

赢家时尚 (03709.HK)

渠道优化顺利，短期利润承压，期待后续修复

2024 年公司收入 65.89 亿元/净利润 4.74 亿元，同比分别-5%/-43%。 1) 2024 年：公司收入/净利润分别为 65.89/4.74 亿元，同比分别-5%/-43%。2) 2024H2：公司收入/净利润分别为 32.7/1.9 亿元，同比分别-9%/-51%，零售承压背景下，我们判断负向经营杠杆使得公司短期盈利表现下降。3) 盈利质量方面：2024 年公司毛利率同比+1.1pct 至 76.4%；销售费用率同比+4.3pct 至 59.0%，主要系店铺升级及广告营销推广费用提升综合所致；管理费用率同比+1.5pct 至 10.3%，主要系股份奖励开支增加；综合以上，2024 年公司净利率同比-4.9pct 至 7.2%。4) 公司 2024 年合计股利支付率约为 53%，以 2025 年 3 月 26 日收盘价计算的股息率约为 4.9%。

品牌表现分化，La Koradior 稳健成长，NAERSI、NEXY.CO 相对稳定。 公司旗下八大高端女装客群定位与价格带互补，充分参与市场竞争，短期消费环境波动，品牌表现分化，分品牌来看：①2024 年 Koradior 品牌收入 21.6 亿元，同比-10%，期末门店 676 家（较年初净减少 38 家）；②NAERSI 品牌收入 14.4 亿元，同比-2%，期末门店 436 家（较年初净减少 18 家）；③NEXY.CO 品牌收入 10.1 亿元，同比+1%，期末门店 235 家（较年初净增加 4 家）；④La Koradior/Elsewhere/NAERSILING/CADIDL/FUUNNY FEELN 品牌 2024 年收入分别 5.1/4.8/4.3/4.0/1.7 亿元，同比分别+10%/-10%/-13%/-8%/+22%。产品方面，公司卓越产品体系战略逐步落地，强调核心款式的有效性，将资源重点投入主销款，2024 年 SKC 总数为 5894 个，同比减少 7.4%。

渠道优化顺利，电商稳健增长，直营强于加盟。 公司渠道体系以直营为主，近年来调整升级门店位置及结构，我们判断 2025 年店铺平均质量得以提升。分渠道来看：2024 年直营/加盟/电商收入分别 51.7/2.9/11.3 亿元，同比分别-7%/-25%/+17%，毛利率分别同比+1.38/+0.32/+3.68pct 至 80.2%/71.1%/60.4%。量价拆分来看：1) 店数方面：2024 年末直营门店较期初-81 家至 1444 家，加盟门店较期初-44 家至 395 家，我们估计主要系短期渠道优化调整所致，中长期来看大部分品牌仍在稳步扩张阶段。2) 店效方面：我们判断渠道结构的优化中长期有望带动店效稳健提升。

库存效率周转变慢，期待后续优化。 短期零售承压使得公司库存周转效率变慢，2024 年末公司存货金额同比+36%至 15.7 亿元，存货周转天数同比+86 天至 316 天，我们判断后续伴随着公司产品体系效率提升、后续存货管理及周转效率有望环比优化。

投资建议： 公司是国内中高端女装市场领军企业，产品运营提效+门店扩张有望带动中长期业绩持续成长，估值具备吸引力。考虑公司过去利润表现短期承压，我们调整盈利预测，预计 2025~2027 年归母净利润分别为 5.9/6.8/7.8 亿元，当前股价对应 2025 年 PE 为 8 倍，维持“买入”评级。

风险提示： 产品革新效果不及预期；门店扩张不及预期风险；终端消费环境波动风险；行业竞争加剧风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6912	6589	6942	7360	7815
增长率 yoy (%)	22%	-5%	5%	6%	6%
归母净利润（百万元）	838	469	593	682	776
增长率 yoy (%)	119%	-44%	27%	15%	14%
EPS 最新摊薄（元/股）	1.24	0.68	0.84	0.97	1.10
P/E（倍）	10.55	11.64	8.45	7.34	6.45

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 03 月 26 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
03 月 26 日收盘价（港元）	7.73
总市值（百万港元）	5,442.31
总股本（百万股）	704.05
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	1.20

