

2025 年 4 月 3 日

**贏家時尚 | 03709.HK**

## 復甦需更長的時間

評級

買入

目標價

HK\$ 11.46

2024 年，贏家時尚(03709.HK)收入同比下降 4.7%至 65.9 億元人民幣。由於營運支出(特別是市場營銷費用)的上升，導致淨利潤減少至 4.7 億元人民幣，同比下降 43.1%。集團宣佈每股派息 0.38 港元，保持約 50%的派息比率。

市場營銷費用激增：市場營銷費用顯著增長至 2.6 億元人民幣，佔總收入約 4.0%，增長主要是由於 2024 年進取的銷售目標所驅動。儘管預計集團今年度將採取較為保守的市場策略，惟品牌認知對於集團的長期發展至關重要，是推動位於購物中心的門店銷售的重要因素，因此該等開支大幅下降的可能性不高。

銷售渠道調整完成：過去幾年，集團專注於銷售渠道的調整，這一策略涉及以大型門店取代小型門店。雖然總門店數量減少，但集團的總銷售面積有增加，並提高單店效率。該調整即將完成，總門店數量不排除輕微回升。儘管設於百貨公司的門店仍然是集團的主要收入來源，但位於購物中心的門店擁有更大增長潛力，未來將會是集團重視的渠道之一。

庫存水平急增：集團的庫存水平從 11.5 億元人民幣增加至 15.7 億元人民幣，導致庫存周轉天數上升至超過 320 天。銷售疲軟及去年較為溫和的冬季氣候加劇庫存積壓，而庫存當中則主要以成品為主。雖然集團無季節性的時尚款式比例上升，SKC 數量從 6,365 減少至 5,894，但高庫存水平對現金流造成壓力，導致集團現金及金融資產有所下降。因此，清理庫存對集團尤為重要，並有可能會對利潤率造成輕微擠壓。

復甦需更長的時間：集團未來的經營環境充滿挑戰，庫存清理仍將是 2025 年的主要挑戰之一。此外，品牌策略的實施和渠道調整的完成可能限制利潤改善的空間。我們重申，提升銷售對於集團管理過剩庫存和支持品牌建設至關重要。考慮到集團的復甦可能需要更多時間，我們將目標價下調至每股 11.46 港元，以反映近期業績的疲軟及未來的不確定性。

**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\$ 11.46 (HK\$ 11.88)

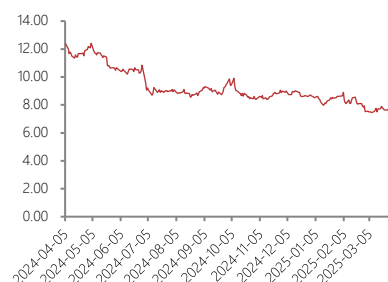
現價 HK\$ 7.62

52-周波幅 HK\$ 7.33 – HK\$ 12.72

市值 (港元, 十億) HK\$ 5.4

| 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  | 1.2% | -11.2% | -22.8% | -39.5% |
| 相對恒指 | 0.1% | -29.4% | -26.2% | -76.6% |



## 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 | 662.8          | 6.3        | -            | 0.9        | 2.1        | 322.3           | 50.5       | 14.9         |
| 00483.HK | 包浩斯國際 | 63.6           | -          | -            | 0.4        | 0.3        | 193.0           | 74.2       | (2.9)        |
| 00592.HK | 堡獅龍   | 2,375.8        | 11.0       | 10.5         | 1.2        | 0.6        | 3,919.0         | 57.0       | 10.3         |
| 00709.HK | 佐丹奴   | 208.2          | -          | -            | 0.4        | 0.6        | 440.2           | 62.5       | (8.0)        |
| 00738.HK | 萊爾斯丹  | 4,526.5        | 9.2        | -            | 1.1        | 1.2        | 3,955.8         | 47.7       | 11.5         |
| 01234.HK | 中國利郎  | 148.1          | 4.2        | -            | 0.5        | 0.1        | 1,091.0         | 37.7       | 12.5         |
| 01749.HK | 杉杉品牌  | 902.6          | 30.7       | -            | 0.6        | 0.8        | 1,121.7         | 44.7       | 2.1          |
| 02030.HK | 卡賓    | 7,687.9        | 8.1        | -            | 3.0        | 1.3        | 5,670.0         | 66.3       | 37.4         |
| 03306.HK | 江南布衣  | 47,345.0       | 12.7       | -            | 3.2        | 1.7        | 25,340.7        | 59.6       | 25.9         |
| 03998.HK | 波司登   | 662.8          | 6.3        | -            | 0.9        | 2.1        | 322.3           | 50.5       | 14.9         |
|          | 平均值   | 7,102.3        | 11.7       | 10.5         | 1.2        | 1.0        | 4,672.6         | 55.6       | 11.5         |
| 03709.HK | 贏家時尚  | 5,364.9        | 10.4       | 7.3          | 1.1        | 0.7        | 7,140.5         | 76.4       | 10.3         |

