

2024年8月22日

**贏家時尚 | 03709.HK**

## 雙引擎成長預期落空

評級

買入

目標價

HK\$ 12.42

上半年遇較強逆風：贏家時尚(03709.HK)於2024上半年財年實現33.1億元人民幣總收入，與去年同期持平。中國零售銷售於第二季度持續停滯，宏觀環境的不確定性繼續為集團帶來不少的挑戰。內地消費降級及兩極化日益嚴重，客戶購買意欲變得保守，影響包括贏家時尚(03709.HK)在內的本地中高端品牌。因此 i) 較高端的品牌如 La Korador 及 NEXY、及較低端的品牌如 FUUNNY FEELN 於2024年上半年實現成長，其他中高端品牌則錄得下滑。

分銷渠道潛在調整：贏家時尚(03709.HK)門店數量下降至1,912家，直營店及經銷商門店數量對比去年底均錄得下降。雖然集團仍然積極以大型店鋪取代效率較低的小型門店，但正在衰減的需求削弱大型門店交叉銷售的能力。位於百貨公司的門店佔集團門店數量約65%，而該渠道為核心品牌 Korador 的主要銷售渠道。然而，位於百貨公司的門店銷售表現令人失望，未來更多的門店將轉移至購物中心，而該渠道的單店表現於過去數年持續成長。

毛利率表現具驚喜：集團上半財年毛利率上升令人驚喜，銷售予經銷商及電子商貿毛利率分別上升至74.2%及61.1%，為集團帶來76.3%的整體毛利率。毛利率得以提升主要來自於NAERSI、NAERSILING及NEXY的採購策略所致。

推廣策略需動態調整：贏家時尚(03709.HK)保持投入以加強品牌及輕奢侈的定位，令推廣開支於2024上半年財年的增加至總收入的3.7%，較3%的指引為高。支出失衡主要由於上半年產品需求突然轉向，雖然集團目前並不會因為短期的逆風而改變其業務發展方向，但集團將會因應內地經濟變動而進行動態調整。

雙引擎成長預期落空：內地市場突然轉向令集團未能及時應對轉變，庫存、推廣等需要作出調整以應對未如預期的需求。尤其是在市場疲弱的環境下，集團打造品牌、以大店置換小店帶來的裨益下降，同時未來多元化的發展方向亦會受到一定程度的阻礙，令集團短期內失去利潤成長的動能。縱然我們並不預期市場動盪能夠對集團帶重大的不利影響，但在盈利、股息增長雙引擎成長預期落空、復甦不確定性較高的預期將降低集團的吸引力，削減投資者對的投資意欲，因此我們一方面下調對集團的盈利預測，同時下調目標價至每股12.42港元。

**更新報告**

敖曉風, Brian, CFA

高級分析師

briango@westbullsec.com.hk

+852 3896 2965

香港上環德輔道中199號無限極廣場2701-2703室

**檳傑科達 (01665.HK)**

評級

買入 (買入)

目標價

HK\$ 12.42 (HK\$ 16.78)

現價

HK\$ 8.6

52-周波幅

HK\$ 8.46 – HK\$ 14.78

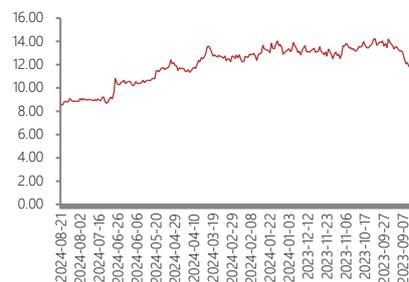
市值 (港元, 十億)

HK\$ 6.1

令吉, 百萬	23(A)	24(E)	25(E)	26(E)
收入	6,912.3	6,825.3	7,324.7	7,958.0
毛利	5,205.0	5,186.0	5,563.3	6,040.9
毛利率	75.3%	76.0%	76.0%	75.9%
淨利潤	832.6	536.8	674.1	888.2
每股盈利	1.237	0.769	0.967	1.276

股價表現	1個月	3個月	半年	一年
絕對值	-4.6%	-20.4%	-30.9%	-23.2%
相對恒指	-4.4%	-10.9%	-36.3%	-21.9%



