

# 赢家时尚 (03709.HK)

## 品牌引领，产品聚焦，高端女装集团再起航

中高端女装品牌集团持续成长，亮眼业绩领先行业。公司是国内领先的中高端女装品牌集团，旗下包括 Koradior (珂莱蒂尔)、NAERSI (娜尔思) 等八大品牌，2022 年公司总收入规模达到 56.9 亿元 (2017~2022 年 CAGR 为 20.8%) / 净利润 3.82 亿元 (净利率为 6.8%)，集团所有品牌总门店数量达到 2006 家，其中直营门店 1555 家 / 经销商门店 451 家。2023 年以来，伴随着消费环境的恢复，公司门店店效同比明显提升，带动收入快速增长、盈利质量向上修复、亮眼业绩领先行业。据公司盈利预告，估计 2023 年收入同比增速不低于 20%、净利润同比增速不低于 120%。

**公司构建风格与价格带互补的品牌矩阵，充分参与市场竞争。** 1) 中国中高端女装市场竞争激烈、格局分散 (我们估算目前公司市占率仅低个位数)，公司多品牌矩阵风格差异明显，在扩大集团业务规模的同时充分参与细分市场竞争。2) 公司核心客群为 30-45 岁具备购买实力的女性客群，其中珂莱蒂尔线 (优雅浪漫风格) 主要面向生活型、家庭型女性，娜尔思线 (都市优雅智美风格) 则主要面向职场女性。2022 年三大核心品牌 Koradior、NAERSI、NEXY.CO 销售分别为 19.8/12.4/7.9 亿元，占主营业务收入比重分别为 35%/22%/14%。

**产品设计匹配客群审美，风格丰富，品质优越，打造卓越产品力体系。** 1) 在产品方面，公司有效把握核心消费者需求偏好，通过“品牌=品类”的情感链接方式，抢占消费者心智。在提供多样化产品的同时，打造卓越产品力体系，注重核心款式的有效性，2022 年公司 SKC 总数为 6154 个，较 2021 年减少 11%，我们估计未来主销款占比有望较目前水平提升。2) 高品质面料匹配品牌风格，版型工艺独居匠心，同时保持对供应链的强把控。

**渠道把控力强，直营为主，注重会员维护。** 1) 公司多个品牌均定位中高端，注重消费者体验与维护，经营体系以直营为主，2022 年线下直营门店收入占比 80% 左右。2) 多年来公司不断扩张门店网络，2022 年公司线下门店 2006 家 (2014 年仅 338 家)。我们判断 Koradior、NAERSI 品牌 (2022 年店数分别 738 家/478 家) 未来渠道规模有望稳健增长；NEXY.CO、Koradior Elsewhere 品牌 (2022 年末店数分别达到 201/187 家) 近年来发展势头良好、未来渠道预计快速拓店，进而带动业务规模扩张。3) 店效方面，伴随着产品运营提效，公司各品牌渠道经营质量有望持续提升。

**财务表现：业绩成长性好，利润率具备提升空间。** 1) 收入：过去多品牌矩阵渠道扩张，未来产品体系提效带动高质量运营，进而有望带动公司收入持续成长，我们估计 2022~2025 年公司收入 CAGR 预计 19%。2) 毛利率：2022 年高达 75.1%，近 5 年来稳步提升。3) 期间费用率：由 2018 年的 59.9% 上涨至 2022 年的 68.3%，未来存在优化空间。4) 净利率：未来伴随着运营效率提升、费用管控，我们预计净利率有望稳步上行，叠加收入规模扩张，业绩有望快速增长。

**投资建议。** 公司是国内中高端女装市场领军企业，中长期产品运营提效+门店扩张带动业绩成长，估值具备强吸引力。我们预计 2023~2025 年业绩分别 8.68/10.37/12.19 亿元，同比分别增长 126.9%/19.5%/17.6%。我们测算合理股价约 18.7 港元/股，合理总市值约为 131 亿港元，合理价对应 2024 年 PE 为 11.5 倍 (当前股价对应 2024 年 PE 为 8.8 倍)。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：** 产品革新效果不及预期；门店扩张不及预期风险；终端消费环境波动风险；行业竞争加剧风险；测算假设不确定性可能带来的风险。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	6,355	5,663	6,953	8,207	9,484
增长率 yoy (%)	19.3	-10.9	22.8	18.0	15.6
归母净利润 (百万元)	564	382	868	1,037	1,219
增长率 yoy (%)	24.6	-32.2	126.9	19.5	17.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.80	0.54	1.23	1.47	1.73
净资产收益率 (%)	14.3	9.4	17.6	18.1	18.1
P/E (倍)	16.2	23.9	10.5	8.8	7.5
P/B (倍)	2.3	2.3	1.9	1.6	1.4

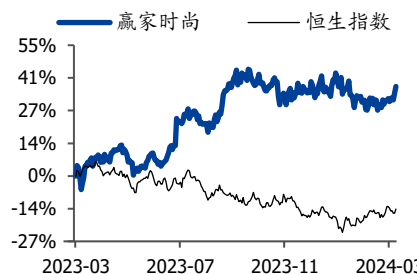
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 3 月 21 日收盘价

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	服装
3月21日收盘价(港元)	14.32
总市值(百万港元)	10,082.00
总股本(百万股)	704.05
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	0.94

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 杨莹

执业证书编号: S0680520070003  
邮箱: yangying1@gszq.com

##### 分析师 侯子夜

执业证书编号: S0680523080004  
邮箱: houziye@gszq.com

##### 研究助理 王佳伟

执业证书编号: S0680122060018  
邮箱: wangjiawei@gszq.com

#### 相关研究





## 内容目录

1.公司简介：中高端女装领军企业	5
1.1 发展历程	5
1.2 股权结构及管理架构	7
2.竞争优势：品牌体系扎实，产品革新带动渠道提效	9
2.1 多样化品牌矩阵清晰，充分参与市场竞争	9
2.2 打造卓越产品体系，运营提效带动高质量增长	12
2.2.1 设计风格款式丰富，匹配客群审美	12
2.2.2 高品质面料匹配品牌风格，版型工艺独居匠心	14
2.3 渠道把控力强，直营为主，会员粘性高	16
2.3.1 直营：渠道规模持续扩张，深度绑定核心客户	18
2.3.2 电商：渠道占比 16%，新零售工具助力私域流量维护	20
3.财务分析与盈利预测	22
4.估值与投资建议	28
5.风险提示	30

## 图表目录

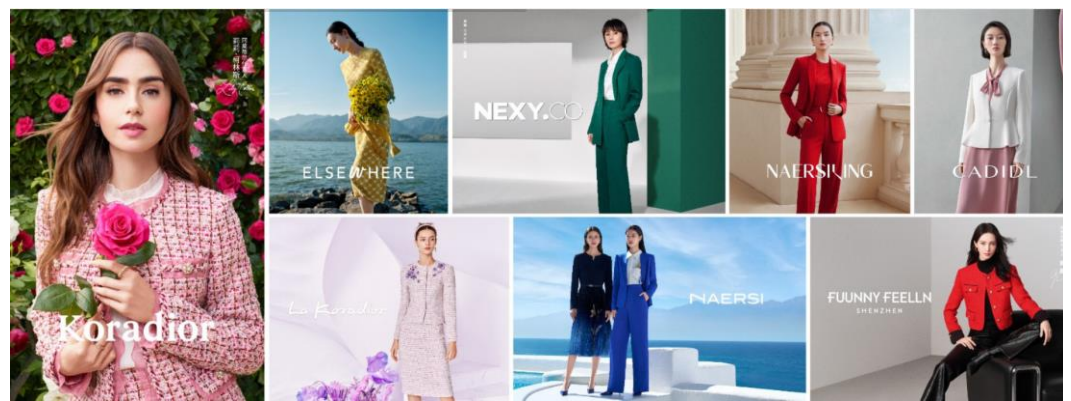
图表 1: 公司旗下品牌矩阵	5
图表 2: 2014-2022 年公司收入及 YOY/净利润及 YOY (亿元, %)	5
图表 3: 公司发展历史	6
图表 4: 2021H1-2023H1 公司营业总收入及 YOY (亿元)	7
图表 5: 2021H1-2023H1 公司净利润及 YOY (亿元)	7
图表 6: 2022 年末公司股权架构图	7
图表 7: 公司部分管理层基本情况	8
图表 8: 公司业务经营模式	9
图表 9: 公司中台管理体系架构	9
图表 10: 公司核心品牌及基本情况 (珂莱蒂尔线)	10
图表 11: 公司核心品牌及基本情况 (娜尔思线)	10
图表 12: 公司核心品牌及基本情况	11
图表 13: 2014~2023E 中国中高端女装市场规模及占女装市场比例 (亿元)	11
图表 14: 公司旗下品牌风格分布图	11
图表 15: 公司各核心品牌打造核心品类、抢占消费者心智	12
图表 16: 2014-2022 年公司研发开支及其占营收比 (百万, %)	13
图表 17: 2014-2022 年公司设计研发人员数量及 YOY (人, %)	13
图表 18: Koradior 珂莱蒂尔 2022 春夏系列	13
图表 19: 《智美造物》竹编艺术纹样 (上) / 《智美木兰》系列艺术家魏立刚画作	14
图表 20: 《智美造物》系列西装外套款式 (左) / 《智美木兰》系列款式 (右)	14
图表 21: 2014-2022 年公司 SKU/SKC 数量及 YOY (款, %)	14
图表 22: 赢家时尚旗下品牌所用部分面料	15
图表 23: 拉珂蒂品牌产品示例-刺绣工艺	15
图表 24: 娜尔思灵连衣裙	15
图表 25: 2017-2022 年供应链集中度	16
图表 26: 2022 年公司各品牌直营/经销门店数量 (个)	17
图表 27: 2014-2022 年公司分销售模式门店数量 (个)	17
图表 28: 2022 年公司门店分地区分布 (家)	17
图表 29: 2014-2022 年公司分渠道业务销售收入 (亿元)	18

图表 30: 2014-2022 年公司分渠道业务销售占比 .....	18
图表 31: 2014-2022 年公司分渠道业务销售 YOY .....	18
图表 32: 2014-2022 年公司直营渠道收入及 YOY (亿元) .....	19
图表 33: 2022 年末公司会员数量 (万人) .....	19
图表 34: 2017-2022 年赢家时尚门店数量 (个) .....	19
图表 35: 2017-2022 年赢家时尚主力品牌与同业店数对比 (家) .....	19
图表 36: 2014-2022 年公司店铺平均年销售收入 (万元/店) .....	20
图表 37: 2022 年赢家时尚与歌力思门店店均收入对比 (万元/家) .....	20
图表 38: 2014-2022 年公司电商渠道收入及占营收比重 (亿元, %) .....	21
图表 39: 电商细分渠道收入 (亿元) .....	21
图表 40: EEKA 时尚商城 (左) /Koradior 品牌抖音界面 (右) .....	22
图表 41: Koradior 品牌天猫旗舰店界面 (左) /唯品会店铺界面 (右) .....	22
图表 42: 2014-2022 年公司营业总收入及 YOY (亿元) .....	22
图表 43: 2021H1-2023H1 公司营业总收入及 YOY (亿元) .....	22
图表 44: 分品牌收入盈利预测表 (百万元) .....	23
图表 45: 2022 年公司各品牌占收入比重 (%) .....	24
图表 46: 2014-2022 年公司各品牌收入 (亿元) .....	24
图表 47: 2014-2022 年同行业公司毛利率 (%) .....	24
图表 48: 2014-2022 年公司毛利率 (%) .....	24
图表 49: 2014-2022 年公司销售费用率 (%) .....	25
图表 50: 盈利质量拆分表 .....	25
图表 51: 2014-2022 年同业公司净利率对比 (%) .....	26
图表 52: 2014-2022 年公司销售净利率 (%) .....	26
图表 53: 2014-2022 年公司净利润及 YOY (亿元) .....	26
图表 54: 2021H1-2023H1 公司净利润及 YOY (亿元) .....	26
图表 55: 2014-2022 年同行业公司存货周转天数 (天) .....	27
图表 56: 2014-2022 年同行业公司应收账款周转天数 (天) .....	27
图表 57: 2014-2022 年同行业公司应付帐款周转天数 (天) .....	27
图表 58: 2014-2022 年公司经营性/投资性/融资性现金流量净额 (亿元) .....	28
图表 59: 2021-2025 年公司重要财务指标及预测 (百万元, 元, 倍, %) .....	28
图表 60: 公司绝对估值敏感性 (港元) .....	29
图表 61: 可比公司估值表 (股价截至 2024/3/21) .....	29

