

短期业绩承压，期待变革后的效果

核心观点

- 公司 2024 年实现收入 57.4 亿，同比增长 3.9%，实现归母净利润 5.03 亿，同比下降 33.5%。25Q1 收入和归母净利润分别同比下降 13.5%和 84%。公司预计分红率为 50.3%，同比提升。
- 主品牌承压，新品牌快速增长。**分品牌来看，2024 年薇诺娜、薇诺娜宝贝、瑗科缦品牌收入分别同比增长-5.5%、34%和 65.6%。分渠道来看，2024 年线上渠道收入增长 10.1%，其中线上自营和线上经销/代销收入分别同比增长 7%和 20.2%，2024 年 OMO 渠道和线下渠道收入分别同比下降 0.4%和 10.7%。
- 公司 2024 年业绩低于预期，核心原因包括：1) 公司未达成双十一预售的销售目标；2) 市场竞争加剧影响，公司营销费用投入增加，2024 年销售费用率同比增长 2.7pct；3) 悦江投资业绩承诺未能如期完成，公司基于谨慎性原则，计提长期资产减值准备金；4) 公司长期资产折旧摊销成本、费用有所增加；5) 人员费用有所增加；6) 公司主要线上自营店铺平均获客成本上升的综合影响。
- 公司大力开展国际化出海业务，多个品牌已全面进驻泰国当地主流美妆渠道，覆盖全泰专柜超 100 家和数十家泰国知名的医美诊所。与此同时，公司已在中国台湾省、一带一路沿线等多个国家和地区发展稳定的商业合作伙伴。
- 展望 2025 年，公司五大解决方案有望正式落地，包括围绕特护霜（修护）、清透防晒乳（防晒）、修白瓶（美白）、银核霜（抗老）以及屏障特护霜（医美术后）五大核心单品，打造“敏感肌 PLUS”综合解决方案，同时公司将精简产品线，提升经营效率。我们对公司主品牌的变革保持期待和观察，同时对新品牌成长持有信心，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

- 根据年报和一季报，我们调整盈利预测并引入 2027 年的盈利预测，预计公司 25-27 年每股收益分别为 1.41、1.63 和 1.87 元（原 25-26 年为 2.31 和 2.37 元），DCF 目标估值 47.73 元，维持公司“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧、终端消费需求复苏缓慢、新品拓展不及预期等

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,522	5,736	5,914	6,322	6,830
同比增长(%)	10.1%	3.9%	3.1%	6.9%	8.0%
营业利润(百万元)	878	625	727	842	968
同比增长(%)	-27.6%	-28.9%	16.4%	15.8%	15.0%
归属母公司净利润(百万元)	757	503	595	689	792
同比增长(%)	-28.0%	-33.5%	18.4%	15.7%	14.9%
每股收益（元）	1.79	1.19	1.41	1.63	1.87
毛利率(%)	73.9%	73.7%	76.2%	76.4%	76.6%
净利率(%)	13.7%	8.8%	10.1%	10.9%	11.6%
净资产收益率(%)	13.3%	8.4%	9.3%	9.7%	10.1%
市盈率	23.2	34.9	29.5	25.5	22.2
市净率	3.0	2.9	2.6	2.3	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 增持（维持）

股价（2025年04月30日）	41.41 元
目标价格	47.73 元
52 周最高价/最低价	74/37.46 元
总股本/流通 A 股（万股）	42,360/42,360
A 股市值（百万元）	17,541
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025 年 05 月 05 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.1	-6.44	5.21	-26.71
相对表现%	0.53	-2.75	6.43	-31.32
沪深 300%	-0.43	-3.69	-1.22	4.61



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

盈利短期承压，期待业绩企稳修复	2024-10-28
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

根据年报和一季报，我们调整盈利预测（下调了收入，上调了毛利率和费用率）并引入 2027 年的盈利预测，预计公司 25-27 年每股收益分别为 1.41、1.63 和 1.87 元（原 25-26 年为 2.31 和 2.37 元），DCF 目标估值 47.73 元，维持公司“增持”评级。

表 1：目标价敏感性分析

		永续增长率 $G_n(\%)$				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	8.55%	52.94	57.19	62.98	71.30	84.33
	9.05%	49.89	53.46	58.21	64.84	74.75
	9.55%	47.21	50.23	54.18	59.55	67.28
	10.05%	44.83	47.41	50.72	55.13	61.29
	10.55%	42.70	44.92	47.73	51.40	56.38
	11.05%	40.80	42.72	45.11	48.19	52.29
	11.55%	39.07	40.74	42.81	45.41	48.82
	12.05%	37.51	38.97	40.76	42.99	45.85
	12.55%	36.09	37.37	38.93	40.84	43.27