## 同業比較

		市值	市盈率	預測市盈率	市賬率	市銷率	總收入	毛利率	股本回報率
		(港元, 百萬)	(x)	(x)	(x)	(x)	(港元, 百萬)	(%)	(%)
00210.HK	達芙妮國際	415.5	6.2	-	0.6	1.5	262.6	50.0	10.4
00483.HK	包浩斯國際	95.5	68.8	-	0.6	0.5	193.0	74.2	0.7
00592.HK	堡獅龍	269.1	-	-	1.3	0.4	604.2	50.5	(136.6)
00709.HK	佐丹奴	2,537.3	9.1	9.2	1.2	0.7	3,873.0	58.4	12.7
00738.HK	萊爾斯丹	275.3	-	-	0.4	0.6	440.2	62.5	(3.7)
01234.HK	中國利郎	4,670.2	7.9	-	1.1	1.2	3,917.8	48.2	13.6
01749.HK	杉杉品牌	102.7	3.0	-	0.4	0.1	1,171.9	37.5	13.1
02030.HK	卡賓	889.2	33.0	-	0.6	0.7	1,314.1	43.0	1.6
03306.HK	江南布衣	6,795.6	7.3	-	2.7	1.2	5,034.0	65.3	40.2
03998.HK	波司登	44,361.5	13.0	11.5	2.9	1.7	25,340.7	59.6	23.4
	平均值	6,041.2	18.5	10.4	1.2	0.9	4,215.2	54.9	(2.5)
03709.HK	贏家時尚	6,054.8	8.0	6.9	1.3	0.8	7,641.9	75.3	15.6

資料來源: 彭博、西牛證券

## 風險因素

- 消費降級及兩極化嚴重，削弱本地中高端品牌需求
- 以大店置換小店未能進一步提升集團的營運效率
- 市況不穩的情況下提升品牌認知度的困難上升
- 未能實現多元化策略

## 財務報表

損益表					資產負債表				
(人民幣, 百萬)	2022 (A)	2023 (E)	2024 (E)	2025 (E)	(人民幣, 百萬)	2022 (A)	2023 (E)	2024 (E)	2025 (E)
總收入	6,912.3	6,825.3	7,324.7	7,958.0	固定資產	661.5	680.4	689.7	685.8
<i>按年增長</i>	<i>22.1%</i>	<i>-1.3%</i>	<i>7.3%</i>	<i>8.6%</i>	其他非流動資產	2,818.7	2,751.0	2,723.7	2,780.4
直接成本	(1,707.3)	(1,639.3)	(1,761.4)	(1,917.1)	非流動資產	3,480.1	3,431.5	3,413.4	3,466.3
毛利	5,205.0	5,186.0	5,563.3	6,040.9	庫存	1,152.5	1,312.0	1,255.2	1,215.7
其他收入	237.1	128.6	116.2	141.6	應收款項	717.4	691.5	783.9	845.8
經營開支	(4,398.7)	(4,614.9)	(4,789.5)	(5,032.7)	現金及現金等物	440.8	356.5	378.5	394.8
經營溢利	1,043.3	699.6	890.0	1,149.8	其他流動資產	1,238.9	1,113.7	1,606.2	2,143.1
淨財務成本	(48.7)	(54.5)	(57.7)	(53.3)	流動資產	3,549.7	3,473.6	4,023.8	4,599.4
聯營及合營公司	-	-	-	-	總資產	7,029.8	6,905.1	7,437.2	8,065.6
稅前利潤	994.6	645.2	832.2	1,096.5	長期借貸	-	-	-	-
稅項	(162.0)	(108.4)	(158.1)	(208.3)	其他非流動負債	479.1	466.6	468.6	472.6
淨利潤	832.6	536.8	674.1	888.2	非流動負債	479.1	466.6	468.6	472.6
<i>按年增長</i>	<i>121.8%</i>	<i>-35.5%</i>	<i>25.6%</i>	<i>31.8%</i>	應付款項	411.5	221.2	290.3	349.5
					短期借貸	513.8	599.8	486.0	358.2
					其他流動負債	1,064.0	881.5	961.4	1,009.2
					流動負債	1,989.3	1,702.4	1,737.7	1,716.9
					總負債	2,468.4	2,169.1	2,206.3	2,189.6
					非控股股東權益	(15.5)	(7.6)	1.5	11.7
					控股股東權益	4,576.9	4,743.6	5,229.4	5,864.4
					總權益	4,561.4	4,736.0	5,230.8	5,876.0

