

维珍妮 (02199.HK)

上半财年收入环比增长 9%，毛利率提升

买入

核心观点

上半财年品牌去库存影响同比表现，环比改善趋势向好。公司是全球领先的内衣龙头制造商，截至 2023 年 9 月 30 日止的 6 个月（2024 财年上半年），公司收入同比下降 23%至 35.5 亿港元，净利润下滑 66%至 1.1 亿港元，中期派息率 40%。业绩表现符合预期，同比下降较多，主要由于 2023 财年下半年开始海外品牌去库存导致订单锐减，但 2024 财年上半年收入已环比增长 8.5%，产能利用率、生产效率和产品附加值提升，毛利率环比增加 1.3 个百分点至 23.8%。

逆境中集团加强费用管控，但财务费用率受海外加息影响同比增加 1.2 个百分点。另外，1) 深圳工厂陆续搬迁到肇庆，上半财年产生劳务补偿 8600 万港元，占收入比重 2.4%；2) 应占联营公司利润 52 万港元（主要为维密中国的分占利润），去年同期亏损 5000 万元。综合上述影响因素，净利率环比提升 0.9 个百分点至 3.0%。

订单环比向上趋势明朗，关注盈利修复弹性。1) **订单展望：**公司预期 2024 财年下半年，贴身内衣订单环比稳中有升，运动板块进一步发展；2025 财年运动板块有望全面恢复，预计 2025 财年越南基地（占销售比重 85%）产能利用率将回升至 2023 上半财年的高位水准，同时肇庆新园区陆续投产，设计产能是原深圳园区 2 倍。2) **劳务补偿预期：**深圳园区搬迁，预计 2024 财年上半年产生劳务补偿 1.6 亿港元以上，占劳务补偿总额约 25%，剩余 75%将在 2025-2026 财年完成。3) **中长期看点：**第一，工艺优化和自动化推进助力人效提升、产品创新带动单价提升、产能利用率爬坡降低折旧占比，带动利润率持续提升。第二，与维密中国成立合资公司后，在营销、创新和新零售发力，一方面中国市场增加的爆款开发反哺美国市场，公司与客户合作加深；另一方面维密中国快速增长贡献应占联营公司利润。

风险提示：海外品牌持续去库存；海外经济衰退；贸易战；系统性风险。

投资建议：订单向上趋势明朗，中长期利润率有望持续改善。上半财年业绩表现较好，目前看订单低点已过，改善趋势明朗，2025 财年有望恢复正常。中长期，受益女子运动景气和瑜伽品类的开拓，公司有较好的成长潜力，随着人效和产能利用率的提升，利润率有望持续改善。由于深圳园区搬迁产生劳务补偿支出较大，下调盈利预测，预计公司 FY2024-FY2026 净利润分别 3.0/4.3/5.4 亿港元（原 4.0/5.5/6.6 亿港元），同比变动-21%/+42%/+26%，由于盈利预测下调，下调合理估值至 2.8-3.0 港元（原为 3.8-4.0 港元），对应 FY2025 PE 8.0-8.5x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入(百万元)	8,347	7,879	7,355	8,367	9,044
(+/-%)	39.70%	-5.60%	-6.70%	13.80%	8.10%
净利润(百万元)	521	383	303	430	540
(+/-%)	314.80%	-26.40%	-21.00%	42.10%	25.50%
每股收益(元)	0.43	0.31	0.25	0.35	0.44
EBIT Margin	6.50%	7.00%	10.70%	11.40%	11.60%
净资产收益率 (ROE)	14.30%	10.80%	8.00%	10.50%	12.00%
市盈率 (PE)	5.1	7.0	8.8	6.2	4.9
EV/EBITDA	7.6	14.2	6	5.4	5.1
市净率 (PB)	0.67	0.69	0.65	0.6	0.54

