

## 业绩稳健增长，“薇诺娜”品牌进入 2.0 时代

### 核心观点

- 公司发布 24H1 中报，实现营业收入 28.05 亿，同比增长 18.5%，实现归母净利润 4.84 亿，同比增长 7.5%，其中 24Q2 收入和归母净利润分别同比增长 13.5% 和 5.2%，收入高增主要系去年收购的悦江投资旗下的姬芮和泊美品牌于 2023 年 10 月并表所致。
- **各渠道均衡增长。**分渠道来看：1) 线上渠道：24H1 收入同比增长 16.8%，其中阿里、抖音、京东和唯品会收入分别同比增长 8.9%、43%、56.1% 和 -5.7%，抖音和京东渠道驱动增长。2) OMO 渠道：24H1 收入同比增长 23.6%。拆分来看，线上 OMO 方面，公司自建的“薇诺娜专柜服务平台”店铺营业收入 1.82 亿，同比增长 15.3%，线上注册用户数量约 270.1 万户，24H1 新增 12.3 万户；线下 OMO 方面，公司新开 OMO 线下直营店 110 家，关店 5 家，截至 24H1 共 228 家。3) 线下渠道：24H1 收入同比增长 21%，其中 OTC 分销渠道实现收入 3.55 亿，同比增长 20%，前五大客户实现营业收入 1.76 亿元，约占 OTC 分销渠道 49.6%。
- 分品牌来看：24H1 薇诺娜、薇诺娜宝贝和瑗科缦品牌收入分别同比增长 6%、40% 和 65%，姬芮和泊美品牌分别实现收入 2.39 亿和 0.25 亿。
- **收入结构变化导致毛利率下滑。**1) 毛利率：24H1 毛利率同比下滑 2.8pct 至 72.6%，毛利率下滑主要系并表的姬芮和泊美品牌毛利率较低所致，拆分来看，薇诺娜、薇诺娜宝贝、瑗科缦、姬芮和泊美品牌毛利率分别为 74.1%、74.9%、72.8%、59.2% 和 48.8%。2) 费用率：24H1 销售、管理和研发费用率分别下降 0.8pct、0.2pct 和 0.5pct。3) 24H1 归母净利润率同比下滑 1.8pct 至 17.2%。
- 公司作为皮肤学级护肤行业龙头之一，产品基础较好，短期受制于行业景气度和公司内部调整，业绩有所波动。公司产品也在不断推陈出新，包括“特护霜”2.0、“时光防晒”系列、薇诺娜“311 次抛”精华、“宝贝防晒小喷雾”等。公司也于 3 月宣布“薇诺娜”品牌进入 2.0 时代，从“专注敏感肌”升级至“专研敏感肌”，提供全方位的敏感肌护理解决方案，期待后续调整的成效。

### 盈利预测与投资建议

- 根据半年报，我们调整盈利预测，预计公司 24-26 年每股收益分别为 2.36、2.82 和 3.27 元（原 2.52、3.02 和 3.54 元），DCF 目标估值 63.33 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧、终端消费需求减弱、新品拓展不及预期等

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,014	5,522	6,644	7,754	8,864
同比增长(%)	24.6%	10.1%	20.3%	16.7%	14.3%
营业利润(百万元)	1,212	878	1,146	1,372	1,593
同比增长(%)	19.3%	-27.6%	30.5%	19.8%	16.1%
归属母公司净利润(百万元)	1,051	757	998	1,195	1,386
同比增长(%)	21.8%	-28.0%	31.8%	19.7%	16.0%
每股收益(元)	2.48	1.79	2.36	2.82	3.27
毛利率(%)	75.2%	73.9%	71.5%	71.4%	71.3%
净利率(%)	21.0%	13.7%	15.0%	15.4%	15.6%
净资产收益率(%)	20.4%	13.3%	15.9%	16.7%	17.2%
市盈率	16.9	23.5	17.9	14.9	12.9
市净率	3.2	3.0	2.7	2.4	2.1

