

建议申购

全国化布局的“多品牌”女士内衣领先企业

合理市价: 24.5 元

2015 年 5 月 27 日

汇洁股份 IPO 价值分析报告

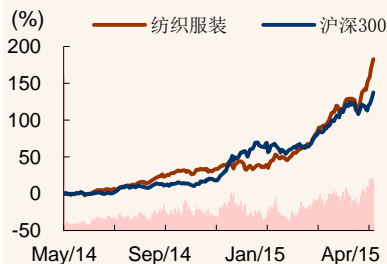
发行数据

发行前总股本(万)	16200
新发行股数(万)	5400
老股配售(万)	0
发行后总股本(万)	21600
发行价(元)	-
发行市盈率(倍)	-
发行日期	2015-5-25
上市日期	-

发行前主要股东

	持股比例
吕兴平	47.47%
林升智	45.68%
林少华	0.25%
27 名自然人	6.60%

行业指数



资料来源: 贝格数据、招商证券

- 1、《服饰品牌研究十三卷-谁是 O2O 突围者? 掌控好利益分配者将领跑量变》2014/7/3
- 2、《服饰电商平台发展的思考-强化聚商和聚客能力(服饰品牌研究第十四卷)》2014/10/13
- 3、《服饰品牌研究第十五卷-紧握零售时代的转型 寻求新突破的外延发展》2014/12/12

孙好

010-57601717, S1090511110003  
sunyu2@cmschina.com.cn

刘义

0755-82940790, S1090512050003  
liuyi5@cmschina.com.cn

公司是全国化布局的“多品牌”女士内衣领先企业, 实行纵向一体化的供应链模式及直营专柜为主的渠道模式, 近年来渠道略有优化, 电商占比则快速提升。公司综合规模略次于安莉芳控股, 但主品牌曼妮芬市场地位更为领先; 伊维斯已经过初步培育并具备一定规模, 如果副品牌未来能快速走向成熟, 公司成长空间将进一步打开。公司近年来业绩延续稳健增长且增长质量指标相对良性, 综合质地也比较优秀, 可给予 35X 左右的 15PE, 合理价格中枢为 24.5 元/股, 建议申购。

- 全国化布局的“多品牌”女士内衣领先企业。公司是国内领先的“多品牌”女士内衣企业, 已完成全国化均衡布局; 实行自产为主的纵向一体化供应链模式及直营专柜为主的渠道模式, 近年来渠道略有调整和优化, 电商占比则快速提升, 已成为仅次于线下直营的第二大渠道。公司综合规模略次于安莉芳控股, 但主品牌曼妮芬市场地位更为领先; 伊维斯已经过初步培育并具备一定的规模, 如果副品牌未来能快速走向成熟, 公司成长空间将进一步打开。
- 业绩延续稳健增长, 并且增长质量指标相对良性。尽管 14 年终端零售不景气, 但女士内衣行业的需求弹性相对较小, 并且得益于相对扎实的直营渠道基础, 公司线下直营稳健(+5%)、电商大增(+104%)拉动收入端实现双位数增长(+12%), 而毛利率提升进一步提振净利增速(+22%), 并且业绩表现明显好于安莉芳控股。公司 15Q1 收入/净利分别增长+9%/+15%, 预计线下直营仍相对稳健, 而电商延续高速增长, 并且控费用进一步提振盈利。此外, 公司库存、应收账款、经营性现金流等增长质量指标均相对良性。
- 募投项目弥补产能短板及强化信息化建设。公司拟发行不超过 5400 万股新股, 募集资金用于江西生产基地建设(5.14 亿/建设期 2 年/产能 1500 万件)、信息系统建设(0.48 亿)、补充流动资金(1.0 亿)。截止 2014 年底, 生产基地项目完工进度约 70%。项目达产后, 可新增产能 1500 万件/年, 可弥补目前产能短板, 并且公司预计可实现年收入 5.4 亿/净利 1 亿。
- 盈利预测与投资建议: 公司 2015-2017 年摊薄 EPS 分别为 0.70/0.82/0.96 元(+14%/+17%/+17%); A 股相对可比标的为女装企业, 除维格娜丝停牌外, 朗姿和歌力思的估值较高(15PE 分别为 120X/80X); 目前市场氛围下, 新股估值空间明显提高, 并且公司综合质地也比较优秀, 合理二级市场价格可给予 15 年 35 倍左右的市盈率, 价格中枢为 24.5 元/股, 建议申购。
- 风险提示: 零售低于预期、副品牌发展低于预期、新增产能消化低于预期。