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 $G_n(\%)$	3%	权益比率 $E/(D+E)$	90%
无风险利率 R_f	1.66%	债务利率 r_d	3.6%
无杠杆影响的 β 系数	1.3	WACC	10.55%
市场收益率 R_m	8.6%		
股权投资成本 (K_e)	11.42%		

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示：行业竞争加剧、终端消费需求复苏缓慢、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					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,091	1,810	3,050	4,011	5,085
应收票据、账款及款项融资	743	1,047	1,079	1,154	1,247
预付账款	69	53	59	63	68
存货	904	612	422	746	800
其他	1,715	2,611	2,612	2,615	2,618
流动资产合计	5,523	6,133	7,223	8,588	9,818
长期股权投资	212	279	279	279	279
固定资产	667	707	528	331	120
在建工程	40	51	38	32	29
无形资产	193	259	207	155	103
其他	872	875	744	700	675
非流动资产合计	1,984	2,171	1,797	1,497	1,207
资产总计	7,507	8,304	9,020	10,086	11,024
短期借款	104	315	315	315	315
应付票据及应付账款	402	447	422	792	930
其他	785	756	759	766	775
流动负债合计	1,291	1,518	1,496	1,873	2,020
长期借款	5	322	322	322	322
应付债券	0	0	0	0	0
其他	195	276	276	276	276
非流动负债合计	200	598	598	598	598
负债合计	1,491	2,116	2,093	2,471	2,617
少数股东权益	155	138	138	138	138
实收资本（或股本）	424	424	424	424	424
资本公积	2,736	2,672	2,817	2,817	2,817
留存收益	2,701	2,952	3,547	4,236	5,028
其他	0	2	0	0	0
股东权益合计	6,016	6,188	6,926	7,615	8,407
负债和股东权益总计	7,507	8,304	9,020	10,086	11,024

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	759	495	595	689	792
折旧摊销	103	143	338	350	342
财务费用	(21)	(1)	6	(5)	(15)
投资损失	(64)	(62)	(60)	(60)	(60)
营运资金变动	(215)	320	128	(28)	(9)
其它	48	(200)	75	(10)	(10)
经营活动现金流	610	695	1,082	936	1,039
资本支出	(343)	(209)	(51)	(51)	(51)
长期投资	(129)	(70)	0	0	0
其他	(46)	(806)	70	70	70
投资活动现金流	(518)	(1,084)	19	19	19
债权融资	(19)	342	0	0	0
股权融资	(110)	(64)	145	0	0
其他	(330)	(226)	(6)	5	15
筹资活动现金流	(458)	52	139	5	15
汇率变动影响	(1)	(1)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	(367)	(338)	1,240	961	1,073

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,522	5,736	5,914	6,322	6,830
营业成本	1,441	1,506	1,406	1,491	1,600
销售费用	2,610	2,866	2,993	3,155	3,367
管理费用	413	513	526	556	594
研发费用	299	295	308	329	355
财务费用	(21)	(1)	6	(5)	(15)
资产、信用减值损失	34	187	33	33	33
公允价值变动收益	(17)	178	10	10	10
投资净收益	64	62	60	60	60
其他	85	16	14	9	3
营业利润	878	625	727	842	968
营业外收入	2	3	10	10	10
营业外支出	11	19	5	5	5
利润总额	869	608	732	847	973
所得税	110	114	137	158	182
净利润	759	495	595	689	792
少数股东损益	2	(8)	0	0	0
归属于母公司净利润	757	503	595	689	792
每股收益（元）	1.79	1.19	1.41	1.63	1.87

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	10.1%	3.9%	3.1%	6.9%	8.0%
营业利润	-27.6%	-28.9%	16.4%	15.8%	15.0%
归属于母公司净利润	-28.0%	-33.5%	18.4%	15.7%	14.9%
获利能力					
毛利率	73.9%	73.7%	76.2%	76.4%	76.6%
净利率	13.7%	8.8%	10.1%	10.9%	11.6%
ROE	13.3%	8.4%	9.3%	9.7%	10.1%
ROIC	12.7%	7.8%	8.2%	8.5%	8.9%
偿债能力					
资产负债率	19.9%	25.5%	23.2%	24.5%	23.7%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.28	4.04	4.83	4.59	4.86
速动比率	3.56	3.64	4.55	4.19	4.47
营运能力					
应收账款周转率	13.3	9.2	8.4	8.6	8.6
存货周转率	1.8	2.0	2.7	2.6	2.1
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
每股指标（元）					
每股收益	1.79	1.19	1.41	1.63	1.87
每股经营现金流	1.44	1.64	2.55	2.21	2.45
每股净资产	13.84	14.28	16.03	17.65	19.52
估值比率					
市盈率	23.2	34.9	29.5	25.5	22.2
市净率	3.0	2.9	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	15.0	18.8	13.4	12.1	11.1
EV/EBIT	16.8	23.1	19.6	17.2	15.1

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

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。