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2024年08月30日)	42.05 元
目标价格	63.33 元
52 周最高价/最低价	106.66/39.5 元
总股本/流通 A 股 (万股)	42,360/42,360
A 股市值 (百万元)	17,812
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2024 年 09 月 02 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	5.87	-7.5	-20.59	-57.78
相对表现%	6.04	-6.08	-13	-45.45
沪深 300%	-0.17	-1.42	-7.59	-12.33



### 证券分析师

施红梅	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001
朱炎	021-63325888*6107 zhuyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070006 香港证监会牌照：BSW044

### 相关报告

2023 年盈利承压，24Q1 业绩企稳回升	2024-04-29
Q3 扣非净利润增速边际提升，加大回购彰显信心	2023-10-31
中报符合预期，期待逐季改善逻辑持续兑现	2023-08-30

根据半年报，我们调整盈利预测（下调了收入，上调了毛利率和销售费用率），预计公司 2024-2026 年每股收益分别为 2.36、2.82 和 3.27 元（原 2.52、3.02 和 3.54 元），DCF 目标估值 63.33 元，维持“买入”评级

表 1：目标价敏感性分析

		永续增长率 Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	7.94%	70.60	77.62	87.49	102.37	127.39
	8.44%	65.97	71.80	79.77	91.34	109.63
	8.94%	61.94	66.83	73.36	82.54	96.39
	9.44%	58.39	62.53	67.96	75.37	86.14
	9.94%	55.25	58.78	63.33	69.42	77.96
	10.44%	52.45	55.49	59.34	64.39	71.30
	10.94%	49.94	52.56	55.85	60.09	65.76
	11.44%	47.67	49.96	52.79	56.38	61.08
	11.94%	45.62	47.62	50.07	53.13	57.09

数据来源：wind，东方证券研究所

表 2：估值参数假设

假设科目	结果	假设科目	结果
所得税税率 T	25%	债务比率 D/(D+E)	10%
永续增长率 Gn(%)	3%	权益比率 E/(D+E)	90%
无风险利率 R <sub>f</sub>	2.17%	债务利率 r <sub>d</sub>	3.85%
无杠杆影响的 β 系数	1.12	WACC	9.94%
市场收益率 R <sub>m</sub>	9.2%		
股权投资成本 (Ke)	10.72%		