主要财务数据

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万元)	1481	1654	1844	2060	2298
同比增长	10%	12%	11%	12%	12%
营业利润(百万元)	141	178	202	237	279
同比增长	9%	26%	14%	17%	18%
净利润(百万元)	109	133	151	176	207
同比增长	8%	22%	14%	17%	17%
每股收益(元)	0.67	0.82	0.70	0.82	0.96
ROE	18%	18%	10%	11%	11%

资料来源: 公司数据、招商证券, 注: 以预估总股本 2.16 亿股计算 EPS

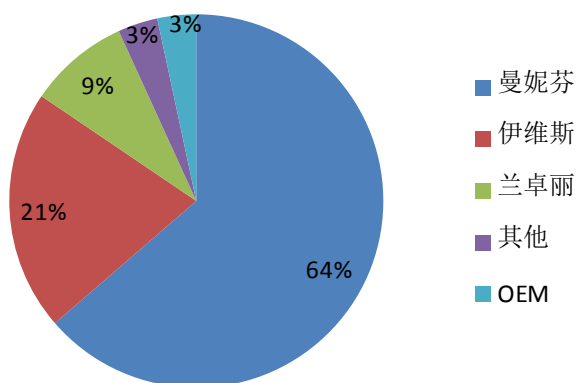
## 一、全国化布局的“多品牌”女士内衣领先企业

公司是国内领先的“多品牌”女士内衣企业，主品牌曼妮芬收入占比维持在60%以上，并且已完成全国化均衡布局，华南大本营收入占比持续提升至37%。公司综合规模略次于安莉芳控股，但主品牌市场地位更为领先（曼妮芬与爱慕近年来综合市占率一直并列首位，安莉芳则紧随其后）；伊维斯已经过初步培育并具备一定的规模，如果副品牌未来能快速走向成熟，公司成长空间将进一步打开。与大多数同行类似，公司也实行自产为主的纵向一体化供应链模式及直营专柜为主的渠道模式，近年来渠道数量略有调整和优化，而电商收入占比则快速提升（由2011年的1%提升至2014年的15%），已成为仅次于线下直营的第二大渠道。

### 1、国内领先的“多品牌”女士内衣企业，副品牌还有待进一步发展

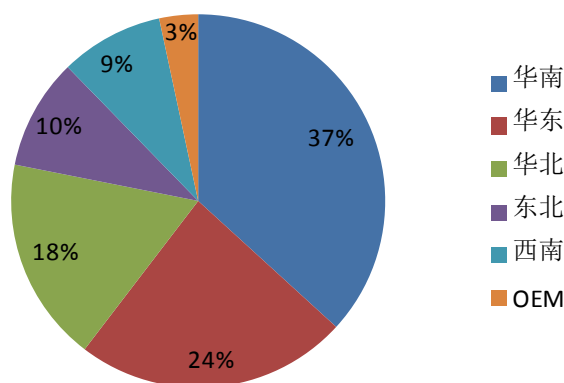
公司主要从事女士内衣业务，产品系列包括文胸、内裤、保暖内衣及功能内衣等。与爱慕、安莉芳、华歌尔等同行类似，公司也实行“多品牌”战略，一共包括六个品牌，其中，曼妮芬（定位时尚魅力的成熟女性）、伊维斯（定位优雅精致的成熟女性）、兰卓丽（定位青春活力的年轻女性）为三大核心品牌，以及COYEEE（仅在互联网线上销售的品牌，由公司自主设计生产并销售）、Bodybeauty、乔百仕三个小品牌。分品牌而言，主品牌曼妮芬近年来收入占比一直在60%以上，2014年为64%；伊维斯收入占比一直在20%以上，2014年为21%；兰卓丽收入占比维持在9%左右。分区域而言，公司以华南地区为大本营，并且已完成全国化均衡布局；华南地区近年来收入占比持续提升，2014年为37%；华东地区收入占比近年来略有下降，2014年为24%；华北地区收入占比近年来也略有下降，2014年为18%。

