

2025 年 2 月 3 日

贏家時尚 | 03709.HK

## 提升銷售是首要任務

評級

買入

目標價

HK\$ 11.88

贏家時尚(03709.HK)發佈盈利預警，集團預計在截至 2024 年 12 月 31 日的財政年度中，營業收入和淨利潤將分別同比下降不到 5%和不到 45%。財務表現的下滑幅度高於我們預期，反映集團在 2024 年下半年面臨更強的逆風。根據公告，業績下滑是由一系列因素導致的，包括產品銷售下降、營銷費用增加、廣告及店舖升級、情報收集、客戶研究和產品開發方面的投資增加。

2024 年下半年逆風更強：2024 年下半年市場依然停滯不前，中國的服裝零售銷售略有下降，主要由於 2023 年同期高基數的影響。此外，由於異常暖和的天氣，2024 年下半年的銷售表現特別令人失望，導致對高價冬季服裝的需求大幅減少。另一方面，中國百貨商店的零售銷售同比下降 2.4%，為所有銷售渠道中表現最差的渠道。由於百貨商店是主要品牌 Koradior 重要的銷售渠道之一，而 Koradior 貢獻集團三分之一的總收入，拖累集團 2024 年的財務表現。

營銷的兩難局面：贏家時尚(03709.HK)重申其「輕奢侈」的定位，儘管面臨短期逆風，其仍然繼續在營銷方面進行投資。因此，營銷費用的增加是導致淨利潤下降的原因之一。雖然集團有可能會就營銷活動進行微調以控制營銷費用，但短期內業務方向不太可能產生重大變化，集團將繼續發展品牌並刺激銷售額。因此，我們預計集團的營銷費用將保持在總收入的 3%至 4%左右的水平。

導致利潤下降的其他因素：2024 年，集團增加員工薪酬，同時股權獎勵計劃的相關費用同樣帶來影響，根據我們的估算，該等開支導致運營成本增加超過 1 億人民幣。然而，在未來一年，薪資不太可能進行調整，積極提供股權獎勵計劃的可能性亦不高。

提升銷售是首要任務：我們對集團在庫存管理方面取得進展感到正面，庫存清理可能不再是 2025 財年的重心。此外，由於目前可能不會推進新的投資項目，股息派發比例預期將保持現狀。然而，毛利率已經達到歷史高位，進一步提升空間有限，而集團則將保持積極的營銷策略。因此，提升銷售將成為該集團的首要任務。根據我們最新的估算，我們將集團目標價格下調至每股 11.88 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

## 贏家時尚 (03709.HK)

|             |                         |
|-------------|-------------------------|
| 評級          | 買入 (買入)                 |
| 目標價         | HK\$ 11.88 (HK\$ 12.42) |
| 現價          | HK\$ 8.61               |
| 52-周波幅      | HK\$ 7.92 – HK\$ 14.04  |
| 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 | 6,606.9 | 7,209.7 | 7,958.0 |
| 毛利     | 5,205.0 | 5,015.3 | 5,475.1 | 6,040.9 |
| 毛利率    | 75.3%   | 75.9%   | 75.9%   | 75.9%   |
| 淨利潤    | 832.6   | 485.2   | 552.9   | 705.3   |
| 每股盈利   | 1.237   | 0.695   | 0.792   | 1.012   |
| 股價表現   | 1 個月    | 3 個月    | 半年      | 一年      |
| 絕對值    | 0.1%    | 1.9%    | -3.8%   | -35.7%  |
| 相對恒指   | -0.4%   | 3.8%    | -22.5%  | -62.3%  |