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

纺织服饰 · 纺织制造

证券分析师：丁诗洁

证券分析师：关竣尹

0755-81981391

0755-81982834

dingshijie@guosen.com.cn guanjunyin@guosen.com.cn

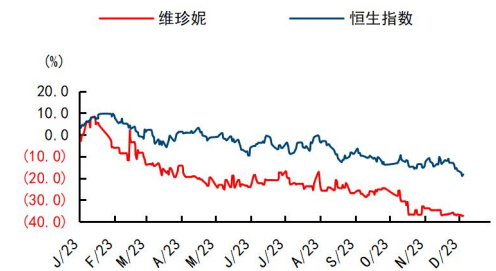
S0980520040004

S0980523110002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	2.80 - 3.00 港元
收盘价	2.18 港元
总市值/流通市值	2669/2669 百万港元
52 周最高价/最低价	3.78/2.10 港元
近 3 个月日均成交额	0.09 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《维珍妮 (02199.HK) - 海外高通胀令全年收入承压，近期订单环比改善》——2023-07-03

《维珍妮 (02199.HK) - 上半财年增长亮眼，近期海外通胀压力显现》——2022-12-04

图1: 公司营业收入及增速 (亿港元, %)



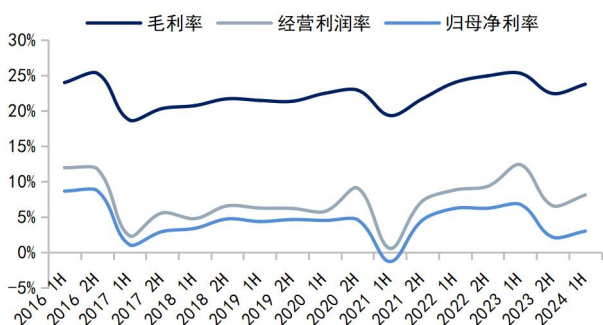
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司净利润及增速 (亿港元, %)



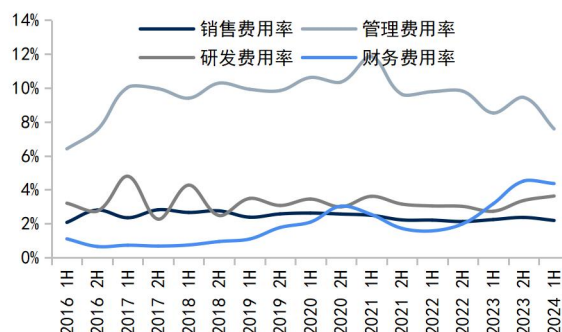
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司利润率水平 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司费用率水平 (%)



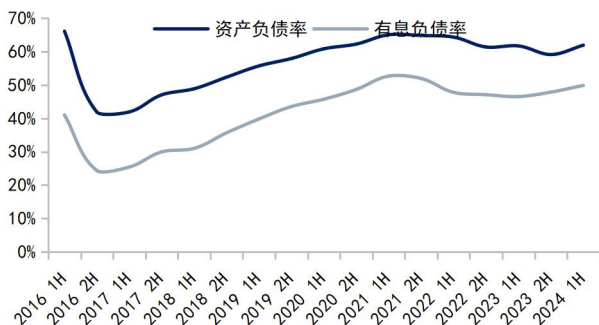
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司分业务年度和半年度收入和毛利率

	FY2021	FY2022	FY2023	FY2022 1H	FY2022 2H	FY2023 1H	FY2023 2H	FY2024 1H
总收入 (百万港元)	5974	8347	7879	4081	4266	4613	3266	3545
贴身内衣	2886	4716	4425	2336	2380	2464	1960	2211
运动产品	1596	2191	2436	1036	1154	1484	953	994
胸杯、模压和其他	1492	1440	1018	708	732	665	353	340
总收入YOY	-5.8%	39.7%	-5.6%	62.1%	23.4%	13.1%	-23.4%	-23.2%
贴身内衣		63.4%	-6.2%	111.6%	33.6%	5.5%	-17.6%	-10.3%
运动产品		37.2%	11.2%	58.6%	22.4%	43.2%	-17.5%	-33.0%
胸杯、模压和其他		-3.5%	-29.3%	-6.8%	0.0%	-6.1%	-51.8%	-48.9%
毛利率	20.7%	24.5%	24.1%	24.0%	25.0%	25.3%	22.5%	23.8%
贴身内衣	21.2%	25.2%	25.1%	24.4%	26.0%	26.5%	23.2%	24.6%
运动产品	18.7%	23.5%	23.3%	23.5%	23.4%	24.1%	21.9%	22.9%
胸杯、模压和其他	21.9%	23.8%	22.3%	23.6%	23.9%	23.7%	19.7%	20.8%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司负债率水平 (%)



