



## 宝胜 (3813.HK)：国际品牌在低基数下的持续复苏有望推动收入加速增长；维持“买入”评级及目标价

尽管宝胜 4Q22 收入（扣除折扣和退货后）同比下滑 21%，但在公司相对克制的零售折扣及品牌方持续的补贴支持下，我们预计其 4Q22 毛利率有望保持同比基本持平。然而，收入大幅下滑将不可避免地带来经营负杠杆，导致公司 4Q22 的费用率同比扩张。我们预测公司 4Q22 经营性亏损将同比扩大至 1.38 亿人民币（4Q21 亏损：约 6800 万人民币）。我们预测宝胜 2022 全年净利基本能够达到盈亏平衡。

进入 2023 年，宝胜 1 月收入同比基本持平。未来 11 个月（2023 年 2 月下半月至 12 月），宝胜将持续面对较低的销售基数。随着消费情绪和消费力的持续回升，宝胜的收入在未来几个月有望加速增长。然而，由于 adidas 占宝胜收入的比例依然较高（我们预计在 35% 左右），而 adidas 在中国的销售表现短期大概率将继续弱于 Nike，叠加与滔搏在运营能力的差距，我们预期宝胜未来 12 个月的收入增速仍会与滔搏保持一定差距。

我们保守预测，宝胜 2023 年依然会保持净关店，但关店规模相比 2022 年将大幅减小。同时，我们预计宝胜的同店有望录得中双位数（15% 左右）的同比增长。这将有助于宝胜 2023 年收入取得 10% 左右的同比反弹。在零售折扣同比改善的情况下，宝胜 2023 年毛利率有望小幅扩张。而收入反弹将带动费用率同比收窄，从而有望推动公司 2023 年经营利润率回升至 2021 年的水平（4% 左右）。

在以上假设的基础上，我们较大幅度地调整了公司盈利预测。基于 11 倍 2023E P/E（相较于滔搏目标市盈率 40% 的折扣），我们维持宝胜 1.05 港币的目标价，并维持“买入”评级。滔搏 (6110.HK) 依然是我们中国运动服饰行业的首选。

图表 1：盈利预测变动

	2022E			2023E			2024E			
	人民币百万	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	18,629	22,869	-18.5%	20,413	25,452	-19.8%	22,314	27,063	-17.5%	
毛利润	6,650	8,030	-17.2%	7,330	8,980	-18.4%	8,045	9,627	-16.4%	
毛利率	35.7%	35.1%	0.6 pct	35.9%	35.3%	0.6 pct	36.1%	35.6%	0.5 pct	
归母净利润	0	541	-100.0%	421	855	-50.7%	608	931	-34.7%	
归母净利率	0.0%	2.4%	-2.4 pct	2.1%	3.4%	-1.3 pct	2.7%	3.4%	-0.7 pct	

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际

林闻嘉

消费分析师  
richard\_lin@spdbi.com  
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

助理分析师  
serena\_sang@spdbi.com  
(852) 2808 6439

2023 年 2 月 15 日

宝胜 (3813.HK)

买入

目标价 (港元)	1.05
潜在升幅/降幅	18.0%
目前股价 (港元)	0.89
52 周内股价区间 (港元)	0.4-1.5
总市值 (百万港元)	4,740
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1.6

注：截至 2023 年 2 月 14 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



\*数据截至 2023 年 2 月 14 日

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>25,611</b>	<b>23,350</b>	<b>18,629</b>	<b>20,413</b>	<b>22,314</b>
同比	-5.8%	-8.8%	-20.2%	9.6%	9.3%
销售成本	-17,785	-15,051	-11,979	-13,083	-14,269
<b>毛利</b>	<b>7,826</b>	<b>8,299</b>	<b>6,650</b>	<b>7,330</b>	<b>8,045</b>
毛利率	30.6%	35.5%	35.7%	35.9%	36.1%
其他经营收入及收益 (损失)	340	458	348	348	348
销售及经销开支	-6,742	-6,962	0	0	0
行政开支	-763	-866	0	0	0
<b>总经营费用</b>	<b>-7,505</b>	<b>-7,829</b>	<b>-6,794</b>	<b>-6,875</b>	<b>-7,309</b>
总经营费用率	29.3%	33.5%	36.5%	33.7%	32.8%
<b>经营溢利</b>	<b>661</b>	<b>928</b>	<b>204</b>	<b>803</b>	<b>1,084</b>
经营利润率	2.6%	4.0%	1.1%	3.9%	4.9%
融资成本	-252	-203	-185	-180	-180
财务收入	19	28	30	35	38
应占合营及联营企业业绩	15	-164	0	0	0
其他收益 (损失)	-11	-16	-15	-15	-15
<b>税前溢利</b>	<b>433</b>	<b>574</b>	<b>34</b>	<b>643</b>	<b>927</b>
所得税开支	-118	-198	-34	-199	-287
所得税率	27.3%	34.6%	100.0%	31.0%	31.0%
<b>本年度溢利</b>	<b>315</b>	<b>376</b>	<b>0</b>	<b>443</b>	<b>640</b>
非控股权益	-12	-19	0	-22	-32
<b>归母净利润</b>	<b>303</b>	<b>357</b>	<b>0</b>	<b>421</b>	<b>608</b>
归母净利润率	1.2%	1.5%	0.0%	2.1%	2.7%
YoY	-63.7%	17.7%	-100.0%	n.a	44.3%

