

纺织服装 | 公司研究
2024 年 4 月 21 日

买入
维持

市场数据: 2024 年 4 月 19 日

收盘价 (港币)	12.46
恒生指数	16541.42
52 周最高/最低价 (港币)	15.48/8.96
H 股市值 (亿港元)	88
流通 H 股 (百万股)	704
汇率 (港币/人民币)	0.91

股价表现:



资料来源: Wind

证券分析师

王立平
A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

联系人

王立平
A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

一季度表现符合预期，电商增长亮眼，运营质量提升

赢家时尚 (03709:HK)

公司发布 2024 年一季度运营表现，销售表现符合预期。 一季度公司收入规模 17 亿元，同比增长低单位数（数据来自公司公告及公开电话会交流，下同）。其中，主品牌 Koradior 由于一季度关闭了一定数量的低质量门店，收入小幅下降 3%。第二大品牌 NAERSI 取得 5% 的增长，第三大品牌 NEXY.CO 品牌取得 9% 的增长，La Koradior 品牌增长 17%，新品牌 FUUNNY FEELLN 大幅增长 21%。其余 3 个中等梯队的品牌下降个位数。整体而言，公司在 1-2 月高基数、3 月天气影响春装换季需求、加盟商退货等因素干扰下，仍有低单位数增长，表现符合预期。

分渠道看，线上抖音、视频号渠道增长强劲，线下优化门店结构。 1) **一季度线上收入同比增长 18%，多平台差异化发展，提升自播比例。** 根据公司公开电话会交流，一季度线上收入同比增长 18%，其中，唯品会增长 14%，EKA 自有商城同比增长 27%。天猫大幅增长 29%，在正价化策略实施以来，经历了短期的流量下滑，目前已逐步回升，正价商品的销售稳步增长，其中线下同款产品销售额提升 40% 以上。抖音和视频号等直播业态销售收入同比增长 30%。公司在一季度启动杭州直播基地，计划全年自播的销售占比占总直播销售比例的 30% 以上。2) **线下门店规模收缩，继续优化结构驱动店效改善。** 一季度经销渠道销售同比增长 7%。直营渠道在门店净关店下，销售同比下降 1%。截至 3 月 31 日，公司直营门店数量维持净减少态势，预计全年有不少于 10% 的店铺会继续进行优化调整，并集中在下半年进行，通过调整门店位置、升级门店形象、扩充门店面积，提升用户体验和销售转化，并带动店效的提升。

库存周转效率提升，主销款占比提升明显。 根据公司公开电话会交流，一季度公司存货的余额较年初有所下降，存货周转效率也有所提升。品牌客户数量持续增加，一季度会员数增加超 6 万人，连带率稳定，客单价较 23 年略有下降。公司未来将持续通过优化商品体系、调整产品策略，提升客户的复购率、购买频率及客单价。卓越商品体系落地后，主销款销售占比表现较以往有明显提升，24 年直营渠道春夏主销款销售占比达到 50% 以上，逐步向卓越商品体系改革的方向靠拢。

利润率保持稳定，现金流持续改善。 根据公司公开电话会交流，一季度公司在各个渠道的毛利率同比均有所改善，尤其是电商渠道在天猫正价化策略实行后，毛利率提升明显。一季度公司费用率略微上升，主要是由于聘请品牌代言人、一季度在巴黎和米兰时装周走秀等一次性的费用影响。但净利润率对比同期基本持平。经营性现金流和账面的现金及现金等价物有所增长。

股权激励计划目标明确，彰显发展信心。 公司 4 月 10 日宣布采纳 2024 年股份激励计划，根据公司公开业绩交流会的信息，销售额达到 20% 以上的增长才符合行权股条件，高目标牵引彰显发展信心。24 年公司将继续推进产品升级、渠道优化，带动店效提升，目标零售额 105 亿元。

公司以打造中国轻奢品牌管理集团为愿景，从产品、渠道、供应链、数字化建设等方面全面升级。 多品牌运营能力出众，数字化赋能全业务流程，看好公司在全新定位和管理升级下，展现更强的增长动能和更大的发展空间。维持盈利预测，预计 24-26 年净利润为 10.1/11.7/13.7 亿元，对应 PE 分别为 8/7/6 倍，维持“买入”评级。

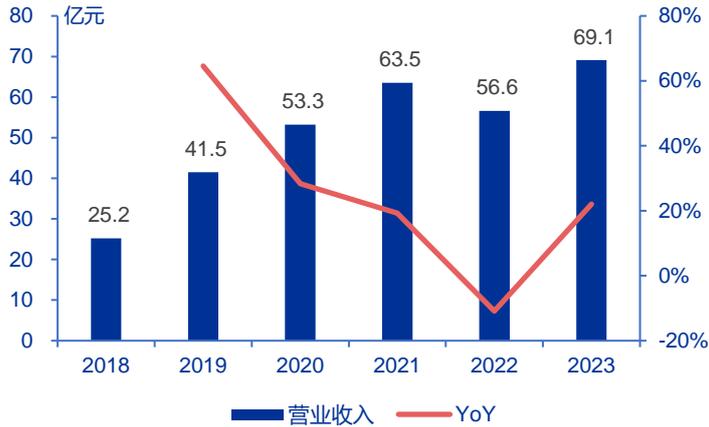
风险提示: 品牌表现、渠道拓展不及预期；存货积压风险；市场竞争加剧风险。

财务数据及盈利预测

人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,663	6,912	8,132	9,473	10,937
同比增长率 (%)	-11%	22%	18%	16%	15%
归母净利润 (百万元)	382	838	1,005	1,172	1,365
同比增长率 (%)	-32%	119%	20%	17%	16%
每股收益 (元)	0.56	1.22	1.41	1.64	1.91
市盈率 (倍)	21	9	8	7	6

