

维珍妮 (02199.HK)

2024年07月01日

FY2024H2 订单改善，期待无缝服装新品类成长
——港股公司信息更新报告
投资评级：买入（维持）
吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

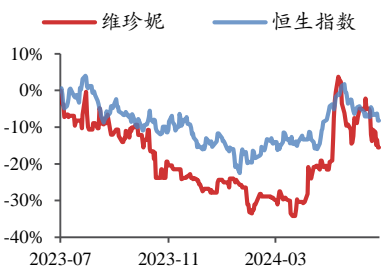
证书编号：S0790522030002

张霜凝（联系人）

zhangshuangning@kysec.cn

证书编号：S0790122070037

日期	2024/6/28
当前股价(港元)	2.400
一年最高最低(港元)	3.000/1.820
总市值(亿港元)	29.38
流通市值(亿港元)	29.38
总股本(亿股)	12.24
流通港股(亿股)	12.24
近3个月换手率(%)	0.65

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《FY2024H1 业绩承压，精简业务&新拓品类有望重新启航——港股公司信息更新报告》-2023.12.5

《FY2023H2 业绩承压，静待去库拐点及新品类成长——港股公司信息更新报告》-2023.7.7

● FY2024H2 业绩改善，期待无缝服装新品类成长，维持“买入”评级

公司 FY2024 收入/归母净利润 70.17 (-10.9%) / 1.4 (-62.6%) 亿港元，其中 H1 收入/归母净利润 35.45/1.07 亿港元，分别-23.16%/-65.87%，H2 收入/归母净利润为 34.72/0.36 亿港元，分别+6.31%/-48.29%。考虑新工厂搬迁的劳务补偿费用以及财务费用压力仍将持续，我们下调 FY2025-2026 并新增 FY2027 盈利预测，预测 FY2025-2027 净利润 1.9/3.0/5.5 亿港元(此前为 3.1/3.9 亿港元)，对应 EPS 为 0.2/0.2/0.4 港元，当前股价对应 PE 为 15.2/9.6/5.3 倍，公司依托核心技术拓品类逻辑持续验证，拓展无缝成衣品类，同时 JV 实现扭亏为盈，预计 FY2025 补库下内衣及运动订单同比增长，业绩迎来拐点，继续维持“买入”评级。

● 分部：FY2024 bonding 服装收入双位数增长，预计 FY2025 收入双位数增长

FY2024 贴身内衣/运动/消费电子配件/模压/鞋收入 41.2/23.1/2.9/2.4/0.56 亿港元，分别-6.86%/-5.12%/-23.12%/-25.02%/-82.62%。贴身内衣下滑主要系消费情绪仍在恢复，品牌伙伴库存未回归正常，运动板块下滑为运动品牌伙伴/库存影响，但 Bonding 服装表现突出，全财年收入双位数增长。鞋类业务停止出单，释放产能部署至 Bonding 服装。**展望：**贴身内衣将实现低中单位数收入增长，运动产品预计稳步回升，将重点发展 Bonding 服装，预期 Bonding 服装中双位数增长，整体收入有望实双位数增长。消费电子配件随市场需求稳定与品牌伙伴产品经市场认可后有望在 FY2025 恢复收入增长。胸杯收入预计与贴身内衣/运动同步增长。

● FY2024 收入下降、重组成本、财务成本上升致利润承压，JV 实现扭亏为盈

FY2024 整体毛利率为 22.6% (-1.5pct)，主要系收入减少导致经营去杠杆化所致。其中贴身内衣/运动毛利率相对稳定，消费电子配件、模压产品、鞋类毛利率下降。FY2024 费用率为 14.0% (-0.2pct)，基本维持稳定，净利率为 2.04% (-2.82pct) 主要系收入下降、重组成本、财务成本上升导致，FY2024 财务成本净额为 3.35 亿港元，占比自 3.7%提升至 4.8%，主要受全球加息影响。JV：FY2024 收入 18.82 亿港元(+40%)，净利润 0.85 亿港元，实现扭亏为盈，公司分占盈利 0.3 亿元，维密中国已成为集团前五大客户，为 IDM 业务收入带来显著增量。

