

纺织服饰

2025 年 04 月 01 日

赢家时尚

(03709)

——逆境之下规模稳定，线上渠道表现亮眼

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：2025 年 04 月 01 日

收盘价（港币）	7.60
恒生中国企业指数	8537.34
52 周最高/最低（港币）	13.68/7.33
H 股市值（亿港元）	53.51
流通 H 股（百万股）	704.05
汇率（人民币/港币）	1.0839

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
刘佩 A0230523070002
liupeil@swsresearch.com

研究支持

刘佩 A0230523070002
liupeil@swsresearch.com

联系人

刘佩
(8621)23297818×
liupeil@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

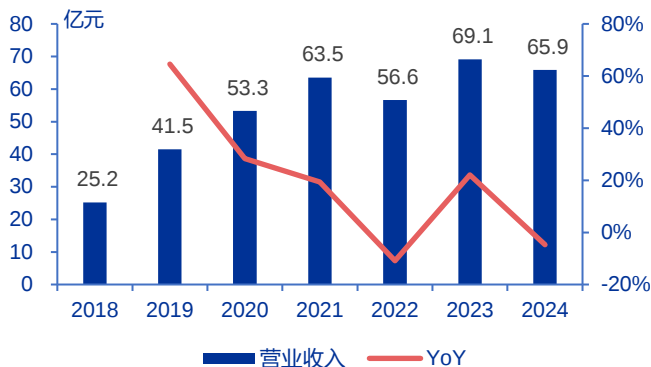
- **公司发布 2024 年年报，表现符合预期。**2024 年收入 65.9 亿元，同比下降 4.7%，净利润同比减少 43.1%至 4.7 亿元，剔除 ESOP 的净利润为 5.6 亿元，同比下降 35%，表现符合预期。24 年收入及利润下滑主要是受零售市场环境持续低迷影响，公司高直营占比等负面杠杆影响，公司拟派发股息每股 0.38 港元，派息率达 52%。
- **八大品牌收入呈现“三升五降”的格局，NEXY.CO、La Koradior 表现亮眼。**1) **主力品牌下滑幅度可控，NEXY.CO 仍保持增长。**最大品牌 Koradior 24 年收入同比减少 9.7%至 21.6 亿，收入占比 33%，24 年净关店 38 家至 676 家（降幅约 5.3%）。第二大品牌 NAERSI 收入同比微降 2%至 14.4 亿元，占比 22%，24 年门店净关 18 家至 436 家。NEXY.CO 品牌仍有增长，24 年收入 10.1 亿元，同比增长 1%，收入占比 15%，门店净增 4 家至 235 家。2) **成长品牌 La Koradior、FF 表现亮眼，保持双位数增长。**CADIDL 24 年收入 4 亿，同比下降 7.6%，占比 6%，门店净关 17 家至 144 家（降幅约 10.6%）。Elsewhere 收入同比减少 10%至 4.8 亿，占比 7%，门店净减 25 家至 147 家（降幅约 14.5%）。NAERSILING 收入减少 13%至 4.3 亿，占比 7%，门店净减 10 家至 85 家（降幅约 10.5%）。La Koradior 收入同比增长 10%至 5.1 亿元，占比 7%，门店净增 1 家至 47 家。FF 在门店净减 23 家至 68 家的情况下，收入仍增长 22%至 1.7 亿，占比 3%。
- **线下门店优化升级，电商拓展成效显著。**1) **门店数量整体净减少。**2024 年公司门店数量为 1839 家，同比净关 125 家。其中，直营店 1444 家，同比减少 81 家；加盟店 395 家，同比减少 44 家。2) **门店质量提升，TOP 单店销售表现出色。**2024 年直营收入同比减少 7%至 51.7 亿元，收入占比 79%，但毛利率提升 1.4pct 至 80.2%。线下渠道坚持开大店、开好店，全年直营门店面积提升 2%，超 200 平的直营门店占比提升 6pct，TOP 单店销售收入高达 2500 万以上。经销收入同比下降 25%至 2.9 亿元，占比 4%。3) **线上渠道增长快速。**线上电商连续 11 年增长，2024 年收入增长 17%至 11.3 亿元，且毛利率提升 3.7pct 至 60.4%。其中，唯品会占比 43.5%，同比增长 12%；天猫占比 22%，同比增长 1%；抖音占比 18%，同比增长 9%；微信视频号增长 520%，占比 5%，新兴渠道的拓展成效显著。
- **盈利能力短期下滑，资产质量保持稳健。**1) **毛利率提升，费用率短期增加。**毛利率逆势增长 1.1pct 至 76.4%，销售费用率提升 4.3pct 至 58.9%，预计与高直营占比的负向杠杆以及现有代言人及品牌推广增加有关。管理费用率提升 1.5pct 至 10.3%，主要由于股份奖励支付增长，最终归母净利率下降 5pct 至 7.1%。2) **资产质量相对稳健。**24 年经营性活动的现金流量净额为 10 亿元，同比减少 5.7 亿元，主要因存货增加占用现金。24 年存货同比 23 年底增加 4.2 亿元。24 年资产负债率 34.4%，资产质量稳健。
- **公司以打造中国轻奢品牌管理集团为愿景，多品牌运营能力出众，在全新定位和管理升级下，后续有望展现出更强的增长动能。**短期考虑到零售环境仍在复苏，我们下调 25-26 年并新增 27 年盈利预测，预计 25-27 年净利润为 6.4/7.1/7.7 亿元（原 25-26 年为 7.1/7.7 亿元），对应 PE 分别为 8/7/6 倍。考虑到可比公司 24 年平均 PE 为 9 倍，给予公司 9 倍 PE，相比当前市值仍有 19%的上涨空间，维持“增持”评级。
- **风险提示：**消费恢复低于预期，存货风险增加；市场竞争加剧风险。

