

2025年03月28日

存在一次性费用影响，期待25年利润弹性

赢家时尚(3709.HK)

评级:	买入	股票代码:	3709
上次评级:	买入	52周最高价/最低价(港元):	13.46/7.45
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	54
最新收盘价(港元):	7.6	自由流通市值(亿港元)	53.4
		自由流通股数(百万)	704.05

事件概述

2024年公司实现收入/净利润/经营性现金流净额分别为65.89/4.74/9.96亿元、同比下降4.68%/43.06%/36.51%。净利润降幅高于收入主要由于负经营杠杆效应导致费用率提升(含股权激励开支0.99亿元、增加0.68亿元)、其他收入下降。剔除股权激励开支、其他收入影响后公司归母净利润为4.06亿元，同比下降36%。经营性现金流高于归母净利主要由于折旧与摊销。

公司派发末期股息每股0.38港元，派息率55.6%，股息率4.97%。

分析判断:

拉珂蒂和FF有较高增长，电商保持双位数增长。(1) 2024年三大主品牌Koradior/NAERSI/NEXY.CO收入增速为-9.68%/-1.87%/0.79%，收入占比69.9%；四大成长品牌La Koradior/ELSEWHERE/CADIDL/NAERSILING收入增速分别为10.23%/-10.08%/-7.6%/-12.95%，我们分析，拉珂蒂较快增长得益于产品改善，以及礼服风潮流崛起，以及在店数增加不大的情况下新开店面积提升贡献同店增长；新品牌FUUNNY FEELLN增长22%。拆分上下半年来看，2024上半年Koradior/La Koradior/ELSEWHERE/CADIDL/FUUNNY FEELLN/NAERSI/NAERSILING/NEXY.CO收入增速分别为-6.2%/17.5%/-9.8%/-6.3%/13.9%/4.3%/-10.8%/5.1%，下半年Koradior/La Koradior/ELSEWHERE/CADIDL/FUUNNY FEELLN/NAERSI/NAERSILING/NEXY.CO收入增速分别为-12.8%/3.7%/-10.4%/-8.9%/31.6%/-7.6%/-15.1%/-3.2%；(2) 从店数看，2024年门店同比减125家(同比-6.4%)，上/下半年净关52/73家，2024年Koradior/La Koradior/ELSEWHERE/CADIDL/FUUNNY FEELLN/NAERSI/NAERSILING/NEXY.CO店数分别为676/47/147/144/69/436/85/235家，同比增加-5.3%/2.2%/-14.5%/-10.6%/-24.2%/-4.0%/-10.5%/1.7%，仅La Koradior/NEXY.CO净开店1/4家。(3) 直营、经销收入下降，线上保持双位数增长且毛利率提升。2024年直营/经销/线上收入分别为51.72/2.87/11.29亿元，同比增加-6.97%/-25.17%/16.57%，其中上半年直营/经销/线上收入分别同比-2.2%/-10.6%/24.9%，下半年直营/经销/线上收入分别为-10.0%/-30.6%/13.4%；2024年直营/经销门店为1444/395家，净关81/44家，同比下降5%/10%，2024年直营店效/经销单店出货分别为358/73万元，同比下降1.75%/16.84%。线上拆分来看，天猫/唯品会/EEKA时尚商城/抖音收入分别为2.48/4.91/0.98/2.04亿元，同比增长1.19%/11.56%/37.41%/8.90%，占比分别为22%/44%/9%/18%。

CADIDL和电商毛利率增幅大，归母净利率下降主要由于费用率提升(含股权激励)、其他收入下降影响。

(1) 2024年公司毛利率为76.4%、同比提升1.1PCT。分销售渠道看，直营/经销/线上毛利率分别为80.23%/71.08%/60.39%，同比增加1.38/0.32/3.68PCT。(2) 2024年公司归母净利率为7.1%、同比下降5.0PCT；剔除其他收入、股权开支后公司归母净利率为6.2%，同比下降3.0PCT，毛利率提升而净利率下降主要由于费用率提升、其他收入下降及股权激励费用提升；24上半年净利率8.4%，下降4.9PCT，下半年净利率5.8%，下降5.2PCT，上半年净利率下降主要受到股权激励费用影响，下半年受到销售费用率提升影响；(3) 2024年公司销售/管理/财务费用率分别为59.0%/10.3%/0.8%，同比增加4.3/1.5/0.1PCT；(2) 其他收入/收入同比下降1.0PCT至2.5%，其中主要为0.67亿元补贴(同比下降22.6%)，汇兑收益0.25亿元(同比下降40.8%)以及公允价值收益0.33亿元(同比增加26.6%)。所得税/收入同比下降1.0PCT至1.34%。

存货有所增加。2024年公司存货为15.72亿元，同比增长36%，存货/收入为24%，同比增加7.2PCT；应收账款为7.15亿元，同比下降0.3%，应付账款为3.06亿元，同比增加104.4%。

投资建议

我们分析：1) 短期来看，虽然 24 年利润有较大下滑，但也存在股权激励、部分一次性营销费用等影响，若 25 年外部环境稳定情况下，公司利润端仍存在弹性；谨慎预计 25 年收入增长中单位数；2) 中长期来看，拉珂蒂、奈蔻仍保持较好增长势头，公司四个成长品牌目前均不到 200 家、仍有较大开店空间，且随着大店占比提升、门店优化升级，以及卓越商品体系改革成效进一步显现，店效存在提升空间；3) 相较同业，公司净利率仍存在提升空间。

