

2020年04月08日

纺织服装

行业动态分析

赢家时尚 (3709.HK)：全年营收符合预期，并表及双主品牌助力增长

事件

赢家时尚披露全年业绩。2019年实现营业收入41.57亿元/+64.80%，净利润4.06亿元/+48.70%，扣非归母净利3.92元/+56.07%，每股收益0.69元，拟派末期股息每股16港仙。

投资要点

◆ **全年营收符合预期，并表及双主品牌助力增长：** 营收端，全年营收符合预期，19年公司营收大幅增长近65%，一方面源于并表 KEEN REACH 推升规模，另一方面源于原有主品牌系列珂莱蒂尔、拉珂蒂、珂斯实现15%左右的营收增长。净利端，收入规模增长带动公司利润增长，中高端女装主业维持较高毛利率，净利率略有降低一是源于 KEEN REACH 净利率略低于原业务，二是并表及强化研发投入推升管理费用率。

◆ **直营占据较大份额，并表推动各渠道营收增长：** 渠道方面，赢家时尚持续以直营门店经营为主，2019年并表娜尔思等三个品牌之后，公司合计门店达1697家，较上年度增加835家/97%。其中直营门店合计1257家，加盟门店440家。

分渠道看，中高端女装品类需要消费体验，线下一直是品类的主力渠道，2019年赢家时尚线下渠道实现营收约37.48亿元，占比约90%，其中直营渠道占营收约79%、加盟占比约11%。其中电商渠道受益于线上线下融合发展趋势以及公司逐步打通各渠道库存，取得超90%的营收增速，占比提升至2019年的9.7%。

◆ **双主品牌系列发展良好，代理品牌有所调整：** 分品牌看，2019年公司珂莱蒂尔相关系列、娜尔思相关系列和其他小品牌营收分别占比61%、32%、7%。其中珂莱蒂尔、拉珂蒂、珂斯营收分别增长15%、15%、16%，按照上下半年营收45:55估算，娜尔思、恩灵、奈蔻品牌2019年下半年并表营收同比增长约18%，双主品牌系列继续保持15%左右的规模增长。另外在整体消费环境欠佳、行业竞争加剧的背景下，公司旗下部分代理品牌规模有所调整。

◆ **投资建议：**女装占据服装市场半壁江山，中高端女装市场分散，近年来女装市场延续个位数增长。赢家时尚是国内中高端女装市场中具有较强竞争力的公司，双主品牌珂莱蒂尔、娜尔思的销售规模均跻身行业前十。疫情影响下，赢家时尚有望凭借直营模式执行力取得较行业更好的表现，我们预计公司2020年有望在 KEEN REACH 全年并表推动下实现约33%的营收增长，以及约27%的净利润增长。目前公司 PE (2020E) 约为10倍，建议积极关注。

◆ **风险提示：**疫情影响上半年可选消费表现；新品牌推广及渠道扩张或不及预期；行业库存压力较大或影响公司盈利能力。

投资评级

领先大市-A 维持

首选股票

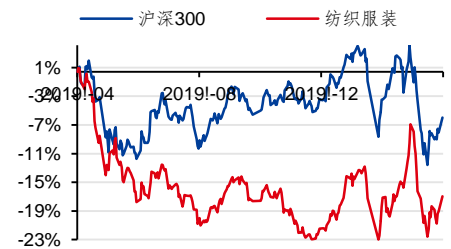
评级

03709

赢家时尚

-

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.65	5.84	-11.02
绝对收益	-10.88	-1.80	-17.40

分析师

王冯

 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@hua.jinsec.cn
 021-20377089

报告联系人

吴雨舟

 wuyuzhou@hua.jinsec.cn
 021-20377061

相关报告

纺织服装：安踏体育 (2020.HK)：安踏稳健，FILA 高增长，19 年业绩延续良好趋势
 2020-03-25

纺织服装：春节黄金周消费氛围偏淡，必选消费预计好于可选消费
 2020-02-03

纺织服装：温暖天气影响冬装消费，12 月纺织服装零售增速放缓
 2020-01-20

纺织服装：中美第一阶段协议签署，改善预期有望促进国内纺织服装出口
 2020-01-16

纺织服装：消费持续分化，优选纺服零售赛道及公司
 2019-12-25

内容目录

一、全年营收符合预期，并表及双主品牌助力增长.....	3
二、并表推动各渠道营收增长，双主品牌系列发展良好.....	3
（一）直营占据较大份额，并表推动各渠道营收增长.....	3
（二）双主品牌系列发展良好，代理品牌有所调整.....	4
三、主业维持原有盈利能力，存货周转持续改善.....	5
（一）中高端女装保持高毛利率，并表及强化研发影响净利率.....	5
（二）存货周转持续改善，经营活动现金流保持增长.....	5
四、盈利预测.....	6
五、投资建议.....	7
六、风险提示.....	7