图 1：公司分品牌收入结构



资料来源：公司公告、招商证券

图 2：公司分区域收入结构

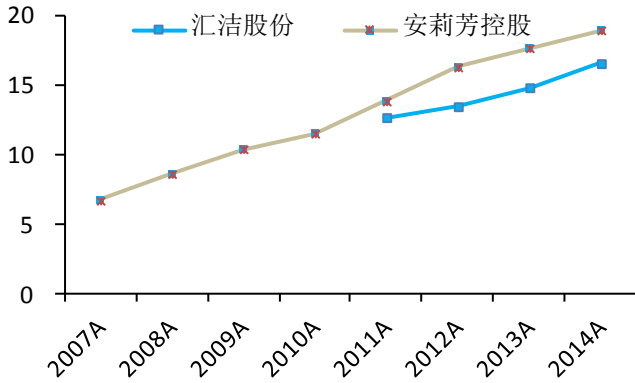


资料来源：公司公告、招商证券

公司综合收入规模略次于安莉芳控股，但主品牌市场地位更为领先，伊维斯已经过初步培育并具备一定的规模。公司2014年总收入为16.5亿（2011-2014年CAGR为9%），规模略次于安莉芳控股（2014年总收入为18.9亿，2011-2014年CAGR为11%），安莉芳控股收入规模领先主要得益于更为成熟的多品牌体系，从前两大核心品牌收入贡献角度而言，公司主品牌收入贡献更大（曼妮芬和伊维斯2014年收入占比分别为64%和21%），安莉芳控股旗下子品牌收入分布则更为均衡（安莉芳和芬狄诗2014年收入占比分别为47%和31%）。从单品牌角度而言，公司主品牌市场地位更为领先，中华全国商业信息

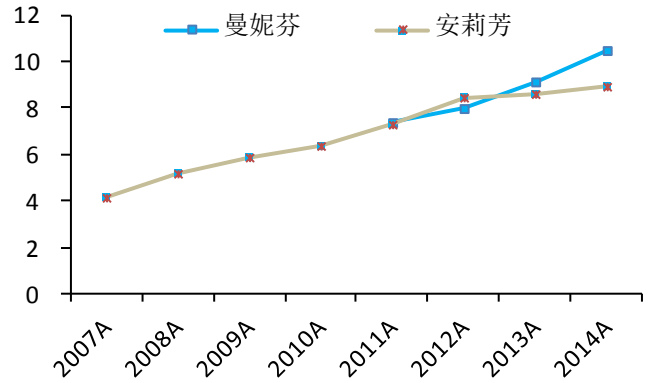
中心《全国大型零售企业暨消费品市场监测报告》显示，曼妮芬与爱慕近年来综合市占率一直并列首位，安莉芳则紧随其后；报表收入数据也是如此，曼妮芬收入与安莉芳近年来逐步拉开差距（2014年分别为10.5和8.9亿）。从副品牌角度而言，伊维斯已经过初步培育并具备一定的规模（2014年直营专柜和总收入分别为446家和3.4亿），近年来也保持稳健发展势头，但相较于安莉芳旗下的芬狄诗而言，未来还有待进一步发展；如果副品牌未来能快速走向成熟，公司成长空间将进一步打开。