下调 25-26 年收入预测 82.35/94.76 亿元至 69.80/79.41 亿元，增加 27 年收入预测 88.91 亿元；下调 25-26 年归母净利润预测 7.09/8.19 亿元至 6.28/7.49 亿元，增加 27 年归母净利润预测 8.69 亿元；下调 25-26 年 EPS 预测 1.01/1.16 元至 0.89/1.06 元，新增 27 年 EPS 预测 1.23 元；2025 年 3 月 28 日收盘价 7.6 港元对应 25-27 年 PE 分别为 8/7/6X (对应 1 港元=0.93 元人民币)，股息率 5%，维持“买入”评级。

风险提示

卓越商品体系改革效果不及预期风险；店效提升不达预期风险；新品牌推广投入加大风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6912.30	6588.54	6980.13	7940.61	8891.02
YoY (%)	22.05%	-4.68%	5.94%	13.76%	11.97%
归母净利润(百万元)	838.17	468.50	628.44	749.04	868.75
YoY (%)	119.17%	-44.10%	34.14%	19.19%	15.98%
毛利率 (%)	75.30%	76.43%	75.40%	75.40%	75.50%
每股收益 (元)	1.19	0.67	0.89	1.06	1.23
ROE (%)	0.18	81.25	0.12	0.13	0.13
市盈率	11.08	12.07	7.92	6.64	5.73

资料来源：公司公告，华西证券研究所。注：1 港元=0.93 元人民币

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：李佳妮

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6588.54	6980.13	7940.61	8891.02	净利润	-	628.44	749.04	868.75
YoY(%)	-5.13%	5.94%	13.76%	11.97%	折旧和摊销	-	327.51	295.78	267.22
营业成本	1552.98	1717.11	1953.39	2178.30	营运资金变动	-	1055.22	-510.94	433.52
营业税金及附加					经营活动现金流	-	1861.61	384.31	1419.93
销售费用	3884.32	3952.15	4476.92	4970.08	资本开支	-	-10.18	-10.18	-10.18
管理费用	678.42	698.01	754.36	844.65	投资	-	0.00	0.00	0.00
财务费用	55.51	26.20	26.20	26.20	投资活动现金流	-	165.59	165.59	165.59
资产减值损失					股权募资	-	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	-	0.00	0.00	0.00
营业利润					筹资活动现金流	-	-26.20	-26.20	-26.20
营业外收支					现金净流量	-	2000.99	523.69	1559.31
利润总额	562.53	745.68	888.77	1030.81	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	88.44	117.23	139.73	162.06	成长能力				
净利润	474.09	628.44	749.04	868.75	营业收入增长率	-4.68%	5.94%	13.76%	11.97%
归属于母公司净利润	468.50	628.44	749.04	868.75	净利润增长率	-44.10%	34.14%	19.19%	15.98%
YoY(%)	-44.10%	34.14%	19.19%	15.98%	盈利能力				
每股收益(元)	0.67	0.89	1.06	1.23	毛利率	76.43%	75.40%	75.40%	75.50%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	净利润率	7.11%	9.00%	9.43%	9.77%
货币资金	1572.28	1440.47	1986.84	1835.09	总资产收益率 ROA	6.83%	8.37%	9.04%	9.20%
预付款项	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产收益率 ROE	10.39%	12.23%	12.72%	12.86%
存货	3371.72	4333.96	5404.02	6811.58	偿债能力				
其他流动资产	2.10	2.10	2.10	2.10	流动比率	1.90	2.42	2.96	3.23
流动资产合计	576.07	456.23	348.38	251.31	速动比率	1.01	1.62	1.87	2.36
长期股权投资	2693.93	2496.44	2318.69	2158.72	现金比率	0.21	1.32	1.58	2.11
固定资产	3487.56	3170.23	2884.63	2627.59	资产负债率	34.41%	31.67%	29.10%	28.54%
无形资产	6859.28	7504.19	8288.65	9439.18	经营效率				
非流动资产合计	524.07	524.07	524.07	524.07	总资产周转率	0.95	0.97	1.01	1.00
资产合计	306.40	487.38	415.62	591.35	每股指标 (元)				
短期借款	735.19	778.88	886.06	992.11	每股收益	0.67	0.89	1.06	1.23
应付账款及票据	1773.86	1790.33	1825.75	2107.53	每股净资产	6.40	7.30	8.36	9.59
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.00	2.64	0.55	2.02
流动负债合计	586.37	586.37	586.37	586.37	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	586.37	586.37	586.37	586.37	估值分析				
其他长期负债	2360.23	2376.70	2412.12	2693.89	PE	12.07	7.92	6.64	5.73
非流动负债合计	5.77	5.77	5.77	5.77	PB	1.25	0.97	0.85	0.74
负债合计	-9.90	-9.90	-9.90	-9.90					
股本	4499.05	5127.49	5876.53	6745.28					
少数股东权益	6859.28	7504.19	8288.65	9439.18					
股东权益合计	1572.28	1440.47	1986.84	1835.09					
负债和股东权益合计	0.00	0.00	0.00	0.00					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。