-763	0	0	0
总经营费用	-8,181	-7,505	-8,219	-9,374	-10,355
总经营费用率	30.1%	29.3%	29.7%	29.2%	28.8%
经营溢利	1,472	661	1,946	2,359	2,739
经营利润率	5.4%	2.6%	7.0%	7.3%	7.6%
融资成本	-248	-252	-138	-120	-120
财务收入	8	19	17	17	17
应占合营与联营企业业绩	1	15	30	30	30
其他收益 (损失)	-9	-11	-15	-15	-15
税前溢利	1,224	433	1,840	2,271	2,651
所得税开支	-345	-118	-512	-636	-742
所得税率	28.1%	27.3%	27.8%	28.0%	28.0%
本年度溢利	880	315	1,329	1,635	1,909
非控股权益	-47	-12	-53	-65	-76
归母净利润	833	303	1,276	1,570	1,832
归母净利润率	3.1%	1.2%	4.6%	4.9%	5.1%
YoY	53.5%	-63.7%	321.2%	23.0%	16.7%

资产负债表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
投资物业	95	95	95	95	95
物业、机器及设备	1,354	1,294	1,338	1,219	1,044
使用权资产	2,932	3,247	3,471	3,623	3,726
收购物业、机器及设备之已付按金	87	61	60	60	60
租赁按金	178	184	190	190	190
无形资产	283	180	88	-4	-97
商誉	533	522	522	522	522
于合营企业之权益	253	379	379	379	379
按公允价值计入其他全面收益之权益工具	2	3	3	3	3
递延税项资产	9	64	65	65	65
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产总计	5,728	6,029	6,211	6,151	5,987
存货	8,021	5,870	6,889	7,985	8,916
应收货款及其他应收款项	2,994	3,360	3,340	3,873	4,330
可收回税项	5	1	1	1	1
银行结余及现金	614	1,742	1,332	1,707	2,522
分类为持作出售的非流动资产	29	20	20	20	20
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	11,663	10,993	11,581	13,586	15,788
应付货款及其他应付款项	2,661	3,234	2,755	3,194	3,566
合约负债	415	586	600	600	600
应付税项	262	186	200	200	200
银行及其他借贷	3,546	1,949	1,500	1,500	1,500
租赁负债	890	1,047	1,000	1,000	1,000
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	7,774	7,002	6,055	6,494	6,866
递延税项负债	86	60	60	60	60
租赁负债	1,825	2,084	2,471	2,623	2,726
非流动负债合计	1,911	2,144	2,531	2,683	2,787
股本	47	47	47	47	47
储备	7,566	7,724	8,999	10,288	11,775
本公司拥有人应占权益	7,613	7,770	9,046	10,335	11,822
非控股权益	94	106	159	224	301
权益总额	7,706	7,876	9,205	10,559	12,122

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
税前溢利	1,224	433	1,840	2,271	2,651
物业、机器及设备折旧	474	541	596	660	715
使用权资产折旧	889	1,183	1,276	1,348	1,396
无形资产摊销	105	103	102	102	102
其他	270	251	121	103	103
营运资金变动前经营现金流量	2,962	2,511	3,936	4,484	4,967
预付款项减少 (增加)	4	104	0	0	0
应收货款及其他应收款项增加	-176	-210	20	-533	-457
存货增加	-1,264	2,176	-1,019	-1,096	-931
应付货款及其他应付款项增加	584	638	-479	439	372
合约负债增加 (减少)	3	171	14	0	0
经营活动所得现金	2,113	5,390	2,473	3,292	3,952
已付所得税	-286	-271	-498	-636	-742
经营活动所得 (所用) 现金净额	1,827	5,119	1,975	2,657	3,210
存置结构性银行存款	-900	-50	0	0	0
收购固定及无形资产所支付之按金	-807	-585	-709	-610	-610
借予一间子公司非控股权益之垫款	-102	-136	0	0	0
使用权资产付款	-14	-22	0	0	0
其他	975	-132	54	60	60
投资活动所用现金净额	-848	-925	-655	-550	-550
偿还银行及其他借款	-5,068	-4,947	-449	0	0
偿还租赁负债 (包括相关利息)	-950	-1,198	-1,161	-1,348	-1,396
就银行及其他借款支付之利息	-134	-127	-121	-103	-103
新增银行及其他借款	5,080	3,350	0	0	0
其他	-26	-145	0	-281	-345
融资活动 (所用) 所得现金净额	-1,098	-3,067	-1,730	-1,731	-1,845
现金及等同现金项目 (减少) 增加净额	-119	1,127	-411	375	815
汇率变动影响	1	2	0	0	0
年初现金及等同现金项目	731	614	1,742	1,332	1,707
年终现金及等同现金项目	614	1,742	1,332	1,707	2,522