图 3：公司与安莉芳控股收入对比



资料来源：公司公告、招商证券；单位-亿人民币

图 4：曼妮芬与安莉芳收入对比



资料来源：公司公告、招商证券；单位-亿人民币

表 1：龙头品牌近年来综合市占率对比

2011A	品牌	综合市占率	2012A	品牌	综合市占率	2013A	品牌	综合市占率
1	曼妮芬	8.2%	1	曼妮芬	8.0%	1	曼妮芬	7.3%
2	爱慕	8.2%	2	爱慕	8.0%	2	爱慕	7.3%
3	安莉芳	7.9%	3	安莉芳	7.5%	3	安莉芳	6.9%
4	古今	6.9%	4	古今	5.5%	4	黛安芬	6.0%
5	黛安芬	6.9%	5	黛安芬	5.5%	5	欧迪芬	4.4%
6	欧迪芬	4.8%	6	欧迪芬	4.5%	6	古今	4.3%
7	华歌尔	4.6%	7	华歌尔	4.2%	7	华歌尔	3.9%
8	桑扶兰	3.1%	8	桑扶兰	3.6%	8	桑扶兰	3.3%
9	婷美	2.5%	9	芬狄诗	2.4%	9	芬狄诗	2.8%
10	芬狄诗	2.4%	10	伊维斯	2.1%	10	爱美丽	2.5%
TOP10		55.5%			51.3%			48.8%

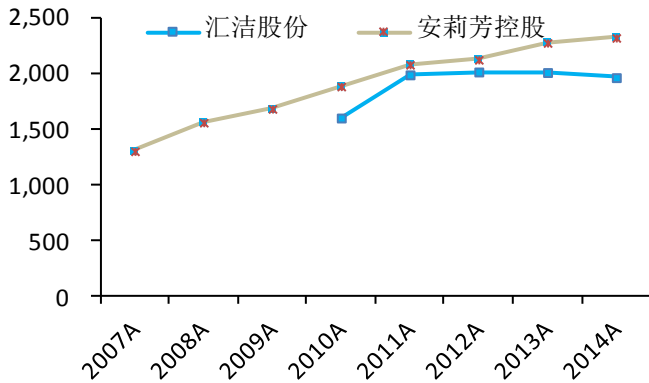
资料来源：公司公告、招商证券

2、渠道模式以直营专柜为主，近几年略有调整和优化，电商占比则快速提升

与大多数同行类似，公司渠道模式也以直营专柜为主，截至2014年底，公司直营专柜数量为1928家，直营专卖店为33家，经销商数量为647家；公司近年来渠道数量略有调整和优化，其中，2012-2014年直营专柜数量分别为1983、1972、1928家，累计减少45家；而安莉芳控股直营店数量近年来稳步提升，已与公司逐步拉开差距。从各渠道收入占比来看，近年来线下直营占比虽略有下降，但仍占绝大部分（2014年为67%）；经销渠道收入占比近年来也有较明显下降（2014年为14%）；电商渠道收入占比快速提升（由2011年的1%提升至2014年的15%），已成为仅次于线下直营的第二大渠道；此外，

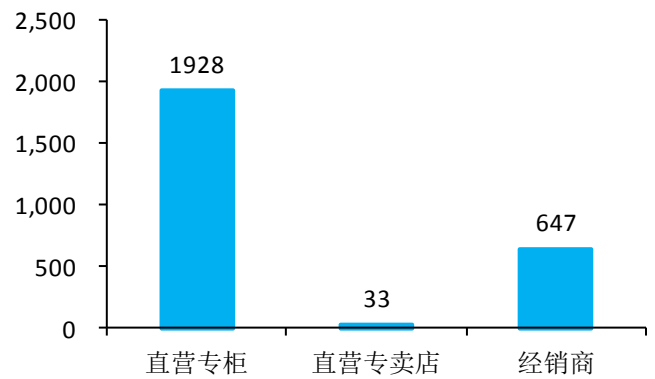
公司还有少量OEM出口业务，2014年收入占比为3%。

图 5: 公司与安莉芳控股直营店数量对比



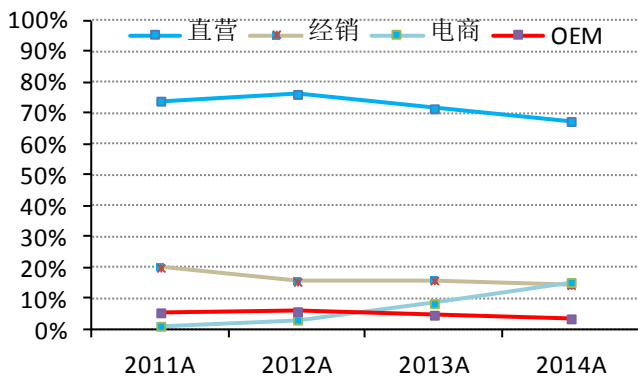
资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 公司 2014 年渠道结构