财务数据及盈利预测

单位：人民币，百万元	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	6,912	6,589	6,998	7,402	7,775
同比增长率（%）	22%	-5%	6%	6%	5%
归母净利润	838	469	642	707	772
同比增长率（%）	119%	-44%	37%	10%	9%
每股收益（摊薄，元/股）	1.22	0.68	0.93	1.03	1.12
市盈率（倍）	6	10	8	7	6

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

图 1：24 营业收入 65.9 亿元，同比下降 5%



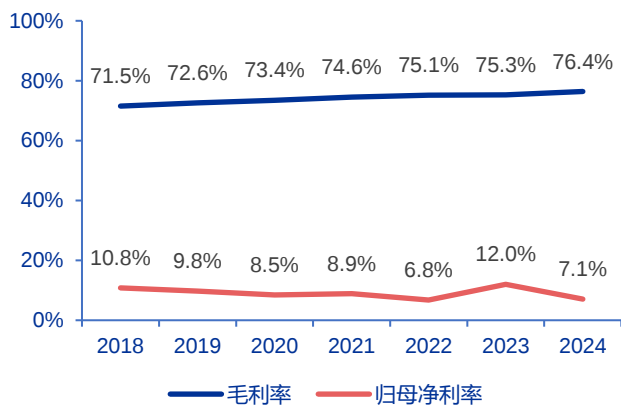
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：24 归母净利润 4.7 亿元，同比下降 44%



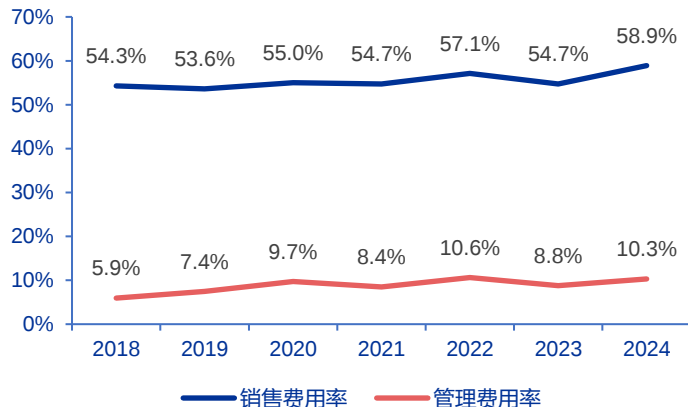
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：24 毛利率 76.4%，归母净利率 7.1%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：24 销售费用率 58.9%，管理费用率（含研发）10.3%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：公司各品牌收入表现及门店情况