财务和估值比率

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.16	0.06	0.24	0.30	0.35
每股销售额	5.13	4.84	5.23	6.07	6.78
每股股息 (港币)	0.00	0.00	0.06	0.08	0.09
同比变动					
收入	19.9%	-5.8%	8.2%	16.0%	11.8%
经营溢利	52.2%	-55.1%	194.3%	21.2%	16.1%
归母净利润	53.5%	-63.7%	321.2%	23.0%	16.7%
摊薄每股收益	52.6%	-63.6%	321.2%	23.0%	16.7%
费用与利润率					
毛利率	34.1%	30.6%	35.2%	35.2%	35.3%
总经营费用率	30.1%	29.3%	29.7%	29.2%	28.8%
经营利润率	5.4%	2.6%	7.0%	7.3%	7.6%
归母净利润率	3.1%	1.2%	4.6%	4.9%	5.1%
回报率					
平均股本回报率	11.3%	3.9%	14.9%	15.9%	16.2%
平均资产回报率	5.7%	1.8%	7.6%	8.7%	9.2%
资产效率					
库存周转天数	150	143	140	140	140
应收账款周转天数	42	45	44	44	44
应付账款周转天数	48	60	56	56	56
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.5	1.6	1.9	2.1	2.3
速动比率 (x)	1.5	1.6	1.9	2.1	2.3
现金比率 (x)	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4
负债/权益 (%)	46%	25%	16%	14%	12%
估值					
市盈率 (x)	8.8	24.2	5.7	4.7	4.0
市销率 (x)	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
企业价值 / 收入 (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
股息率	0%	0%	4%	5%	6%

宝胜 (3813.HK): 1H21 净利润超预期; 全年利润率提升的确定性增强

图表 2: 宝胜 1Q21、2Q21、1H21 业绩利润表

(百万人民币)	1Q20	1Q21	同比	2Q20	2Q21	YoY	1H20	1H21	同比
营业收入	4,947	7,307	47.7%	6,793	5,767	-15.1%	11,740	13,074	11.4%
销售成本	-3,426	-4,799	40.1%	-4,794	-3,553	-25.9%	-8,220	-8,352	1.6%
毛利	1,521	2,508	64.9%	1,999	2,214	10.8%	3,520	4,722	34.1%
其他经营收入及 收益 (损失)	70	104	48.1%	71	119	68.3%	141	223	58.2%
销售及经销开支	-1,443	-1,885	30.7%	-1,581	-1,722	8.9%	-3,024	-3,607	19.3%
行政开支	-193	-209	8.3%	-243	-196	-19.3%	-435	-405	-7.1%
经营溢利	-44	518	NA	246	415	68.9%	202	933	362.6%
融资成本	-68	-56	-18.6%	-63	-54	-14.0%	-131	-110	-16.4%
财务收入	2	7	272.0%	5	7	46.8%	7	15	112.1%
应占合营与联营 企业业绩	-17	27	NA	7	-2	NA	-10	25	NA
其他收益 (损失)	0	-10	NA	0	0	NA	0	-10	NA
税前溢利	-127	486	NA	195	366	88.2%	68	853	1161.2%
所得税开支	-39	-119	202.5%	-11	-83	669.3%	-50	-203	303.3%
本年度溢利	-167	367	NA	184	283	53.9%	17	650	3641.7%
非控股权益	1	-10	NA	-6	-4	-33.4%	-5	-14	184.6%
归母净利润	-165	357	NA	178	279	56.9%	12	636	5063.7%