数据来源：wind，东方证券研究所

**风险提示：**行业竞争加剧、终端消费需求减弱、新品拓展不及预期等。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,514	2,091	3,212	4,082	4,823	营业收入	5,014	5,522	6,644	7,754	8,864
应收票据、账款及款项融资	509	743	894	1,043	1,192	营业成本	1,243	1,441	1,894	2,216	2,546
预付账款	42	69	66	78	89	销售费用	2,048	2,610	2,910	3,334	3,767
存货	671	904	947	1,108	1,528	管理费用	343	413	452	517	582
其他	1,980	1,715	1,721	1,727	1,733	研发费用	255	299	339	388	443
<b>流动资产合计</b>	<b>5,715</b>	<b>5,523</b>	<b>6,840</b>	<b>8,037</b>	<b>9,365</b>	财务费用	(14)	(21)	(19)	(29)	(37)
长期股权投资	83	212	212	212	212	资产、信用减值损失	18	34	28	28	28
固定资产	206	667	530	377	205	公允价值变动收益	(6)	(17)	(17)	(17)	(17)
在建工程	349	40	45	48	49	投资净收益	81	64	80	60	60
无形资产	78	193	154	116	77	其他	16	85	42	29	16
其他	288	872	758	721	702	<b>营业利润</b>	<b>1,212</b>	<b>878</b>	<b>1,146</b>	<b>1,372</b>	<b>1,593</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,005</b>	<b>1,984</b>	<b>1,700</b>	<b>1,473</b>	<b>1,245</b>	营业外收入	9	2	10	10	10
<b>资产总计</b>	<b>6,720</b>	<b>7,507</b>	<b>8,540</b>	<b>9,510</b>	<b>10,609</b>	营业外支出	7	11	5	5	5
短期借款	0	104	104	104	104	<b>利润总额</b>	<b>1,214</b>	<b>869</b>	<b>1,151</b>	<b>1,377</b>	<b>1,598</b>
应付票据及应付账款	372	402	568	665	764	所得税	163	110	150	179	208
其他	619	785	796	806	816	<b>净利润</b>	<b>1,051</b>	<b>759</b>	<b>1,001</b>	<b>1,198</b>	<b>1,390</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>992</b>	<b>1,291</b>	<b>1,468</b>	<b>1,574</b>	<b>1,683</b>	少数股东损益	(1)	2	3	4	4
长期借款	0	5	5	5	5	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,051</b>	<b>757</b>	<b>998</b>	<b>1,195</b>	<b>1,386</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.48	1.79	2.36	2.82	3.27
其他	125	195	195	195	195						
<b>非流动负债合计</b>	<b>125</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,117</b>	<b>1,491</b>	<b>1,667</b>	<b>1,774</b>	<b>1,883</b>		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	49	155	158	162	166	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	424	424	424	424	424	营业收入	24.6%	10.1%	20.3%	16.7%	14.3%
资本公积	2,846	2,736	2,846	2,846	2,846	营业利润	19.3%	-27.6%	30.5%	19.8%	16.1%
留存收益	2,283	2,701	3,445	4,305	5,290	归属于母公司净利润	21.8%	-28.0%	31.8%	19.7%	16.0%
其他	(0)	0	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>5,602</b>	<b>6,016</b>	<b>6,872</b>	<b>7,736</b>	<b>8,726</b>	毛利率	75.2%	73.9%	71.5%	71.4%	71.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,720</b>	<b>7,507</b>	<b>8,540</b>	<b>9,510</b>	<b>10,609</b>	净利率	21.0%	13.7%	15.0%	15.4%	15.6%
						ROE	20.4%	13.3%	15.9%	16.7%	17.2%
						ROIC	19.8%	12.7%	14.9%	15.7%	16.1%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	16.6%	19.9%	19.5%	18.7%	17.8%
净利润	1,051	759	1,001	1,198	1,390	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	61	103	308	327	328	流动比率	5.76	4.28	4.66	5.11	5.56
财务费用	(14)	(21)	(19)	(29)	(37)	速动比率	5.07	3.58	4.02	4.40	4.66
投资损失	(81)	(64)	(80)	(60)	(60)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	713	(188)	(20)	(221)	(477)	应收账款周转率	19.4	13.3	10.7	10.6	10.5
其它	(960)	22	94	17	17	存货周转率	2.1	1.8	2.0	2.2	1.9
<b>经营活动现金流</b>	<b>769</b>	<b>610</b>	<b>1,283</b>	<b>1,233</b>	<b>1,162</b>	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
资本支出	(311)	(343)	(100)	(100)	(100)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(92)	(129)	0	0	0	每股收益	2.48	1.79	2.36	2.82	3.27
其他	385	(46)	63	43	43	每股经营现金流	1.82	1.44	3.03	2.91	2.74
<b>投资活动现金流</b>	<b>(18)</b>	<b>(518)</b>	<b>(37)</b>	<b>(57)</b>	<b>(57)</b>	每股净资产	13.11	13.84	15.85	17.88	20.21
债权融资	(25)	(19)	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	(110)	110	0	0	市盈率	16.9	23.5	17.9	14.9	12.9
其他	(295)	(330)	(235)	(305)	(363)	市净率	3.2	3.0	2.7	2.4	2.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(320)</b>	<b>(458)</b>	<b>(125)</b>	<b>(305)</b>	<b>(363)</b>	EV/EBITDA	11.9	15.6	10.4	9.0	8.0
汇率变动影响	0	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	12.5	17.5	13.3	11.2	9.6
<b>现金净增加额</b>	<b>431</b>	<b>(367)</b>	<b>1,121</b>	<b>870</b>	<b>741</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。