## 1. 公司简介：中高端女装领军企业

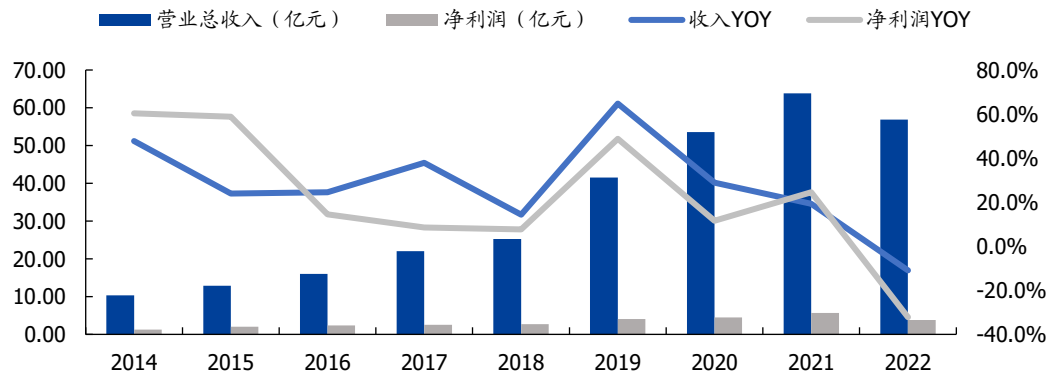
赢家时尚是国内领先的中高端女装品牌集团，旗下品牌包括 **Koradior**（珂莱蒂尔）、**NAERSI**（娜尔思）等，**2022年**总营业收入达**56.9亿元**。1) 目前公司已经形成以中高端优雅浪漫风格女装品牌 Koradior（珂莱蒂尔，原创）、都市优雅职场女装品牌 NAERSI（娜尔思，收购）、知性简约智美多场合女装品牌 NEXY.CO（奈蔻，收购）等为代表的八大品牌阶梯矩阵。2) 2022年公司总收入规模达到**56.9亿元**（2017~2022年CAGR为**20.8%**）/净利润**3.82亿元**（净利率为**6.8%**），集团所有品牌总门店数量达到**2006家**，其中直营门店**1555家**，经销商门店**451家**。

图表 1: 公司旗下品牌矩阵



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 2: 2014-2022 年公司收入及 YOY/净利润及 YOY (亿元, %)



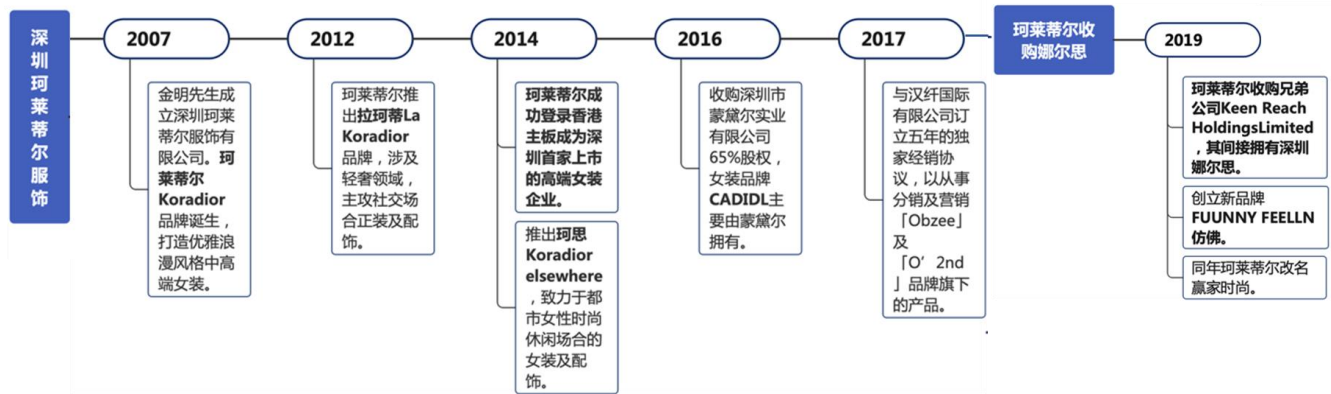
资料来源：Wind，国盛证券研究所

### 1.1 发展历程

回顾过去公司的发展历史：**2007年**金明先生创立珂莱蒂尔服饰，**2014年**珂莱蒂尔在香港主板上市。**2019年**收购兄弟企业深圳娜尔思，同年公司更名为赢家时尚，中高端多品牌集团的定位和布局进一步明确。

- 2007-2018年，凭借品牌创立、品牌代理经销、扩张渠道门店，公司业务体量快速扩大。1) Koradior 珂莱蒂尔品牌创建于2007年。LaKoradior 拉珂蒂品牌创立于2012年。随后公司凭借在中高端女装市场具有的品牌优势与网络优势，业务实现快速增长。3) 2014年公司于香港成功上市，并推出新品牌 Koradior Elsewhere 珂思。后公司通过拓展门店规模（2014年门店数量为338家，2018年达到862家）、打造多品牌战略（收购品牌 CADIDL，并与汉纤国际有限公司订立五年的独家经销协议，以从事分销及营销「Obzee」及「O'2nd」品牌旗下的产品，该业务已于2020年后结束），公司业务体量快速扩大，2018年营收突破25亿。
- 2019年，凭借收购娜尔思与创立 FUUNNYFEELN 仿佛，成为拥有多品牌矩阵的中国中高端女装头部企业。1) 2019年7月，公司通过收购 KeenReachHoldingsLimited(其间接拥有深圳娜尔思时装有限公司)获得 NAERSI 娜尔思、NAERSILING 娜尔思·灵、NEXY.CO 奈蔻三个女装品牌的加入。2) 创立更年轻化的休闲潮流女装 FUUNNYFEELN 仿佛。3) 同年公司名称由珂莱蒂尔更名为赢家时尚。
- 2020-2021年，老品牌发展稳定，新品牌（包括收购与自创）增长快速，提升线下门店质量的同时开拓抖音与 EEKA 时尚商城进行全渠道发展。1) 通过直营门店稳定拓展及提升单店质量促进品牌增长（2019-2021年总门店数量分别为1697/1836/2041家，其中直营门店数量分别为1257/1422/1558家，营业总收入/总门店数量分别为2.44/2.90/3.11百万元）。2) 2019-2021年电子商贸渠道收入为4.0/6.1/7.6亿元，2020/2021年同比增长52.9%/23.6%，占总收入比重由2019年的9.7%提升至2021年11.9%。公司于2020年开拓抖音市场及上线 EEKA 时尚商城，进行全渠道发展。

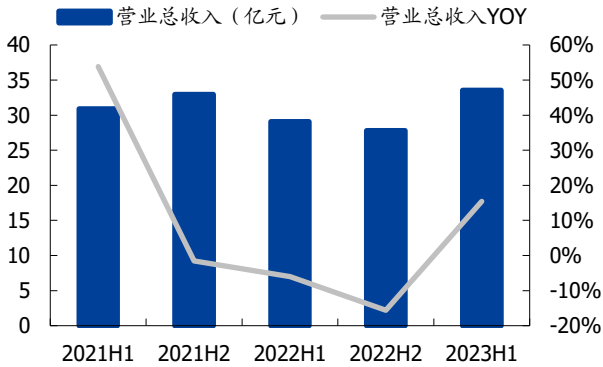
图表3: 公司发展历史



资料来源: 公司官网, 公司公告, 国盛证券研究所

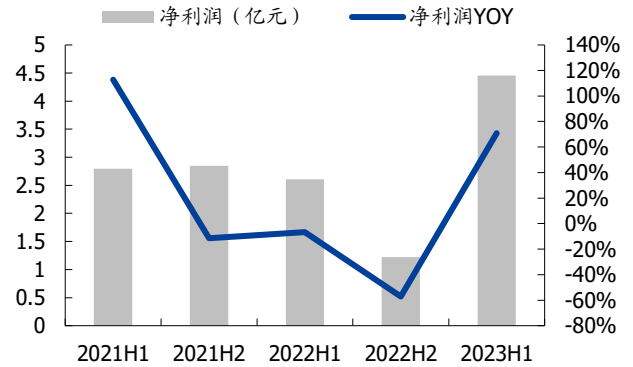
2022年线下客流波动对服饰行业线下门店销售产生冲击，公司作为中高端女装行业头部品牌集团，经营业绩受到影响，2022年公司营收/净利润分别同比-11.0%/-32.2%至56.9/3.8亿元。2023年以来，伴随着消费环境的恢复，公司门店店效同比明显提升，带动收入快速增长、盈利质量向上修复。据公司盈利预告公告，估计2023年收入同比增速不低于20%、净利润同比增速不低于120%，亮眼业绩领先行业。

图表 4: 2021H1-2023H1 公司营业总收入及 YOY (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 2021H1-2023H1 公司净利润及 YOY (亿元)



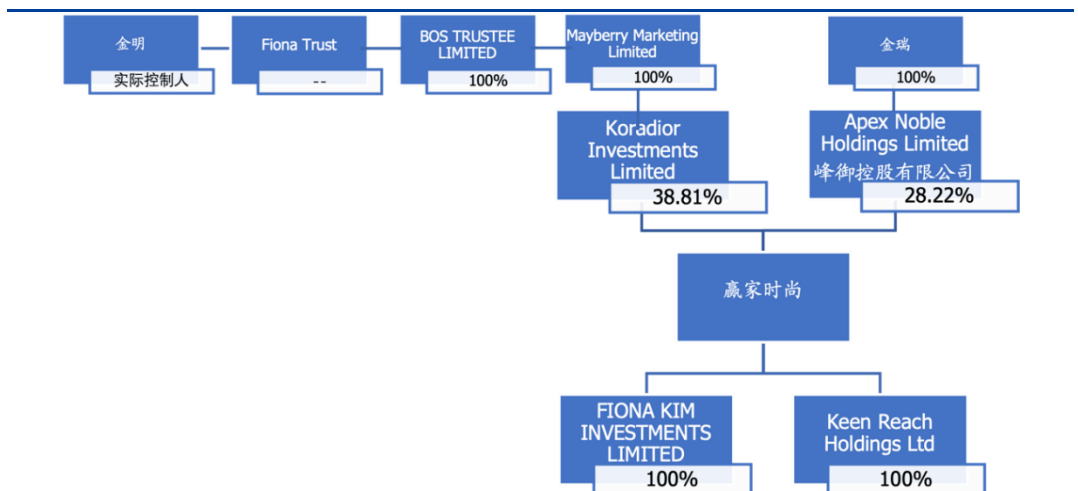
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 1.2 股权结构及管理架构

公司股权架构经调整后趋于稳定，实控人持股比例高。

- **2019 年收购兄弟公司深圳娜尔思。**2019 年，公司向 Apex Noble Holdings Limited 收购 Keen Reach Holdings Limited 及其附属公司的全部权益（Apex Noble Holdings Limited 由金明先生之胞弟金瑞先生直接全资拥有）。收购代价总额为 23.9 亿港元，其中 5.0 亿港元以现金支付/18.9 亿港元通过发行及配发 1.99 亿股本新股份支付（按照发行价每股 9.50 港元）。收购完成后，金明、金瑞先生分别持有公司 2.80/1.99 亿股，占当时总发行股份数量（6.85 亿股）的 40.8%/29.0%，合计占比 69.8%。
- **2021 年再融资 1.98 亿港元。**2021 年，公司以先旧后新及配售的方式筹集资金净额约 1.98 亿港元，用于结算当前债务及用作公司一般营运资金。此后金明、金瑞先生分别持有 2.70/1.99 亿股，占总发行股份数量（7.04 亿股）比重为 38.3%/28.2%，合计占比 66.5%。截至 2022 年报告期末，实际控制人持股情况保持稳定。

图表 6: 2022 年末公司股权架构图



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所绘制

公司管理团队架构成熟，董事会主席深耕女装及零售行业多年、经验丰富。公司董事

请仔细阅读本报告末页声明

会主席金明先生于女装及零售行业拥有逾二十年的经验，现主要负责整体公司策略、规划及业务发展。贺红梅女士已在公司任职超 20 年，现主要负责监督整个业务单位、整体业务规划及策略执行。公司其余董事、高管多有相关从业经历，且于赢家任职时间久，对市场环境、公司情况有充足的了解。

图表 7: 公司部分管理层基本情况

姓名	职务	背景
金明	董事会主席 执行董事 行政总裁	中欧国际工商学院的高层管理工商管理硕士。曾任职于深圳市赢家服饰有限公司（「赢家服饰」，为本集团的最大 OEM 加工商），担任市场营销经理。该份工作累积了女装及零售行业的丰富管理经验。后成为赢家服饰的市场营销总经理，负责品牌推广、发展及维系销售渠道及零售活动。于 2007 年获委任为本集团董事会主席。
贺红梅	执行董事 总经理	贺女士主要负责监督整个业务单位、整体业务规划及策略执行。在女装行业累积超过二十年经验，包括销售、业务营运及采购。
金瑞	执行董事	自 2014 年起，担任 Keen Reach Holdings Limited 以及附属公司翹睿有限公司的董事，并负责赢家整体投资策略方向、规划及管理集团在资本市场的发展。
郭忠桥	销售总监	曾担任深圳市台茗服饰有限公司市场营销部门的北部地区经理、赢家服饰的地区经理及直营分销总监。于时装界拥有逾十一年销售及分销经验。
祝超超	财务总监	于 2004 年成为中国注册会计师协会的合资格会员。曾担任安永华明会计事务所的高级核数师。2015 年加入赢家，担任财务总监助理，后晋升至财务总监。
吴庆业	运营总监	于 2009 年加入赢家并担任采购部总监、运营管理部总监、品牌部总经理及投资与资产管理部总经理，现为集团营运总监，负责年度业务计划制定、总体管理及系统流程管理以及供应链系统建设。

