

信义山证 汇通天下

证券研究报告

纺织服饰

赢家时尚 (03709.HK)

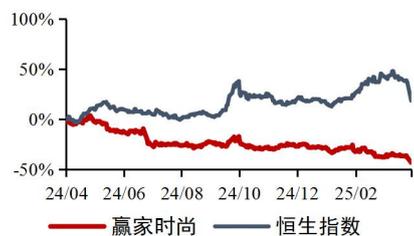
买入-B(维持)

2024 年盈利能力稳中有升，线上渠道快速增长

2025 年 4 月 8 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻，山西证券研究所

市场数据：2025 年 4 月 7 日

收盘价 (港元):	6.800
年内最高/最低 (港元):	13.420/6.560
流通股/总股本 (亿股):	7.04/7.04
流通市值 (亿港元):	47.88
总市值 (亿港元):	47.88

资料来源：最闻，山西证券研究所

分析师:

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码: S0760523050001

邮箱: sunmeng@sxzq.com

事件描述

➤ 3月25日，公司发布2024年度业绩。2024年，公司实现营收65.89亿元，同比下降4.68%；实现归母净利润4.69亿元，同比下降44.10%。

事件点评

➤ 2024年公司营收小幅下降，负经营杠杆致使业绩表现弱于营收。营收端，2024年，公司实现营收65.89亿元，同比下降4.68%。分渠道角度看，营收增长主要由电商渠道增长带动，线下直营及经销渠道收入同比下滑。业绩端，2024年，公司实现归母净利润4.69亿元，同比下降44.10%。2024年，公司业绩降幅高于营收降幅，主因销售费用率及管理费用率提升、其它收入及收益下降，部分被销售毛利率同比改善所抵消。

➤ 高端品牌 La Koradior 营收增长超过 10%，线上渠道表现靓丽。分品牌看，2024 年，Koradior 实现营收 21.56 亿元/-9.68%，占集团收入比重 32.7%；NAERSI 实现营收 14.37 亿元/-1.87%，占集团收入比重 21.81%；NEXY.CO 实现营收 10.12 亿元/+0.79%，占集团收入比重 15.36%；ELSEWHERE、NAERSILING、La Koradior、CADIDL、FUUNNY FEELN 分别实现营收 4.78、4.33、5.09、3.98、1.66 亿元，同比增长-10.08%、-12.95%、10.23%、-7.60%、22.23%，占集团收入比重 7.25%、6.58%、7.72%、6.03%、2.52%。分渠道看，1) 线下渠道方面，截至 2024 年末，公司共拥有直营门店 1444 家、经销门店 395 家，较期初净减少 81、44 家。2024 年，直营、经销渠道分别实现营收 51.72、2.87 亿元，同比下降 6.97%、25.17%，占集团收入比重 78.5%、4.4%。直营、经销门店毛利率同比提升 1.38pct、0.32pct 至 80.23%、71.09%。2) 线上渠道方面，2024 年，实现营收 11.29 亿元，同比增长 16.57%，占公司收入比重 17.14%，线上渠道毛利率同比提升 3.68pct 至 60.39%。公司线上渠道快速增长，主要受益于唯品会平台、EEKA 时尚商城、抖音平台增速较快。

➤ 盈利能力稳中有升，存货余额有所增加。盈利能力方面，2024 年，公司毛利率 75.4%，同比提升 1.1pct。费用率方面，2024 年，公司销售费用率、管理费用率同比提升 4.3、1.5pct 至 59.0%、10.3%。叠加投资公允价值收益及汇兑收益下降，综合影响下，2024 年，公司归母净利润率为 7.1%，同比下滑 5.0pct。存货方面，截至 2024 年末，公司存货 15.72 亿元，同比增长 36.4%。经营活动现金流方面，2024 年，公司经营活动现金流净额为 9.96 亿元，同比下降 36.51%。

投资建议

2024 年，面临国内较为疲弱的消费环境，公司直营及经销渠道出现净关店，且同店销售有所承压，致使公司整体营收规模小幅下降，但线上渠道渗透

请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



率继续提升。盈利能力方面，公司销售毛利率稳中有升，但负向经营杠杆拖累公司业绩大幅下滑。2025年，公司将持续强化品牌建设，夯实品牌价值体系，线下渠道将启动全国旗舰店矩阵强化计划，提升单店运营效率，线上渠道将重点强化小红书平台运营，保持线上竞争优势。伴随国内消费环境弱势复苏，公司有望展现业绩弹性。我们预计公司2025-2027年EPS分别为0.89\1.00\1.09元，4月2日收盘价对应2025-2027年PE分别为7.9\7.0\6.4倍，维持“买入-B”评级。