图表目录

图 1：赢家时尚年度营业收入情况.....	3
图 2：赢家时尚年度净利润情况.....	3
图 3：赢家时尚分渠道店铺数量（家）.....	4
图 4：赢家时尚分渠道营业收入（百万元）.....	4
图 5：赢家时尚分渠道营业收入增长.....	4
图 6：赢家时尚分品牌营业收入（百万元）.....	4
图 7：赢家时尚分品牌营业收入增速.....	4
图 8：赢家时尚利润率情况.....	5
图 9：赢家时尚费用率情况.....	5
图 10：赢家时尚存货周转情况.....	5
图 11：赢家时尚经营活动现金流情况.....	5
表 1：赢家时尚分品牌营业收入及其预测.....	6
表 2：赢家时尚利润表及其预测.....	6

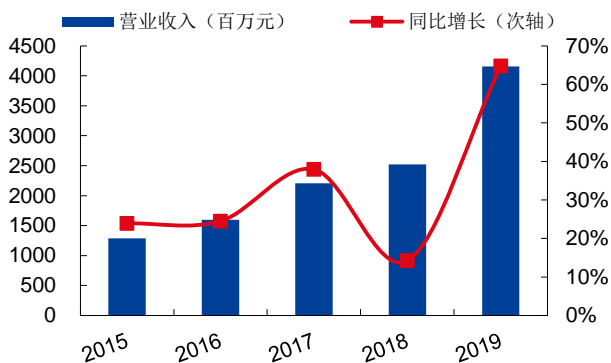
一、全年营收符合预期，并表及双主品牌助力增长

赢家时尚披露全年业绩。2019 年实现营收 41.57 亿元/+64.80%，净利润 4.06 亿元/+48.70%，扣非归母净利 3.92 元/+56.07%，每股收益 0.69 元，拟派末期股息每股 16 港仙。

营收端，全年营收符合预期，19 年公司营收大幅增长近 65%，一方面源于并表 KEEN REACH 推升规模，另一方面源于原有主品牌系列珂莱蒂尔、拉珂蒂、珂斯实现 15%左右的营收增长。

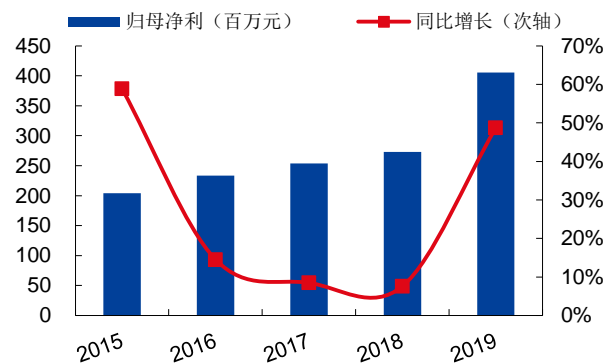
净利端，收入规模增长带动公司利润增长，中高端女装主业维持较高毛利率，净利率略有降低一是源于 KEEN REACH 净利率略低于原业务，二是并表及强化研发投入推升管理费用率。

图 1：赢家时尚年度营业收入情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：赢家时尚年度净利润情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

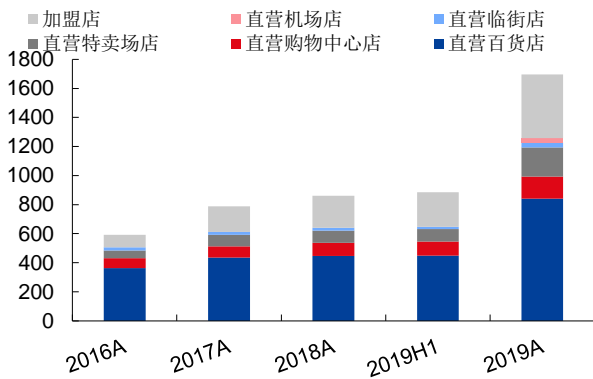
二、并表推动各渠道营收增长，双主品牌系列发展良好

（一）直营占据较大份额，并表推动各渠道营收增长

渠道方面，并表推动数量增长，直营占据较大份额。赢家时尚持续以直营门店经营为主，2019 年并表娜尔思等三个品牌之后，公司合计门店达 1697 家，较上年度增加 835 家/97%。其中直营门店合计 1257 家，加盟门店 440 家，直营门店占据大部分份额。直营门店中，百货渠道、购物中心渠道、特卖场渠道、临街店渠道、机场渠道的占比分别约 67%、18%、8.3%、1.1%、1.0%。