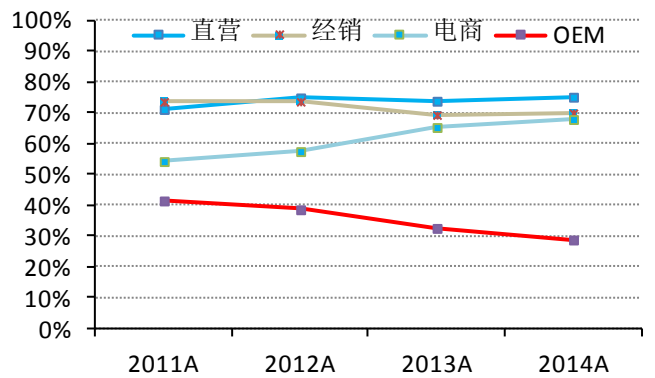
资料来源: 公司公告、招商证券

图 7: 公司各渠道收入占比



资料来源: 公司公告、招商证券

图 8: 公司各渠道毛利率



资料来源: 公司公告、招商证券

### 3、自产为主的纵向一体化模式

与国内同行类似，公司也采取自产为主的纵向一体化模式。在设计环节，公司拥有“汇洁内衣研究院”，研发设计人员合计260余人，每年推出新款超过500个。在采购环节，公司实行“原材料集中开发、大货分散采购”的按需采购模式。在生产环节，公司实行“自产为主+外协为辅”的模式，2014年自产占比虽略有下降，但仍维持在70%以上；在江西和汕头拥有两个生产基地，内衣年产能1300万件，在建的江西基地投产后还将新增年产能1500万件。

## 二、业绩延续稳健增长，并且增长质量指标相对良性

尽管14年终端零售不景气，但女士内衣行业的需求弹性相对较小，并且得益于相对扎实的直营渠道基础，公司线下直营稳健(+5%)、电商大增(+104%)拉动收入端实现双位数增长(+12%)，而毛利率提升进一步提振净利增速(+22%)，并且业绩表明

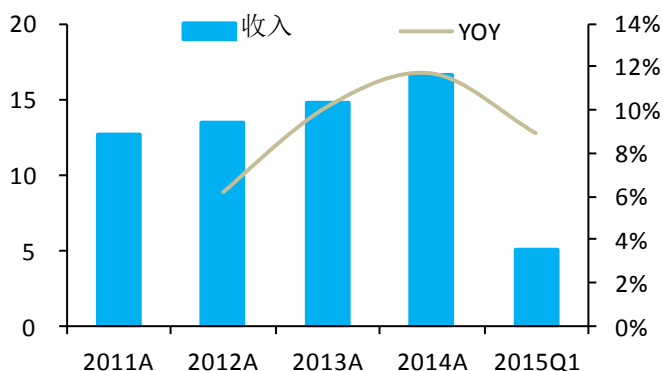


显好于安莉芳控股。预计15Q1线下直营仍相对稳健，而电商延续高速增长，并且控费用进一步提振盈利，公司收入/净利分别增长+9%/+15%。此外，公司库存、应收账款、经营性现金流等增长质量指标均相对良性。