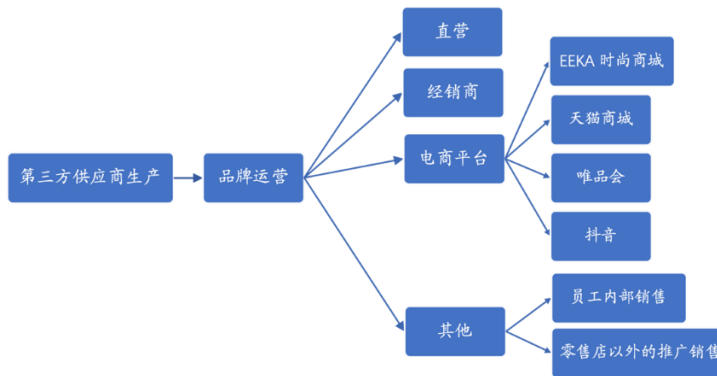
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**公司主营业务为服装品牌运营:** 1) 在产品生产方面，公司向第三方原料供应商采购原料，再通过第三方 OEM 加工商进行加工。公司主要生产售卖的品类包括连身裙、短裙、长裤、恤衫、针织衫、背心、夹克、大衣、围巾及配饰等。2) 在产品销售方面，公司零售网络散布全国，通过直营、经销、电商的全渠道布局扩大销售规模。

**目前公司已形成成熟的组织架构:** 由各个品牌独立事业部负责产品研发设计，其余业务模块（包括供应链管理、渠道运营、人力、财务等）统一由公司中台管理赋能。该运营管理架构优势在于:

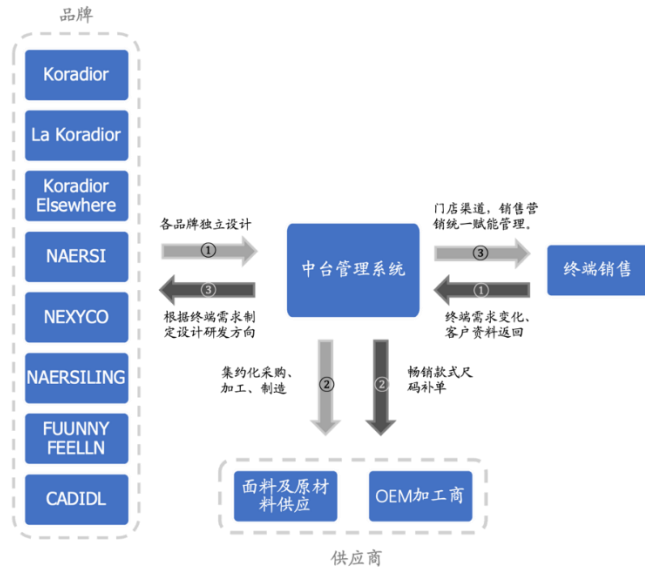
- **有望实现多品牌协同，整合信息，降本增效。** 与单品牌公司不同，赢家时尚是典型的多品牌集团，旗下拥有多达 8 个女装品牌，运营管理难度较高。公司的中台管理系统使得公司能够统计收集旗下多个品牌数据，在会员信息管理和维护方面起到协同作用，在供应链方面能够整合全公司生产需求统一采购进而降低成本，在渠道运营方面共通资源、共定发展策略。
- **各品牌事业部专注于产品设计和研发，有效保留品牌矩阵之间的风格差异。** 在中台管理整合了公司大部分业务模块的同时，设计相关业务依旧由各品牌独自设计团队负责，品牌风格和定位的差异得以保留和发展。

图表 8: 公司业务经营模式



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所绘制

图表 9: 公司中台管理体系架构



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所绘制

## 2. 竞争优势: 品牌体系扎实, 产品革新带动渠道提效




### 2.1 多样化品牌矩阵清晰, 充分参与市场竞争

公司主要面向 30-45 岁具有经济实力的女性客群, 构建风格与价格带互补的品牌矩阵。1) 公司旗下自主培育了数个原创品牌: Koradior (珂莱蒂尔)、LaKoradior (拉珂蒂)、Koradior Elsewhere (珂思)、FUJUNNY FEELN (仿佛)。2) 通过收购并入四个新品牌: 收购深圳娜尔思旗下的 NAERSI (娜尔思)、NAERSILING (娜尔思灵)、NEXY.CO (奈蔻) 与深圳市蒙黛尔旗下的 CADIDL (卡迪黛尔)。

其中, 三大核心品牌分别是: 珂莱蒂尔、娜尔思、奈蔻, 合计贡献收入占比超 70%。2022 年珂莱蒂尔、娜尔思、奈蔻品牌销售分别为 19.8/12.4/7.9 亿, 占主营业务收入比重分别为 35%/22%/14%。

- 珂莱蒂尔线:** 包括品牌 Koradior (珂莱蒂尔)、LaKoradior (拉珂蒂)、Koradior Elsewhere (珂思)。其中, 前两个品牌主要客群为具有购买实力的生活型、家庭型女性, 珂思则主要面向都市轻熟女性。1) Koradior 提供时尚且优雅浪漫的日常着装, 多以鲜花花型为设计主调, 抓住了目标客群的审美喜爱, 主打品类为连衣裙 (以连衣裙为例, 单价 1700~10000 元)。2) LaKoradior 提供正式场合的轻奢着装, 满足目标客群的社交场合穿着需求, 例如宴会、商务场合等, 价格带要明显高于珂莱蒂尔 (以连衣裙为例, 单价 1500~19000 元)。3) Koradior Elsewhere 为都市轻熟女性提供悠闲、舒适、高品质的日常着装, 产品风格生活感浓重, 看起来柔软舒适, 以针织为主打品类 (以针织衫为例, 单价 1400~4200 元), 价格带略低于 Koradior 与 LaKoradior。




图表 10: 公司核心品牌及基本情况 (珂莱蒂尔线)

品牌名称	产品定位	设计风格	目标客户群	价格带	产品图示
Koradior (珂莱蒂尔)	中高端时尚女装	年轻、时尚、女人味、优雅浪漫	有较强的品牌消费情结, 且财务自由的顾家女性。	连衣裙: 1700-10000 针织衫: 800-4000 上衣: 800-4000 裤装/半裙: 1000-4000 大衣/风衣/外套: 2000-23000 西装: 1000-4700	
La Koradior (拉珂蒂)	中高端正式、轻奢女装	感性、奢雅、浪漫	35-40岁, 生活优越, 享有财富与时间的双重自由的时尚女性。	连衣裙: 1500-19000 针织衫/衬衫/上衣: 1100-6900 裤装/半裙: 1000-9900 风衣/外套: 1300-33000	
Koradior Elsewhere	都市高品质日常女装	悠闲、舒适、高品质	30-40岁的都市轻熟女性。	连衣裙: 1400-4200 针织衫: 600-4600	

资料来源: 公司官网, 公司公告, 天猫, 国盛证券研究所

- **娜尔思线:** 包括品牌 NAERSI (娜尔思)、NAERSILING (娜尔思灵)、NEXY.CO (奈蔻)。三个品牌均面向有经济实力的职场女性, 以 **30-45岁** 客群为主。1) NAERSI: 对比其他两个品牌来看, NAERSI 产品风格最为成熟优雅, 实际目标客群年龄相对更高、价格相对较低。2) NEXY.CO 系三个品牌中最年轻化、职场风格最明显的品牌, 打造智美着装, 主打品类为西装 (以西装为例, 单价 800~13000 元)。3) NAERSILING 的设计理念为满足客户兼具商务感与旅途无束缚的着装需求, 其商品看起来轻松舒适, 却不乏正式商务感 (以西装外套为例, 单价 1300~5600 元)。

图表 11: 公司核心品牌及基本情况 (娜尔思线)

品牌名称	产品定位	设计风格	目标客户群	价格带	产品图示
NAERSI	职场女装	都市、优雅、兼具时尚和品质的高级时装	30-45 具有经济实力的女性	西装: 600-4800 针织衫/衬衫: 500-3800 下装: 800-4000 连衣裙: 900-6600 大衣/风衣/外套: 800-19000	
NAERSILING	商旅着装	自由、简约、摩登	30-45 岁具有经济实力的女性	西装外套: 1300-5600 针织衫/衬衫: 800-4800 连衣裙: 1300-13000	
NEXY.CO	以时尚职场为主的多场合女装	知性、简约、智美	30-45 岁具有经济实力的都市智慧精英女性	西装: 800-13000 连衣裙: 1000-9000 T恤/衬衫: 400-4000 下装: 600-4700 大衣/风衣/外套: 700-17000	

资料来源: 公司官网, 公司公告, 天猫, 国盛证券研究所

- **其他品牌：**CADIDL（卡迪黛尔）、FUUNNY FEELLN（仿佛）。1）CADIDL 为公司收购品牌，定位为都市多场合（职场、休闲、社交）女装，全面覆盖职场女性的穿着需求（以连衣裙为例，单价700~5300元）。2）FUUNNY FEELLN 为公司2019年新开发的休闲潮流女装品牌，系公司首次涉猎中端潮流服饰赛道，品牌价格带低于其他品牌，但款式相对更加年轻，以T恤、卫衣、休闲裙裤等为主打品类，产品设计主要采用小 logo（FF logo）、字母 logo、趣味印花、品牌老花等打造酷飒的设计风格（以T恤/卫衣为例，单价300~1500元）。

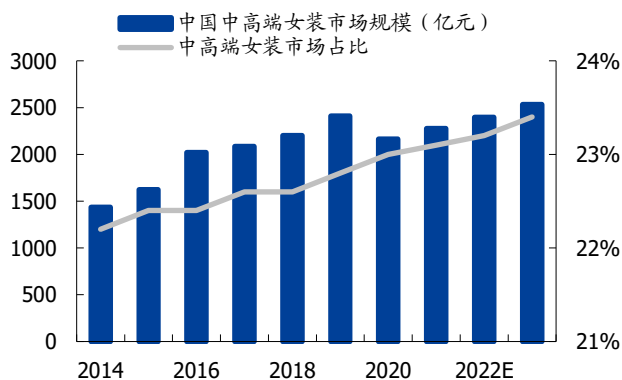
图表 12: 公司核心品牌及基本情况

品牌名称	产品定位	设计风格	目标客户群	价格带	产品图示
CADIDL	都市多场合 (职场、休闲、社交) 女装	都市、优雅、摩登	35-45 岁的都市女性	连衣裙: 700-5300 针织衫/衬衫/上衣: 500-3900 裤装/半裙: 500-2900 西装/外套: 500-22000	
FUUNNY FEELLN	潮流休闲女装	精致、摩登、有趣味	20-40 岁的新时代女性	T 恤/卫衣: 300-1500 衬衫/针织衫: 400-1900 连衣裙: 800-2300 裤装: 600-1700	

资料来源: 公司官网, 公司公告, 天猫, 国盛证券研究所

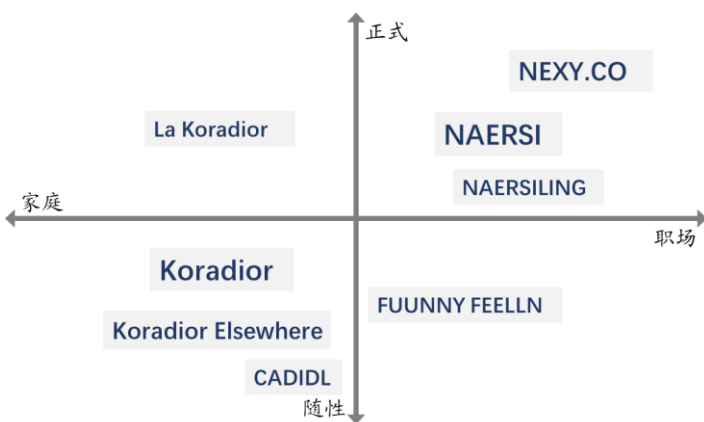
中国中高端女装市场竞争激烈、格局分散，我们估算公司市占率仅低个位数。对于中高端品牌而言，由于品牌风格一般较为鲜明、同时受众群体规模相对较小，因此单一品牌零售规模天花板一般也相对有限。因此，大部分中高端品牌商选择采用多品牌矩阵布局差异化赛道，在扩大集团业务规模的同时充分参与细分市场竞争。赢家时尚正是其中的典型代表，公司旗下八大品牌风格差异明显，定位于不同的受众群体，每个品牌打造自己的核心品类，以便满足不同风格的中高端消费者在不同场景下的服装需求。例如：公司两大主打品牌 Koradior 和 NAERSI，Koradior 主打提供彰显女人味、个性和款式年轻的设计，而 NAERSI 则是为职业女性打造兼具时尚和质量的高级时装，彰显她们独立自信、实现真我的精神，提倡表达“无所畏做自己”的人生态度。

图表 13: 2014~2023E 中国中高端女装市场规模及占女装市场比例 (亿元)



资料来源: MobTech, 国盛证券研究所

图表 14: 公司旗下品牌风格分布图



资料来源: 国盛证券研究所绘制, 仅供参考

## 2.2 打造卓越产品体系，运营提效带动高质量增长

服饰行业竞争激烈、格局分散。赢家时尚在中国高端女装市场稳步发展、建立起扎实的基础，受到广大具有购买力的女性消费人群欢迎，这离不开其多年来在产品上的沉淀：丰富的品类与款式、契合消费者喜好的主题设计、扎实的高品质面料等等。