● 风险提示：下游客户去库存不及预期、新品类拓展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入(百万港元)	7879	7017	8000	8676	9195
YOY(%)	-5.6	-10.9	14.0	8.5	6.0
净利润(百万港元)	383	143	193	304	550
YOY(%)	-26.4	-62.6	34.5	58.0	80.7
毛利率(%)	24.1	22.6	23.1	23.1	23.2
净利率(%)	4.9	2.0	2.4	3.5	6.0
ROE(%)	10.5	3.9	5.2	7.8	12.7
EPS(摊薄/港元)	0.3	0.1	0.2	0.2	0.4
P/E(倍)	7.7	20.5	15.2	9.6	5.3
P/B(倍)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 FY2024H2 订单改善，期待无缝服装新品类成长.....	3
2、 盈利能力：销售下降、重组成本及财务费上升致利润承压.....	4
3、 差异化产品创新成长,维密中国深化国内市场部署.....	6
3.1、 贴身内衣有望中单位数增长，Bonding 服装驱动集团业务增长.....	6
3.2、 深化国内市场部署，推动维密中国业务合作.....	6
3.3、 产能：越南生产基地恢复招聘，生产基地搬迁进度理想.....	7
4、 盈利预测与投资建议.....	7
5、 风险提示.....	7

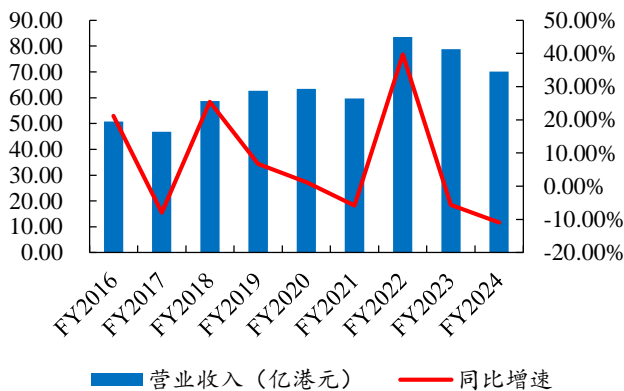
图表目录

图 1： 公司 FY2024 收入下降 10.9%至 70.17 亿港元.....	3
图 2： 公司 FY2024 归母净利润下降 62.6%至 1.43 亿港元.....	3
图 3： FY2024 公司实现毛利率 22.6% (-1.5pct).....	4
图 4： FY2024 销售费用率、管理费用率下降.....	5
图 5： FY2024 公司存货规模为 12.25 亿港元 (-14.80%).....	5
图 6： FY2024 应收账款规模为 10.27 亿港元 (+44.44%).....	6
图 7： FY2024 应付账款规模为 3.9 亿港元 (+14.69%).....	6
表 1： FY2024 贴身内体、运动产品、消费电子配件、模压产品、鞋类实现收入 41.2/23.1/2.9/2.4/0.56 亿港元.....	4

1、FY2024H2 订单改善，期待无缝服装新品类成长

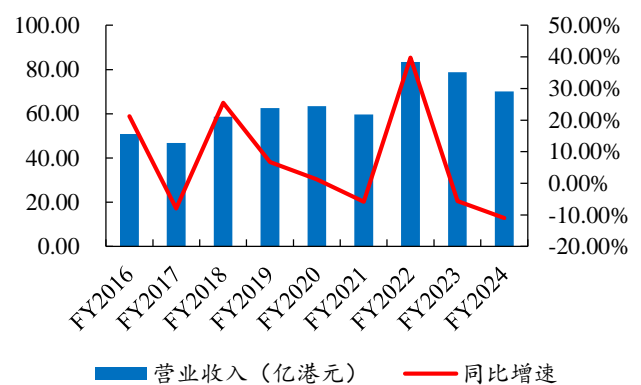
公司公布 FY2024 业绩 (2023 年 3 月 31 日-2024 年 3 月 31 日)，实现营收 70.17 亿港元 (-10.9%)、归母净利润 1.43 亿港元 (-62.6%)。其中，FY2024H1 实现收入 35.45 亿港元 (-23.16%)，归母净利润 1.07 亿港元 (-65.87%)，FY2024H2 实现收入 34.72 亿港元 (+6.31%)，归母净利润 0.36 亿港元 (-48.29%)，归母净利润显著下降主要由于品牌伙伴库存高企等挑战使订单显著减少，以及利率走高使财务成本增加导致。

图1：公司 FY2024 收入下降 10.9%至 70.17 亿港元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：公司 FY2024 归母净利润下降 62.6%至 1.43 亿港元



数据来源：Wind、开源证券研究所

收入按主营业务拆分：

(1) **贴身内衣业务**：FY2024 收入 41.21 亿港元 (-6.9%)，占比 58.7%，收入下降主要受整体市场消费情绪、品牌伙伴库存未回归正常拖累订单所致。

(2) **运动产品业务**：FY2024 收入 23.12 亿港元 (-5.1%)，占比 32.9%，其中 Bonding 表现突出，全年收入实现双位数增长，占比进一步提升。整体收入下降原因系不同运动品牌客户去库存进程各异，以致整体订单数量及收入同比受压，但 FY2024 财年 H2 已获得双位数的环比回升，展现出良好的复苏势态。

(3) **消费电子配件业务**：FY2024 收入 2.9 亿港元 (-23.1%)，占比 4.1%。消费电子产品配件的生产线已于 FY2024 迁移至肇庆生产基地，并已进入稳定生产。收入下降主要由于品牌伙伴产品更新换代，新旧产品中间出现空窗期，加之电子产品的迭代周期，导致品牌伙伴的订单出现阶段性的调整，拖累收入。

(4) **胸杯及其他模压产品业务**：FY2024 收入 2.42 亿港元 (-25%)，占比 3.5%，收入下降主要由于跟随内衣订单的下降所致。

(5) **鞋类业务**：FY2024 收入为 0.56 亿港元 (-82.6%)，占比 0.8%，系主动调整鞋板块业务。

表1: FY2024 贴身内衣、运动产品、消费电子配件、模压产品、鞋类实现收入 41.2/23.1/2.9/2.4/0.56 亿港元

业务类别	营业收入(亿港元)	YOY	营收占比	占比变动
贴身内衣	41.21	-6.9%	58.7%	+2.6pct
运动产品	23.12	-5.1%	32.9%	+2.0pct
消费电子配件	2.86	-23.1%	4.1%	-0.6pct
胸杯及其他模压产品	2.42	-25.0%	3.5%	-0.6pct
鞋类	0.56	-82.6%	0.8%	-3.3pct
总营业收入	70.17	-10.9%	100.00%	-

