



## 宝胜国际 (3813.HK): 经营利润率失守, 全年指引无望, 不确定性上升, 下调至“持有”评级

- 3Q21 收入与利润率全面溃败:** 三季度中国恶劣的天气与内地疫情的持续暴发为宝胜带来巨大的打击, 且影响远大于竞争对手滔搏 (6110.HK, 买入)。宝胜 3Q21 (2021 年 7-9 月) 收入同比大幅下跌 25%, 并在 1Q20 之后再次录得净亏损。若合并 2Q21 的表现, 宝胜在 2021 年 4-9 月收入同比下降 20%, 而滔搏在 2021 年 3-8 月的收入仅同比微降 1%。宝胜毛利率虽然同比大幅扩张 4.9ppts, 但主要来自于合作品牌的帮助 (包括退货、返利和订单取消)。撇开来自品牌方的支持, 毛利率同比大致持平。收入的大幅下跌造成了巨大的运营负杠杆, 致使经营费用率同比大幅上升 7.9ppts 至 36.1%, 而经营利润率同比下降 2.2ppts 及环比下降 5.9ppts 至 1.3%。这也将公司 9M21 的经营利润率从 1H21 的 7.1% 拉低至 5.5%, 大幅偏离了公司全年经营利润率 7% 的目标。
- 4Q21 预测与未来展望:** 根据宝胜昨天公布的最新零售数据, 其 10 月份运营收入同比下降 27%, 跌幅相比 9 月份的 29% 并没有明显的收窄。尽管管理层表示, 凭借公司全渠道 (omni-channel) 发展逐渐步入轨道, 11 月目前的收入表现得到一定的改善, 但我们认为凭借最后两个月的表现并不足以使公司全年的收入回到正增长。面对较大的市场不确定性, 我们预测公司 4Q21 收入继续同比下跌 24%, 2021 年全年收入同比下跌 8%。我们相信宝胜在 3Q21 大规模的关店 (关闭 256 家直营零售店) 一定程度上将缓解收入下跌带来的负杠杆。我们预测 4Q21 的经营利润率有可能回到 5% 以上, 全年经营利润率预计在 5.4% 左右。管理层认为, 目前市场不确定性依然较大, 要给出对于 2022 年的展望为时尚早。
- “买入”逻辑无以为继, 下调至“持有”:** 我们原先的买入建议是建立在公司未来即使是在市场需求相对疲软时依然能够 (1) 通过不断强化的获客能力与全渠道触达保持稳定的零售收入; (2) 通过自律的零售折扣推动毛利率的提升; 以及 (3) 通过持续提升的运营效率抵消运营负杠杆作用, 保证费用率的稳定。目前看来, 公司想要通过以上三点缩小与滔搏的差距还有很长的路要走。我们对 2021-2023 年收入下调 15%-16%, 利润下调 38-43%。下调宝胜评级至“持有”评级, 最新目标价 HK\$1.22 (基于 6x P/E 未变)。在运动服饰零售行业, 我们更看好滔搏 (6110.HK, 买入)。

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	23,578	27,108	30,525
同比变动 (%)	20%	-6%	-8%	15%	13%
归母净利润	833	303	728	888	1,129
同比变动 (%)	53%	-64%	140%	22%	27%
PE (X)	7	19	8	6	5
ROE (%)	11	4	9	10	11

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

林闲嘉

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 11 月 15 日

### 评级

**持有**

目标价 (港元)	1.22
潜在升幅/降幅	-6.2%
目前股价 (港元)	1.30
52 周内股价区间 (港元)	1.2-2.1
总市值 (百万港元)	6,642
近 3 月日均成交额 (百万港元)	3