近年来公司提出“打造卓越产品体系”战略，更加强调 SKU 的有效性，伴随着战略的落地与成熟，我们估计各品牌新品售罄率有望环比有所改善，进而带动品牌高质量运营、销售规模持续扩张。

### 2.2.1 设计风格款式丰富，匹配客群审美

公司产品品类丰富，每个品牌拥有自己的核心品类，通过“品牌=品类”的情感链接方式，抢占消费者心智。例如，同样都是针对具有购买实力的生活型、家庭型女性客群，Koradior 以彰显女人味的连衣裙品类为主，Koradior Elsewhere 则以针织品类为主，La Koradior 则以宴会等正式场合服饰为主，通过主打品类形成品牌记忆点，挖掘客群在不同场景下的服装穿着需求。

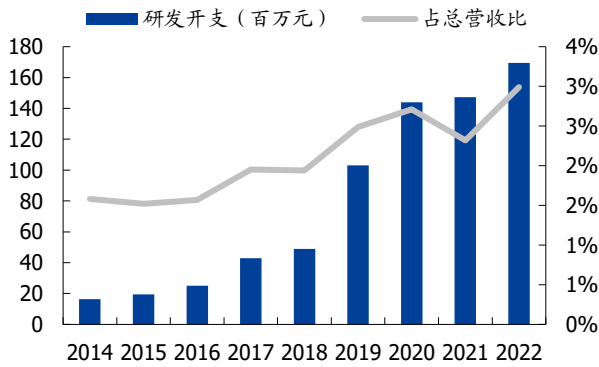
图表 15: 公司各核心品牌打造核心品类、抢占消费者心智



资料来源: 公司官网, NAERSI 品牌微信公众号, 国盛证券研究所绘制

在产品的设计方面，公司有效把握核心消费者需求偏好，近年来加大研发投入、成效也逐渐显现。1) 公司在中高端女装领域深耕多年，了解核心消费者的需求喜好，并积累出扎实的会员数据库，精准刻画消费者画像，用于指引产品的设计研发。公司日常通过 VIP 数据库、客户资料库、公司官网、公众平台、邮件、营销材料及社交媒体等不同渠道与客户保持沟通。在后期的销售中，也积极通过终端反馈来指引快反补货（例如，针对前期市产销高的产品重点分析、科学快返），在最大化满足消费者需求的同时保持健康的存货管理运营。2) 产品设计等相关业务由各品牌各自设计团队负责，品牌风格和定位的差异得以保留和发展。在研发团队方面，公司合作海内外知名设计师，并积极扩充产品研发设计团队，2022 年公司设计团队人数 555 人（2014 年仅 119 人），研发费用率 3.0%（2014 年仅 1.6%）。

图表 16: 2014-2022 年公司研发开支及其占营收比 (百万, %)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 17: 2014-2022 年公司设计研发人员数量及 YOY (人, %)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

基于对消费者喜好的多年积累和充分理解, 公司产品的创新及设计有效匹配客户需求、对消费者吸引力强, 积极拉动购买欲。

- Koradior 精准抓住家庭型女性消费者心理, 以系列专辑的形式陆续推出新品, 基于中心主题进行开发设计, 给予消费者场景感、故事感、代入感, 如 2023 春夏季新品曾推出花园茶歇系列 (针对下午茶聚会场景)、国风蕾丝系列 (以国风旗袍改良创新为卖点)、裙装曼舞系列 (将儿时的舞蹈梦想与连衣裙相结合) 等。

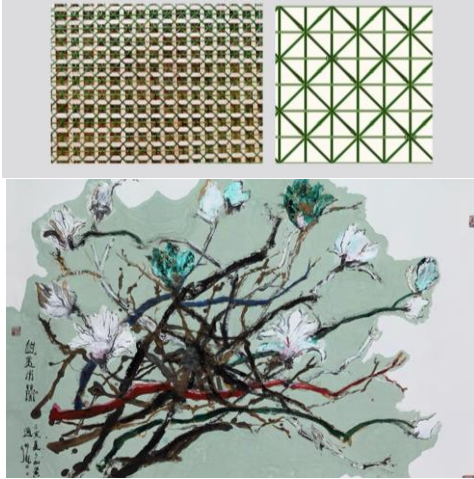
图表 18: Koradior 珂莱蒂尔 2022 春夏系列



资料来源: Koradior 珂莱蒂尔天猫旗舰店, 国盛证券研究所

- NEXY.CO 联名 IP 推出不同的主题概念, 打造“智美”理念。例如 2023 年春夏推出两大主题概念系列, 基于独立女性的美好特质为创造灵感, 围绕智美理念进行设计研发: “智美造物”系列合作具备“智美”形象的演员袁泉及编竹艺术家杨隆梅, 以中国特色文化“竹”凸显中国职场女性之生生不息, 势如破竹之本性; “智美木兰”系列合作艺术家魏立刚, 运用泼墨以及中国现代书法等东方抽象艺术致敬智美女性刚柔并济的姿态, 通过丰富、有层次、有内涵的文化内容表达吸引目标主体消费者 (30-45 岁有经济实力的职场女性)。

图表 19: 《智美造物》竹编艺术纹样(上)/《智美木兰》系列艺术家魏立刚画作



资料来源: 奈蔻天猫旗舰店, 国盛证券研究所

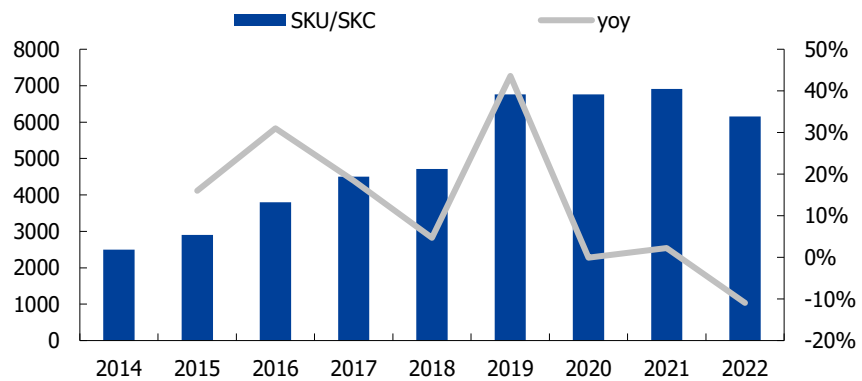
图表 20: 《智美造物》系列西装外套款式(左)/《智美木兰》系列款式(右)



资料来源: 奈蔻天猫旗舰店, 国盛证券研究所

在提供多样化产品的同时, 注重款式的有效性, 打造卓越的产品力体系。1) 前期因为多品牌矩阵持续丰富, 公司款式数量有增长。近期公司强调卓越商品的打造(将 SKU 分为主销款、畅销款、时尚款), 减少低效款式的开发和资源投入, 重点深耕主销款的打造与推出, 2022 年公司 SKC 总数为 6154 个, 较 2021 年减少 11%。我们估计未来主销款销售占比有望较目前提升。2) 目前公司产品囊括连身裙、短裙、长裤、恤衫、针织衫、背心、夹克、大衣、围巾及配饰等多样品类, EEKA 商城为消费者提供专属搭配师服务, 利用搭配组合的销售方法给顾客提供一站式购买体验、促进连带。

图表 21: 2014-2022 年公司 SKU/SKC 数量及 YOY (款, %)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所注: 2021 及 2022 年为 SKC, 2021 年以前为 SKU

### 2.2.2 高品质面料匹配品牌风格, 版型工艺独居匠心

各种高品质面料在公司品牌中均受到大量采用, 包括醋酸、桑蚕丝、羊毛、蕾丝、刺绣以及各种功能性面料。在国内中高端女装市场中, 主打品牌概念卖高价而不顾产品质量的发展方向早已被时代抛弃。而在面料运用整理、版型研发、剪裁工艺方面, 赢家旗下品牌一向享有较好口碑,

产品品质扎实, 设计团队善于根据面料特性, 合理运用高端面料于不同的品类。例如: 珂莱蒂尔以连衣裙品类为主, 夏季多使用清爽吸湿的桑蚕丝面料, 善于使用刺绣蕾丝打造连衣裙的优雅奢华气质, 冬季多采用羊毛、山羊绒、白鹅绒等高品质的保暖面料; 奈

蔻面向都市智美女性客群，“醋酸”面料舒爽有型的同时方便打理。

图表 22: 赢家时尚旗下品牌所用部分面料

Koradior 品牌部分面料	NAERSI 品牌部分面料	NEXY.CO 品牌部分面料
 <p>美肤桑蚕丝 Reel silk</p> <p>冰丝/天丝 Meryl</p> <p>易打理醋纤 Acetic acid</p>	 <p>桑蚕丝</p> <p>醋酸/三醋酸</p> <p>莱赛尔纤维</p> <p>冰感珍珠纱</p> <p>四面弹</p> <p>鹅绒/鸭绒</p> <p>100羊毛</p> <p>羊绒/驼绒</p>	 <p>桑蚕丝面料</p> <p>醋酸面料</p> <p>羊毛/山羊绒</p>

资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

而轻奢品牌产品则重点在版型、工艺方面，打造精致与独特感。1) 拉珂蒂作为品牌矩阵中偏向正式和轻奢的品牌，在工艺方面有较深积淀，例如刺绣工艺：拉珂蒂在东方绣韵上吸纳西方艺术，以钉金绣、粤绣（潮绣）、法绣等工艺缝合中西技艺于面料上，刺绣肌理细密精致，凸显华丽设计感，匹配客群在正式场合下的穿着需求。2) 娜尔思灵在版型、剪裁方面具备匠心，通过独特的设计剪裁工艺，将产品打造出与众不同的舒适商务感。

图表 23: 拉珂蒂品牌产品示例-刺绣工艺



资料来源: 拉珂蒂天猫旗舰店, 国盛证券研究所

图表 24: 娜尔思灵连衣裙



资料来源: 娜尔思灵天猫旗舰店, 国盛证券研究所

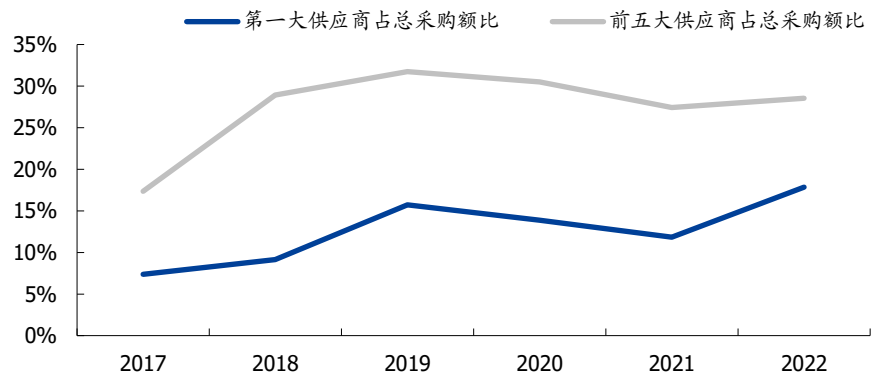
在产品生产方面，公司以外包制造为主，将重点聚焦于研发设计，同时保持对供应链的强把控。1) 公司上游制造均交由第三方供应商生产，包括原材料供应商以及 OEM 加工商，其最大 OEM 加工商深圳市赢家服饰有限公司（赢家服饰）系公司关联方（由公司执行董事金明先生的母亲陈灵梅女士及金明先生的父亲金景全先生分别拥有 53% 及 47% 股权），而所有其他 OEM 加工商均为独立第三方。2) 公司利用中台管理体系整合各品牌面料需求、促进信息共享，实现原材料集中化采购的降本增效。

➤ 面料采购集中化，使得公司可以得益于规模效应从而降低成本，同时在较大程度上保障货品质量统一。近年来公司推进核心品类面料采购集中化改革，从产品开

发的源头促进材料选择的整合（通过提升各品牌核心品类面料的应用率来增大特定面料的内部需求量），从而提高供应商集中度。据公司年报，近年来第一大供应商的比重总体呈上升趋势，2022年第一大供应商占总采购额比重为18%，前五大供应商占总采购额比重为29%。同时丝绸、羊毛、醋酸等品类面料的采购集中度均同比提高（在品牌产品用料方面确有体现）、采购单价同比均有不同程度的下降。

- **通过升级供应链管理系统、实现信息共享，以销售端需求变化指导供应链端生产。**在中台管理体系的加持下，终端需求变化信息通过中台快速连接供应端，小批量多批次的灵活生产模式可以帮助公司实现爆款快速补货、智慧配货，从而提高销售量和产销比。

图表 25: 2017-2022 年供应链集中度



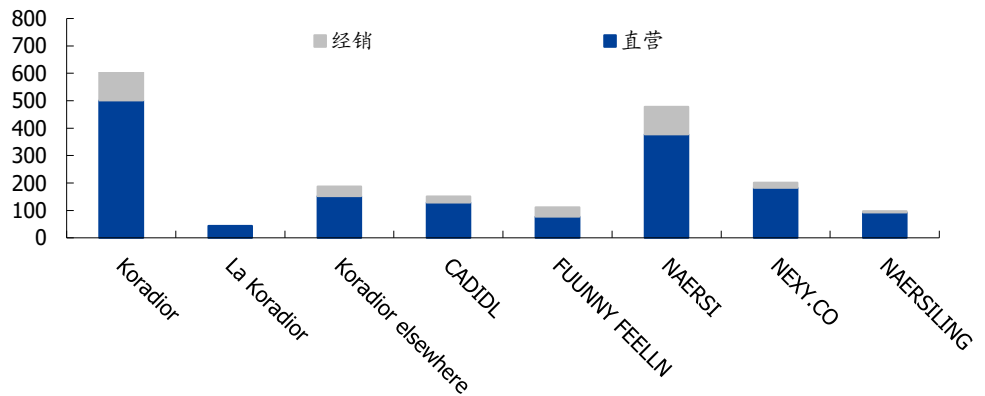
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