数据来源：公司公告、开源证券研究所

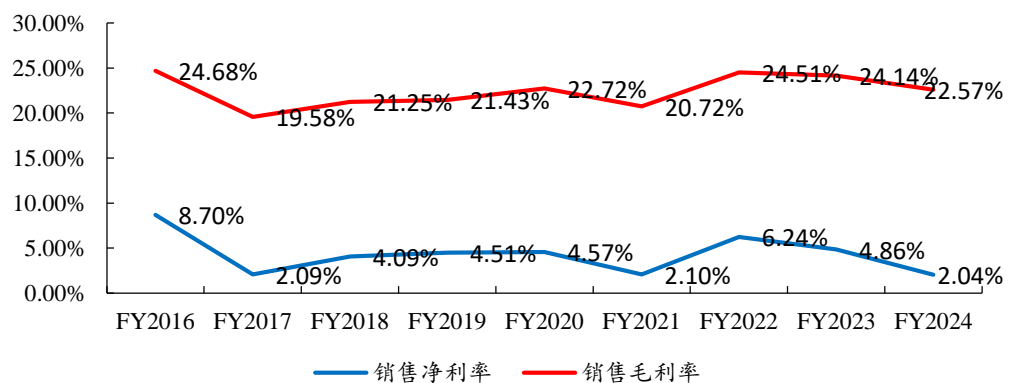
收入按地区拆分：美国和欧洲 FY2024 分别实现营收 32.44 亿港元 (-14.87%)、8.36 亿港元 (-16.51%)，共占比 58.14% (-2.93pct)；除美国、欧洲、中国（不包含中国香港、中国台湾）以外其他地区 FY2024 实现营收 15.54 亿港元 (-7.90%)，占比 22.14% (+0.73pct)；

集团正在积极开展中国市场，中国市场的收入占比逐渐提高，中国（不包含中国香港、中国台湾）FY2024 实现营收 13.83 亿港元(+0.21%)，占比 19.7%(+2.19pct)。

2、盈利能力：销售下降、重组成本及财务费上升致利润承压

毛利率：FY2024 公司实现毛利率 22.6% (-1.5pct)，主要系收入减少导致运营杠杆下降。

按业务拆分：贴身内衣业务毛利率降至 23.7% (-1.4pct)；运动产品业务毛利率为 21.4% (-1.9pct)；鞋类业务毛利率为 17% (-5.7pct)；消费电子配件业务毛利率为 18.5% (-3.5pct)；胸杯及其他模压产品业务毛利率 21% (-1.4pct)。

图3: FY2024 公司实现毛利率 22.6% (-1.5pct)


数据来源：Wind、开源证券研究所

费用率：

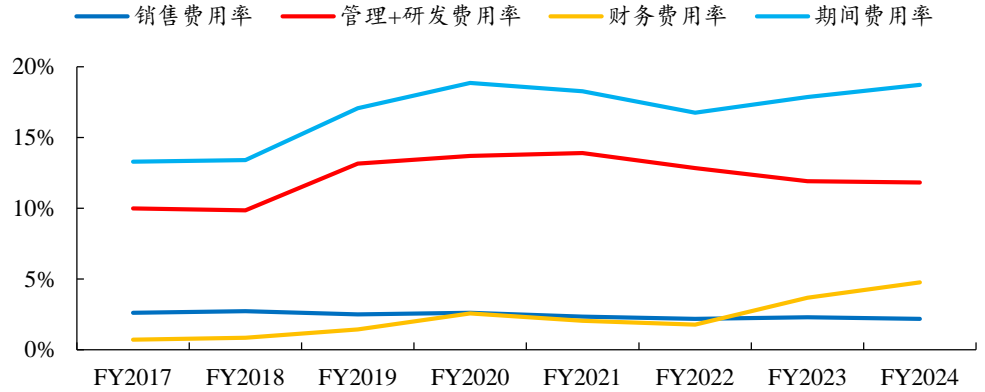
(1) 分销开支：FY2024 公司分销开支为 1.52 亿港元 (-15.7%)，销售费用率 2.17% (-0.12pct)，维持相对稳定。

(2) 行政开支：FY2024 公司行政开支为 5.61 亿港元 (-20.0%)，管理费用率 8.0% (-0.9pct)，下降系业务精简以及人民币、越南盾贬值产生汇兑收益。

财务费用： FY2024 财务成本净额为 3.35 亿港元，占比自 3.7% 提升至 4.8%，主要由于全球加息所致。

归母净利率： FY2024 归母净利率为 2.04% (-2.82pct)，主要系销售下降、中国生产基地搬迁导致的重组成本以及利率上升导致财务费用增加。

图4：FY2024 销售费用率、管理费用率下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

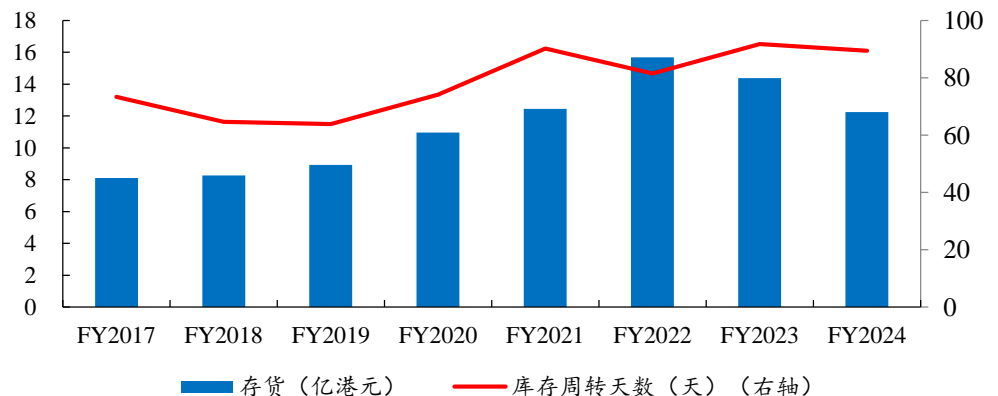
营运能力：

(1) **存货：** FY2024 公司存货规模为 12.25 亿港元 (-14.80%)；平均存货周转天数为 89 天 (-3 天)。

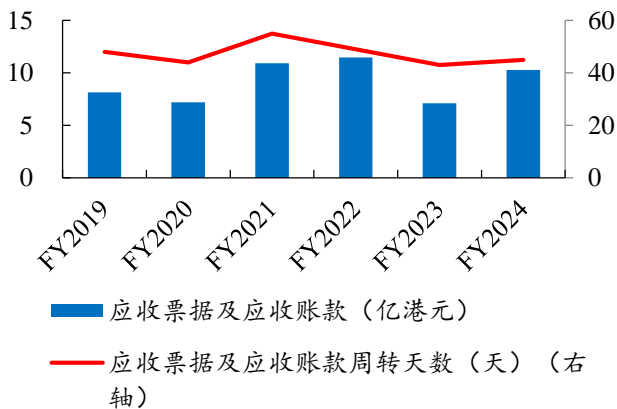
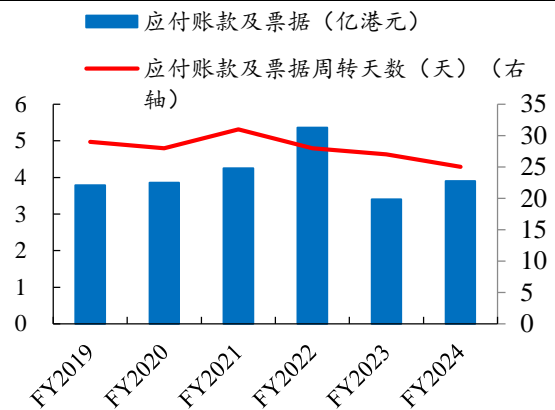
(2) **应收/付账款：** FY2024 公司应收账款规模为 10.27 亿港元 (+44.44%)，平均应收账款周转天数为 45 天 (+2 天)。FY2024 公司应付账款规模为 3.9 亿港元 (+14.69%)，应付账款周转天数为 25 天 (-2 天)。

(3) **现金流：** FY2024 现金及现金等价物为 6.23 亿港元 (-7.7%)。

图5：FY2024 公司存货规模为 12.25 亿港元 (-14.80%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6: FY2024 应收账款规模为 10.27 亿港元 (+44.44%)

图7: FY2024 应付账款规模为 3.9 亿港元 (+14.69%)