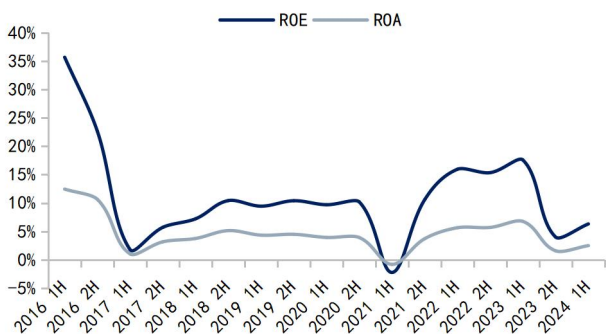
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司资本开支情况



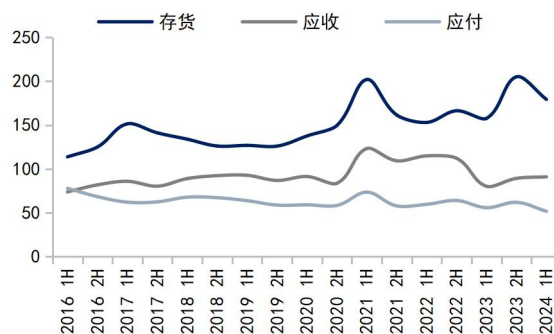
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司盈利能力 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司营运资金周转天数



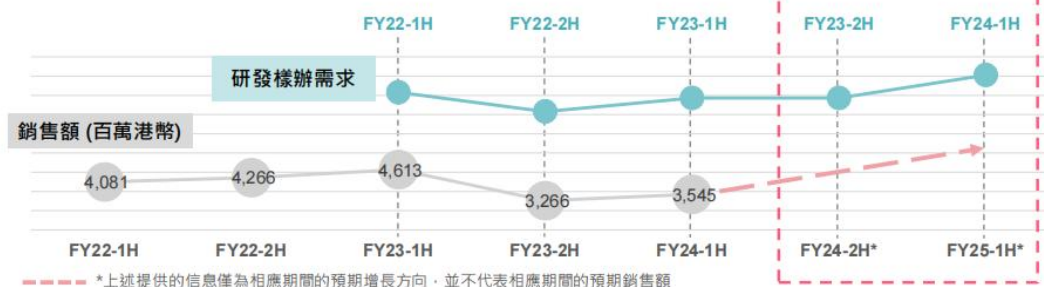
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 品牌伙伴研发样品需求显著提升, 推动 2025 财年收入回升

2025财年: 研发成果逐步转化为增量销售

品牌夥伴樣辦需求較過往一年顯著提升, 推動25財年收入回升

整體產品樣辦需求與集團收入的共性關係



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

我们盈利预测下调说明如下：

1、由于订单恢复趋势明朗，公司预计 2025 财年越南产能利用率有望回到 2023 财年上半年的高位水准，我们小幅上调收入及毛利率，预计 FY2024–FY2026 收入分别为 74/84/90 亿港元（原为 74/81/89 亿港元），毛利率分别为 24.2%/24.9%/25.1%（原为 24.0%/24.5%/24.7%）。

2、但同时，公司搬迁深圳园区需要产生劳务补偿金，预计 FY2024 产生劳务补偿 1.6 亿港元，占劳务补偿总额约 25%，剩余 75%将在 FY2025–FY2026 完成。我们假设 FY2024–FY2026 劳务补偿支出分别为 1.6/2.4/2.4 亿元，对净利润产生较大影响。