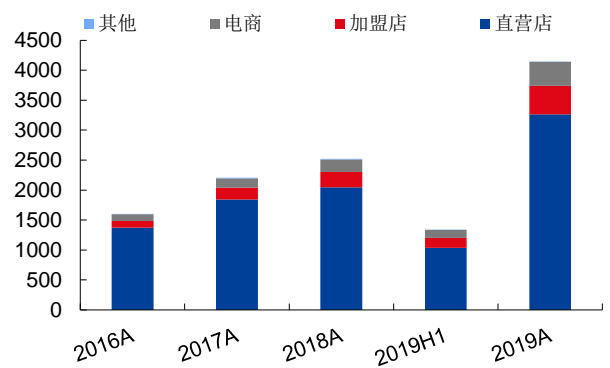
分渠道看，并表推动各渠道营收增长，电商占比有所提升。中高端女装品类需要消费体验，线下一直是品类的主力渠道，2019 年赢家时尚线下渠道实现营收约 37.48 亿元，占比约 90%，其中直营渠道占营收约 79%、加盟占比约 11%。并表推动各渠道实现较快增速，其中电商渠道受益于线上线下融合发展趋势以及公司逐步打通各渠道库存，取得超 90%的营收增速，占比由 2018 年的 8.3%提升至 2019 年的 9.7%。

图 3：赢家时尚分渠道店铺数量（家）



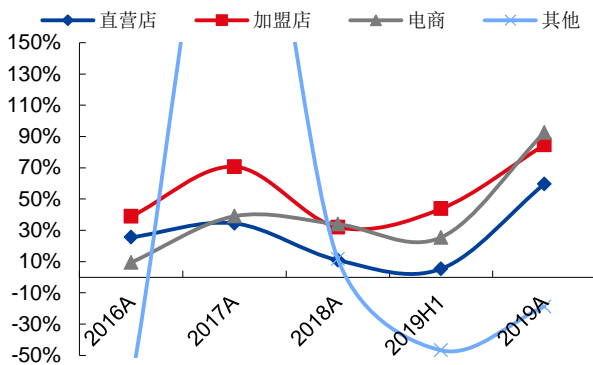
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：赢家时尚分渠道营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 5：赢家时尚分渠道营业收入增长



资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）双主品牌系列发展良好，代理品牌有所调整

分品牌看，2019 年双主品牌系列助力赢家时尚营收增长。下半年 KEEN REACH 并表后，2019 年公司珂莱蒂尔相关系列、娜尔思相关系列和其他小品牌营收分别占比 61%、32%、7%。其中珂莱蒂尔、拉珂蒂、珂斯营收分别增长 15%、15%、16%，按照上下半年营收 45:55 估算，娜尔思、恩灵、奈蔻品牌 2019 年下半年并表营收同比增长约 18%，双主品牌系列继续保持 15%左右的规模增长。另外在整体消费环境欠佳、行业竞争加剧的背景下，公司旗下部分代理品牌规模有所调整。

图 6：赢家时尚分品牌营业收入（百万元）

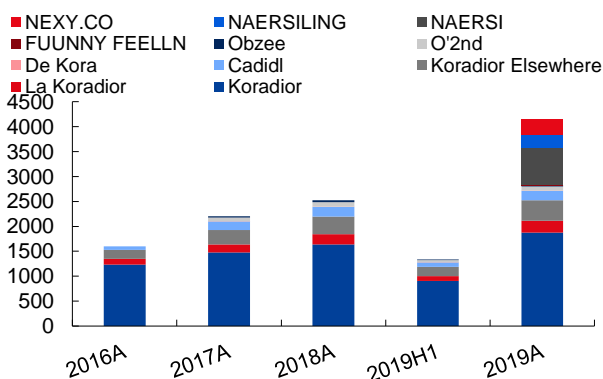
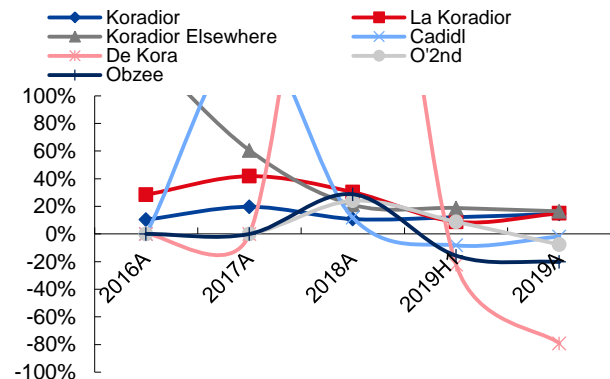