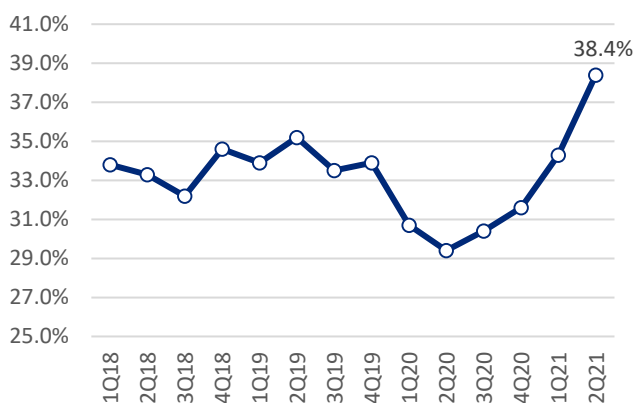
资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 3: SPDBI 财务预测变动

(人民币百万)	2021E	2022E	2023E
营业收入			
旧预测	30,037	34,152	37,544
新预测	27,705	32,131	35,919
变动	-7.8%	-5.9%	-4.3%
净利润			
旧预测	1,262	1,588	1,849
新预测	1,276	1,570	1,832
变动	1.1%	-1.1%	-0.9%

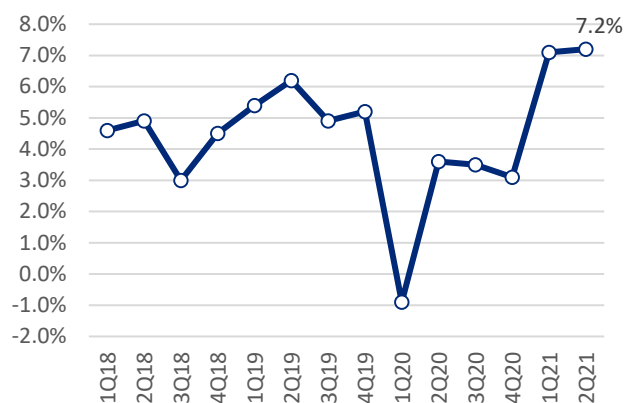
资料来源: 浦银国际预测

图表 4: 宝胜毛利率变动趋势



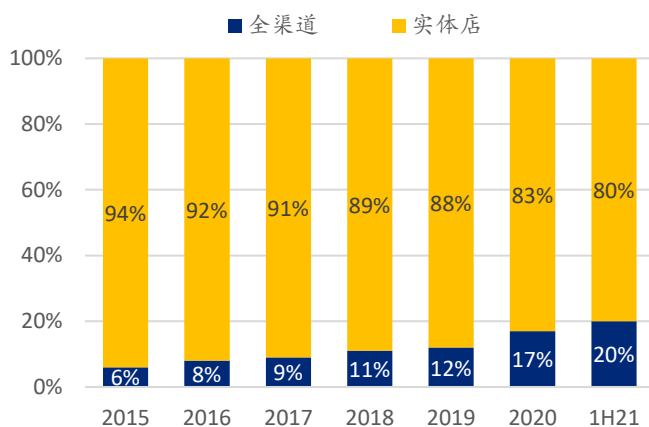
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 5: 宝胜经营利润率变动趋势



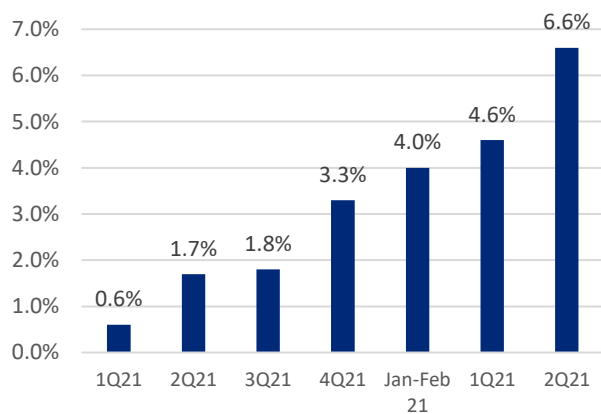
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 6: 宝胜全渠道与线下实体店收入占比



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 7: 宝胜泛微信生态圈对零售收入的贡献



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 8: SPDBI 目标价: 宝胜国际



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (港币)	评级	目标价 (港币)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	91.0	买入	116.8	2021年7月6日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	169.7	买入	225.7	2021年7月6日	运动服饰品牌
6110 HK Equity	滔搏	10.6	买入	15.6	2021年7月6日	运动服饰零售
3813 HK Equity	宝胜国际	1.7	买入	2.1	2021年7月6日	运动服饰零售

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2021 年 8 月 16 日收盘价

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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