品牌分类	品牌名称	24 收入及增速	收入占比	门店数量 (截止到 2024.12.31)
主力品牌	Koradior	21.6 亿 (yoy -9.7%)	33%	直营: 485 经销: 191
	NAERSI	14.4 亿 (yoy -2%)	22%	直营: 350 经销: 86
	NEXY.CO	10.1 亿 (yoy +1%)	15%	直营: 201 经销: 34
成长品牌	La Koradior	5.1 亿 (yoy +10%)	8%	直营: 46 经销: 1
	ELSEWHERE	4.8 亿 (yoy -10%)	7%	直营: 119 经销: 28
	CADIDL	4 亿 (yoy -7.6%)	6%	直营: 125 经销: 19
	NAERSILING	4.3 亿 (yoy -13%)	7%	直营: 83 经销: 2
新兴品牌	FUUNNY FEELN	1.7 亿 (yoy +22%)	3%	直营: 35 经销: 34

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2：2021-2024 电商渠道划分的收益分析

电商渠道 (百万元)	2021		2022		2023		2024	
	销售额	占比 (%)	销售额	占比 (%)	销售额	占比 (%)	销售额	占比 (%)
天猫商城	242.4	46%	234.9	26%	244.6	25%	247.5	22%
唯品会	351.8	48%	398.4	45%	440.4	45%	491.3	44%
EEKA 时尚商城	107.8	5%	121	14%	71.2	7%	97.9	9%
抖音	52.1	1%	135.1	15%	187.3	19%	204.0	18%
微信公众号					10	1%	62.0	5%
其他	2.6	0%	3.8	0%	25.2	3%	26.7	2%
总计	756.7	100%	893.2	100%	968.8	100%	1129.3	100%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 3：可比服装公司估值表

证券代码	证券简称	股价	总股本 亿股	市值 亿元	归母净利润 (亿元)			PE		
		2025/4/1			24E	25E	26E	24E	25E	26E
603518.SH	锦泓集团	9.20	3.5	32.0	3.1	3.6	4.1	10	9	8
002154.SZ	报喜鸟	4.15	14.6	60.6	5.5	6.5	7.5	11	9	8
平均								10	9	8
3709.HK	赢家时尚	7.60	7.0	53.5	4.7	6.4	7.1	10	8	7

注：报喜鸟盈利预测来自申万宏源，锦泓集团盈利预测来自 wind 一致预期，资料来源：wind，申万宏源研究

合并利润表

百万元 (人民币)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	6912	6589	6998	7402	7775
营业成本	-1707	-1553	-1638	-1732	-1819
毛利	5205	5036	5361	5670	5956
其他净收入	237	163	100	100	100
销售费用	-3778	-3884	-3989	-4182	-4378
管理费用	-609	-678	-651	-688	-700
财务费用	-49	-56	-59	-62	-66
金融资产减值	-5	-1	-1	-1	-1
应占联营公司损益	0	0	0	0	0
其他支出	-7	-17	-7	-7	-7
除税前溢利	995	563	754	829	905
所得税	-162	-88	-121	-133	-145
汇兑差额	-36	-27	0	0	0
净利润	833	474	633	696	760
净利润(不含少数股东权益)	838	469	642	707	772
少数股东损益	-6	6	-9	-11	-12
其他综合收益	-27	-27	0	0	0
综合收益总额	806	447	633	696	760

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

第3页 共4页

简单金融 成就梦想

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。