数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

3、差异化产品创新成长,维密中国深化国内市场部署

3.1、贴身内衣有望中单位数增长, Bonding 服装驱动集团业务增长

集团经过多年工艺革新及自动化生产设备开发创新新品, 跨行业跨产品开拓产品类别, 已形成多元化产品矩阵, 形成五大业务分布。经过 FY2024 调整, 预计 FY2025 订单将迎来恢复, 整体收入回升。

贴身内衣: 预期核心品牌合作伙伴在 FY2025 继续恢复, 加之新增品牌伙伴的加入与背心式胸围、塑身内衣、内裤等品类理想表现, 预计该板块呈现地中单位数收入增长

运动产品: 运动胸围收入预期稳步回升, Bonding 服装品类则预期达中双位数增长, 整体板块收入有望实现双位数增长, 成为本集团业务增长的主要引擎。

胸杯及其他模压产品: 将与贴身内衣同步增长相似。

消费电子配件: 随着市场需求逐步稳定及品牌伙伴的产品经市场初步验证后, 有望在 FY2025 恢复收入增长。

鞋类: 集团主动终止与现有唯一品牌伙伴的合作, FY2024H1 逐步减产, 环比收入将减少, 于 2023 年 10 月停止出单。

围绕核心独特工艺技术, 拓展 Bonding 服装打造可持续增长新引擎。集团于 2023 财年下半年明确业务策略, 现已获得多家品牌伙伴认可, 订单增长迅速。FY2024 收入同比增长 22%, 收入占比超 10%。此业务领域处于初步阶段, 业务基数及市场饱和度尚有提升空间, 预计 FY2025 收入将继续维持高速增长, 有望弥补因精简鞋履业务所致的收入缺口, 缓解业务波动, 并注入更稳健且可预期的可持续增长动力。

3.2、深化国内市场部署, 推动维密中国业务合作

集团从 2020 年开始努力发展中国市场, 以降低对欧美市场的依赖, 分散市场风险。FY2022-FY2024, 中国市场销售收入由 13.54 亿港元增加至 13.83 亿港元, 占比由 16.22% 提升至 19.72%, 未来中国市场将继续支撑公司收入增长。

维密中国：集团与 VS 公司成立的合资公司，于 2022 年 4 月 6 日交割完成。维密中国在 FY2024 实现逆市增长，FY2024 营业收入及为 18.82 亿港元（+40%），净利润为 0.85 亿港元，实现扭亏为盈。销售同比增长 150%，为 IDM 业务收入带来显著贡献增量。

3.3、产能：越南生产基地恢复招聘，生产基地搬迁进度理想

集团通过生产自动化、管理智能化、设备自动化、供应链本地化提高生产水平和效率。

越南：越南是主要生产基地，FY2024 核心业务生产效率创下历史新高，越南收入占比 84%。随着 FY2024 末订单恢复，FY2024Q4 开始恢复招聘，计划越南 6 个工厂净增加 5000 人，目前已经增加 2500 人。

肇庆新区产业园：深圳生产基地搬迁进度理想，消费电子产品配件、胸杯、模压产品生产线均与 FY2024 搬迁完成。贴身内衣以及运动产品的订单从 FY2024 四季度开始回暖，相关生产线搬迁预计将在 2024 年 9 月全部完成。研发相关部门预计在 2025 年下半年开始迁入。

4、盈利预测与投资建议

考虑新工厂搬迁的劳务补偿费用以及财务费用压力仍将持续，我们下调 FY2025-2026 并新增 FY2027 盈利预测，预测 FY2025-2027 净利润 1.9/3.0/5.5 亿港元（此前为 3.1/3.9 亿港元），对应 EPS 为 0.2/0.2/0.4 港元，当前股价对应 PE 为 15.2/9.6/5.3 倍，公司依托核心技术拓品类逻辑持续验证，拓展无缝成衣品类，同时 JV 实现扭亏盈利，预计 FY2025 补库下内衣及运动订单同比增长，业绩迎来拐点，继续维持“买入”评级。

5、风险提示

下游客户去库存不及预期、新品类拓展不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn