

信义山证 汇通天下

证券研究报告

纺织服饰

赢家时尚 (03709.HK)

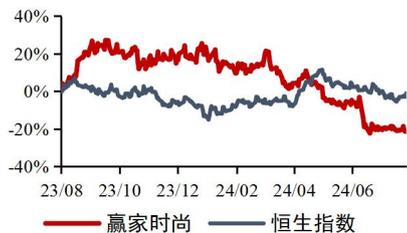
买入-B(维持)

毛利率稳中有升，线上渠道各电商平台均实现收入增长

2024年8月19日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻，山西证券研究所

市场数据：2024年8月16日

收盘价 (港元):	8.850
年内最高/最低 (港元):	15.480/8.550
流通 A 股/总股本 (亿):	7.04/7.04
流通 A 股市值 (亿港元):	62.31
总市值 (亿港元):	62.31

资料来源：最闻，山西证券研究所

分析师:

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码: S0760523050001

邮箱: sunmeng@sxzq.com

事件描述

➤ 8月15日，公司发布2024年上半年业绩。2024H1，公司实现营收33.06亿元，同比下降1.03%；实现归母净利润2.83亿元，同比下降36.03%。

事件点评

➤ 2024年上半年营业收入同比小幅下滑，业绩端表现弱于营收。营收端，2024H1，公司实现营收33.06亿元，同比下降1.03%。分渠道角度看，营收增长主要由电商渠道增长带动，线下直营及经销渠道收入同比下滑。业绩端，2024H1，公司实现归母净利润2.83亿元，同比下降36.03%。今年上半年，公司业绩降幅高于营收降幅，主因销售费用率及管理费用率提升，部分被销售毛利率同比改善所抵消。

➤ 2024年上半年 NEXY.CO 及 NAERSI 品牌营收稳健增长，各品牌期末门店数量整体稳中略降。分品牌看，2024H1，Koradior 实现营收10.60亿元/-6.19%，占集团收入比重32.0%；NAERSI 实现营收7.35亿元/+4.3%，占集团收入比重22.2%；NEXY.CO 实现营收5.04亿元/+5.1%，占集团收入比重15.3%；ELSEWHERE、NAERSILING、La Koradior、CADIDL、FUUNNY FEELLN 分别实现营收2.46、2.25、2.55、2.02、0.82亿元，同比增长-9.8%、-10.8%、17.5%、-6.3%、14.0%，占集团收入比重7.5%、6.8%、7.7%、6.1%、2.5%。截至2024H1末，Koradior、La Koradior、ELSEWHERE、CADIDL、FUUNNY FEELLN、NAERSI、NAERSILING、NEXY.CO 门店数量分别为700、45、160、153、78、455、88、233家，较期初净变化为-14、-1、-12、-8、-13、+1、-7、+2家。

➤ 线下渠道门店数量整体净减少，线上渠道各电商平台均实现收入增长。分渠道看，1) 线下渠道方面，截至2024H1末，公司共拥有门店1912家，较期初净减少52家，其中直营门店1485家，经销门店427家。2024H1，直营、经销渠道分别实现营收26.34、1.26亿元，同比下降3.7%、11.7%，占集团收入比重79.7%、3.8%。2) 线上渠道方面，2024H1，实现营收5.46亿元，同比增长17.8%，占公司收入比重16.5%；其中天猫、唯品会、EEKA 商城、抖音分别实现营收1.24、2.40、0.50、1.01亿元，同比增长7.9%、14.8%、35.5%、4.0%。

➤ 各渠道销售毛利率均同比提升，存货周转有所放缓。盈利能力方面，2024H1，公司毛利率76.3%，同比提升1.04pct，其中直营门店、经销门店、电商平台毛利率同比分别提升1.2、1.0、3.5pct至79.5%、74.2%、61.1%。费用率方面，2024H1，公司销售费用率、管理费用率同比提升3.9、2.5pct至57.6%、11.2%。销售费用率上升主要由于薪金及员工福利、店铺专柜费用、品牌宣传推广费用增加。管理费用率上升主要由于薪金及员工福利、研发费用增加。综合影响下，2024H1，公司归母净利润率为8.4%，同比下滑4.9pct。存货方面，截至2024H1末，公司存货12.74亿元，同比增长40.0%，存货周转天数



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



279 天，同比增加 68 天。经营活动现金流方面，2024H1，公司经营活动现金流净额为 4.52 亿元，同比下降 50.60%。截至 2024H1 末，公司现金及现金等价物为 3.58 亿元。