图 7：赢家时尚分品牌营业收入增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

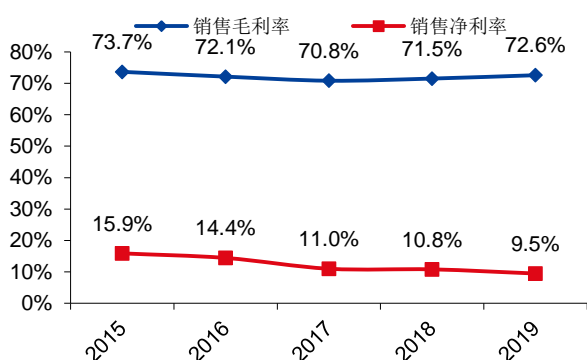
资料来源：公司公告，华金证券研究所

三、主业维持原有盈利能力，存货周转持续改善

（一）中高端女装保持高毛利率，并表及强化研发影响净利率

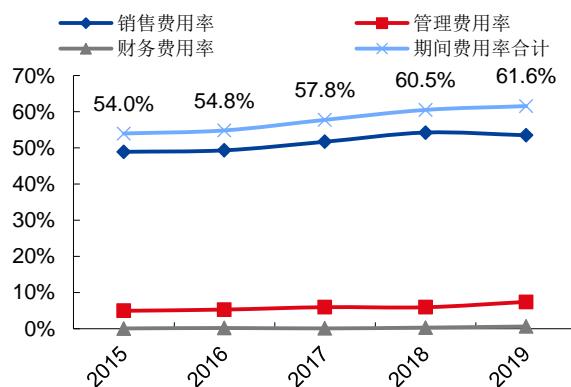
盈利能力方面，赢家时尚中高端女装业务持续保持较高毛利率，2019 年全年毛利率微升 1.1pct 至 72.6%。净利率降低一方面源于并表 KEEN REACH 净利率低于原业务，另一方面源于并表提升管理人数以及加大品牌研发投入推升管理费用率。

图 8：赢家时尚利润率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 9：赢家时尚费用率情况

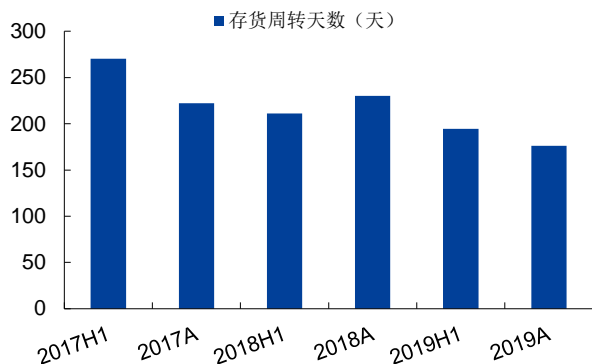


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）存货周转持续改善，经营活动现金流保持增长

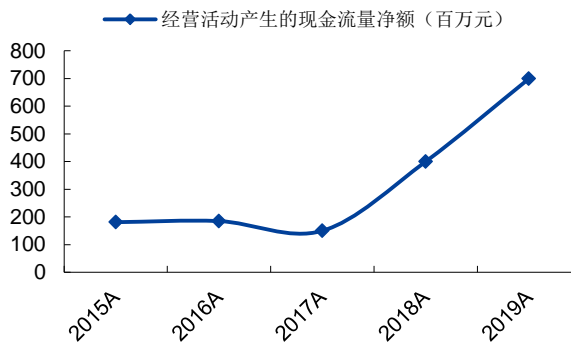
存货方面，2019 年公司中台系统优化，各渠道存货逐步打通，推动公司存货进一步优化，截止 2019 年末，公司存货周转天数降至 176 天，较 2018 年的 230 天明显改善。现金流方面，受益于规模增长以及存货周转改善，2019 年公司经营活动现金流量净额达 6.99 亿元，较上年度大幅增长近 75%。