综上所述，预计公司 FY2024–FY2026 净利润分别 3.0/4.3/5.4 亿港元（原 4.0/5.5/6.6 亿港元），同比变动–21%/+42%/+26%。

图 11：盈利预测假设条件

	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
总收入（百万港元）	5974	8347	7879	7355	8367	9044
贴身内衣	2886	4716	4425	4602	5154	5489
运动产品	1596	2191	2436	2120	2607	2920
胸杯、模压和其他	1492	1440	1018	633	606	635
总收入 YOY	-5.8%	39.7%	-5.6%	-6.7%	13.8%	8.1%
贴身内衣		63.4%	-6.2%	4.0%	12.0%	6.5%
运动产品		37.2%	11.2%	-13.0%	23.0%	12.0%
胸杯、模压和其他		-3.5%	-29.3%	-37.8%	-4.3%	4.7%
毛利率	20.7%	24.5%	24.1%	24.2%	24.9%	25.1%
贴身内衣	21.2%	25.2%	25.1%	25.0%	25.7%	25.9%
运动产品	18.7%	23.5%	23.3%	23.3%	24.0%	24.2%
胸杯、模压和其他	21.9%	23.8%	22.3%	20.8%	21.8%	22.0%
费用率						
销售费用率	-2.3%	-2.2%	-2.3%	-2.2%	-2.2%	-2.2%
管理费用率	-13.9%	-12.8%	-11.9%	-11.3%	-11.3%	-11.3%
财务费用率	-2.0%	-1.8%	-3.7%	-4.0%	-3.1%	-2.6%
其他收入净额比例	0.0%	-0.4%	0.0%	-2.1%	-2.6%	-2.4%
应占联营公司利润金额	2.5	6.1	(41.3)	22.1	33.5	45.2
占收入比重	0.0%	0.1%	-0.5%	0.3%	0.4%	0.5%
所得税率	-14.4%	-15.7%	-16.0%	-16.0%	-16.0%	-16.0%
归母净利润	125.5	520.7	383.3	302.9	430.2	539.9
YOY	-56.7%	314.8%	-26.4%	-21.0%	42.1%	25.5%
归母净利润率	2.1%	6.2%	4.9%	4.1%	5.1%	6.0%

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

投资建议：订单向上趋势明朗，中长期利润率有望持续改善

上半财年业绩表现较好，目前看订单低点已过，改善趋势明朗，2025 财年有望恢复正常。中长期，受益女子运动景气和瑜伽品类的开拓，公司有较好的成长潜力，随着人效和产能利用率的提升，利润增长弹性大。由于深圳园区搬迁产生劳务补偿支出较大，下调盈利预测，预计公司 FY2024–FY2026 净利润分别 3.0/4.3/5.4 亿港元（原 4.0/5.5/6.6 亿港元），同比变动–21%/+42%/+26%，由于盈利预测下调，下调合理估值至 2.8–3.0 港元（原为 3.8–4.0 港元），对应 FY2025 PE 8.0–8.5x，维持“买入”评级。

表1：盈利预测和财务指标

	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入(百万元)	8,347	7,879	7,355	8,367	9,044
(+/-%)	39.70%	-5.60%	-6.70%	13.80%	8.10%
净利润(百万元)	521	383	303	430	540
(+/-%)	314.80%	-26.40%	-21.00%	42.10%	25.50%
每股收益(元)	0.43	0.31	0.25	0.35	0.44
EBIT Margin	6.50%	7.00%	10.70%	11.40%	11.60%
净资产收益率 (ROE)	14.30%	10.80%	8.00%	10.50%	12.00%
市盈率(PE)	5.1	7.0	8.8	6.2	4.9
EV/EBITDA	7.6	14.2	6	5.4	5.1
市净率(PB)	0.67	0.69	0.65	0.6	0.54