### 资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
投资物业	95	89	89	89	89
物业、机器及设备	1,294	1,122	1,087	1,000	860
使用权资产	3,247	2,890	2,571	2,858	3,130
收购物业、机器及设备之已付按金	61	45	45	45	45
租赁按金	184	168	168	168	168
无形资产	180	70	0	0	0
商誉	522	522	522	522	522
于合营企业之权益	379	0	0	0	0
按公允价值计入其他全面收益之权益工具	3	3	3	3	3
递延税项资产	64	56	56	56	56
其他非流动资产	0	0	0	0	0
<b>非流动资产总计</b>	<b>6,029</b>	<b>4,966</b>	<b>4,542</b>	<b>4,741</b>	<b>4,874</b>
存货	5,870	7,578	5,054	5,377	5,864
应收帐款及其他应收款项	3,360	2,807	2,552	2,796	3,057
可收回税项	1	74	74	74	74
银行结余及现金	1,742	1,234	3,070	3,270	3,471
分类为持作出售的非流动资产	20	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0
<b>流动资产总计</b>	<b>10,993</b>	<b>11,693</b>	<b>10,750</b>	<b>11,517</b>	<b>12,465</b>
应付账款及其他应付款项	3,234	3,542	2,560	2,796	3,049
合约负债	586	446	450	450	450
应付税项	186	40	50	50	50
银行及其他借债	1,949	1,582	1,500	1,500	1,500
租赁负债	1,047	978	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>7,002</b>	<b>6,588</b>	<b>5,560</b>	<b>5,796</b>	<b>6,049</b>
递延税项负债	60	26	26	26	26
租赁负债	2,084	1,843	1,571	1,858	2,130
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,144</b>	<b>1,869</b>	<b>1,597</b>	<b>1,884</b>	<b>2,156</b>
股本	47	46	46	46	46
储备	7,724	8,049	7,982	8,403	8,927
本公司拥有人应占权益	7,770	8,095	8,028	8,449	8,973
非控股权益	106	107	107	129	161
<b>权益总额</b>	<b>7,876</b>	<b>8,202</b>	<b>8,135</b>	<b>8,578</b>	<b>9,134</b>

