

2025年5月8日

## 波动环境下维持稳定，控费和利润提质为先

民银国际研究团队

分析师：何丽敏

电话：37288036

Email：liminhe@cmbcint.com

### 赢家时尚 (3709.HK)

目前股价 (港元) 7.67  
 52 周内股价区间 (港元) 13.34/6.56  
 总市值 (十亿港元) 54.0  
 近 3 月日均成交额 (百万港元) 8.68

注：截至 2024 年 5 月 8 日收盘价

#### 股价表现



资料来源：iFind

**外部环境及负向经营杠杆导致 24 年业绩承压:**2024 年公司收入 65.89 亿元，同比-4.7%；归母净利润 4.69 亿元，同比-44.1%；期内公司经营现金流净额为 9.96 亿元，同比-36.5%。公司派发末期股息每股 0.38 港元，派息率为 52%。

**因 24 年备货和品牌费用投放预算计划偏高，期末存货额增加，部分股权激励和品牌费用的一次性增加，造成盈利能力承压:**2024 期末公司存货 15.72 亿元，同比+36%；期内毛利率同比+1.1p 至 76.4%，归母净利率同比-5pp 至 7.1%。期内销售费用率同比+4.3pp 至 58.9%，主因直营占比高，造成负向经营杠杆，以及 24 年初预算目标较高造成的品牌费用投放偏高。2024 年市场营销及推广费用率同比+1.1pp 达 4.0%，同比增加约 6400 万。2024 年股份奖励费用同比增加约 6000 万，导致管理费用同比+1.5pp 至 10.3%。

**分品牌，定位高端的 LaKoradior 表现较好，NEXY.CO 保持正增:**2024 年 Koradior 营收同比-9.7%至 21.56 亿元，占集团收入 33%；NAERSI 营收同比-1.87%至 14.37 亿元，占集团收入 22%；NEXY.CO 营收同比+0.79%至 10.12 亿元，占集团收入 15.4%；ELSEWHERE、NAERSILING、LaKoradior、CADIDL、FUUNNYFEELLN 营收分别 4.8/ 4.3/ 5.1/ 4.0/ 1.7 亿元，同比-10%/ -13%/ +10%/ -8%/ +22%。

**经销渠道下滑幅度高于直营，因渠道调整而门店数有所减少，开大店关小店策略:**2024 年直营收入同比-7%至 51.7 亿元，收入占 79%；经销收入同比-25%至 2.9 亿元，占比 4%。2024 年门店总数量为 1839 家，同比净减 125 家。其中，直营店 1444 家，同比净减 81 家；加盟店 395 家，同比净减 44 家。电商渠道同比增 17%至 11.3 亿元。

**展望全年，外部环境仍存在不确定性，预计今年费用有望有效控制，若外部环境改善，盈利能力存在弹性:**经营近况方面，据公司调研，25Q1 单位数下滑，其中 3 月恢复增长，环比趋势好于 1-2 月。4 月以来延续一季度趋势，五一期间销售态势良好。经营策略上，公司持续通过代言人和大型活动提升品牌力，拓宽价格带，供应链改革和产品优化持续释放效能，在波动环境下保持产品竞争力，以带动终端零售。

**表 1：主要财务指标**

百万元人民币	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
营业收入	5,325.1	6,354.9	5,663.4	6,912.3	6,588.5
收入同比增速 (%)	28%	19%	-11%	22%	-5%
归母净利润	452.8	564.0	382.4	838.2	468.5
净利润同比增速 (%)	12%	25%	-32%	119%	-44%
EPS (人民币元)	0.67	0.84	0.57	1.24	0.68
PE (倍)	11.2	9.0	13.3	6.1	10.8

资料来源：公司公告、Wind

## 风险提示:

终端消费环境波动，终端销售不及预期；

线下客流承压；

行业竞争加剧；

库存风险等。

**行业评级体系（基准为 MSCI 中国指数）**

增持：未来 12 个月行业股票指数强于基准

中性：未来 12 个月行业股票指数基本与基准持平

减持：未来 12 个月行业股票指数弱于基准

**公司评级体系（基准为公司所在行业的 MSCI 中国行业指数）**

买入：未来 12 个月个股股价表现强于基准

持有：未来 12 个月个股股价表现基本与基准持平

卖出：未来 12 个月个股股价表现弱于基准

**分析师声明**

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的有联系者（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的有联系者并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的有联系者没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

**民银证券有限公司**

CMBC Securities Company Limited

网站：<https://www.cmbccap.com/>

地址：香港中环交易广场 1 期 45 楼

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1, 4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。(5)民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。(6)此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。

### 规范性披露

民银集团拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1% 或完全不拥有该上市公司的财务权益。

民银集团的雇员包括分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。

民银集团在过去 12 个月未与此报告提到的上市公司有任何投资银行或庄家活动相关的业务关系。