注: 截至 2021 年 11 月 11 日收盘价

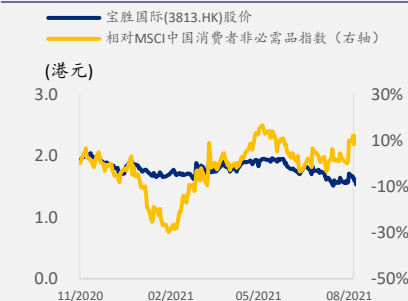
### 市场预期区间



▲ 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



扫码关注浦银国际研究

## 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
<b>营业收入</b>	<b>27,190</b>	<b>25,611</b>	<b>23,578</b>	<b>27,108</b>	<b>30,525</b>
同比	19.9%	-5.8%	-7.9%	15.0%	12.6%
销售成本	-17,914	-17,785	-15,175	-17,560	-19,740
<b>毛利</b>	<b>9,275</b>	<b>7,826</b>	<b>8,403</b>	<b>9,548</b>	<b>10,785</b>
毛利率	34.1%	30.6%	35.6%	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
<b>总经营费用</b>	<b>-8,181</b>	<b>-7,505</b>	<b>-7,550</b>	<b>-8,508</b>	<b>-9,407</b>
总经营费用率	30.1%	29.3%	32.0%	31.4%	30.8%
<b>经营溢利</b>	<b>1,472</b>	<b>661</b>	<b>1,273</b>	<b>1,460</b>	<b>1,798</b>
经营利润率	5.4%	2.6%	5.4%	5.4%	5.9%
融资成本	-248	-252	-207	-180	-180
财务收入	8	19	30	30	30
应占合营与联营企业业绩	1	15	-30	-10	0
其他收益(损失)	-9	-11	-15	-15	-15
<b>税前溢利</b>	<b>1,224</b>	<b>433</b>	<b>1,051</b>	<b>1,285</b>	<b>1,633</b>
所得税开支	-345	-118	-292	-360	-457
所得税率	28.1%	27.3%	27.8%	28.0%	28.0%
<b>本年度溢利</b>	<b>880</b>	<b>315</b>	<b>759</b>	<b>925</b>	<b>1,176</b>
非控股权益	-47	-12	-30	-37	-47
<b>归母净利润</b>	<b>833</b>	<b>303</b>	<b>728</b>	<b>888</b>	<b>1,129</b>
归母净利率	3.1%	1.2%	3.1%	3.3%	3.7%
YoY	53.5%	-63.7%	140.5%	22.0%	27.1%

### 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
<b>非流动资产总计</b>	<b>5,728</b>	<b>6,029</b>	<b>6,211</b>	<b>6,151</b>	<b>5,987</b>
存货	8,021	5,870	5,820	6,735	7,571
应收账款及其他应收款项	2,994	3,360	2,842	3,268	3,680
可收回税项	5	1	1	1	1
银行结余及现金	614	1,742	1,900	1,903	2,236
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
<b>流动资产总计</b>	<b>11,663</b>	<b>10,993</b>	<b>10,583</b>	<b>11,926</b>	<b>13,508</b>
应付账款及其他应付款项	2,661	3,234	2,328	2,694	3,029
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
<b>流动负债合计</b>	<b>7,774</b>	<b>7,002</b>	<b>5,628</b>	<b>5,994</b>	<b>6,329</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,911</b>	<b>2,144</b>	<b>2,531</b>	<b>2,683</b>	<b>2,787</b>
股本	47	47	47	47	47
储备	7,566	7,724	8,452	9,180	10,113
本公司拥有人应占权益	7,613	7,770	8,498	9,226	10,160
非控股权益	94	106	136	173	220
<b>权益总额</b>	<b>7,706</b>	<b>7,876</b>	<b>8,635</b>	<b>9,400</b>	<b>10,380</b>

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	1,051	1,285	1,633
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	177	150	150
营运资金变动前经营现金流量	2,962	2,511	3,202	3,545	3,996
预付款项减少(增加)	4	104	0	0	0
应收账款及其他应收款项增加	-176	-210	518	-426	-412
存货增加	-1,264	2,176	49	-915	-836
应付账款及其他应付款项增加	584	638	-906	366	334
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	2,877	2,570	3,083
已付所得税	-286	-271	-278	-360	-457
<b>经营活动所得(所用)现金净额</b>	<b>1,827</b>	<b>5,119</b>	<b>2,599</b>	<b>2,211</b>	<b>2,626</b>
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
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>-848</b>	<b>-925</b>	<b>-655</b>	<b>-550</b>	<b>-550</b>
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	-177	-150	-150
新增银行及其他借款	5,080	3,350	0	0	0
其他	-26	-145	0	-160	-195
<b>融资活动(所用)所得现金净额</b>	<b>-1,098</b>	<b>-3,067</b>	<b>-1,786</b>	<b>-1,658</b>	<b>-1,742</b>
现金及等同现金项目(减少)增加净额	-119	1,127	158	3	334
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	1,900	1,903
<b>年终现金及等同现金项目</b>	<b>614</b>	<b>1,742</b>	<b>1,900</b>	<b>1,903</b>	<b>2,236</b>