資料來源: 彭博、西牛證券

## 風險因素

- 去庫存擠壓利潤空間
- 淨店舖數量增加拉動資本開支上升
- 廣告投放力度進取以鞏固品牌
- 中國市場維持疲弱

## 財務報表

| 損益表       |           |           |           |           | 資產負債表     |          |          |          |          |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|
| (人民幣, 百萬) | 2024 (A)  | 2025 (E)  | 2026 (E)  | 2027 (E)  | (人民幣, 百萬) | 2024 (A) | 2025 (E) | 2026 (E) | 2027 (E) |
| 總收入       | 6,588.5   | 7,052.7   | 7,319.8   | 7,555.9   | 固定資產      | 576.1    | 619.2    | 622.6    | 621.5    |
| 按年增長      | -4.7%     | 7.0%      | 3.8%      | 3.2%      | 其他非流動資產   | 2,911.5  | 2,857.3  | 2,869.6  | 2,876.9  |
| 直接成本      | (1,553.0) | (1,707.8) | (1,768.7) | (1,821.8) | 非流動資產     | 3,487.6  | 3,476.5  | 3,492.2  | 3,498.4  |
| 毛利        | 5,035.6   | 5,344.9   | 5,551.1   | 5,734.0   |           |          |          |          |          |
| 其他收入      | 163.0     | 104.8     | 117.1     | 125.1     | 庫存        | 1,572.3  | 1,272.0  | 1,372.9  | 1,577.2  |
| 經營開支      | (4,580.5) | (4,774.3) | (4,909.4) | (5,021.6) | 應收款項      | 715.2    | 821.4    | 876.7    | 1,028.2  |
| 經營溢利      | 618.0     | 675.4     | 758.8     | 837.6     | 現金及現金等物   | 363.9    | 333.7    | 315.0    | 178.8    |
| 淨財務成本     | (55.5)    | (64.0)    | (61.5)    | (60.5)    | 其他流動資產    | 720.3    | 1,244.7  | 1,498.7  | 1,752.5  |
| 聯營及合營公司   | -         | -         | -         | -         | 流動資產      | 3,371.7  | 3,671.9  | 4,063.3  | 4,536.6  |
| 稅前利潤      | 562.5     | 611.4     | 697.3     | 777.1     |           |          |          |          |          |
| 稅項        | (88.4)    | (91.7)    | (132.5)   | (147.7)   | 總資產       | 6,859.3  | 7,148.3  | 7,555.5  | 8,035.0  |
| 淨利潤       | 474.1     | 519.7     | 564.8     | 629.5     |           |          |          |          |          |
| 按年增長      | -43.1%    | 9.6%      | 8.7%      | 11.5%     | 長期借貸      | -        | -        | -        | -        |
|           |           |           |           |           | 其他非流動負債   | 586.4    | 638.4    | 655.2    | 665.0    |
|           |           |           |           |           | 非流動負債     | 586.4    | 638.4    | 655.2    | 665.0    |
|           |           |           |           |           |           |          |          |          |          |
|           |           |           |           |           | 應付款項      | 306.4    | 244.5    | 295.8    | 327.8    |
|           |           |           |           |           | 短期借貸      | 524.1    | 402.6    | 342.2    | 291.5    |
|           |           |           |           |           | 其他流動負債    | 943.4    | 1,011.3  | 1,002.9  | 1,037.5  |
|           |           |           |           |           | 流動負債      | 1,773.9  | 1,658.3  | 1,640.9  | 1,656.7  |
|           |           |           |           |           |           |          |          |          |          |
|           |           |           |           |           | 總負債       | 2,360.2  | 2,296.7  | 2,296.1  | 2,321.7  |
|           |           |           |           |           |           |          |          |          |          |
|           |           |           |           |           | 非控股股東權益   | (9.9)    | (0.2)    | 10.8     | 22.8     |
|           |           |           |           |           | 控股股東權益    | 4,509.0  | 4,851.8  | 5,248.7  | 5,690.5  |
|           |           |           |           |           | 總權益       | 4,499.1  | 4,851.6  | 5,259.4  | 5,713.3  |