股价走势



作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜

执业证书编号：S0680523080004

邮箱：houziye@gszq.com

分析师 王佳伟

执业证书编号：S0680524060004

邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 1、《赢家时尚 (03709.HK)：渠道升级调整，全年收入估计以平稳为主》 2024-08-18
- 2、《赢家时尚 (03709.HK)：卓越业绩领先行业，期待 2024 年稳健增长》 2024-03-27
- 3、《赢家时尚 (03709.HK)：品牌引领，产品聚焦，高端女装集团再起航》 2024-03-24

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,550	3,372	4,062	4,765	5,500
现金	441	364	1,471	2,554	3,657
应收账款及票据	717	715	754	799	848
存货	1,153	1,572	1,610	1,674	1,744
其他	1,239	720	229	-261	-750
非流动资产	3,480	3,488	3,218	2,975	2,757
固定资产	661	576	575	575	574
无形资产	2,542	2,694	2,425	2,182	1,964
其他	277	218	218	218	218
资产总计	7,030	6,859	7,280	7,741	8,257
流动负债	1,989	1,774	1,842	1,925	2,014
短期借款	514	524	534	545	555
应付账款及票据	412	306	314	326	340
其他	1,064	943	994	1,054	1,119
非流动负债	479	586	586	586	586
长期债务	0	0	0	0	0
其他	479	586	586	586	586
负债合计	2,468	2,360	2,428	2,511	2,600
普通股股本	6	6	6	6	6
储备	4,556	4,503	4,849	5,219	5,637
归属母公司股东权益	4,577	4,509	4,855	5,224	5,642
少数股东权益	-15	-10	-3	5	15
股东权益合计	4,561	4,499	4,852	5,230	5,657
负债和股东权益	7,030	6,859	7,280	7,741	8,257

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,569	1,563	867	907	971
净利润	838	469	593	682	776
少数股东权益	-6	6	7	8	9
折旧摊销	978	1,052	330	303	279
营运资金变动及其他	-241	37	-63	-86	-93
投资活动现金流	-446	-1,299	476	478	481
资本支出	-116	-67	-60	-60	-60
其他投资	-330	-1,232	536	538	541
筹资活动现金流	-1,006	-342	-237	-302	-348
借款增加	-743	107	10	10	10
普通股增加	0	0	0	0	0
已付股利	-249	-449	-247	-312	-358
其他	-15	0	0	0	0
现金净增加额	79	-77	1,107	1,083	1,104

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,912	6,589	6,942	7,360	7,815
其他收入	32	0	0	0	0
营业成本	1,707	1,553	1,590	1,654	1,723
销售费用	3,778	3,884	3,885	4,118	4,373
管理费用	609	678	611	647	687
研发费用	183	182	174	184	195
财务费用	20	56	-11	-44	-77
除税前溢利	995	563	712	819	932
所得税	162	88	112	129	147
净利润	833	474	600	690	786
少数股东损益	-6	6	7	8	9
归属母公司净利润	838	469	593	682	776
EBIT	1,014	618	701	775	856
EBITDA	1,992	1,670	1,031	1,078	1,134
EPS (元)	1.24	0.68	0.84	0.97	1.10

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	22.05%	-4.68%	5.37%	6.01%	6.19%
归属母公司净利润	119.17%	-44.10%	26.51%	15.05%	13.86%
获利能力					
毛利率	75.30%	76.43%	77.10%	77.53%	77.96%
销售净利率	12.13%	7.11%	8.54%	9.27%	9.93%
ROE	18.31%	10.39%	12.21%	13.05%	13.76%
ROIC	16.73%	10.37%	10.96%	11.31%	11.61%
偿债能力					
资产负债率	35.11%	34.41%	33.36%	32.44%	31.49%
净负债比率	1.60%	3.56%	-19.30%	-38.41%	-54.85%
流动比率	1.78	1.90	2.21	2.48	2.73
速动比率	1.20	1.01	1.33	1.61	1.87
营运能力					
总资产周转率	1.04	0.95	0.98	0.98	0.98
应收账款周转率	11.62	9.20	9.45	9.48	9.49
应付账款周转率	3.90	4.33	5.13	5.17	5.17
每股指标 (元)					
每股收益	1.24	0.68	0.84	0.97	1.10
每股经营现金流	2.23	2.22	1.23	1.29	1.38
每股净资产	6.50	6.40	6.90	7.42	8.01
估值比率					
P/E	10.55	11.64	8.45	7.34	6.45
P/B	2.01	1.24	1.03	0.96	0.89
EV/EBITDA	4.65	3.45	3.95	2.78	1.68

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 03 月 26 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com