### 财务和估值比率

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>每股数据(人民币)</b>					
摊薄每股收益	0.16	0.06	0.14	0.17	0.21
每股销售额	5.13	4.84	4.45	5.12	5.76
每股股息(港币)	0.00	0.00	0.04	0.04	0.06
<b>同比变动</b>					
收入	19.9%	-5.8%	-7.9%	15.0%	12.6%
经营溢利	52.2%	-55.1%	92.4%	14.7%	23.1%
归母净利润	53.5%	-63.7%	140.5%	22.0%	27.1%
摊薄每股收益	52.6%	-63.6%	140.5%	22.0%	27.1%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	34.1%	30.6%	35.6%	35.2%	35.3%
总经营费用率	30.1%	29.3%	32.0%	31.4%	30.8%
经营利润率	5.4%	2.6%	5.4%	5.4%	5.9%
归母净利率	3.1%	1.2%	3.1%	3.3%	3.7%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	11.3%	3.9%	8.8%	9.9%	11.4%
平均资产回报率	5.7%	1.8%	4.5%	5.3%	6.3%
<b>资产效率</b>					
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
<b>财务杠杆</b>					
流动比率(x)	1.5	1.6	1.9	2.0	2.1
速动比率(x)	1.5	1.6	1.9	2.0	2.1
现金比率(x)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4
负债/权益(%)	46%	25%	17%	16%	14%
<b>估值</b>					
市盈率(x)	6.9	18.9	7.9	6.5	5.1
市销率(x)	0.2	0.2	0.2	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%	3%	3%	4%

# 宝胜国际 (3813.HK): 经营利润率失守, 全年指引无望, 不确定性上升, 下调至 “持有”评级

图表 2: 宝胜 1Q21-3Q21 业绩利润表

(百万人民币)	1Q20	1Q21	YoY	2Q20	2Q21	YoY	3Q20	3Q21	YoY
营业收入	4,947	7,307	47.7%	6,793	5,767	-15.1%	6,601	4,947	-25.1%
销售成本	-3,426	-4,799	40.1%	-4,794	-3,553	-25.9%	-4,592	-3,201	-30.3%
毛利	1,521	2,508	64.9%	1,999	2,214	10.8%	2,009	1,746	-13.1%
毛利率	30.7%	34.3%		29.4%	38.4%		30.4%	35.3%	
其他经营收入及收益(损失)	70	104	48.1%	71	119	68.3%	86	101	17.8%
销售及经销开支	-1,443	-1,885	30.7%	-1,581	-1,722	8.9%	-1602	-1572	-1.9%
行政开支	-193	-209	8.3%	-243	-196	-19.3%	-260	-212	-18.5%
经营溢利	-44	518	NA	246	415	68.9%	233	63	-72.8%
经营利润率	-0.9%	7.1%		3.6%	7.2%		3.5%	1.3%	
融资成本	-68	-56	-18.6%	-63	-54	-14.0%	-54	-44	-18.1%
财务收入	2	7	272.0%	5	7	46.8%	6	8	23.5%
应占合营与联营企业业绩	-17	27	NA	7	-2	NA	17	-47	NA
其他收益(损失)	0	-10	NA	0	0	NA	1	0	NA
税前溢利	-127	486	NA	195	366	88.2%	203	-20	NA
所得税开支	-39	-119	202.5%	-11	-83	669.3%	-31	-21	-32.1%
本年度溢利	-167	367	NA	184	283	53.9%	172	-40	NA
非控股权益	1	-10	NA	-6	-4	-33.4%	-5	-1	-75.4%
归母净利润	-165	357	NA	178	279	56.9%	167	-42	NA
净利润率	-3.3%	4.9%		2.6%	4.8%		2.5%	-0.8%	

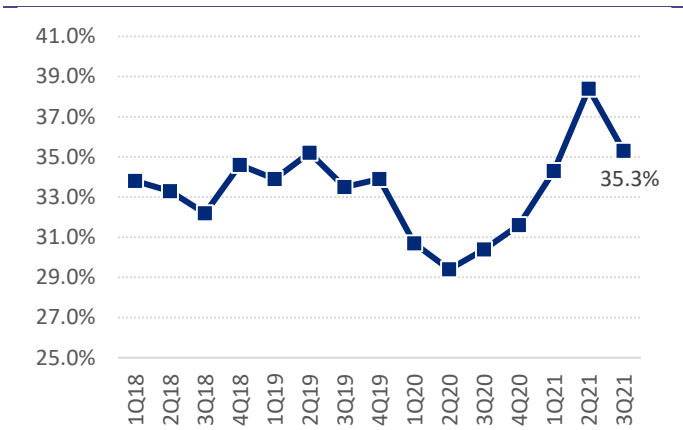
资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 3: SPDBI 财务预测变动