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
2199. HK	维珍妮	买入	1.99	0.28	0.23	0.32	0.40	7.0	8.7	6.2	5.0
可比公司		可比公司									
2020. HK	健盛集团	买入	9.80	0.69	0.67	0.80	0.95	14.2	14.6	12.3	10.3
605138. SH	盛泰集团	增持	7.87	0.68	0.29	0.52	0.67	11.6	27.1	15.1	11.7
2313. HK	申洲国际	买入	70.23	3.04	3.08	3.68	4.38	23.1	22.8	19.1	16.0
1477. TW	聚阳实业	无评级	82.68	3.50	3.69	4.14	4.70	23.6	22.4	19.9	17.6
平均值								18.1	21.7	16.6	13.9

资料来源：wind，彭博，国信证券经济研究所预测；备注：无评级公司 EPS 预测值来自彭博一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E	利润表(百万元)	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
现金及现金等价物	995	675	1084	1734	2541	营业收入	8347	7879	7355	8367	9044
应收款项	1192	786	923	1051	1135	营业成本	6301	5977	5579	6285	6776
存货净额	1569	1438	1280	1450	1567	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	3	5	5	6	7	销售费用	181	181	162	184	199
流动资产合计	3759	2904	3293	4241	5250	管理费用	1324	1173	831	946	1022
固定资产	4538	4246	4487	4137	3762	财务费用	147	290	292	259	236
无形资产及其他	519	510	382	255	127	投资收益	3	6	22	33	45
投资性房地产	590	640	640	640	640	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	14	382	749	749	749	其他收入	221	192	(153)	(215)	(213)
资产总计	9420	8682	9551	10022	10529	营业利润	618	456	361	512	643
短期借款及交易性金融负债	862	320	850	850	850	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	633	511	487	552	596	利润总额	618	456	361	512	643
其他流动负债	745	488	624	707	764	所得税费用	97	73	58	82	103
流动负债合计	2240	1319	1961	2109	2210	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	3402	3639	3639	3639	3639	归属于母公司净利润	521	383	303	430	540
其他长期负债	142	178	178	178	178	现金流量表(百万元)	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
长期负债合计	3544	3816	3816	3816	3816	净利润	521	383	303	430	540
负债合计	5784	5135	5777	5925	6027	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	0	折旧摊销	569	0	616	647	672
股东权益	3636	3547	3774	4097	4502	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	9420	8682	9551	10022	10529	财务费用	147	290	292	259	236
关键财务与估值指标	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E	营运资本变动	(163)	156	132	(150)	(101)
每股收益	0.43	0.31	0.25	0.35	0.44	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.05	0.00	0.06	0.09	0.11	经营活动现金流	927	539	1052	928	1111
每股净资产	2.97	2.90	3.08	3.35	3.68	资本开支	(432)	291	(730)	(170)	(170)
ROIC	6%	6%	9%	11%	13%	其它投资现金流	(253)	(15)	0	0	0
ROE	14%	11%	8%	11%	12%	投资活动现金流	(688)	(91)	(1097)	(170)	(170)
毛利率	25%	24%	24%	25%	25%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	6%	7%	11%	11%	12%	负债净变化	210	237	0	0	0
EBITDA Margin	13%	7%	19%	19%	19%	支付股利、利息	(171)	(126)	(76)	(108)	(135)
收入增长	40%	-6%	-7%	14%	8%	其它融资现金流	(148)	(989)	530	0	0
净利润增长率	315%	-26%	-21%	42%	25%	融资活动现金流	(72)	(768)	454	(108)	(135)
资产负债率	61%	59%	60%	59%	57%	现金净变动	167	(320)	409	650	806
息率	6.4%	4.7%	2.8%	4.0%	5.1%	货币资金的期初余额	828	995	675	1084	1734
P/E	5.1	7.0	8.8	6.2	4.9	货币资金的期末余额	995	675	1084	1734	2541
P/B	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	企业自由现金流	430	908	677	1128	1281
EV/EBITDA	7.6	14.2	6.0	5.4	5.1	权益自由现金流	367	(89)	962	910	1082

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032