1、14年线下直营稳健、电商大增拉动收入端实现双位数增长，而毛利率提升进一步提振盈利，并且业绩表现明显好于安莉芳控股。尽管14年终端零售不景气，但女士内衣行业的需求弹性相对较小，并且得益于相对扎实的直营渠道基础，公司线下直营仍实现稳健增长(+5%)；而电商渠道延续高速增长(+104%)，共同拉动收入端实现双位数增长(+12%)。公司综合毛利率同比提升1.3个百分点至71.5%，其中，线下直营、经销、电商毛利率分别提升1.3、0.6、2.6个百分点，而期间费用率同比仅提升0.5个百分点，拉动净利增速(+22%)明显好于收入端。此外，公司2014年业绩表现也明显好于安莉芳控股(收入/净利分别增长+7%/-5%)。

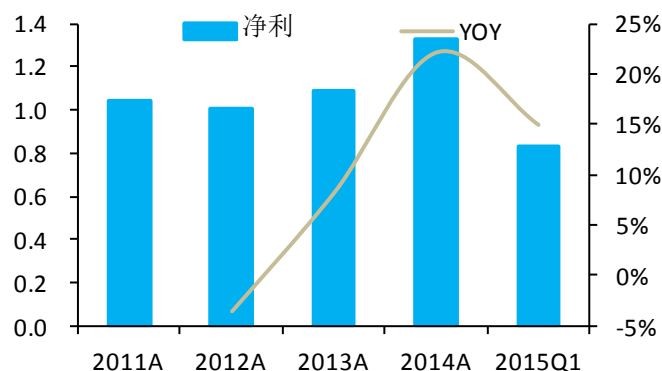
2、预计15Q1线下直营仍相对稳健，而电商延续高速增长，并且控费用进一步提振盈利表现。公司15Q1收入增长9%，预计仍主要得益于线下直营相对稳健以及电商延续高增长；虽然综合毛利率同比下降1.4个百分点，但得益于费用控制(销售/管理/财务费率同比分别下降2.8/0.1/0.3个百分点)，公司净利同比增长15%。与安莉芳控股相比，公司收入端增速与其基本相当。

图 9：公司近年来收入及增速



资料来源：公司公告、招商证券；单位-亿

图 10：公司近年来净利及增速



资料来源：公司公告、招商证券；单位-亿

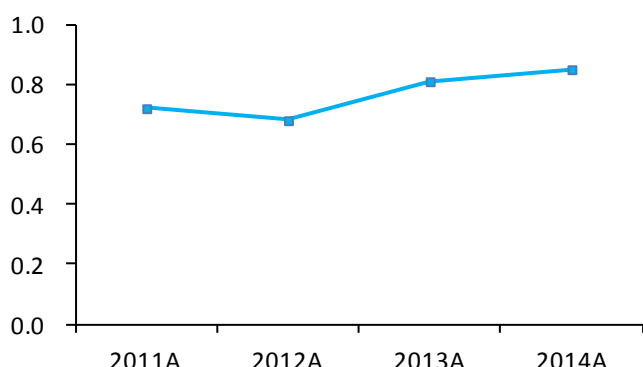
### 3、增长质量指标相对良性

截至14年底，公司存货5.8亿，同比增长11%，主要是直营规模扩大所致（尤其是电商快速增长导致备货增加）；从存货周转率来看，公司近年来保持稳健提升趋势，2014年为0.85次；从库龄结构来看，1年以内的成品库存占比达65%，1-2年的占比17%，2年以上的占比为18%，尽管数据层面显示过季货品占比相对较高，但考虑到女士内衣产品款式更新频率相对不高且适销期较长，综合而言，公司库存结构相对比较健康。

截至14年底，公司应收账款1.8亿、同比增长11%，主要是收入规模同步增长所致，整体而言，公司应收账款规模偏小，主要是直营专柜为主的渠道模式所致；从应收账款周转率来看，公司近年来保持持续提升趋势，2014年为9.46次；从账龄结构来看，公司13个月以内的占比达95%，应收款坏账风险较低，也与渠道结构有关。

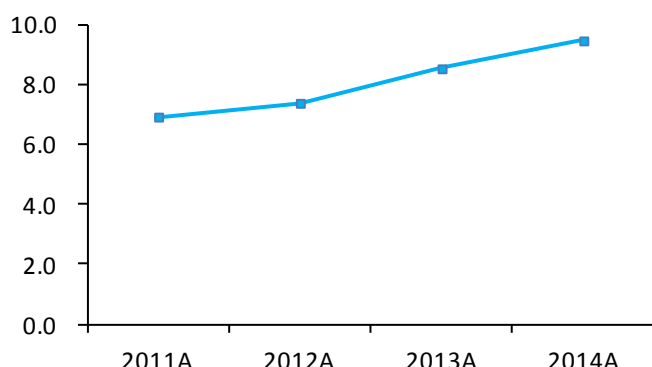
公司14年经营性现金净流入为1.8亿，同比下降29%，主要是存货及应收款增加所致，但仍持续好于净利润；综合而言，公司净利质量相对较高。

图 11: 公司存货周转率



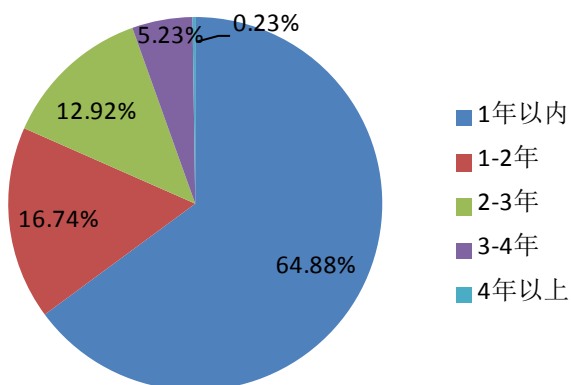
资料来源: 公司公告、招商证券

图 12: 公司应收款账周转率



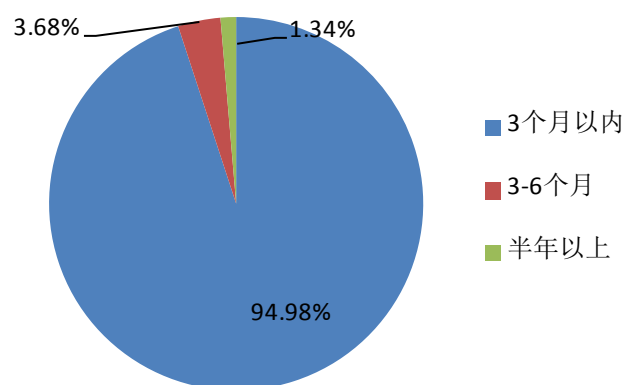
资料来源: 公司公告、招商证券

图 13: 公司成品库存库龄结构



资料来源: 公司公告、招商证券

图 14: 公司应收款账龄结构



资料来源: 公司公告、招商证券

### 三、募投项目弥补产能短板及强化信息化建设

公司拟公开发行新股数量不超过 5400 万股, 所募集资金扣除发行费用后将全部用于江西生产基地建设项目 (5.14 亿、建设期 2 年、产能 1500 万件)、信息系统建设项目 (0.48 亿)、补充流动资金 (1.0 亿)。

**1、江西生产基地建设项目。**项目总投资为 5.14 亿元, 已于 2010 年 4 月开工建设, 公司以自有资金及银行贷款的方式先行投入; 项目原计划建设期 2 年, 但由于本次发行募集资金到位时间有所推迟, 公司相应调整建设进度, 截止 2014 年底, 项目累计投入 3.59 亿元, 完工进度约 70%; 募集资金到位后, 公司将置换预先投入资金。公司预计项目达产后, 可新增产能 1500 万件/年, 实现年收入 5.4 亿、净利 1 亿。

**2、信息系统建设项目。**该项目计划投资 0.48 亿, 涵盖研发、设计、商品企划、营销管理、物流仓储、生产管理、财务管理、RFID 技术应用、数据分析、办公协作等方面软件系统、相关硬件设备及配套工程。

## 四、盈利预测与投资建议

公司是国内领先的“多品牌”女士内衣企业，并且已完成全国化均衡布局（以华南为大本营）；综合规模略次于安莉芳控股，但主品牌市场地位更为领先，副品牌已经过初步培育并具备一定的规模，但未来还有待进一步发展。与大多数同行类似，公司也实行自产为主的纵向一体化供应链模式及直营专柜为主的渠道模式，近年来渠道数量略有调整和优化，而电商收入占比则快速提升（由2011年的1%提升至2014年的15%），已成为仅次于线下直营的第二大渠道。