图 10：赢家时尚存货周转情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 11：赢家时尚经营活动现金流情况



资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

四、盈利预测

赢家时尚是国内中高端女装市场具有较强竞争力的公司，并表及双主品牌系列良好增长推动2019年规模快速提升。2020年疫情影响上半年可选消费，赢家时尚有望凭借直营模式执行力取得较行业更好表现。我们预计公司2020年有望在KEEN REACH全年并表推动下实现约33%的营收增长，以及约27%的净利润增长。

表 1：赢家时尚分品牌营业收入及其预测

品牌营收 (百万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2021E
Koradior	1476.82	1635.89	1874.38	1968.10	2223.95	2490.82
同比增长	19.64%	10.77%	14.58%	5.00%	13.00%	12.00%
La Koradior	159.72	208.04	239.03	250.98	281.10	312.02
同比增长	41.79%	30.26%	14.89%	5.00%	12.00%	11.00%
Koradior Elsewhere	291.39	352.86	410.68	439.43	509.74	586.20
同比增长	60.48%	21.09%	16.39%	7.00%	16.00%	15.00%
Cadidl	172.64	192.82	189.14	198.60	214.49	229.50
同比增长	143.48%	11.68%	-1.91%	5.00%	8.00%	7.00%
De Kora	0.63	2.95	0.62	0.62	0.65	0.68
同比增长		367.41%	-79.18%	0.00%	5.00%	5.00%
O'2nd	76.14	94.39	87.11	78.40	83.89	88.92
同比增长		23.97%	-7.71%	-10.00%	7.00%	6.00%
Obzee	26.38	33.96	27.06	24.35	24.35	25.57
同比增长		28.70%	-20.33%	-10.00%	0.00%	5.00%
FUUNNY FEELN			4.11	90.00	270.00	405.00
同比增长				2088.18%	200.00%	50.00%
NAERSI			743.53	1392.43	1587.37	1809.61
同比增长				87.27%	14.00%	13.00%
NAERSILING			271.94	516.68	599.35	689.25
同比增长				90.00%	16.00%	15.00%
NEXY.CO			300.83	574.31	660.45	759.52
同比增长				90.91%	15.00%	15.00%
合计营收	2203.73	2520.91	4148.42	5533.89	6455.33	7397.09
同比增长	37.78%	14.39%	64.56%	33.40%	16.65%	14.59%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 2：赢家时尚利润表及其预测

项目	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
销售收入 (百万元)	2203.73	2520.91	4148.42	5533.89	6455.33	7397.09
毛利润 (百万元)	1561.12	1802.95	3011.22	3952.18	4634.34	5310.68
销售及分销开支 (百万元)	1139.34	1367.66	2223.81	2945.03	3424.14	3872.06
行政及其他营运开支 (百万元)	131.44	149.88	308.91	397.66	464.22	531.97
融资成本 (百万元)	2.12	7.97	26.06	30.15	35.12	40.24
其他收益项目 (百万元)	16.32	38.29	36.82	46.33	50.96	56.06
除税前净利 (百万元)	304.54	315.73	489.25	625.67	761.82	922.46
所得税 (百万元)	61.86	43.43	95.34	126.48	152.83	176.73

净利润（百万元）	242.68	272.31	393.92	499.19	608.99	745.74	
非控股权益（百万元）	10.93	0.45	3.56	4.00	4.00	4.00	
归属普通股股东的净利润（百万元）	253.61	272.75	397.48	503.19	612.99	749.74	
总股本（百万股）	486.34	486.34	685.05	685.05	685.05	685.05	
基本 EPS（元/股）	0.52	0.56	0.68	0.73	0.89	1.09	
摊薄 EPS（元/股）	0.51	0.56	0.58	0.73	0.89	1.09	
目前股价（元/股）	7.60						
摊薄 PE（倍）					10.35	8.49	6.94

资料来源：公司公告，华金证券研究所

五、投资建议

女装占据服装市场半壁江山，中高端女装市场分散，近年来女装市场延续个位数增长。赢家时尚是国内中高端女装市场中具有较强竞争力的公司，双主品牌珂莱蒂尔、娜尔思的销售规模均跻身行业前十。疫情影响下，赢家时尚有望凭借直营模式执行力取得较行业更好的表现，目前公司 PE（2020E）约为 10 倍，建议积极关注。

六、风险提示

疫情影响上半年可选消费表现；新品牌推广及渠道扩张或不及预期；行业库存压力较大或影响公司盈利能力。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn