

信义山证 汇通天下

证券研究报告

纺织服装

赢家时尚 (03709.HK)

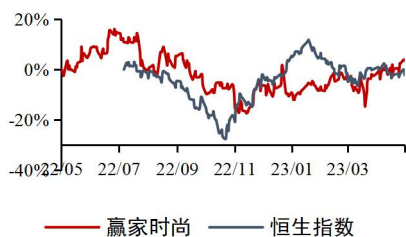
买入-B(首次)

2022 年营收表现稳健，期待卓越商品体系改革成效

2023 年 5 月 10 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻

市场数据：2023 年 5 月 9 日

收盘价 (港元):	11.400
年内最高/最低 (港元):	12.980/8.980
流通 A 股/总股本 (亿):	7.04/7.04
流通 A 股市值 (亿港元):	80.26
总市值 (亿港元):	80.26

资料来源：最闻

分析师:

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

研究助理:

孙萌

邮箱: sunmeng@sxzq.com

事件描述

➤ 公司发布 2022 年年报。2022 年，公司实现营收 56.63 亿元，同比下降 10.88%；实现归母净利润 3.82 亿元，同比下降 32.20%；基本每股收益 0.565 元，同比下降 32.50%。

事件点评

➤ **多品牌女装集团营收表现稳健，业绩降幅高于营收。** 营收端，2022 年，公司实现营收 56.63 亿元，同比下降 10.88%，分半年看，22H1、22H2 营收分别为 28.96、27.67 亿元，同比下降 5.93%、15.54%。受到国内疫情影响，线下消费场景缺失，致使公司营收全年下滑，由于 22Q4 疫情管控措施，下半年营收降幅扩大。净利润端，2022 年，公司实现归母净利润 3.82 亿元，同比下降 32.20%，分半年看，22H1、22H2 归母净利润分别为 2.61、1.22 亿元，同比下降 6.81%、57.15%。公司以直营门店销售为主，营收增长不及预期情况下，刚性成本及费用凸显，净利润降幅大于营收降幅。

➤ **Koradior 品牌迎来 15 周年，中端品牌 FF 营收逆势增长。** 分品牌看，公司为我国中高端女装领先企业，旗下共拥有八个品牌。2022 年，Koradior 实现营收 19.77 亿元/-14.97%，占集团收入比重 34.9%；NAERSI 实现营收 12.37 亿元/-10.45%，占集团收入比重 21.8%，二者均跻身我国行业品牌前十。NEXY.CO 实现营收 7.85 亿元/-9.97%，占集团收入比重 13.9%；ELSEWHERE、NAERSILING、CADIDL、La Koradior、FUUNNY FEELN 分别实现营收 4.42、4.07、3.49、3.46、1.21 亿元，同比增长-12.57%、-11.52%、1.92%、-2.02%、4.31%，占集团收入比重 7.8%、7.2%、6.2%、6.1%、2.1%。2022 年，为 Koradior 品牌十五周年、La Koradior 品牌十周年，虽然外部环境压力较大，但公司持续进行品牌宣传，占领消费者心智，Koradior 大秀曝光量 2.6 亿+，La Koradior 巨献中国国际时装周闭幕秀。

➤ **直营门店表现较为稳固，线上渠道表现优异。** 分渠道看，线下渠道方面，截至 2022 年末，公司共拥有门店 2006 家，较期初净减少 35 家，其中直营门店净减少 3 家至 1555 家，经销门店净减少 32 家至 451 家。2022 年，直营、经销渠道分别实现营收 44.16、3.34 亿元，同比下降 11.51%、40.52%，占集团收入比重 78.0%、5.9%，公司坚持 DTC 战略，直营收入表现稳固。线上渠道方面，2022 年实现营收 8.93 亿元，同比增长 18.04%，占集团收入比重 15.8%，同比提升 3.9pct。其中天猫、唯品会、EEKA 商城、抖音分别实现营收 2.35、3.98、1.21、1.35 亿元，同比增长-3.07%、13.26%、12.27%、159.13%，唯品会目前为公司线上渠道最大收入来源，抖音直播平台实现高速增长。

➤ **销售毛利率稳步提升，存货水平可控。** 盈利能力方面，2022 年，公司毛利率 75.12%，同比提升 0.56pct。近年来，公司毛利率实现持续提升，由 2019 年



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



的 72.59% 提升至 2022 年的 75.12%。费用率方面，2022 年公司销售费用率、管理费用率同比提升 2.42、2.17pct 至 57.12%、10.62%，销售费用率提升主因收入下滑，管理费用率提升主因新办公室租金及装修开支增加、所有品牌研发成本增加、因达成 2021 年的销售目标使得股权激励费用增加。研发费用率为 2.99%，同比提升 0.67pct，2022 年，公司 SKC 数量为 6154 个，同比下降 10.94%，主要得益于公司卓越商品体系改革，减少无效款的开发，投入更多研发资源打造主销款，并加大对主销款的投放规模，公司研发设计团队成员同比增加 13 名至 555 名。综合影响下，公司归母净利润率为 6.63%，同比下滑 2.22pct，剔除 ESOP 费用，公司净利率为 8.28%，同比下滑 1.55pct。存货方面，截至 2022 年末，公司存货 10.24 亿元，同比增长 7.61%，2022 年，公司存货周转天数 256 天，同比增加 72 天。经营现金流方面，2022 年，公司经营活
动现金流净额为 17.02 亿元，同比增长 41.49%。