(人民币百万)	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>			
旧预测	27,705	32,131	35,919
新预测	23,578	27,108	30,525
变动	-14.9%	-15.6%	-15.0%
<b>净利润</b>			
旧预测	1,276	1,570	1,832
新预测	728	888	1,129
变动	-42.9%	-43.4%	-38.4%

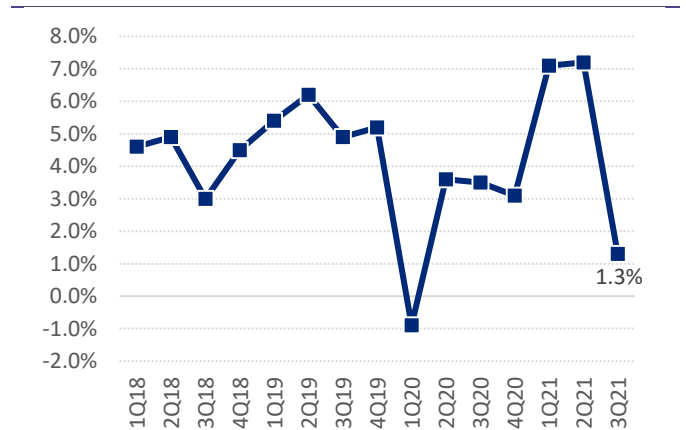
资料来源: 浦银国际预测

图表 4: 宝胜毛利率变动趋势



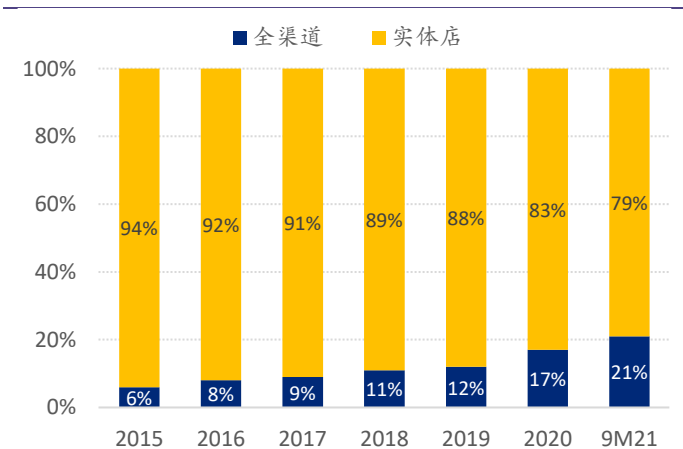
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 5: 宝胜经营利润率变动趋势



