

2025 年 09 月 03 日

贏家時尚 | 03709.HK

更新報告

營運效率改善，惟投資者可能更期待銷售反彈

評級

目標價

買入

HK\$ 11.00

贏家時尚(03709.HK)於 2025 年上半年業績喜憂參半，營收同比下滑 6.1%至 31.0 億元人民幣，惟淨利潤增長 2.2%至 2.9 億元人民幣。毛利率保持韌性，維持於 76.4%，較 2024 年上半年的 76.3%略有改善。淨利率由 8.6%擴張至 9.3%，反映集團審慎的費用管理及營運效率提升。總門店數量減至 1,765 間，其中自營店舖為 1,388 間。

購物中心表現穩健，百貨公司銷售拖累整體業績：集團向購物中心渠道轉移的戰略展現令人鼓舞的進展。儘管購物中心店舖數量淨減少，購物中心單店平均銷售額提升約 12.5%。值得注意的是，集團於優質商業地點的業務版圖擴大，位於萬象城的店舖數量增加 11 間至 61 間。2025 年上半年，集團平均店舖面積擴大 8%至 182 平方米。然而，百貨公司渠道表現持續疲弱，拖累整體零售表現，反映中國消費者購物模式的結構性轉變，以及傳統零售業態客流量持續減少的影響。

電商業務表現卓越：集團電商收入實現強勁的 8.9%同比增長至 5.9 億元人民幣，佔總收入 19.2%。抖音及微信視頻號錄得亮麗的增長，抵銷 EEKA 時尚商城電子商貿平台產的下滑。電商渠道毛利率的提升同樣令人意外，反映電商業務策略的轉變。集團同時擴張電商團隊，並將參與本年度的天貓超級品牌日活動。

庫存水平仍為首要關注：集團的庫存水平仍為關鍵憂慮，截至 6 月底集團總庫存約為 14.9 億元人民幣，其中約 89%為製成品。集團於 2025 年上半年亦錄得 2.95 萬元人民幣的庫存減值，為拖累利潤率的主要原因之一。管理層強調改善售罄率為戰略重點，估計每提升 1%的售罄率可為集團帶來額外 3,000 萬元人民幣淨利潤。

營運效率改善，惟投資者可能更期待銷售反彈：儘管銷售增長仍然疲弱，集團展現改善營運效率及成本管理的能力。然而，我們仍預期傳統零售渠道將持續承壓，並預計 2025 財年收入及淨利潤(經折舊會計調整前)均出現單位數下滑。因此，我們將目標價下調至每股 11.00 港元，並相信銷售反彈將成為重估的催化劑，惟目前銷售的能見度仍然有限。

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\$ 11.00 (HK\$ 11.46)

現價 HK\$ 7.44

52-周波幅 HK\$ 6.18 – HK\$ 9.68

市值 (港元, 十億) HK\$ 5.2

令吉, 百萬 24(A) 25(E) 26(E) 27(E)

收入 6,588.5 6,338.9 6,491.9 6,634.9

毛利 5,035.6 4,822.5 4,927.1 5,024.4

毛利率 76.4% 76.1% 75.9% 75.7%

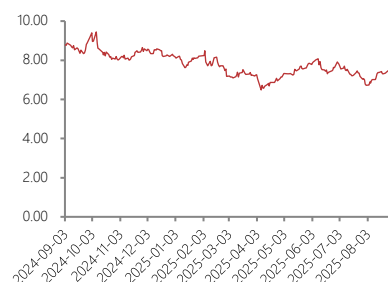
淨利潤 474.1 511.4 523.6 559.1

每股盈利 0.683 0.734 0.752 0.803

股價表現 1 個月 3 個月 半年 一年

絕對值 10.7% -4.4% 3.6% -13.8%

相對恒指 6.7% -14.5% -7.5% -57.9%



同業比較

		市值 (港元, 百萬)	市盈率 (x)	預測市盈率 (x)	市賬率 (x)	市銷率 (x)	總收入 (港元, 百萬)	毛利率 (%)	股本回報率 (%)
00210.HK	達芙妮國際	969.5	8.4	-	1.2	2.8	322.3	50.5	15.5
00483.HK	包浩斯國際	101.0	8.7	-	0.6	0.5	194.5	71.5	6.9
00709.HK	佐丹奴	2,569.9	11.8	-	1.2	0.7	3,919.0	57.0	10.5
00738.HK	萊爾斯丹	172.2	-	-	0.3	0.5	317.8	48.7	(18.4)
01234.HK	中國利郎	4,562.4	9.9	-	1.0	1.1	3,955.8	47.7	10.4
01749.HK	杉杉品牌	114.7	3.3	-	0.4	0.1	1,090.9	37.7	12.0
02030.HK	卡賓	1,016.3	31.3	-	0.7	1.0	1,121.7	44.7	2.2
03306.HK	江南布衣	10,945.6	11.3	-	4.2	1.8	5,670.0	66.3	37.4
03998.HK	波司登	50,535.5	12.8	11.4	2.6	1.7	27,956.4	57.3	22.9
	平均值	7,887.5	12.2	11.4	1.4	1.1	4,949.8	53.5	11.0
03709.HK	贏家時尚	5,238.1	9.7	8.5	1.1	0.7	7,140.5	76.4	10.7