## 同業比較

|          |       | 市值<br>(港元, 百萬) | 市盈率<br>(x) | 預測市盈率<br>(x) | 市賬率<br>(x) | 市銷率<br>(x) | 總收入<br>(港元, 百萬) | 毛利率<br>(%) | 股本回報率<br>(%) |
|----------|-------|----------------|------------|--------------|------------|------------|-----------------|------------|--------------|
| 00210.HK | 達芙妮國際 | 494.6          | 5.8        | -            | 0.7        | 1.6        | 262.6           | 50.0       | 12.8         |
| 00483.HK | 包浩斯國際 | 79.4           | -          | -            | 0.5        | 0.4        | 193.0           | 74.2       | (2.9)        |
| 00592.HK | 堡獅龍   | 352.2          | -          | -            | 2.2        | 0.6        | 604.2           | 50.5       | (76.2)       |
| 00709.HK | 佐丹奴   | 2,488.9        | 8.9        | 9.1          | 1.2        | 0.6        | 3,873.0         | 58.4       | 12.7         |
| 00738.HK | 萊爾斯丹  | 190.6          | -          | -            | 0.3        | 0.5        | 440.2           | 62.5       | (8.0)        |
| 01234.HK | 中國利郎  | 4,789.9        | 8.3        | -            | 1.1        | 1.2        | 3,917.8         | 48.2       | 13.6         |
| 01749.HK | 杉杉品牌  | 124.1          | 3.4        | -            | 0.5        | 0.1        | 1,171.9         | 37.5       | 13.7         |
| 02030.HK | 卡賓    | 902.6          | 34.1       | -            | 0.6        | 0.8        | 1,314.1         | 43.0       | 1.9          |
| 03306.HK | 江南布衣  | 8,580.1        | 9.2        | -            | 3.7        | 1.5        | 5,670.0         | 66.3       | 40.9         |
| 03998.HK | 波司登   | 43,493.0       | 11.5       | -            | 2.9        | 1.5        | 25,340.7        | 59.6       | 25.9         |
|          | 平均值   | 6,149.5        | 11.6       | 9.1          | 1.4        | 0.9        | 4,278.8         | 55.0       | 3.4          |
| 03709.HK | 贏家時尚  | 6,061.9        | 8.1        | 8.8          | 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
- 市場未能回暖, 限制營銷效果
- 未能維持派息比率

## 財務報表

| 損益表       |           |           |           |           | 資產負債表     |          |          |          |          |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|
| (人民幣, 百萬) | 2023 (A)  | 2024 (E)  | 2025 (E)  | 2026 (E)  | (人民幣, 百萬) | 2023 (A) | 2024 (E) | 2025 (E) | 2026 (E) |
| 總收入       | 6,912.3   | 6,606.9   | 7,209.7   | 7,958.0   | 固定資產      | 661.5    | 680.4    | 689.7    | 685.8    |
| 按年增長      | 22.1%     | -4.4%     | 9.1%      | 10.4%     | 其他非流動資產   | 2,818.7  | 2,749.0  | 2,723.2  | 2,780.4  |
| 直接成本      | (1,707.3) | (1,591.6) | (1,734.6) | (1,917.1) | 非流動資產     | 3,480.1  | 3,429.5  | 3,412.9  | 3,466.3  |
| 毛利        | 5,205.0   | 5,015.3   | 5,475.1   | 6,040.9   |           |          |          |          |          |
| 其他收入      | 237.1     | 128.6     | 126.3     | 137.4     | 庫存        | 1,152.5  | 972.6    | 1,040.4  | 1,164.4  |
| 經營開支      | (4,398.7) | (4,548.0) | (4,861.3) | (5,254.8) | 應收款項      | 717.4    | 646.4    | 805.8    | 823.9    |
| 經營溢利      | 1,043.3   | 595.9     | 740.2     | 923.5     | 現金及現金等物   | 440.8    | 491.9    | 536.4    | 582.5    |
| 淨財務成本     | (48.7)    | (54.5)    | (57.5)    | (52.8)    | 其他流動資產    | 1,238.9  | 1,269.5  | 1,512.7  | 1,736.6  |
| 聯營及合營公司   | -         | -         | -         | -         | 流動資產      | 3,549.7  | 3,380.5  | 3,895.3  | 4,307.4  |
| 稅前利潤      | 994.6     | 541.4     | 682.6     | 870.7     |           |          |          |          |          |
| 稅項        | (162.0)   | (56.2)    | (129.7)   | (165.4)   | 總資產       | 7,029.8  | 6,809.9  | 7,308.2  | 7,773.7  |
| 淨利潤       | 832.6     | 485.2     | 552.9     | 705.3     |           |          |          |          |          |
| 按年增長      | 121.8%    | -41.7%    | 14.0%     | 27.5%     | 長期借貸      | -        | -        | -        | -        |
|           |           |           |           |           | 其他非流動負債   | 479.1    | 436.0    | 432.8    | 431.2    |
|           |           |           |           |           | 非流動負債     | 479.1    | 436.0    | 432.8    | 431.2    |
|           |           |           |           |           |           |          |          |          |          |
|           |           |           |           |           | 應付款項      | 411.5    | 202.7    | 300.9    | 338.8    |
|           |           |           |           |           | 短期借貸      | 513.8    | 593.8    | 473.2    | 342.7    |
|           |           |           |           |           | 其他流動負債    | 1,064.0  | 888.6    | 1,008.3  | 1,039.2  |
|           |           |           |           |           | 流動負債      | 1,989.3  | 1,685.1  | 1,782.4  | 1,720.8  |
|           |           |           |           |           |           |          |          |          |          |
|           |           |           |           |           | 總負債       | 2,468.4  | 2,121.2  | 2,215.2  | 2,152.0  |
|           |           |           |           |           |           |          |          |          |          |
|           |           |           |           |           | 非控股股東權益   | (15.5)   | (8.4)    | (0.2)    | 9.0      |
|           |           |           |           |           | 控股股東權益    | 4,576.9  | 4,697.2  | 5,093.2  | 5,612.7  |
|           |           |           |           |           | 總權益       | 4,561.4  | 4,688.8  | 5,093.0  | 5,621.7  |