风险提示

➤ 线下门店销售恢复不及预期；电商渠道增速放缓；国内消费者信心恢复不及预期。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,912	6,589	6,962	7,353	7,767
YoY(%)	22.1	-4.7	5.7	5.6	5.6
净利润(百万元)	838	469	625	704	769
YoY(%)	119.2	-44.1	33.5	12.5	9.3
毛利率(%)	75.3	76.4	76.4	76.4	76.4
EPS(摊薄/元)	1.19	0.67	0.89	1.00	1.09
ROE(%)	18.3	10.5	13.3	13.7	13.6
P/E(倍)	5.9	10.6	7.9	7.0	6.4
P/B(倍)	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9
净利率(%)	12.1	7.1	9.0	9.6	9.9

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3550	3372	4381	5232	5173
现金	561	373	1610	1821	2068
应收票据及应收账款	717	715	616	795	754
预付账款	209	192	230	200	265
存货	1153	1572	1307	1734	1478
其他流动资产	910	519	619	683	607
非流动资产	3480	3488	3169	3149	3165
长期投资	2	2	2	2	2
固定资产	661	576	294	300	309
无形资产	616	611	601	590	578
其他非流动资产	2201	2299	2273	2257	2276
资产总计	7030	6859	7550	8381	8338
流动负债	1989	1774	2323	2711	2125
短期借款	514	524	825	1381	502
应付票据及应付账款	412	306	485	355	517
其他流动负债	1064	943	1013	975	1107
非流动负债	479	586	549	538	558
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	479	586	549	538	558
负债合计	2468	2360	2872	3249	2683
少数股东权益	-15	-10	-13	-13	-11
股本	6	6	6	6	6
资本公积	4571	4739	4739	4739	4739
留存收益	0	0	365	738	1168
归属母公司股东权益	4577	4509	4691	5145	5665
负债和股东权益	7030	6859	7550	8381	8338

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1569	996	1535	58	1385
净利润	833	474	623	704	771
折旧摊销	845	845	328	39	39
财务费用	49	56	48	54	40
投资损失	0	0	1	0	0
营运资金变动	-404	211	576	-745	524
其他经营现金流	247	-589	-41	5	10
投资活动现金流	-446	-446	-104	-83	19
筹资活动现金流	-1006	-1006	-543	-291	-280
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.19	0.67	0.89	1.00	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	2.23	1.41	2.18	0.08	1.97
每股净资产(最新摊薄)	6.50	6.40	6.66	7.31	8.05

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6912	6589	6962	7353	7767
营业成本	1707	1553	1641	1733	1831
营业费用	3778	3884	3982	4176	4389
管理费用	609	678	696	699	738
财务费用	49	56	48	54	40
资产减值损失	5	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	-1	-0	-0
营业利润	1043	618	739	835	915
利润总额	995	563	739	835	915
所得税	162	88	116	131	144
税后利润	833	474	623	704	771
少数股东损益	-6	6	-3	0	2
归属母公司净利润	838	469	625	704	769
EBITDA	1854	1428	1078	889	952

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	22.1	-4.7	5.7	5.6	5.6
营业利润(%)	100.4	-40.8	19.5	13.1	9.5
归属于母公司净利润(%)	119.2	-44.1	33.5	12.5	9.3
获利能力					
毛利率(%)	75.3	76.4	76.4	76.4	76.4
净利率(%)	12.1	7.1	9.0	9.6	9.9
ROE(%)	18.3	10.5	13.3	13.7	13.6
ROIC(%)	16.6	9.8	11.5	11.0	12.5
偿债能力					
资产负债率(%)	35.1	34.4	38.0	38.8	32.2
流动比率	1.8	1.9	1.9	1.9	2.4
速动比率	1.1	0.9	1.2	1.2	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	0.9	0.9
应收账款周转率	11.6	9.2	10.5	10.4	10.0
应付账款周转率	3.9	4.3	4.1	4.1	4.2
估值比率					
P/E	5.9	10.6	7.9	7.0	6.4
P/B	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	2.1	3.2	3.3	4.3	2.9

资料来源：最闻，山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