資料來源: 彭博、西牛證券

風險因素

- 傳統零售渠道持續疲弱
- 庫存管理仍充滿挑戰
- 電商渠道競爭激烈
- 中國宏觀環境疲弱導致消費減少
- 營運效率進一步提升的空間有限
- 未能維持派息比率

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	6,338.9	6,491.9	6,634.9	固定資產	576.1	635.0	668.9	689.6
按年增長	-4.7%	-3.8%	2.4%	2.2%	其他非流動資產	2,911.5	2,899.1	2,886.5	2,883.2
直接成本	(1,553.0)	(1,516.4)	(1,564.7)	(1,610.5)	非流動資產	3,487.6	3,534.1	3,555.4	3,572.9
毛利	5,035.6	4,822.5	4,927.1	5,024.4					
其他收入	163.0	99.8	107.1	115.2	庫存	1,572.3	1,473.6	1,466.2	1,502.2
經營開支	(4,580.5)	(4,261.1)	(4,332.3)	(4,395.8)	應收款項	715.2	707.2	738.2	867.4
經營溢利	618.0	661.1	702.0	743.9	現金及現金等物	363.9	488.4	477.0	468.0
淨財務成本	(55.5)	(59.5)	(55.5)	(53.6)	其他流動資產	720.3	902.1	1,171.1	1,372.3
聯營及合營公司	-	-	-	-	流動資產	3,371.7	3,571.3	3,852.5	4,209.8
稅前利潤	562.5	601.6	646.5	690.3					
稅項	(88.4)	(90.2)	(122.8)	(131.2)	總資產	6,859.3	7,105.4	7,407.9	7,782.7
淨利潤	474.1	511.4	523.6	559.1					
按年增長	-43.1%	7.9%	2.4%	6.8%	長期借貸	-	-	-	-
					其他非流動負債	586.4	600.2	604.3	607.6
					非流動負債	586.4	600.2	604.3	607.6
					應付款項	306.4	308.7	314.3	324.0
					短期借貸	524.1	401.4	338.2	285.2
					其他流動負債	943.4	958.2	953.3	975.0
					流動負債	1,773.9	1,668.3	1,605.8	1,584.2
					總負債	2,360.2	2,268.5	2,210.1	2,191.9
					非控股股東權益	(9.9)	(2.3)	5.5	13.7
					控股股東權益	4,509.0	4,839.2	5,192.3	5,577.2
					總權益	4,499.1	4,836.9	5,197.8	5,590.9

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	601.6	646.5	690.3	毛利率	76.4%	76.1%	75.9%	75.7%
財務成本	55.5	59.5	55.5	53.6	經營溢利率	9.4%	10.4%	10.8%	11.2%
財務收入	(4.2)	(3.5)	(4.7)	(4.5)	淨利潤率	7.2%	8.1%	8.1%	8.4%
折舊及攤銷	161.4	121.4	142.3	156.5	核心 EBITDA 利潤率	10.5%	11.5%	12.0%	12.5%
其他	364.8	975.6	824.8	761.0	股本回報比率	10.5%	11.0%	10.4%	10.4%
營運資金變動	(143.8)	(8.0)	(65.8)	(111.1)	資產回報比率	6.8%	7.3%	7.2%	7.4%
經營現金流	996.2	1,746.6	1,598.6	1,545.7	流動比率	190.1%	214.1%	239.9%	265.7%
					速動比率	90.6%	114.2%	135.4%	157.5%
淨資本開支	(181.1)	(180.3)	(176.2)	(177.2)	現金比率	20.5%	29.3%	29.7%	29.5%
其他	579.3	(170.1)	(225.2)	(166.9)	債務權益比率	11.6%	8.3%	6.5%	5.1%
投資現金流	398.2	(350.4)	(401.4)	(344.1)	淨債務權益比率	3.6%	-1.8%	-2.7%	-3.3%
					庫存周轉天數	320.2	366.6	342.9	336.4
股份發行	-	-	-	-	應收賬款周轉天數	39.7	41.0	40.6	44.2
淨借貸	10.3	(122.7)	(63.2)	(53.0)	應付賬款周轉天數	84.4	74.0	72.7	72.3
利息支出	(17.7)	(18.3)	(13.8)	(11.5)					
股息支出	(448.2)	(267.5)	(258.5)	(264.8)					
其他	(978.6)	(863.1)	(873.1)	(881.3)					
融資現金流	(1,434.3)	(1,271.7)	(1,208.7)	(1,210.6)					
股本自由現金流	802.7	1,420.2	1,340.4	1,299.1					
公司自由現金流	807.3	1,558.5	1,414.8	1,361.3					

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、同花順及發現報告。

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。