## 現金流量表

| (人民幣, 百萬) | 2023 (A) | 2024 (E)  | 2025 (E)  | 2026 (E)  | 財務比率          | 2023 (A) | 2024 (E) | 2025 (E) | 2026 (E) |
|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 稅前溢利      | 994.6    | 541.4     | 682.6     | 870.7     | 毛利率           | 75.3%    | 75.9%    | 75.9%    | 75.9%    |
| 財務成本      | 48.7     | 54.5      | 57.5      | 52.8      | 經營溢利率         | 15.1%    | 9.0%     | 10.3%    | 11.6%    |
| 財務收入      | (2.7)    | (3.3)     | (3.7)     | (4.1)     | 淨利潤率          | 12.0%    | 7.3%     | 7.7%     | 8.9%     |
| 折舊及攤銷     | 133.0    | 165.0     | 181.0     | 189.2     | 核心 EBITDA 利潤率 | 15.3%    | 10.3%    | 11.6%    | 12.7%    |
| 其他        | 605.8    | 867.3     | 601.7     | 491.9     | 股本回報比率        | 19.5%    | 10.5%    | 11.3%    | 13.2%    |
| 營運資金變動    | (210.2)  | 260.4)    | 11.8      | 21.2      | 資產回報比率        | 12.5%    | 7.0%     | 7.8%     | 9.4%     |
| 經營現金流     | 1,569.2  | 1,364.3   | 1,531.1   | 1,621.8   | 流動比率          | 178.4%   | 200.6%   | 218.5%   | 250.3%   |
|           |          |           |           |           | 速動比率          | 110.0%   | 129.9%   | 145.4%   | 166.0%   |
| 淨資本開支     | (165.6)  | (183.9)   | (190.2)   | (185.4)   | 現金比率          | 22.2%    | 29.2%    | 30.1%    | 33.9%    |
| 其他        | (363.8)  | 34.9      | (140.7)   | (199.6)   | 債務權益比率        | 11.3%    | 12.7%    | 9.3%     | 6.1%     |
| 投資現金流     | (529.4)  | (149.0)   | (330.9)   | (384.9)   | 淨債務權益比率       | 1.6%     | 2.2%     | -1.2%    | -4.3%    |
|           |          |           |           |           | 庫存周轉天數        | 232.6    | 243.7    | 211.8    | 209.9    |
| 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     | 80.0      | (120.6)   | (130.5)   | 應付賬款周轉天數      | 93.6     | 70.4     | 53.0     | 60.9     |
| 利息支出      | (13.9)   | (17.3)    | (20.8)    | (16.3)    |               |          |          |          |          |
| 股息支出      | (248.8)  | (448.2)   | (244.7)   | (278.8)   |               |          |          |          |          |
| 其他        | (781.2)  | (778.6)   | (769.7)   | (765.2)   |               |          |          |          |          |
| 融資現金流     | (960.5)  | (1,164.1) | (1,155.7) | (1,190.7) |               |          |          |          |          |
| 股本自由現金流   | 1,468.7  | 1,238.2   | 1,194.4   | 1,214.7   |               |          |          |          |          |
| 公司自由現金流   | 1,397.0  | 1,173.2   | 1,331.9   | 1,358.3   |               |          |          |          |          |

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。