## 現金流量表

| (人民幣, 百萬) | 2024 (A)  | 2025 (E)  | 2026 (E)  | 2027 (E)  | 財務比率          | 2024 (A) | 2025 (E) | 2026 (E) | 2027 (E) |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 稅前溢利      | 562.5     | 611.4     | 697.3     | 777.1     | 毛利率           | 76.4%    | 75.8%    | 75.8%    | 75.9%    |
| 財務成本      | 55.5      | 64.0      | 61.5      | 60.5      | 經營溢利率         | 9.4%     | 9.6%     | 10.4%    | 11.1%    |
| 財務收入      | (4.2)     | (3.5)     | (3.2)     | (3.0)     | 淨利潤率          | 7.2%     | 7.4%     | 7.7%     | 8.3%     |
| 折舊及攤銷     | 161.4     | 178.4     | 188.1     | 193.6     | 核心 EBITDA 利潤率 | 10.5%    | 11.3%    | 12.0%    | 12.6%    |
| 其他        | 364.8     | 1,255.2   | 827.9     | 719.5     | 股本回報比率        | 10.5%    | 11.1%    | 11.2%    | 11.5%    |
| 營運資金變動    | (143.8)   | (210.0)   | (43.7)    | (109.8)   | 資產回報比率        | 6.8%     | 7.4%     | 7.7%     | 8.1%     |
| 經營現金流     | 996.2     | 1,895.6   | 1,727.9   | 1,637.9   | 流動比率          | 190.1%   | 221.4%   | 247.6%   | 273.8%   |
|           |           |           |           |           | 速動比率          | 90.6%    | 124.5%   | 143.3%   | 157.9%   |
| 淨資本開支     | (181.1)   | (197.7)   | (191.5)   | (192.4)   | 現金比率          | 20.5%    | 20.1%    | 19.2%    | 10.8%    |
| 其他        | 579.3     | (363.4)   | (220.2)   | (212.0)   | 債務權益比率        | 11.6%    | 8.3%     | 6.5%     | 5.1%     |
| 投資現金流     | 398.2     | (561.1)   | (411.7)   | (404.4)   | 淨債務權益比率       | 3.6%     | 1.4%     | 0.5%     | 2.0%     |
|           |           |           |           |           | 庫存周轉天數        | 320.2    | 304.0    | 272.9    | 295.5    |
| 股份發行      | -         | -         | -         | -         | 應收賬款周轉天數      | 39.7     | 39.8     | 42.3     | 46.0     |
| 淨借貸       | 10.3      | (121.5)   | (60.4)    | (50.7)    | 應付賬款周轉天數      | 84.4     | 58.9     | 55.7     | 62.5     |
| 利息支出      | (17.7)    | (18.3)    | (13.9)    | (11.6)    |               |          |          |          |          |
| 股息支出      | (448.2)   | (267.5)   | (261.7)   | (284.3)   |               |          |          |          |          |
| 其他        | (978.6)   | (957.4)   | (998.8)   | (1,023.1) |               |          |          |          |          |
| 融資現金流     | (1,434.3) | (1,364.7) | (1,334.8) | (1,369.8) |               |          |          |          |          |
| 股本自由現金流   | 802.7     | 1,553.1   | 1,457.0   | 1,378.1   |               |          |          |          |          |
| 公司自由現金流   | 807.3     | 1,690.2   | 1,528.7   | 1,438.3   |               |          |          |          |          |

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：Bloomberg、factset.com、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。