



## 莎莎國際 (178 HK)

### 旺季加速

#### 第三季總營業額按年升 12.5%

第三季 (2025/10/1 – 12/31) 總營業額按年升 12.5% 至 11.588 億港元；線下 +12.0% 至 9.521 億港元 (佔 82.2%)、線上 +14.9% 至 2.067 億港元 (佔 17.8%)。截至 2025 年 12 月 31 日合共 159 間店 (港澳 84 間、東南亞 75 間)，按年淨增 4 間。港澳同店銷售按年 +14.7%，客單價 +9.4%，交易宗數 +2.9%，呈現品質驅動的復甦。2025 年 11 月香港零售總額 +6.5% YoY，其中「藥物及化粧品」 +9.2% YoY，為第三季末的類別需求提供支撐，亦與公司線上線下雙位數增長相呼應。

#### 旅遊正面，但人均消費結構性轉弱

2025 年香港全年訪客 4,990 萬人次 (+12%)，12 月達 465 萬 (+9%)；內地佔比約 76%。澳門在「十一」與聖誕檔期亦創高。這與公司指港澳傳統旅遊區店舖表現理想一致；惟「特種兵式」短線、節省型旅遊抬頭，人均消費承壓，產品組合需更偏向高性價比與爆款。

#### 港澳同店與票單雙升，反映結構性復甦

第三季線上營收 2.067 億港元、內地貢獻 47.5%，港澳 33.6%，東南亞與其他 18.9%；供應鏈與平台效率改善，會員經營推動線上毛利率提升，與此前聚焦內地「輕資產」策略相一致。至於港澳線下營收，同店 +14.7%、客單 +9.4%、交易 +2.9%，顯示更多來自品類 / 組合與價格力提升，而非單純客流；公司強調旺季活動與陳列優化，傳統旅遊區（銅鑼灣、旺角、尖沙咀）銷售理想，對抗居民北上與外遊分流。

#### 東南亞在持續擴張，線下銷售按年增長 14%

東南亞市場持續表現亮眼，線下銷售按年增長 14%。管理層表示將「持續留意東南亞的業務表現，相信當地業務還有很大的優化及提升空間」。該區域是核心港澳市場以外的長期增長動力。綜合彭博分析，莎莎現價的 2026 財年市盈率為 14 倍，目前分析師的平均目標價為港幣 0.85 元，最高目標價達港幣 1.02 元。

### 未評級

當前股價 (港元)*	0.60
目標價 (港元)	N/A
上升/下跌空間 (%)	N/A
前次評級	未評級
前次目標價	N/A
恒生指數	26,558.28

\* 價格截至午市收市 22-Jan-26

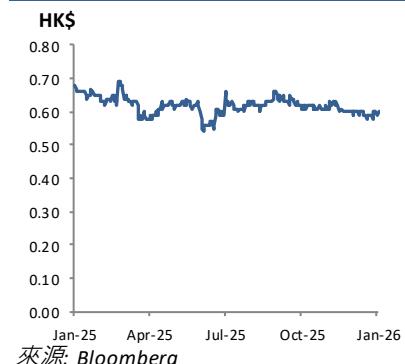
### 關鍵數據

股票代號	178 HK
總市值 (港元)	1,862
近3個月人均成交額	1.7
52周最高價 (港元)	0.75
52周最低價 (港元)	0.51
自由流通比率 (%)	49.9%
總股本 (百萬股)	3,103.2

### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1個月	0.0%	-2.8%
3個月	-1.6%	-4.5%
6個月	-9.1%	-14.0%

### 股價1年圖



葉偉焯 Raymond Ip  
raymond.ip@crosby.com  
+852 3476 2928



## 主要財務數據

Yr ended 31 Mar	FY 2023	FY 2024	FY 2025	Yr ended 31 Mar	FY 2023	FY 2024	FY 2025
<b>Income Statement (HKD'm)</b>							
Revenue	3,501	4,367	3,942	Net Income	58	219	77
YoY%	2.6	24.8	(9.7)	Dep & Amort.	339	377	399
<b>Gross profit</b>	<b>1,401</b>	<b>1,783</b>	<b>1,571</b>	Working capital changs	175	(84)	9
YoY%	11.2	27.3	(11.9)	Other adjustments	(428)	(253)	(336)
<b>EBITDA</b>	<b>347</b>	<b>666</b>	<b>503</b>	<b>Cash From Operations (CFO)</b>	<b>144</b>	<b>259</b>	<b>149</b>
YoY%	1,295	92.1	(24.5)	YoY%	N/A	79.3	(42.5)
<b>Net profit</b>	<b>58</b>	<b>219</b>	<b>77</b>	Capex	(59)	(69)	(59)
YoY%	N/A	275.8	(64.8)	Other investments	0	0	(70)
<b>EPS (Fully diluted)</b>	<b>0.019</b>	<b>0.071</b>	<b>0.025</b>	<b>Cash From Investing Activities</b>	<b>(59)</b>	<b>(68)</b>	<b>(129)</b>
YoY%	N/A	273.7	(64.8)	<b>Free Cash Flow (CFO - Capex)</b>	<b>85</b>	<b>190</b>	<b>90</b>
<b>DPS</b>	<b>0.000</b>	<b>0.050</b>	<b>0.025</b>	YoY%	N/A	123.8	(52.9)
YoY%	N/A	N/A	(51.0)	Net change in debts	22	97	(33)
<b>Balance Sheets (HKD'm)</b>							
Cash & Cash Equiv	303	458	301	Shares issue & buyback (net)	0	0	0
ST Investments	0	0	0	Dividends	0	0	(178)
AR	66	73	65	Others	(100)	(133)	35
Inventories	669	705	670	<b>Cash from Financing Activities</b>	<b>(79)</b>	<b>(36)</b>	<b>(176)</b>
Other current assets	170	149	197	Opening cash	296	303	458
<b>Total Current Assets</b>	<b>1,209</b>	<b>1,384</b>	<b>1,233</b>	Net Changes in Cash	7	155	(157)
PP&E	715	846	824	<b>Closing cash</b>	<b>303</b>	<b>458</b>	<b>301</b>
LT Investments	0	0	0	<b>Ratios</b>			
Other Non-curr assets	290	274	269	Gross margin	40.0%	40.8%	39.8%
<b>Total Non-Current Assets</b>	<b>1,005</b>	<b>1,120</b>	<b>1,093</b>	Ebitda margin	9.9%	15.2%	12.8%
Payables & Accruals	542	517	456	Net margin	1.7%	5.0%	2.0%
ST Debts	262	298	312	Payout	0.0%	70.9%	98.8%
Other current Liabilities	0	0	0	Effective tax	N/A	17.9%	16.3%
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>804</b>	<b>815</b>	<b>768</b>	Ebit margin (%)	0.1	6.7	3.1
LT Debts	334	394	347	Interest burden (x)	-3.03	0.91	0.76
Other LT Liabilities	35	43	53	Tax budren (x)	-4.06	0.82	0.84
<b>Total Long-Term Liabilities</b>	<b>368</b>	<b>437</b>	<b>400</b>	Asset turnover (x)	1.63	1.85	1.63
Shareholders' Equity	1,041	1,252	1,158	Leverage (x)	2.12	2.06	2.00
Minority interests	0	0	0	<b>ROE</b>	<b>5.8%</b>	<b>19.1%</b>	<b>6.4%</b>
<b>Total Equity</b>	<b>1,041</b>	<b>1,252</b>	<b>1,158</b>	<b>ROIC</b>	<b>5.3%</b>	<b>14.6%</b>	<b>5.0%</b>
Total Debts	596	692	659	Total debts / Total Capital	36.4%	35.6%	36.3%
Net cash / (debts)	(292)	(234)	(358)	Net debts / SH Equity	28.1%	18.7%	30.9%

來源: Bloomberg, Crosby Securities



## 信息披露

本研究報告中的資訊和意見由英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及 / 或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）以及本報告中指定的研究分析師編制。

### 分析師的保證披露

就研究報告全部或部分的內容，研究報告中提及的個別券商或發行商，每位分析師均有主要責任及保證：（一）所表達的觀點均準確反映了其個別證券或發行商的個人看法，包括關於英皇及高誠的觀點，且以獨立的方式準備；及（二）分析師在研究報告中表達直接或間接的具體建議或觀點，不會與過去或現在報酬的任何部分相關。

就研究報告的內容，每位分析師進一步確認：（一）分析師及／或其聯繫人（根據香港證券及期貨事務監察委員會頒布《操守準則》的定義）均沒有在研究報告發佈日期前的 30 個公曆日買賣過研究報告提及的股票；（二）分析師及／或其聯繫人均沒有擔任研究報告提及上市公司的的高級人員；及（三）分析師及／或其聯繫人均沒有對研究報告涉及的股票擁有任何財務利益。

### 股票的評級披露

#### 基本的評級制度

基本的評級制度是根據我們對股票未來 12 個月潛在總回報率的預估。潛在總回報率是指（1）未來 12 個月股價上漲或下跌幅度（以百分比表示）及（2）未來 12 個月的總股利收益率。

**買入 (BUY) :** 預計該股票的潛在總回報率（大型股票 / 中小型股票）將分別超過 10% / 15%。

**中性 (NEUTRAL) :** 預計該股票的潛在總回報率分別為大型股票 -10% 至 10% / 中小型股票 15%。

**賣出 (SELL) :** 預計該股票未來 12 個月的潛在總回報率低於 -10%。

#### 策略性建議的評級系統

策略性建議的評級系統是根據短期的股價催化因素、技術分析因素和 / 或量化分析，預計持續時間為三個月。策略性建議的評級系統可能針對評級系統未涵蓋的公司，或與我們對同一家公司的基本評級相反的公司。

**策略買入 (TB) :** 該股票的潛在總回報預計超過 20%。

**策略賣出 / 做空 (TS/TSH) :** 預計該股票的潛在總回報將低於 -20%。

**平倉 / 到期策略性建議:** 策略性建議的評級將在以下情況下被視為結束或過期：（一）股價在策略性建議後達到獲利或止蝕水平；或（二）在策略性建議後起的 3 個月後（以較早者為準）。

**未評級 (NR) :** 沒有基本或策略性建議評級的股票。

**審查中 (UR) :** 股票的目標價和 / 或評級的指示會因在短期內發生的變化，通常是因為可能影響投資前景或估值的事件。

我們一般將市值達到或高於 50 億美元的公司定義為大型股票，而市值低於此水平的公司則定義為中小型股票。

由於每日的價格波動，個別規模類別股票的實際總市值可能會暫時偏離上述門檻及策略性建議的評級涵蓋股票的潛在總回報可能暫時與指定的基本評級相關的定義的潛在總回報不一致。

**一般披露與免責聲明**

本研究報告是根據我們認為可靠的公開資訊而編寫，但英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及 / 或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）未對本研究報告的內容進行獨立核實，也不明示或暗示其內容的公正性、準確性、及時性、合理性或完整性，使用者不應以此作為依據。本研究報告所載資訊與觀點僅供投資者參考，並未考慮個別客戶的具體投資目標、財務情況或需求，也不構成買賣證券或其他金融產品的要約、邀請或任何投資建議或服務。在任何情況下，本研究報告所載資訊或所表達的觀點均不構成對任何人的個人建議。

英皇及高誠可能持有並且可能進行與本研究報告所提及公司相關證券的持倉及交易，也可能為該等公司提供或尋求提供投資銀行或財務顧問服務。投資者應該知悉，相關持倉及交易可能影響本研究報告客觀性的利益衝突。英皇及高誠及其高級職員、董事和員工但不包括股票和信用分析師，可能不時在本研究報告所提及的證券或其他金融產品中持有長倉或空倉，並可能以個人身份進行買賣。投資者應就建議自行獨立評估本研究報告所載資訊，並考慮自身的投資目標、財務狀況及特殊需求，並在參與本研究報告所涉及公司證券相關的任何交易前，應諮詢自己的專業和財務顧問，以了解法律、商業、財務、稅務及其他相關方面的事項。英皇及高誠及其股東或相關聯繫人，概不對因使用或依賴本文件或其內容或相關的任何事項而造成任何損失或後果承擔任何責任。.

本研究報告所載資訊，以及其中的意見、估值、評級、估算和預測，可能會隨時變更，並且可能在未經通知的情況下進行修正。過去的表現並不能作為未來表現的可靠指標。在若干的時期，英皇及高誠可能會發布與本文所載的意見、估值、評級、估算和預測不一致的報告。

英皇及高誠的銷售人員、交易員及其他專業人士可能會提供口頭或書面的市場評論或交易觀點，這些可能與本研究報告中提出的建議和意見不一致，甚至有不同的觀點。此類觀點或建議反映了制定者的不同假設、觀點和分析方法，英皇及高誠沒有義務確保此類其他交易觀點或建議給予研究報告的任何收件人知悉。英皇及高誠的資產管理部門、自營交易台部門及其他投資業務可能會作出與本報告中表達的建議或意見不一致的投資決策。

本文件是嚴格保密僅供收件人使用。此文件僅供您參考，不得複製、再分發或以任何方式（直接或間接）傳遞給任何其他人士，也不得全部或部分刊登，用於任何目的。此文件或其任何副本不得帶出香港或傳送到香港以外的地區。若在其他司法管轄區分發此文件，可能受到法律限制，持有此文件的人士應自行了解並遵守相關限制。通過接受本研究報告，您即表示同意遵守上述指示。

本研究報告只限於在香港發佈。研究報告未有提供給任何其他法管轄區內的人士或實體，也不得被任何人在提供或使用該等資料違反當地適用的法律、規則或法規、政府當局或監管或自律組織或結算組織的規定的情況下使用。

**此報告的版權屬於英皇及高誠，未經英皇及高誠給予書面許可的情況下，嚴禁進行任何形式的未經授權的傳播、複製、出版、發布或引用。**