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

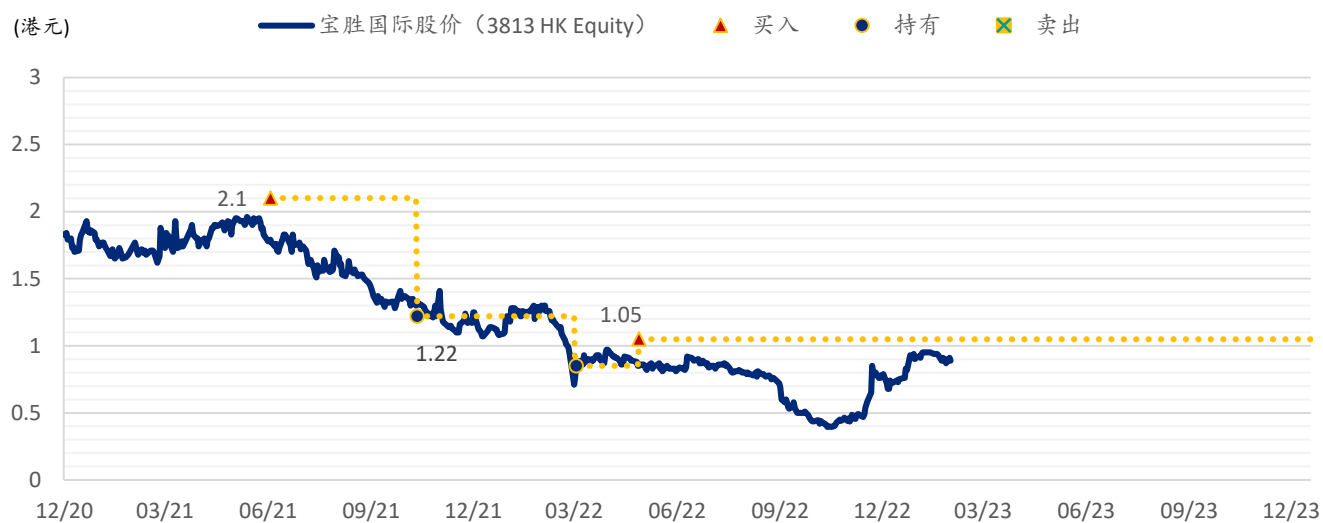
### 现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
税前溢利	433	574	34	643	927
物业、机器及设备折旧	541	541	575	627	680
使用权资产折旧	1,183	1,235	1,119	1,113	1,228
无形资产摊销	103	100	80	10	10
其他	251	431	155	145	142
营运资金变动前经营现金流量	2,511	2,880	1,964	2,538	2,987
预付款项减少 (增加)	104	-269	0	0	0
应收帐款及其他应收款项增加	-210	850	255	-244	-260
存货增加	2,176	-927	2,524	-322	-487
应付账款及其他应付款项增加	638	-117	-982	236	253
合约负债增加 (减少)	171	-140	4	0	0
经营活动所得现金	5,390	2,277	3,765	2,207	2,492
已付所得税	-271	-440	-25	-199	-287
<b>经营活动所得 (所用) 现金净额</b>	<b>5,119</b>	<b>1,837</b>	<b>3,740</b>	<b>2,008</b>	<b>2,205</b>
存置结构性银行存款	-50	0	0	0	0
收购固定及无形资产所支付之按金	-585	-452	-610	-610	-610
借予一间子公司非控股权益之垫款	-136	-127	0	0	0
使用权资产付款	-22	-22	0	0	0
其他	-132	197	60	60	60
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>-925</b>	<b>-404</b>	<b>-550</b>	<b>-550</b>	<b>-550</b>
偿还银行及其他借款	-4,947	-2,600	-82	0	0
偿还租赁负债 (包括相关利息)	-1,198	-1,301	-1,050	-1,113	-1,228
就银行及其他借款支付之利息	-127	-69	-155	-145	-142
新增银行及其他借款	3,350	2,084	0	0	0
其他	-145	-55	-67	0	-84
<b>融资活动 (所用) 所得现金净额</b>	<b>-3,067</b>	<b>-1,941</b>	<b>-1,354</b>	<b>-1,258</b>	<b>-1,454</b>
现金及等同现金项目 (减少) 增加净额	1,127	-508	1,836	200	201
汇率变动影响	2	0	0	0	0
年初现金及等同现金项目	614	1,742	1,234	3,070	3,270
<b>年终现金及等同现金项目</b>	<b>1,742</b>	<b>1,234</b>	<b>3,070</b>	<b>3,270</b>	<b>3,471</b>

### 财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	0.06	0.07	0.00	0.08	0.12
每股销售额	4.84	4.48	3.57	3.92	4.28
每股股息 (港币)	0.00	0.01	0.00	0.02	0.03
<b>同比变动</b>					
收入	-5.8%	-8.8%	-20.2%	9.6%	9.3%
经营溢利	-55.1%	40.4%	-78.0%	292.7%	35.1%
归母净利润	-63.7%	17.7%	-100.0%	n.a	44.3%
摊薄每股收益	-63.6%	19.6%	-100.0%	#DIV/0!	44.3%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	30.6%	35.5%	35.7%	35.9%	36.1%
总经营费用率	29.3%	33.5%	36.5%	33.7%	32.8%
经营利润率	2.6%	4.0%	1.1%	3.9%	4.9%
归母净利率	1.2%	1.5%	0.0%	2.1%	2.7%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	3.9%	4.4%	0.0%	5.0%	6.9%
平均资产回报率	1.8%	2.2%	0.0%	2.8%	3.8%
<b>资产效率</b>					
库存周转天数	143	163	154	150	150
应收账款周转天数	45	48	50	50	50
应付账款周转天数	60	82	78	78	78
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	1.6	1.8	1.9	2.0	2.1
速动比率 (x)	1.6	1.8	1.9	2.0	2.1
现金比率 (x)	0.2	0.2	0.6	0.6	0.6
负债/权益 (%)	25%	19%	18%	17%	16%
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	13.5	11.3	n.a.	9.6	6.6
市销率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
股息率	0%	1%	0%	2%	3%

图表 2: SPDBI 目标价: 宝胜国际



注: 截至 2023 年月 2 日 14 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	72.7	买入	87.6	2023年1月9日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	110.7	买入	131.0	2023年1月11日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.9	买入	1.1	2023年2月15日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	7.3	买入	9.5	2023年2月1日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	6.1	持有	6.6	2023年2月7日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	60.2	买入	75.6	2023年2月8日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	136.8	买入	159.6	2023年1月30日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	23.7	持有	20.0	2022年10月27日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	77.7	买入	96.0	2022年8月29日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	105.4	持有	115.0	2022年8月29日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	13.3	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	31.6	买入	39.4	2023年1月31日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	38.1	买入	45.6	2023年1月12日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	11.1	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	7.4	持有	7.6	2022年12月7日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	4.9	持有	6.9	2022年8月1日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	38.2	买入	50.0	2022年8月1日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.1	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.2	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2023 年 2 月 14 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联属公司、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个人。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个人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个人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

#### 周文頌

tallan\_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 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