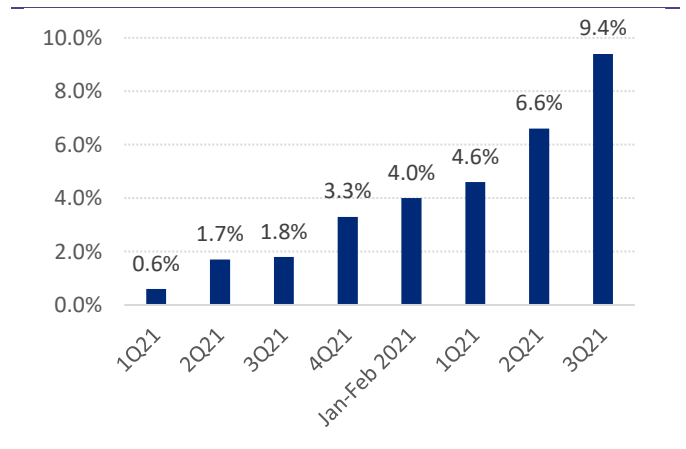
资料来源: 公司数据、浦银国际

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

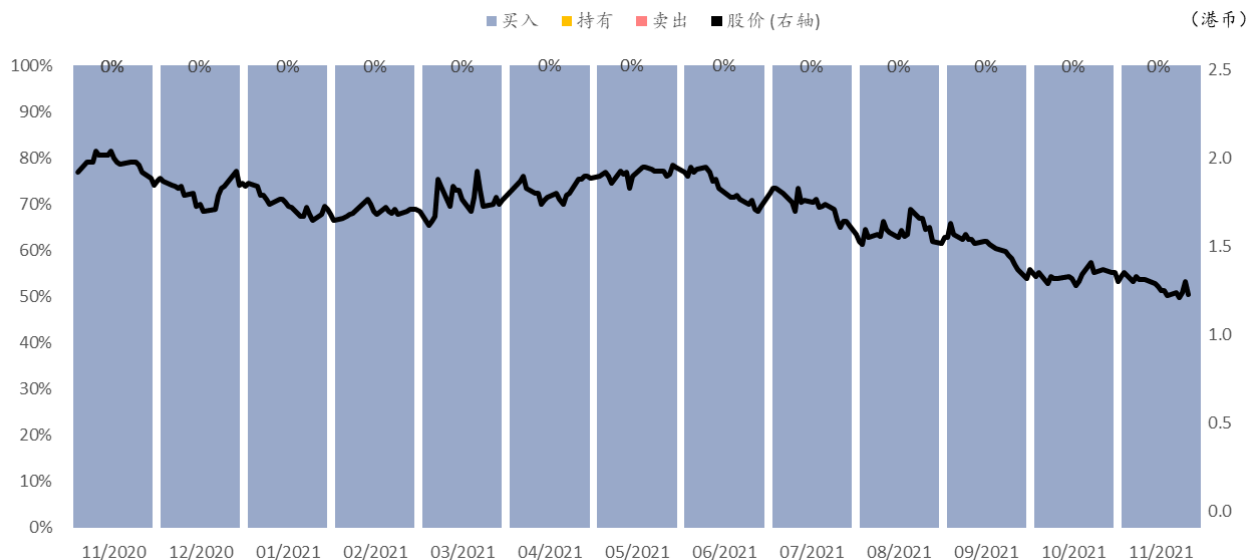
图表 9: SPDBI 消费行业覆盖公司

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
2150 HK Equity	奈雪的茶	9.5	持有	11.7	2021年9月2日	现制茶饮
2331 HK Equity	李宁	94.7	买入	116.8	2021年7月6日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	131.2	买入	173.5	2021年10月19日	运动服饰品牌
6110 HK Equity	滔搏	9.4	买入	11.4	2021年11月1日	运动服饰零售
3813 HK Equity	宝胜国际	1.3	持有	1.22	2021年11月12日	运动服饰零售

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至11月11日收盘价

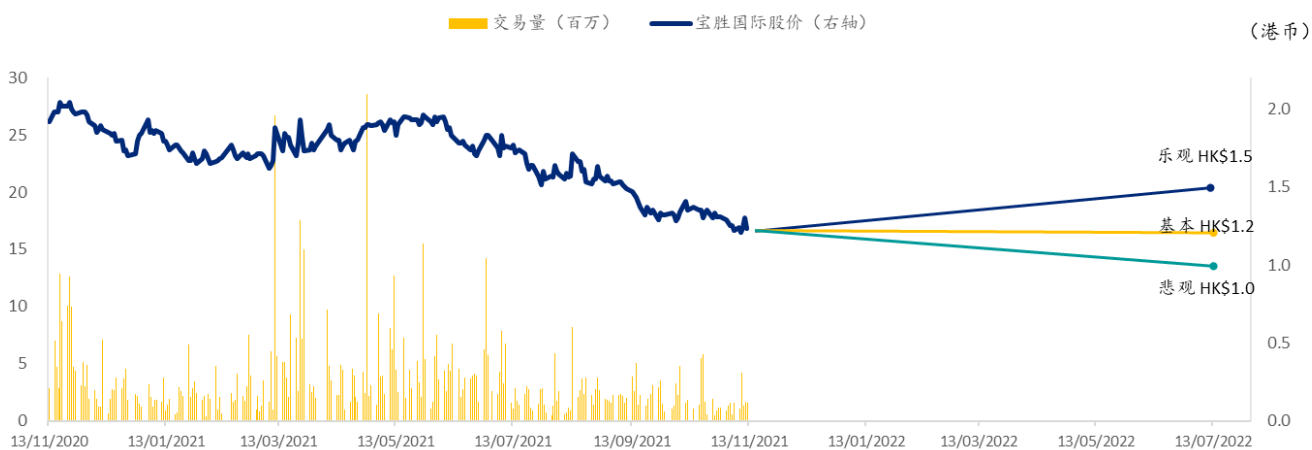
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 10: 宝胜国际市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 11: 宝胜国际 SPDBI 情景假设



**乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期**

**目标价: 1.5 港元**

**概率: 25%**

- 公司 2022 年收入同比增长 20% 以上;
- 公司 2022 年毛利率超过 2019 年的水平;
- 公司 2022 年经营利率超过 6%;

**悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期**

**目标价: 1.0 港元**

**概率: 25%**

- 公司 2022 年收入同比增长 10%;
- 公司 2022 年毛利率不超过 33.0%;
- 公司 2022 年经营利率低于 5%;

资料来源: 浦银国际

## 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经授权的行为。

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

许敏洁

amy\_hsu@spdbi.com  
852-2808 6469

### 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](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