現金流量表					財務比率				
(人民幣, 百萬)	2022 (A)	2023 (E)	2024 (E)	2025 (E)		2022 (A)	2023 (E)	2024 (E)	2025 (E)
稅前溢利	994.6	645.2	832.2	1,096.5	毛利率	75.3%	76.0%	76.0%	75.9%
財務成本	48.7	54.5	57.7	53.3	經營溢利率	15.1%	10.3%	12.2%	14.4%
財務收入	(2.7)	(3.3)	(2.7)	(2.9)	淨利潤率	12.0%	7.9%	9.2%	11.2%
折舊及攤銷	133.0	165.0	181.0	189.2	核心 EBITDA 利潤率	15.3%	11.5%	13.6%	15.5%
其他	605.8	471.7	702.4	602.3	股本回報比率	19.5%	11.5%	13.5%	16.0%
營運資金變動	(210.2)	(280.0)	37.5	8.6	資產回報比率	12.5%	7.7%	9.4%	11.5%
經營現金流	1,569.2	1,052.9	1,808.2	1,947.1	流動比率	178.4%	204.0%	231.6%	267.9%
					速動比率	110.0%	113.2%	144.6%	180.0%
淨資本開支	(165.6)	(183.9)	(190.2)	(185.4)	現金比率	22.2%	20.9%	21.8%	23.0%
其他	(363.8)	204.9	(420.8)	(495.4)	債務權益比率	11.3%	12.7%	9.3%	6.1%
投資現金流	(529.4)	21.0	(611.1)	(680.7)	淨債務權益比率	1.6%	5.1%	2.1%	-0.6%
					庫存周轉天數	232.6	274.4	266.0	235.2
股份發行	-	-	-	-	應收賬款周轉天數	31.4	37.7	36.8	37.4
淨借貸	83.4	86.0	(113.8)	(127.8)	應付賬款周轉天數	93.6	70.4	53.0	60.9
利息支出	(13.9)	(17.3)	(21.0)	(16.8)					
股息支出	(248.8)	(448.2)	(270.6)	(340.3)					
其他	(781.2)	(778.6)	(769.7)	(765.2)					
融資現金流	(960.5)	(1,158.2)	(1,175.1)	(1,250.0)					
股本自由現金流	1,468.7	932.7	1,478.2	1,542.2					
公司自由現金流	1,397.0	860.7	1,609.0	1,683.5					

資料來源: 公司資料、西牛證券

西牛證券是香港一家主要服務香港上市公司的券商，如要獲取更多研究報告，請參考以下聯繫方式: Alphasense、FactSet、Capital IQ、Refinitiv、Wind、Choice、慧博投研資訊及同花順。

#### 西牛證券評級:

強烈買入	: 未來12個月絕對增長超過50%
買入	: 未來12個月絕對增長超過10%
持有	: 未來12個月絕對回報在-10%至+10%
沽售	: 未來12個月絕對下降超過10%
強烈沽售	: 未來12個月絕對下降超過50%

投資者應在閱讀本報告時假設西牛證券正在或將要和本報告中提到的公司建立投資銀行或其它主要的業務關係。

分析員聲明: 本報告中給出之觀點準確反映了分析員對於該證券的個人見解。分析員就其在本報告中給出的特定建議或者見解，並沒有直接或間接地為之收受任何的經濟補償。

#### 免責聲明:

本研究報告不得被視為任何股票售出之要約或股票購買或認購之要求。本報告中提到之股票可能在某些地區不具備公開出售資格。本報告中資訊已經由西牛證券有限公司(簡稱為“西牛證券”)的研究部門根據其認為可靠之來源加以整理，但是西牛證券或其他任何人都沒有就本報告的正確性或者完整性給出聲明、保證或擔保。所有本報告中的觀點和預測都是(除非特別注明)報告發佈日時西牛證券發佈，且可在不通知前提下予以變更。西牛證券或任何其他人都不得為使用本報告或其內容或其它和本報告相關原因而發生的損失承擔任何責任。本報告之讀者應獨立負責考察本報告中所提到公司的業務、財務狀況和發展遠景。西牛證券和其高級職員、董事和雇員，包括本報告準備和發佈過程中涉及人員，可以在任何時候(1)在本報告中提到公司(或其投資)中任職，或購買或售出其股票; (2)和本報告中提到的公司存在諮詢、投行或其它經紀業務關係; 和(3)在適用法律許可情況下，在本報告發佈之前或緊接之後，在其自己的針對本報告中某個公司的投資帳戶中使用本報告資訊或者依據此資訊行動(包括進行交易)。本報告可能無法在同樣時間被分發到每一位接受方手中。本報告僅可被分發給專業投資者或經紀商，供其參考。任何獲得本報告者無論出於什麼原因，都不得複製、出版、重新生成、或者轉發(全文或部分)給任何其他方。本報告在香港由西牛證券發佈。獲得本報告者如需本報告中提到股票之更多資訊，請聯繫西牛證券在其當地所設立之分支機構。

西牛證券有限公司版權所有©。保留所有權利。