

## 盈利短期承压，期待业绩企稳修复

### 核心观点

- 公司发布 24Q3 季报，前三季度实现营业收入 40.18 亿，同比增长 17.1%，实现归母净利润 4.15 亿，同比下滑 28.3%，其中 24Q3 收入同比增长 14%，归母净利润为 -0.69 亿，低于市场预期。
- 前三季度公司收入的增长主要来自于去年收购的悦江投资（旗下主要有“姬芮（Za）”和“泊美（PURE&MILD）”两大品牌，公司拥有其 51% 股权）新增合并收入 3.8 亿元，公司原有业务收入同比仅增长 5.98%。
- 毛利率方面，公司前三季度毛利率为 73.7%，同比下降 2.69pct，主要由于业务结构变化所致，拆分来看：1）悦江投资旗下品牌毛利率为 58.37%，拉低了整体毛利率水平；2）公司“薇诺娜（Winona）”及其他主要品牌毛利率为 75.34%，同比增长 5.98pct。
- **费用率大幅提升是盈利承压的主要原因。**其中：1）销售费用率：前三季度销售费用率同比增长 3.3pct 至 50%，其中 24Q3 同比大幅增长 12.7pct 至 60.4%，主要系为带动公司与品牌声量提升并为 24Q4 全渠道大促活动预热，此外公司主动加大了抖音渠道种草、引流等宣传投入和增加品牌代言、联名活动等广告营销投入。2）管理费用率：前三季度管理费用率同比增长 1.3pct 至 8.5%，其中 24Q3 同比增长 4.9pct 至 13.5%，主要系公司计提员工持股计划的股权激励费用所致。
- 公司原有主品牌受消费大环境影响增速放缓，同时提前投入销售费用为双十一做准备，导致短期盈利承压，需密切关注公司四季度旺季表现。公司于年初宣布“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，此外公司的多品牌建设也正在推进，期待后续消费回暖和公司本身经营改善带来的盈利弹性。

### 盈利预测与投资建议

- 根据三季报，我们调整盈利预测，预计公司 24-26 年每股收益分别为 1.71、2.31 和 2.37 元（原 2.36、2.82 和 3.27 元），DCF 目标估值 58.84 元，下调公司评级至“增持”。

**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	6,407	7,285	8,252
同比增长(%)	24.6%	10.1%	16.0%	13.7%	13.3%
营业利润(百万元)	1,212	878	821	1,111	1,314
同比增长(%)	19.3%	-27.6%	-6.5%	35.3%	18.3%
归属母公司净利润(百万元)	1,051	757	724	979	1,157
同比增长(%)	21.8%	-28.0%	-4.3%	35.1%	18.2%
每股收益(元)	2.48	1.79	1.71	2.31	2.73
毛利率(%)	75.2%	73.9%	71.2%	70.9%	70.6%
净利率(%)	21.0%	13.7%	11.3%	13.4%	14.0%
净资产收益率(%)	20.4%	13.3%	11.8%	14.4%	15.2%
市盈率	21.4	29.7	31.1	23.0	19.5
市净率	4.1	3.8	3.5	3.1	2.8

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

增持（下调）

股价（2024年10月25日）	53.15 元
目标价格	58.84 元
52 周最高价/最低价	78.6/39.3 元
总股本/流通 A 股（万股）	42,360/42,360
A 股市值（百万元）	22,514
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2024 年 10 月 28 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.82	24.59	16	-28.22
相对表现%	0.03	8.28	-0.39	-41.12
沪深 300%	0.79	16.31	16.39	12.9



### 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

业绩稳健增长，“薇诺娜”品牌进入 2.0 时代	2024-09-02
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

根据三季报，我们调整盈利预测（下调了收入和毛利率，上调了销售费用率），预计公司 24-26 年每股收益分别为 1.71、2.31 和 2.37 元（原 2.36、2.82 和 3.27 元），DCF 目标估值 58.84 元，下调公司评级至“增持”。

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(%)	8.33%	65.33	71.29	79.49	91.47	110.65
	8.83%	61.29	66.28	72.99	82.47	96.90
	9.33%	57.75	61.97	67.52	75.16	86.33
	9.83%	54.61	58.21	62.86	69.11	77.95
	10.33%	51.82	54.91	58.84	64.02	71.15
	10.83%	49.31	51.99	55.34	59.69	65.52
	11.33%	47.06	49.39	52.27	55.94	60.78
	11.83%	45.02	47.05	49.55	52.68	56.73
	12.33%	43.16	44.95	47.12	49.82	53.25