投资建议

➤ 2023 年，公司实现终端零售额 88 亿元，考虑国内消费市场恢复程度较弱，我们预计 2024 年公司终端零售额同比持平略增，并调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 1.20\1.33\1.45 元，8 月 16 日收盘价对应 2024-2026 年 PE 分别为 6.7\6.1\5.6 倍，维持“买入-B”评级。

风险提示

➤ 线下门店升级效果不及预期；电商渠道增速放缓；国内消费者信心恢复不及预期。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,663	6,912	7,146	7,668	8,217
YoY(%)	-10.9	22.1	3.4	7.3	7.2
净利润(百万元)	382	838	847	935	1,023
YoY(%)	-32.2	119.2	1.1	10.3	9.5
毛利率(%)	75.1	75.3	75.3	75.3	75.3
EPS(摊薄/元)	0.54	1.19	1.20	1.33	1.45
ROE(%)	9.4	18.3	16.3	15.9	15.4
P/E(倍)	14.9	6.8	6.7	6.1	5.6
P/B(倍)	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
净利率(%)	6.8	12.1	11.9	12.2	12.5

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2635	3550	4130	5075	5957
现金	544	561	1749	1960	3229
应收票据及应收账款	472	717	615	783	697
预付账款	167	209	232	234	249
存货	1024	1153	975	1466	1081
其他流动资产	427	910	559	632	700
非流动资产	3623	3480	3410	3267	3114
长期投资	1	2	2	2	2
固定资产	684	661	593	550	500
无形资产	619	616	532	447	362
其他非流动资产	2319	2201	2283	2267	2250
资产总计	6258	7030	7540	8342	9071
流动负债	1649	1989	1837	1997	1986
短期借款	390	514	441	448	467
应付票据及应付账款	464	412	305	566	358
其他流动负债	794	1064	1092	983	1160
非流动负债	621	479	550	537	522
长期借款	40	0	0	0	0
其他非流动负债	581	479	550	537	522
负债合计	2270	2468	2388	2534	2508
少数股东权益	-10	-15	-23	-34	-44
股本	6	6	6	6	6
资本公积	3992	4571	4571	4571	4571
留存收益	0	0	398	943	1482
归属母公司股东权益	3997	4577	5176	5842	6607
负债和股东权益	6258	7030	7540	8342	9071

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1702	1569	1240	604	1622
净利润	375	833	839	924	1014
折旧摊销	878	948	179	185	193
财务费用	56	49	30	10	-9
投资损失	3	0	0	1	0
营运资金变动	-404	211	178	-509	425
其他经营现金流	794	-471	14	-6	-1
投资活动现金流	-572	-446	237	-114	-108
筹资活动现金流	-1270	-1006	-289	-279	-245
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	1.19	1.20	1.33	1.45
每股经营现金流(最新摊薄)	2.42	2.23	1.76	0.86	2.30
每股净资产(最新摊薄)	5.68	6.50	7.35	8.30	9.38

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5663	6912	7146	7668	8217
营业成本	1409	1707	1765	1894	2030
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	3235	3778	3930	4202	4487
管理费用	601	609	643	682	723
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	56	49	30	10	-9
资产减值损失	1	5	5	5	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-3	0	0	-1	-0
营业利润	464	995	1003	1104	1211
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	464	995	1003	1104	1211
所得税	89	162	163	180	197
税后利润	375	833	839	924	1014
少数股东损益	-7	-6	-8	-11	-9
归属母公司净利润	382	838	847	935	1023
EBITDA	1422	1009	1176	1260	1354

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-10.9	22.1	3.4	7.3	7.2
营业利润(%)	-34.9	114.2	0.8	10.1	9.7
归属于母公司净利润(%)	-32.2	119.2	1.1	10.3	9.5
获利能力					
毛利率(%)	75.1	75.3	75.3	75.3	75.3
净利率(%)	6.8	12.1	11.9	12.2	12.5
ROE(%)	9.4	18.3	16.3	15.9	15.4
ROIC(%)	8.7	16.6	14.9	14.3	13.7
偿债能力					
资产负债率(%)	36.3	35.1	31.7	30.4	27.6
流动比率	1.6	1.8	2.2	2.5	3.0
速动比率	0.9	1.1	1.6	1.7	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9
应收账款周转率	10.6	11.6	10.7	11.0	11.1
应付账款周转率	4.2	3.9	4.9	4.3	4.4
估值比率					
P/E	14.9	6.8	6.7	6.1	5.6
P/B	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	3.6	4.7	3.3	2.8	1.6

资料来源：最闻，山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