### 2.3 渠道把控力强，直营为主，会员粘性高

公司多个品牌均定位于中高端，注重消费者体验与会员维护，多年来以直营渠道为主、电商与批发为辅，持续扩张渠道规模，进而带动业务销售扩张。

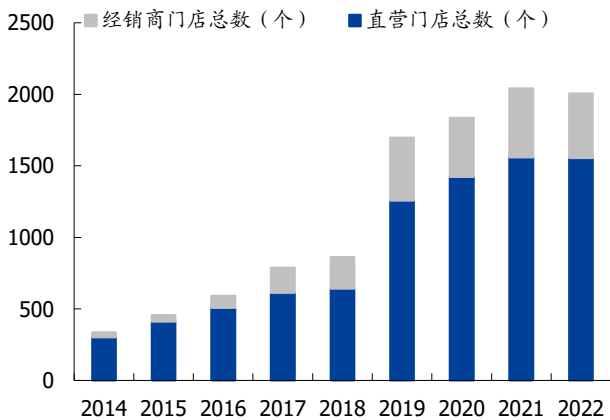
- **从规模增速来看，伴随着多品牌矩阵扩张+单品牌规模发展，2022年末公司线下总门店数量突破2000家。**据公司公告，2022年公司线下门店2006家（其中直营1555家/经销门店451家），2014年仅338家（其中直营302家/加盟36家），门店数量CAGR约25%。
- **分品牌来看：主力品牌发展成熟，其余多个品牌仍处于成长阶段。**从门店数量上来看，2022年核心品牌Koradior门店738家（直营501家，经销237家），NAERSI门店478家（直营377家，加盟18家），Koradior elsewhere门店187家（直营152家，加盟35家），CADIDL门店151家（直营129家，加盟22家）。

图表 26: 2022 年公司各品牌直营/经销门店数量 (个)



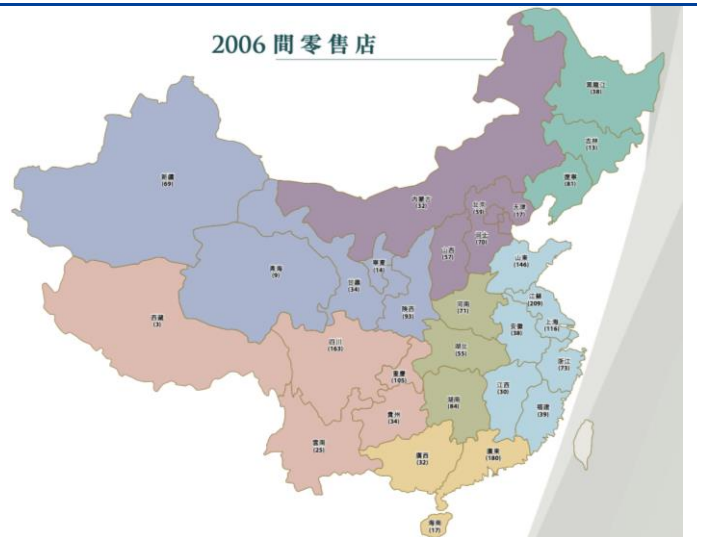
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 2014-2022 年公司分销售模式门店数量 (个)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 28: 2022 年公司门店地区分布 (家)

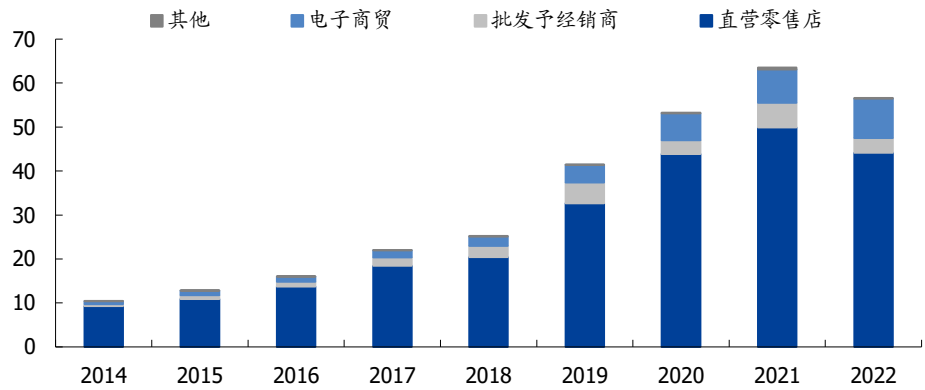


资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

- 从渠道占比来看，直收入占比 **80%左右**。公司经营体系以直营为主，2022 年主营业务收入 56.63 亿元，其中直营/经销/电商渠道收入分别为 44.16/3.34/8.93 亿元，占比分别为 78.0%/5.9%/15.8%。1) 直营过去整体稳健增长，仅 2022 年在消费环境波动下销售同比下滑 11%。2) 经销渠道波动较大，我们判断主要系发货节奏波动影响，经销渠道销售在 2020 年及 2022 年下滑较多，其余年份均同比快速增长。

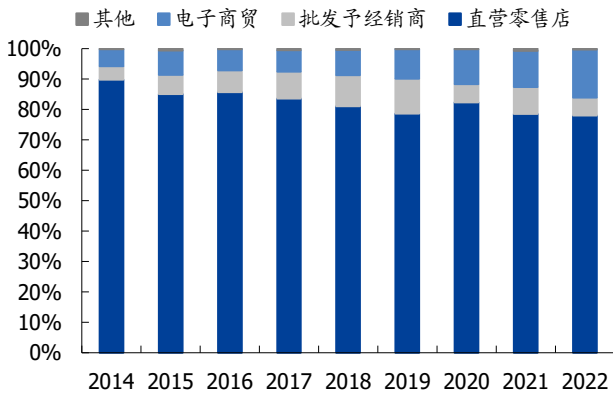


图表 29: 2014-2022 年公司分渠道业务销售收入 (亿元)



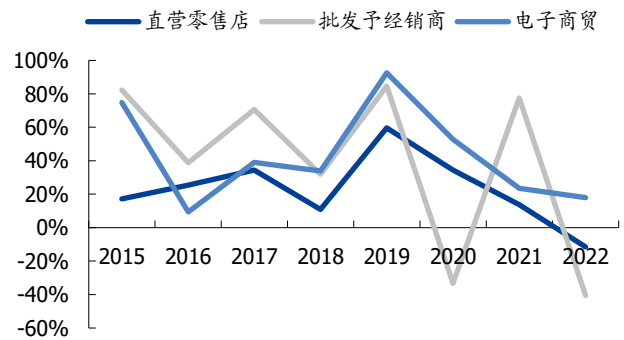
资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

图表 30: 2014-2022 年公司分渠道业务销售占比



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 31: 2014-2022 年公司分渠道业务销售 YOY

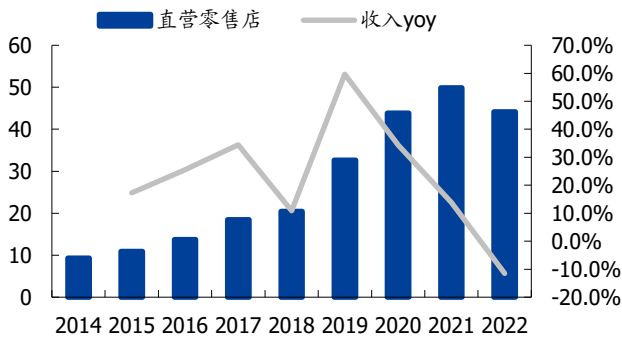


资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

### 2.3.1 直营: 渠道规模持续扩张, 深度绑定核心客户

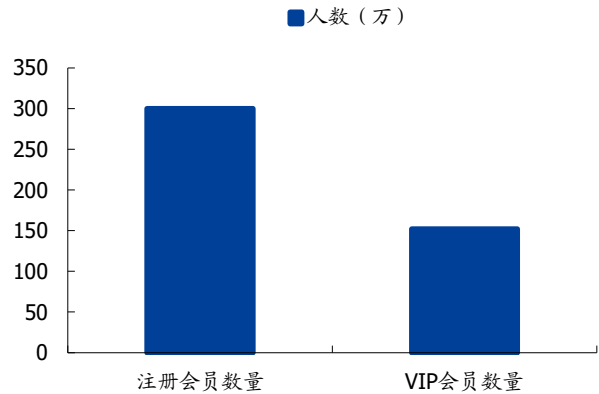
作为中高端品牌集团, 公司以直营为主要的销售模式, 直接对接消费者。1) 公司经营体系以直营为主, 2022 年公司直营渠道收入为 44.16 亿元 (占公司主营业务收入比重达 78%), 过去基本保持稳健增长, 仅 2022 年在消费环境波动下销售同比下滑 11%。2) 通过直营销销售模式, 公司得以直接服务于消费客群并把握一线终端市场趋势。据公司公告, 公司针对消费客群推出会员计划, 根据会员的年消费来划分会员的等级, 同时收集客户数据用于内部运营管理。截至 2022 年末, 公司用过超过 300 万名注册会员 (其中 VIP 会员达 152 万名)。

图表 32: 2014-2022 年公司直营渠道收入及 YOY (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 33: 2022 年末公司会员数量 (万人)

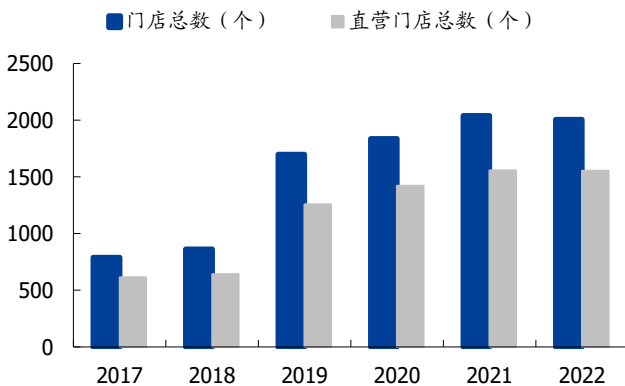


资料来源: 公司官网, 公司公告, 国盛证券研究所

从门店数量上来看, 公司保持全渠道共发展, 线下门店的重要性不减。早年中国服装品牌行业呈现“渠道为王”的势态, 门店分布和门店数量在极大程度上决定了品牌的市场知名度和营业收入。公司为直营主导的中高端女装品牌商, 多年来不断扩张直营门店网络, 布局全国一二线城市, 2022 年公司门店总数 2006 家 (2017 年仅 789 家), 其中直营店 1555 家 (2017 年仅 613 家), 渠道规模持续扩张。得益于规模效应和统一的管理模式, 我们判断公司直营渠道有望在终端销售成本及服务质量方面具备优势。

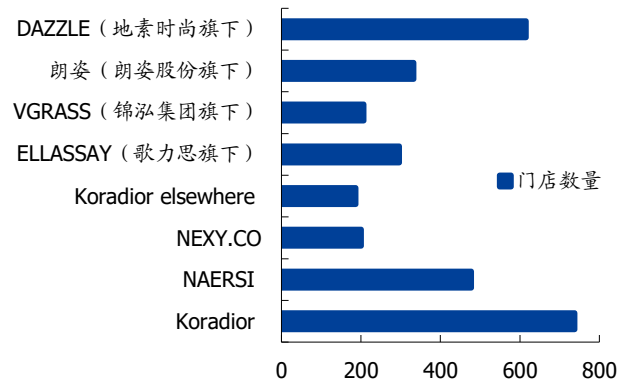
展望未来, 我们认为各品牌门店中长期成长空间可观。考虑公司渠道管理谨慎, 门店稳步扩张, 我们预计 2024 年集团门店数量有望净增加 50 家左右。1) 公司旗下品牌数量众多, 其中 Koradior、NAERSI 品牌 2022 年门店数量已经分别达到 738/478 家 (类似价格的中高端女装品牌 DAZZLE/朗姿/ELLASSAY 同期门店分别为 616/333/297 家), 考虑 Koradior 品牌的渠道布局与客群定位, 我们判断未来店数仍有成长空间。2) 与此同时, NEXY.CO、Koradior Elsewhere 品牌近年来发展势头良好, 2022 门店数量分别仅达到 201/187 家, 预计未来 3~5 年内有望稳健快速拓店、进而带动品牌规模持续增长。

图表 34: 2017-2022 年赢家时尚门店数量 (个)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 35: 2017-2022 年赢家时尚主力品牌与同业店数对比 (家)



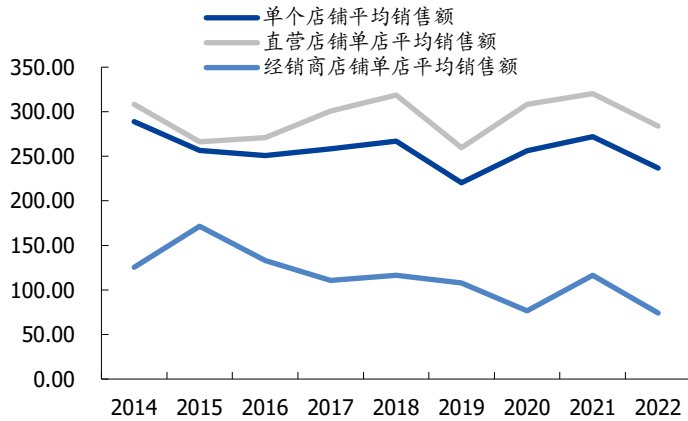
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

从店效上来看, 目前公司卓越产品体系战略初见成效, 我们判断未来伴随着商品售罄率的逐步提升, 公司门店店效有望持续稳步增长。1) 过去公司持续升级终端门店形象与位置, 在渠道规模扩张的同时, 公司也一直保持主动关闭低效店铺、新开优质门店。2) 近年来公司从商品运营入手, 提出卓越产品体系战略 (将 SKU 分为主销款、畅销款、时尚款, 针对性打造阶梯式产品矩阵), 我们根据行业推新进度估计 2023 秋冬季起在产

品中有所体现，有望带动新品售罄率提升、进而带动公司店效稳步快速增长。

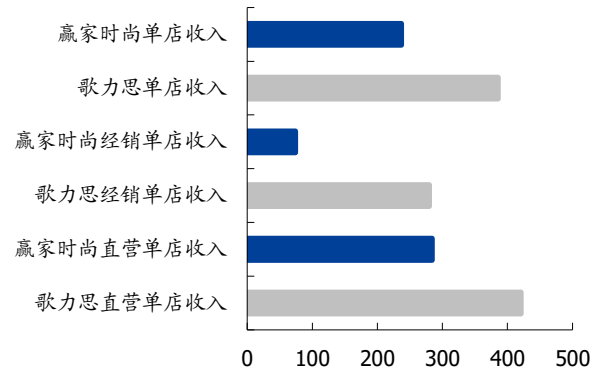
- **与同业对比来看：**相较行业领先水平而言，公司的渠道质量仍有进一步提升的空间。2022年公司直营/经销单店平均实现收入分别 284/74 万元，同期中高端女装集团歌力思（603808.SH）直营/经销单店平均实现收入分别 421/280 万元，可见公司门店平均带来的报表端收入（尤其是加盟渠道）较同业优秀水平而言仍有较大的提升空间。

图表 36: 2014-2022 年公司店铺平均年销售收入（万元/店）



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 37: 2022 年赢家时尚与歌力思门店店均收入对比（万元/家）



资料来源: Wind, 公司公告 (歌力思与赢家时尚公告), 国盛证券研究所

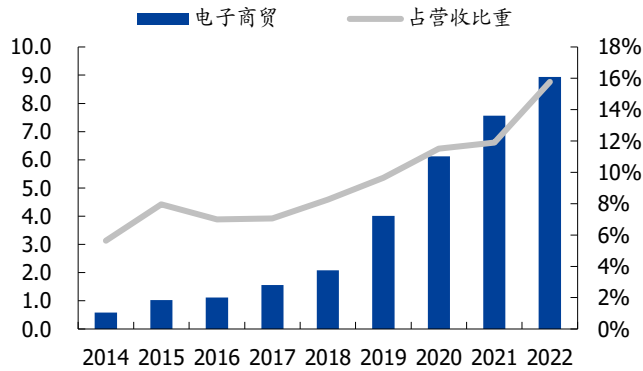
### 2.3.2 电商：渠道占比 16%，新零售工具助力私域流量维护

过去十年间，我国电子商务市场迅速崛起，对服装品牌商的销售业态产生影响。对于中高端服装品牌来说，由于服装消费需要线下试穿、销售服务的同时加持，当前电商逐步成为品宣、销售、客群服务的重要渠道之一，与传统线下渠道相辅相成。

目前公司电商渠道占比约中双位数、匹配品牌属性。上市以来公司电商渠道迅速扩张，电商渠道收入由 2014 年的 0.58 亿元增长至 2022 年的 8.93 亿元，占营收比重由 2014 年的 5.6% 上升至 2022 年的 15.8%。

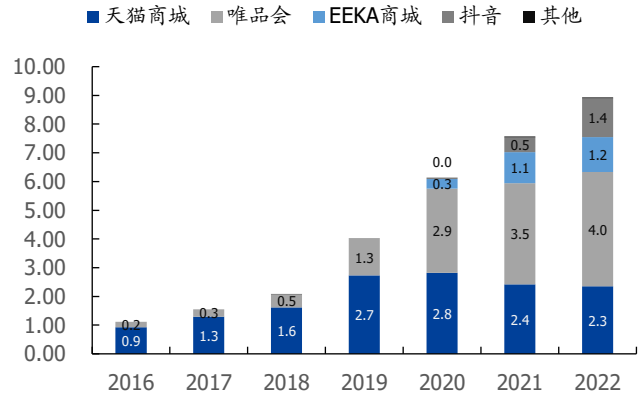
公司积极布局多个电商平台，牢抓传统平台的同时把握私域流量维护。细分平台来看，公司在稳固传统电商平台天猫、唯品会的同时，2020 年开始大力发展私域平台（EEKA 在线商城）与直播等新零售平台（抖音为主），扩大市场份额。据公司公告，2020~2022 年天猫平台收入分别为 2.8/2.4/2.3 亿元，占电商渠道比例分别为 46.0%/32.0%/26.3%、逐年下降；与此同时，其他平台占比逐年有提升。2022 年天猫/唯品会/EEKA 商城/抖音平台收入占电商渠道比重分别为 26.3%/44.6%/13.6%/15.1%。

图表 38: 2014-2022 年公司电商渠道收入及占营收比重 (亿元, %)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 39: 电商细分渠道收入 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

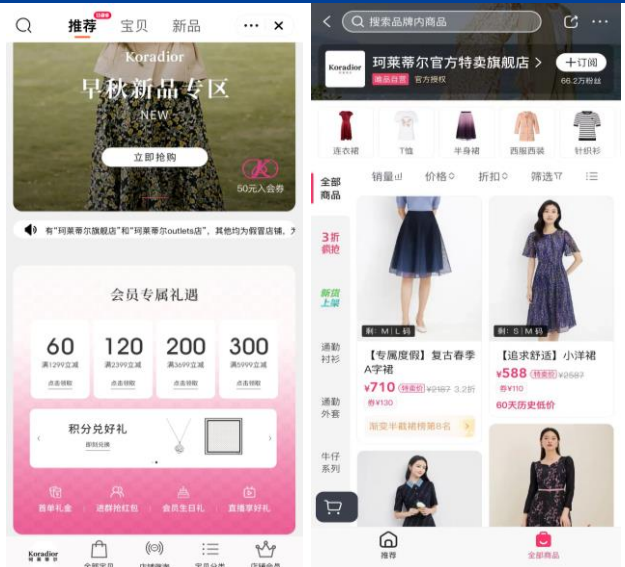
- **EEKA 商城:** 2020 年公司正式上线微信小程序“EEKA 商城”，囊括公司旗下各个品牌。公司基于微信生态社交电商平台发展公司各大品牌的私域运营模式，建立 EEKA 商城，以此快速建立私域流量池，消费者可以通过添加私人搭配师企业微信的、邀请亲友等多项参与方式获得优惠。在 EEKA 小程序中，公司集合旗下品牌优势，通过分品类、分价格带、分主题等方式为客户推荐丰富的产品。
- **天猫:** 公司旗下八大品牌均有自己的独立旗舰店，充分参与市场竞争。据天猫数据显示，目前（截至 2024/3/24）koradior 天猫旗舰店粉丝量 169.1 万、NAERSI 为 86.9 万、NEXYCO 为 69.1 万，我们判断基本处于国内中高端女装赛道较好水平。各品牌旗舰店内均设有 VIP 模块，提升顾客粘性并收集信息资料；同时通过淘宝直播通道促进主推款式的销售。
- **唯品会:** 作为主打品牌特卖的渠道，我们判断唯品会折扣一般低于其他渠道。通过线上唯品会、线下奥莱店的组合方式，公司得以有效去化过季库存（赢家授权唯品会，由唯品会进货、销售、发货和售后）。
- **抖音:** 公司旗下八大品牌均有自己的独立官方抖音账号，乘直播行业快速发展的东风，通过在线直播、短视频等新零售方式吸引客群，并促达产品销售。

图表 40: EEKA 时尚商城 (左) / Koradior 品牌抖音界面 (右)



资料来源: 微信小程序 EEKA 时尚商城, 抖音, 国盛证券研究所

图表 41: Koradior 品牌天猫旗舰店界面 (左) / 唯品会店铺界面 (右)



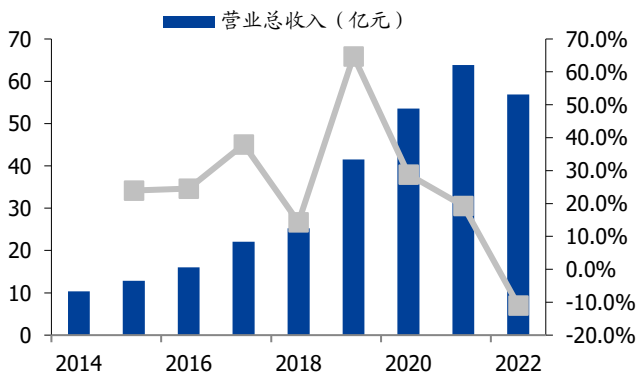
资料来源: 天猫, 唯品会, 国盛证券研究所

### 3. 财务分析与盈利预测

**1、收入: 2022 年国内消费环境波动, 造成公司收入出现下滑。2023 年以来则在低基数下实现高速增长。**1) 2022 年公司营业总收入 56.9 亿元, 同比下降 10.9%, 系公司上市以来收入首次下滑, 我们判断主要系消费环境波动使得线下门店客流量骤减、进而影响直营及经销门店销售所致, 2022 年公司直营/加盟渠道收入同比分别-11.5%/-40.5%。2) 2023 年以来, 伴随着客流回暖、消费环境复苏, 各品牌终端销售同比快速增长, 2023H1 公司营业总收入同比+15.4%至 33.5 亿元。

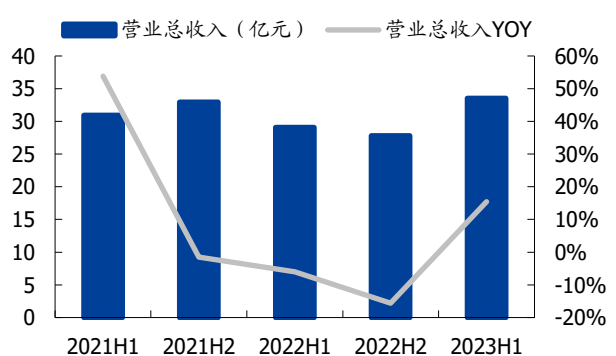
**此前公司业务规模持续快速扩张, 2014 年至 2021 年收入 CAGR 高达 29.6%。**上市以来, 随着品牌矩阵的扩张+品牌自身规模的增长, 公司线下门店数量 (2022 年合计 2006 家, 2014 年仅 338 家) 及电商零售规模 (2022 年电商收入 8.93 亿元, 占比 15.8%) 均持续扩张, 驱动公司营业收入中长期持续保持较快的增长速度。我们判断未来产品效率提升带动的店效稳步增长有望继续接力驱动公司中长期收入持续增长, 估计 2023~2025 年公司收入有望同比+23%/+18%/+16%至 69.5/82.1/94.8 亿元。

图表 42: 2014-2022 年公司营业总收入及 YOY (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 43: 2021H1-2023H1 公司营业总收入及 YOY (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**分品牌来看: 珂莱蒂尔线稳健发展, 娜尔思线增速更快。**2022 年三大核心品牌珂莱蒂尔/娜尔思/奈蔻收入占公司主营业务收入比重分别为 34.9%/21.8%/13.9%。我们判断

未来核心品牌占比有望基本保持稳定，成长中品牌 NEXY.CO 与 Koradior Elsewhere 销售增速或略快于公司大盘。

- 原创珂莱蒂尔线中，珂莱蒂尔、拉珂蒂、珂思品牌 2017-2022 年收入 CAGR 分别为 6.0%/16.7%/8.7%（2022 年因环境因素各品牌销售表现异常，2017-2021 年各品牌 CAGR 分别为 12.0%/21.9%/14.8%）。
- 娜尔思线中，奈蔻、娜尔思、娜尔思灵品牌 2019-2022 年收入 CAGR 分别为 37.7%/18.5%/14.4%（2019-2021 年 CAGR 为 70.2%/36.3%/30.1%）。
- 卡迪黛尔与仿佛品牌 2022 年收入分别 3.49 亿/1.21 亿元，逆势同比增长。卡迪黛尔 2017-2022 年收入 CAGR 为 15.1%。仿佛自成立以来规模扩张速度快、但体量仍有较大增长空间。

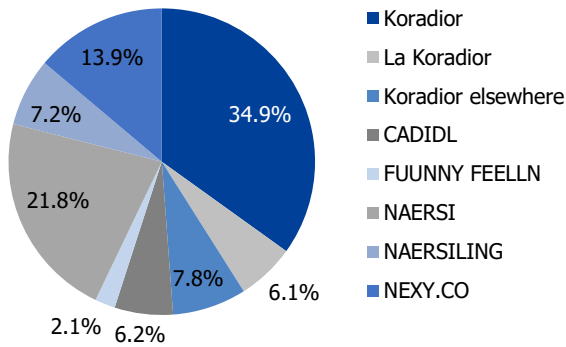
我们分品牌对于销售收入表现进行预测：1）假设各品牌门店数量未来保持稳健扩张趋势，其中 NEXY.CO、Koradior Elsewhere 品牌因为门店体量规模尚小、预计未来拓店增速相对较快。2）假设伴随着产品卓越体系的落地与完善，品牌新品售罄率有望改善，进而带动未来各品牌平均店效未来稳健快速增长。基于以上假设，我们测算各品牌销售收入预测数据如下：

图表 44: 分品牌收入盈利预测表 (百万元)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>6,355</b>	<b>5,663</b>	<b>6,953</b>	<b>8,207</b>	<b>9,484</b>
<b>YOY</b>	<b>19%</b>	<b>-11%</b>	<b>23%</b>	<b>18%</b>	<b>16%</b>
Koradior	2,325	1,977	2,289	2,650	2,988
<b>YOY</b>	<b>18%</b>	<b>-15%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>13%</b>
La Koradior	353	346	484	557	585
<b>YOY</b>	<b>17%</b>	<b>-2%</b>	<b>40%</b>	<b>15%</b>	<b>5%</b>
Koradior Elsewhere	505	442	563	696	855
<b>YOY</b>	<b>11%</b>	<b>-13%</b>	<b>27%</b>	<b>24%</b>	<b>23%</b>
NAERSI	1,381	1,237	1,416	1,645	1,912
<b>YOY</b>	<b>15%</b>	<b>-10%</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>
NEXY.CO	872	785	1,082	1,325	1,575
<b>YOY</b>	<b>42%</b>	<b>-10%</b>	<b>38%</b>	<b>22%</b>	<b>19%</b>
NAERSILING	460	407	540	640	738
<b>YOY</b>	<b>8%</b>	<b>-12%</b>	<b>33%</b>	<b>18%</b>	<b>15%</b>
CADIDL	342	349	433	528	642
<b>YOY</b>	<b>46%</b>	<b>2%</b>	<b>24%</b>	<b>22%</b>	<b>22%</b>
FUUNNY FEELLN	116	121	143	164	189
<b>YOY</b>	<b>133%</b>	<b>4%</b>	<b>18%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>

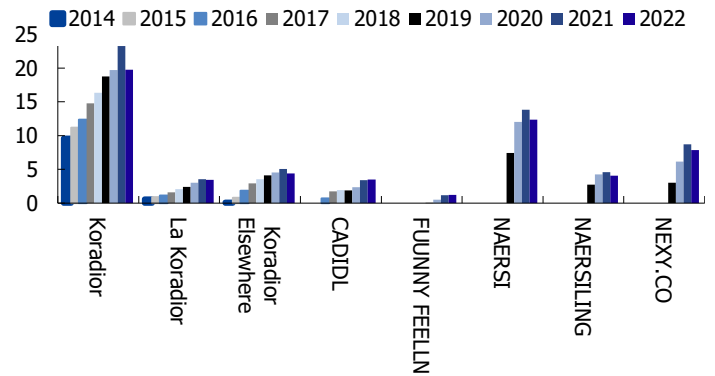
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所测算

图表 45: 2022 年公司各品牌占收入比重 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 46: 2014-2022 年公司各品牌收入 (亿元)

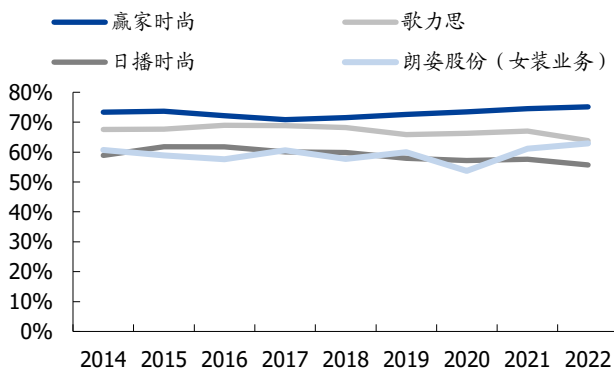


资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

分渠道来看: 过去电商迅速扩张、直营稳健增长、加盟则有波动。1) 从收入占比来看: 2022 年直营/经销/电商收入分别为 44.2/3.3/8.9 亿元, 占收入比例分别为 78.0%/5.9%/15.8%, 我们判断未来电商多平台发力、线下门店稳步扩张+店效提升有望带动公司收入表现。2) 从收入增速上来看, 2019-2022 年间收入增长最快的渠道是电商 (CAGR 为 30.6%), 主要系积极入驻抖音等新平台、开创 EEKA 线上购物商城所致, 我们判断后续有望保持稳健增长。直营渠道增速相对稳健, 经销商渠道收入近年来波动较大。

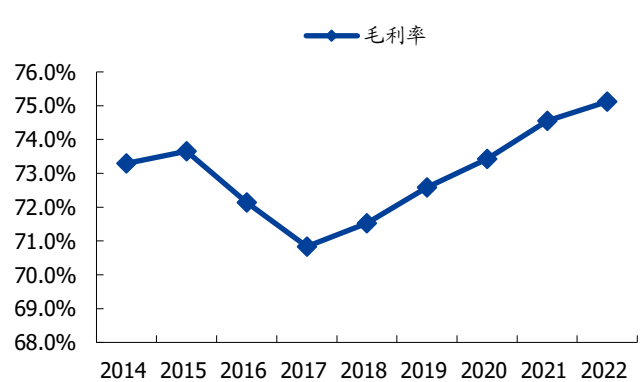
2、毛利率: 2022 年公司毛利率高达 75.1%, 近 5 年来稳步提升。回顾公司历史: 1) 公司毛利率在 2015-2017 年间曾有略微下降, 2017-2022 年公司毛利率分别为 70.8%/71.5%/72.6%/73.4%/74.6%/75.1%, 我们判断 2023 年伴随公司折扣优化、毛利率有望同比 2022 年提升, 预计 2024~2025 年毛利率有望稳中有增。2) 与同行业公司 (歌力思、日播时尚、朗姿股份、安正时尚) 对比来看, 公司毛利率水平始终处于领先水平, 在 2018 年率先呈现向上提升趋势、并在 2022 年和其他公司拉开较大差距, 我们判断主要系公司内部管理效率及品牌实力均处于行业领先地位, 在提供了较大的产品溢价空间的同时、严格管控终端折扣、通过采购集中化降低营业成本, 在弱消费环境下仍保持坚挺的高毛利率水平。

图表 47: 2014-2022 年同行业公司毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 48: 2014-2022 年公司毛利率 (%)



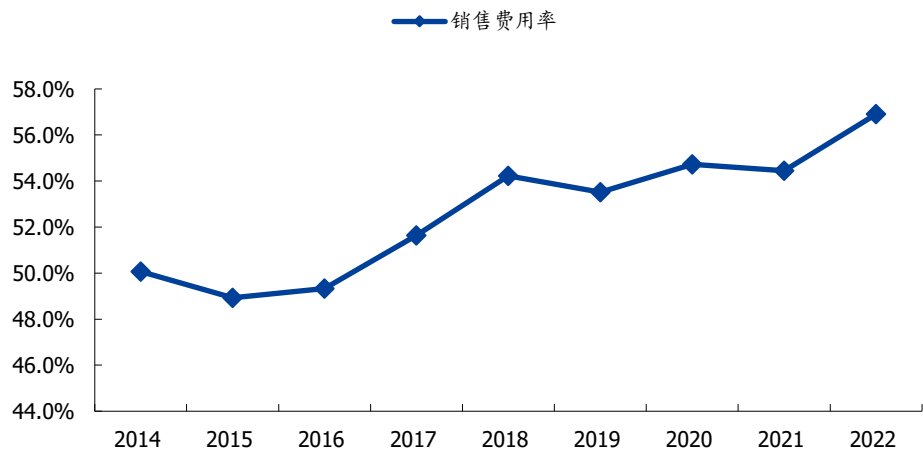
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3、费用率: 公司期间费用率 (其中大部分系销售费用率) 由 2018 年的 59.9% 上涨

至 2022 年的 68.3%，未来费用管理方面存在空间，我们估计公司销售费用率 2023 年有望下降、2024 年~2025 年有望维持相对稳定，进而带动公司盈利质量优化。

- 销售费用：公司以直营渠道为主，销售费用占收入比重较高，后续存在优化空间。
  - 1) 2014 至 2017 年公司销售费用率维持在 50% 上下、逐年略有增高。2018 至 2021 年在 54% 左右波动。我们判断销售费用率增长主要系公司为扩大业务规模（店铺入驻百货公司及购物商场开支）、提升品牌形象（广告及品牌建设及促销开支）、促进销售表现（销售及营销人员的薪金与员工福利）增加开支所致。
  - 2) 2022 年销售费用率上升至 56.9%，到达历史新高，主要是由于当年收入下降所致。
  - 3) 2023 年以来，伴随着终端的修复，公司直营渠道正向经营杠杆显现，我们估计 2023 年公司销售费用率同比有望明显下降、2024~2025 年预计维持在 50% 左右、
- 行政开支：近年公司行政开支有所上升（行政开支占收入的比例：2018 年 5.9% VS 2022 年 10.6%）主要系公司研发开支增加，以及因 2019 年收购 Keen Reach 导致公司行政人员的薪金及福利增加。

图表 49: 2014-2022 年公司销售费用率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

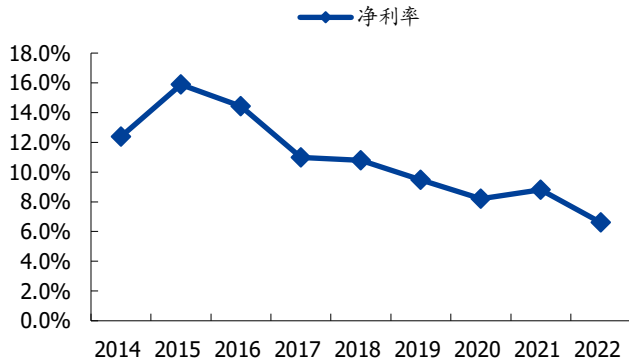
**4、净利率：**近年来公司毛利率表现强势，但受到期间费用率提升的拖累，净利率整体来讲呈现下降趋势，2022 年公司净利率仅 6.8%。1) 自 2015 年以来，公司净利率呈下降走势，虽然公司在营业成本方面管理成效显著（2022 年毛利率高达 75.1%），但无法抵消销售费用与管理费用提升带来的影响。我们判断未来随着费用管控效果显现，2023-2025 年净利率分别有望达 12.5%/12.6%/12.9%。2) 对比同行业公司（歌力思、日播时尚、朗姿股份、安正时尚）来看，2021 年及以前公司净利率处于中等水平，2022 年受环境影响整体服装行业盈利情况表现不佳，公司净利率短期波动、后续稳步回升。

图表 50: 盈利质量拆分表

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利率	74.6%	75.1%	76.1%	76.6%	76.9%
营业费用率	54.7%	57.1%	51.1%	50.7%	50.5%
管理费用率	8.4%	10.6%	7.4%	7.4%	7.4%
净利率	8.9%	6.8%	12.5%	12.6%	12.9%
净利润(百万元)	564	382	868	1,037	1,219
YOY	24.6%	-32.2%	126.9%	19.5%	17.6%

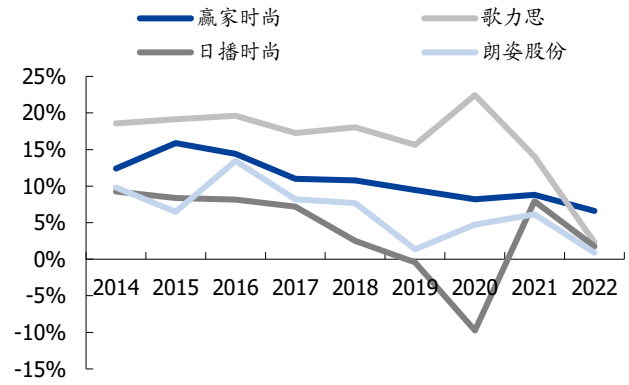
资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

图表 51: 2014-2022 年同业公司净利率对比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

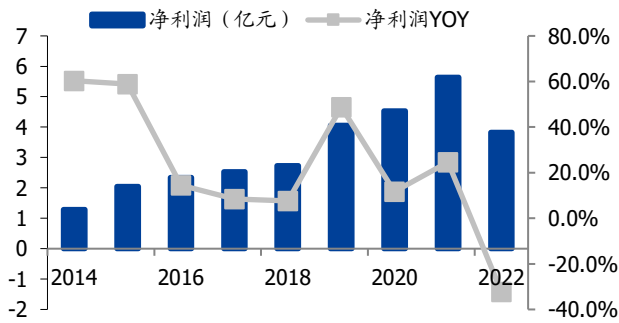
图表 52: 2014-2022 年公司销售净利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