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>	2.14%	债务利率 r <sub>d</sub>	3.6%
无杠杆影响的 β 系数	1.19	WACC	10.33%
市场收益率R <sub>m</sub>	9.17%		
股权投资成本 (Ke)	11.18%		

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	2,980	3,768	4,390	营业收入	5,014	5,522	6,407	7,285	8,252
应收票据、账款及款项融资	509	743	862	980	1,110	营业成本	1,243	1,441	1,846	2,122	2,424
预付账款	42	69	64	73	83	销售费用	2,048	2,610	3,075	3,278	3,631
存货	671	904	923	1,061	1,454	管理费用	343	413	436	486	542
其他	1,980	1,715	1,719	1,724	1,729	研发费用	255	299	327	364	413
<b>流动资产合计</b>	<b>5,715</b>	<b>5,523</b>	<b>6,549</b>	<b>7,605</b>	<b>8,766</b>	财务费用	(14)	(21)	(18)	(26)	(33)
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	45	35	23
其他	288	872	758	721	702	<b>营业利润</b>	<b>1,212</b>	<b>878</b>	<b>821</b>	<b>1,111</b>	<b>1,314</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>8,249</b>	<b>9,079</b>	<b>10,011</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>826</b>	<b>1,116</b>	<b>1,319</b>
应付票据及应付账款	372	402	554	637	727	所得税	163	110	99	134	158
其他	619	785	793	801	810	<b>净利润</b>	<b>1,051</b>	<b>759</b>	<b>727</b>	<b>982</b>	<b>1,161</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>992</b>	<b>1,291</b>	<b>1,451</b>	<b>1,542</b>	<b>1,641</b>	少数股东损益	(1)	2	2	3	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>724</b>	<b>979</b>	<b>1,157</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.48	1.79	1.71	2.31	2.73
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>1,651</b>	<b>1,742</b>	<b>1,841</b>		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	49	155	157	160	164	<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%	16.0%	13.7%	13.3%
资本公积	2,846	2,736	2,846	2,846	2,846	营业利润	19.3%	-27.6%	-6.5%	35.3%	18.3%
留存收益	2,283	2,701	3,171	3,907	4,736	归属于母公司净利润	21.8%	-28.0%	-4.3%	35.1%	18.2%
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>6,598</b>	<b>7,337</b>	<b>8,170</b>	毛利率	75.2%	73.9%	71.2%	70.9%	70.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,720</b>	<b>7,507</b>	<b>8,249</b>	<b>9,079</b>	<b>10,011</b>	净利率	21.0%	13.7%	11.3%	13.4%	14.0%
						ROE	20.4%	13.3%	11.8%	14.4%	15.2%
						ROIC	19.8%	12.7%	10.9%	13.4%	14.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	16.6%	19.9%	20.0%	19.2%	18.4%
净利润	1,051	759	727	982	1,161	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	4.51	4.93	5.34
财务费用	(14)	(21)	(18)	(26)	(33)	速动比率	5.07	3.58	3.88	4.24	4.46
投资损失	(81)	(64)	(80)	(60)	(60)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	713	(188)	23	(179)	(439)	应收账款周转率	19.4	13.3	10.6	10.5	10.4
其它	(960)	22	94	17	17	存货周转率	2.1	1.8	2.0	2.1	1.9
<b>经营活动现金流</b>	<b>769</b>	<b>610</b>	<b>1,052</b>	<b>1,061</b>	<b>974</b>	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	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	1.71	2.31	2.73
其他	385	(46)	63	43	43	每股经营现金流	1.82	1.44	2.48	2.50	2.30
<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	15.20	16.94	18.90
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	21.4	29.7	31.1	23.0	19.5
其他	(295)	(330)	(236)	(216)	(295)	市净率	4.1	3.8	3.5	3.1	2.8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(320)</b>	<b>(458)</b>	<b>(126)</b>	<b>(216)</b>	<b>(295)</b>	EV/EBITDA	15.6	20.5	17.7	13.9	12.2
汇率变动影响	0	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	16.4	23.0	24.5	18.2	15.4
<b>现金净增加额</b>	<b>431</b>	<b>(367)</b>	<b>889</b>	<b>787</b>	<b>622</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。