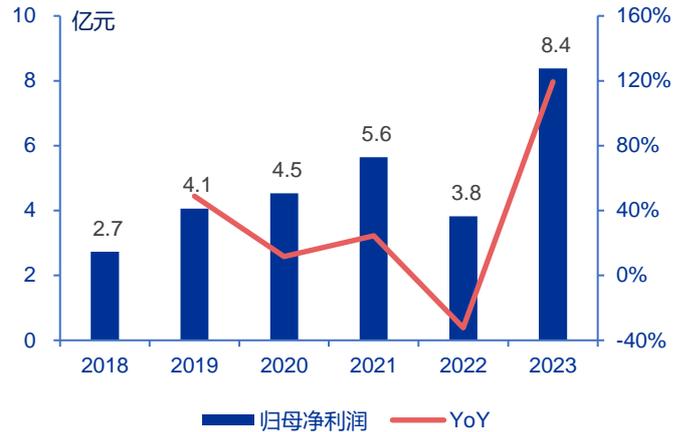
注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

图 1: 23 年营业收入 69.1 亿元, 同比上升 22%



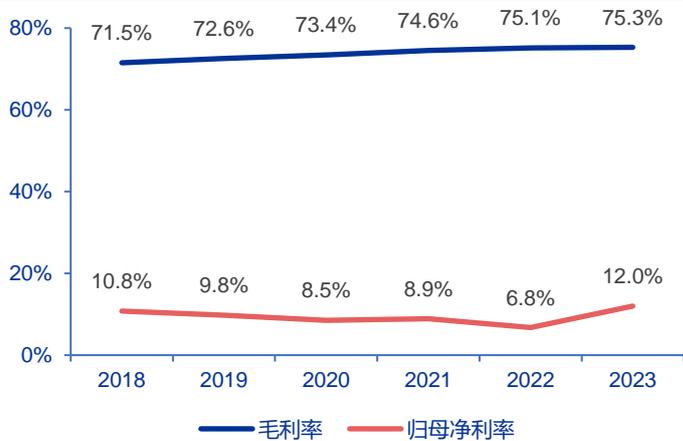
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 2: 23 年归母净利润 8.4 亿元, 同比上升 119%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: 23 年毛利率 75.3%, 归母净利率 12.0%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 4: 23 年销售费用率 54.7%, 管理费用率 (含研发) 8.8%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 1: 公司各品牌收入表现及门店情况

品牌分类	品牌名称	23 年收入及增速	收入占比	门店数量 (截止到 2023 年底)
自有品牌	Koradior	23.9 亿 (yoy +21%)	35%	直营: 484 经销: 230
	La Koradior	4.6 亿 (yoy +34%)	7%	直营: 46
	ELSEWHERE	5.3 亿 (yoy +20%)	8%	直营: 138 经销: 34
	FUUNNY FEELLN	1.4 亿 (yoy +12%)	2%	直营: 62 经销: 29
收购品牌	NAERSI	14.6 亿 (yoy +18%)	21%	直营: 359 经销: 95
	NEXY.CO	10.3 亿 (yoy +28%)	15%	直营: 205 经销: 26
	CADIDL	4.3 亿 (yoy +23%)	6%	直营: 138 经销: 23
	NAERSILING	5 亿 (yoy +22%)	7%	直营: 93 经销: 2

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 2：2020-2023 电商渠道划分的收益分析

电商渠道	2020		2021		2022		2023	
	销售额	占比 (%)						
天猫商城	281.7	32.0%	242.4	46.0%	234.9	26.3%	244.6	25%
唯品会	293.9	46.5%	351.8	48.0%	398.4	44.6%	440.4	45%
EEKA 时尚商城	32.7	14.3%	107.8	5.3%	121.0	13.6%	71.2	7%
抖音	3.4	6.9%	52.1	0.6%	135.1	15.1%	187.3	19%
其他	0.8	0.3%	2.6	0.1%	3.8	0.4%	25.2	3%
总计	612.4	100%	756.7	100%	893.2	100%	968.8	100%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

财务摘要

合并利润表

百万元人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5663	6912	8132	9473	10937
营业成本	-1409	-1707	-2014	-2349	-2712
毛利	4254	5205	6119	7124	8224
其他净收入	128	237	237	240	250
销售费用	-3235	-3778	-4383	-5077	-5851
管理费用	-601	-609	-699	-805	-908
财务费用	-56	-49	-57	-67	-77
金融资产减值	-1	-5	-5	-5	-5
应占联营公司损益	-3	0	0	0	0
其他支出	-21	-7	-20	-20	-17
除税前溢利	464	995	1191	1389	1617
所得税	-89	-162	-194	-226	-263
汇兑差额	3	-36	0	0	0
净利润	375	833	997	1163	1354
净利润(不含少数股东权益)	382	838	1005	1172	1365
少数股东损益	-7	-6	-8	-9	-11

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20%以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10%和 +10%之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。