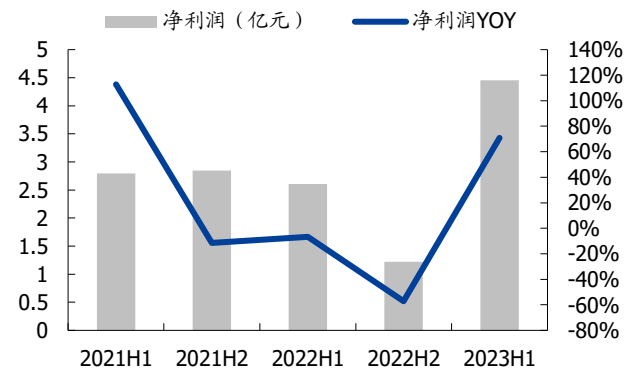
从净利润增速来看: 收入大幅增长抵消了净利率的小幅度下滑, 公司净利润 2021 年及以前仍保持着稳健快速增长; 2022 年净利润收到环境波动影响, 2023 年在低基数下高速增长。2017-2022 年净利润分别为 2.54/2.73/4.06/4.53/5.64/3.82 亿元, 扣非后归母净利润为 2.44/2.51/3.93/4.05/5.16/3.06 亿元 (包含 2019 年收购 Keen Reach 后合并报表影响)。

图表 53: 2014-2022 年公司净利润及 YOY (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 54: 2021H1-2023H1 公司净利润及 YOY (亿元)

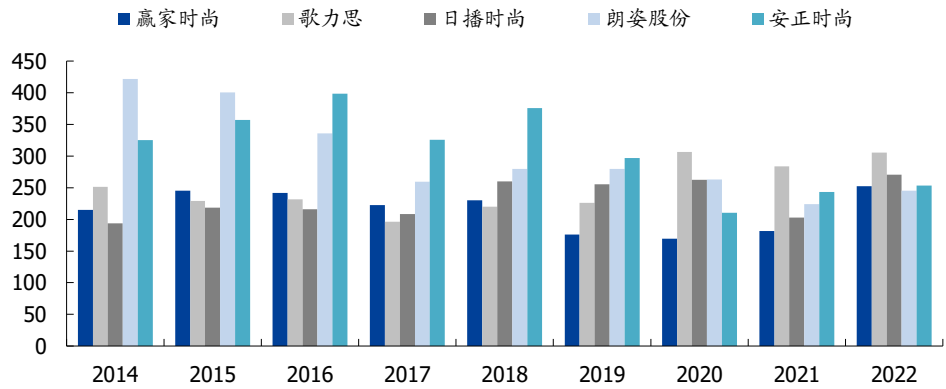


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3、营运能力: 存货周转速度相对较快, 营运能力保持稳定。

- **存货周转天数:** 公司通过升级管理提升快反, 升级供应链打造小批量多批次的生产模式, 同时前端销售发展清库存渠道 (例如唯品会、天猫 outlets 店铺等), 库存管理成效较好, 上市至今存货周转天数基本处于较低水平, 2020~2022 年末公司存货周转天数分别为 169/182/252 天 (2022 年因环境波动影响售罄致使存货积压, 2023 年以来已有改善)。

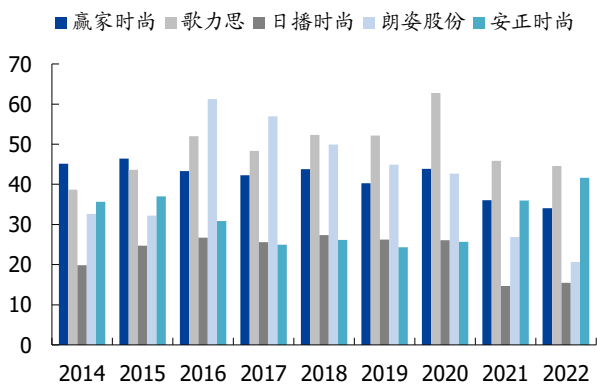
图表 55: 2014-2022 年同行业公司存货周转天数 (天)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

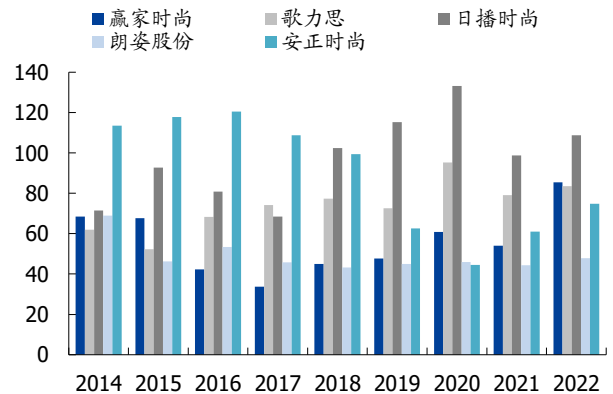
- **应收账款周转天数:** 2016 年至今公司应收帐款周转天数一直稳定位于行业中游水平, 2020-2022 年分别为 44/36/34 天。
- **应付账款周转天数:** 伴随着公司提升供应链集中度、同时生产销售规模上升, 我们判断公司在采购时面向供应链话语权有所提升、近年来应付账款周转天数有所增加 (2020-2022 年分别为 61/54/85 天)。

图表 56: 2014-2022 年同行业公司应收账款周转天数 (天)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

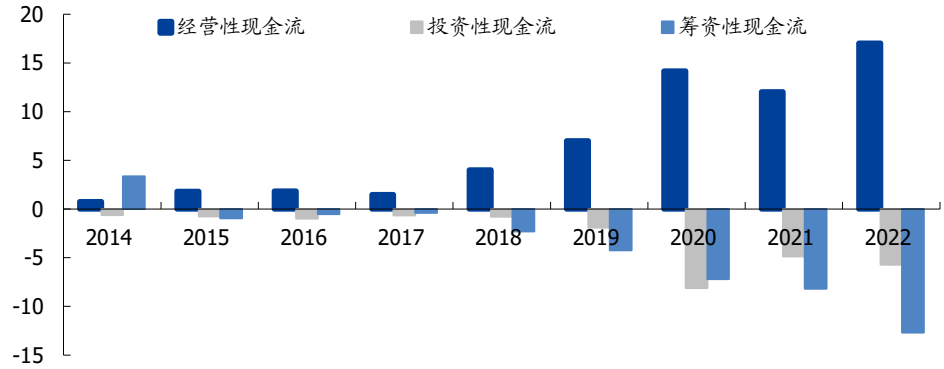
图表 57: 2014-2022 年同行业公司应付帐款周转天数 (天)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**现金流:** 伴随着公司业务规模的扩张, 现金流规模也逐年有所增加。公司经营业务回款能力较好, 2018-2022 年公司经营活动产生的现金流量净额分别为 4.0/7.0/14.2/12.0/17.0 亿元, 分别为同期净利润的 1.5/1.7/3.1/2.1/4.4 倍。

图表 58: 2014-2022 年公司经营性/投资性/融资性现金流量净额 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 4. 估值与投资建议

在上一章节中我们对各业务及公司盈利质量进行了拆分及预测，核心结论如下：

- **收入层面：**我们估计 **2023~2025 年公司收入有望同比+23%/+18%/+16% 至 69.5/82.1/94.8 亿元**。1) 随着品牌矩阵的扩张+品牌自身规模的增长，公司线下门店数量（2022 年合计 2006 家，2014 年仅 338 家）及电商零售规模（2022 年电商收入 8.93 亿元，占比 15.8%）均持续扩张，驱动公司营业收入中长期持续保持较快的增长速度，2014 年至 2021 年收入 CAGR 高达 29.6%。2) 展望未来，我们判断未来产品效率提升带动的店效稳步增长有望继续接力驱动公司中长期收入持续增长，核心品牌收入占比预计保持相对稳定。
- **业绩层面：**我们预计 **2023~2025 年公司业绩分别 8.68/10.37/12.19 亿元，同比分别+126.9%/19.5%/17.6%**。2022 年消费环境波动下公司经营业绩表现受到影响，2023 年以来伴随着终端客流好转，公司直营渠道正向经营杠杆得以体现。

图表 59: 2021-2025 年公司重要财务指标及预测 (百万元, 元, 倍, %)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,355	5,663	6,953	8,207	9,484
增长率 YoY(%)	19.3	-10.9	22.8	18.0	15.6
归母净利润(百万元)	564	382	868	1,037	1,219
增长率 YoY(%)	24.6	-32.2	126.9	19.5	17.6
EPS(元)	0.80	0.54	1.23	1.47	1.73
净资产收益率(%)	14.3	9.4	17.6	18.1	18.1
P/E(倍)	16.2	23.9	10.5	8.8	7.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

基于以上盈利预测，我们对于公司合理价格进行测算：

- **绝对估值：**按照 DCM 模型 FCFE 估值法，假设永续增长率为 2.0%、市场预期收益

率为 8%、 $\beta$  值为 1.3，股权资本成本  $K_e$  为 9.65%，再针对股权资本成本和永续增长率进行敏感性分析，得出合理股价约 **18.7 港元/股**，对应合理总市值约为 **131 亿港元**，合理股价对应 **2024 年 PE 为 11.5 倍**。

图表 60: 公司绝对估值敏感性 (港元)

永续增长率 g \ $K_e$	1.65%	1.73%	1.81%	1.90%	2.00%	2.10%	2.21%	2.32%	2.43%
7.94%	22.06	22.36	22.71	23.12	23.59	24.14	24.80	25.58	26.53
8.34%	20.88	21.15	21.45	21.80	22.21	22.68	23.24	23.91	24.71
8.75%	19.79	20.02	20.28	20.58	20.93	21.34	21.82	22.38	23.06
9.19%	18.76	18.96	19.19	19.45	19.75	20.11	20.51	21.00	21.57
9.65%	17.81	17.98	18.18	18.40	<b>18.67</b>	18.97	19.32	19.73	20.22
10.13%	16.91	17.06	17.23	17.43	17.66	17.91	18.22	18.57	18.98
10.64%	16.07	16.21	16.35	16.52	16.72	16.94	17.20	17.50	17.85
11.17%	15.29	15.40	15.53	15.68	15.85	16.04	16.26	16.52	16.82
11.73%	14.56	14.65	14.77	14.89	15.04	15.20	15.39	15.61	15.87

资料来源: 国盛证券研究所测算

**相对估值:** 1) 从行业层面来看，服装品牌 2023 年业绩反弹，2024 年以稳健增长为主。2) 从公司层面来看，产品及渠道提效有望带动公司收入及业绩高质量增长，我们判断往后看 3~5 年公司成长性预计好于行业平均水平。当前公司股价对应 2023~2025 年 PE 分别为 10.5/8.8/7.5 倍，低于可比公司平均 PE 水平，我们认为估值具备较强吸引力。

**投资建议:** 考虑公司旗下品牌在中高端女装市场地位相对牢固，中长期产品提效带来的业绩成长性较好，目前估值具备强吸引力。我们测算合理股价约 18.7 港元/股，对应合理总市值约为 131 亿港元，合理股价对应 2024 年 PE 为 11.5 倍。综合考虑盈利预测与估值水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 61: 可比公司估值表 (股价截至 2024/3/21)

公司代码	公司简称	总市值	归母净利润 (亿元)				PE		
			2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
3709.HK	赢家时尚	91.5	3.8	8.7	10.4	12.2	10.5	8.8	7.5
603808.SH	歌力思	30.7	0.2	1.2	3.2	3.7	26.2	9.7	8.3
603587.SH	地素时尚	61.2	3.8	5.2	6.1	6.9	11.9	10.0	8.9
603518.SH	锦泓集团	32.0	0.7	2.9	3.6	4.4	11.2	8.8	7.3
3306.HK	江南布衣	70.3	5.6	6.2	8.4	9.6	11.3	8.3	7.3
003016.SZ	欣贺股份	30.9	1.3	1.2	1.4	1.6	24.8	22.0	19.1
002832.SZ	比音勒芬	172.1	7.3	9.5	12.1	14.8	18.1	14.3	11.6
002154.SZ	报喜鸟	87.7	4.6	7.1	8.5	9.8	12.3	10.4	8.9
行业平均							15.8	11.5	9.9

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所测算

注: 赢家时尚、歌力思、地素时尚、比音勒芬、报喜鸟盈利预测为国盛证券研究所测算, 其余公司系 Wind 一致预测每股收益 (FY1, FY2, FY3)。

## 5. 风险提示

**产品革新效果不及预期。**公司近年提出“打造卓越产品体系”战略，强调 SKU 的有效性，若战略实施效果不及预期，恐对公司经营业绩造成影响。

**门店扩张不及预期风险。**公司中长期门店预计持续稳步扩张，若拓店情况不及预期，恐会影响公司收入及业绩表现。

**终端消费环境波动风险。**目前国内消费环境及居民消费力仍存在部分不确定性因素，或对公司经营表现造成扰动。

**行业竞争加剧风险。**公司定位于中高端女装赛道，行业竞争格局分散、头部品牌竞争激烈，未来或面临同业竞争带来的风险。

**测算假设不确定性可能带来的风险。**本文中测算各项假设系根据目前对行业及公司的预期情况估算，若测算假设不准确，可能影响业绩预测的准确性进而带来投资风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
	中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间	
	减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层  
 邮编：100077  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com