投资建议

➤ 2022 年，公司作为中高端女装领先企业，营收受疫情影响有所下滑，但整体表现稳健、线上渠道保持增长，盈利能力持续提升。短期看，2023 年以来，伴随疫情因素消退、线下客流恢复，公司零售终端明显修复，直营终端 23Q1 同比增长预计超过双位数、逐月改善，4 月预计实现翻倍增长，公司规划 2023 年零售额实现 100 亿元。中产期看，公司坚持践行“多品牌、全渠道、平台化、上下游”发展战略，提出成为“领先的中国轻奢品牌管理集团”全新定位，规划 2025 年零售额实现 150 亿元，我们期待公司卓越商品体系改革今年落地后逐渐展现成效，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.00\1.23\1.46，2023-2025 年 PE 分别为 10.1\8.2\6.9，首次覆盖，给予“买入-B”评级。

风险提示

➤ 国内消费市场复苏不及预期；原材料价格大幅上涨；电商渠道增速放缓。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,355	5,663	7,422	8,890	10,235
YoY(%)	19.3	-10.9	31.0	19.8	15.1
净利润(百万元)	564	382	703	864	1,031
YoY(%)	24.6	-32.2	83.7	23.0	19.3
毛利率(%)	74.6	75.1	75.3	75.5	75.6
EPS(摊薄/元)	0.80	0.54	1.00	1.23	1.46
ROE(%)	14.3	9.4	15.7	17.1	17.7
P/E(倍)	12.6	18.5	10.1	8.2	6.9
P/B(倍)	1.8	1.8	1.6	1.4	1.2
净利率(%)	8.9	6.8	9.5	9.7	10.1

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2616	2635	4187	4608	5576
现金	509	544	1473	1756	1973
应收票据及应收账款	599	472	1075	694	1339
预付账款	217	167	327	263	422
存货	952	1024	963	1524	1459
其他流动资产	339	427	349	372	383
非流动资产	3616	3623	3617	3675	3629
长期投资	4	1	2	2	2
固定资产	669	684	755	758	722
无形资产	615	619	619	618	618
其他非流动资产	2329	2319	2242	2298	2287
资产总计	6232	6258	7805	8283	9204
流动负债	1634	1649	2837	2698	2891
短期借款	418	390	1096	1168	785
应付票据及应付账款	204	464	191	602	377
其他流动负债	1012	794	1550	928	1729
非流动负债	664	621	578	597	582
长期借款	74	40	32	25	16
其他非流动负债	591	581	546	573	567
负债合计	2299	2270	3415	3295	3474
少数股东权益	-6	-10	-22	-33	-50
股本	6	6	6	6	6
资本公积	3934	3992	3992	3992	3992
留存收益	0	0	295	582	970
归属母公司股东权益	3939	3997	4412	5021	5781
负债和股东权益	6232	6258	7805	8283	9204

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1203	1702	667	783	1120
净利润	562	375	691	853	1014
折旧摊销	878	948	136	170	197
财务费用	43	56	66	79	77
投资损失	-3	3	1	0	1
营运资金变动	-404	211	-228	-326	-164
其他经营现金流	127	108	0	8	-5
投资活动现金流	-486	-572	-62	-246	-162
筹资活动现金流	-819	-1270	-418	-293	-368
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.80	0.54	1.00	1.23	1.46
每股经营现金流(最新摊薄)	1.71	2.42	0.95	1.11	1.59
每股净资产(最新摊薄)	5.60	5.68	6.27	7.13	8.21

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6355	5663	7422	8890	10235
营业成本	1617	1409	1833	2178	2497
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	3476	3235	4082	4871	5599
管理费用	537	601	668	764	885
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	43	56	66	79	77
资产减值损失	32	1	15	21	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	-3	-1	-0	-1
营业利润	714	464	852	1063	1257
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	714	464	852	1063	1257
所得税	152	89	162	210	242
税后利润	562	375	691	853	1014
少数股东损益	-2	-7	-12	-11	-17
归属母公司净利润	564	382	703	864	1031
EBITDA	1606	1422	1004	1254	1457

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	19.3	-10.9	31.0	19.8	15.1
营业利润(%)	35.7	-34.9	83.5	24.8	18.2
归属于母公司净利润(%)	24.6	-32.2	83.7	23.0	19.3
获利能力					
毛利率(%)	74.6	75.1	75.3	75.5	75.6
净利率(%)	8.9	6.8	9.5	9.7	10.1
ROE(%)	14.3	9.4	15.7	17.1	17.7
ROIC(%)	12.9	8.7	12.6	14.0	15.4
偿债能力					
资产负债率(%)	36.9	36.3	43.8	39.8	37.7
流动比率	1.6	1.6	1.5	1.7	1.9
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.9	1.1	1.1	1.2
应收账款周转率	10.0	10.6	9.6	10.1	10.1
应付账款周转率	6.7	4.2	5.6	5.5	5.1
估值比率					
P/E	12.6	18.5	10.1	8.2	6.9
P/B	1.8	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	4.2	4.6	6.4	4.9	3.8

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 6 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林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