尽管14年终端零售不景气，但女士内衣行业的需求弹性相对较小，并且得益于相对扎实的直营渠道基础，公司线下直营稳健（+5%）、电商大增（+104%）拉动收入端实现双位数增长（+12%），而毛利率提升进一步提振净利增速（+22%），并且业绩表现明显好于安莉芳控股。预计15Q1线下直营仍相对稳健，而电商延续高增长，并且控费用进一步提振盈利，公司收入/净利分别增长+9%/+15%。此外，公司库存、应收账款、经营性现金流等增长质量指标均相对良性。

我们预计公司 2015-2017 年收入分别增长 11%/12%/12%，考虑 IPO 之后的摊薄每股收益分别为 0.70/0.82/0.96 元（同比分别增长 14%/17%/17%）；A 股相对可比标的为朗姿、歌力思、维格娜丝等女装企业，除维格娜丝停牌外，朗姿和歌力思的估值水平相对较高（15PE 分别为 120X/80X）；目前市场氛围下，新股估值空间明显加大，并且公司综合质地也比较优秀，合理二级市场价格可给予 15 年 35 倍左右的市盈率，价格中枢为 24.5 元/股，建议申购。

## 五、风险提示

- 1、终端零售复苏低于预期。
- 2、副品牌发展低于预期。
- 3、新增产能消化不达预期及折旧增加。

## 六、附录：发行方案及股权结构

公司发行前总股本为16200万股，此次公开发行新股不超过5400万股，不进行老股发售，发行后总股本不超过2.16亿股。假设公司不超募资金，预计发行价为13.106元/股，截至2014年末摊薄每股净资产和摊薄每股收益分别为3.33元和0.61元，对应发行市净率为3.9X，2014年静态市盈率为21.3X，2015年动态市盈率为18.8X。

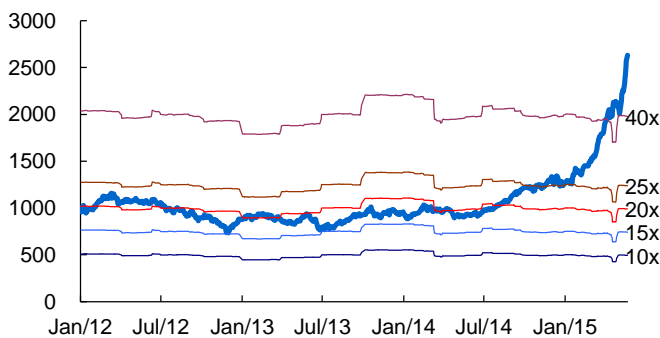
深圳汇洁注册地深圳，是由曼妮芬针织品有限公司于2011年7月整体变更设立的股份有限公司，曼妮芬针织品有限公司则成立于2007年8月，由吕兴平和林升智分别出资1530万和1470万设立，二人分别持股51%和49%；经过一系列股权转让及增资，公司IPO之前的注册资本为16200万元，股东分别为吕兴平（47.47%）、林升智（45.68%）、林少华（0.25%）以及其他27名自然人（合计持股6.60%）；吕兴平和林升智二人为公司实际控制人及一致行动人，（合计持股93.15%），林少华和林升智为父女关系，公司核心高管均有直接持股。

表 2: 发行前后股本结构对比

股份性质	股东名称	发行前股本结构		发行后股份结构	
		持股数量 (万股)	持股比例	持股数量 (万股)	持股比例
限售流通股	吕兴平	7690.3	47.47%	7690.3	35.60%
	林升智	7399.7	45.68%	7399.7	34.26%
	林少华	40	0.25%	40	0.19%
	27名自然人	1070	6.60%	1070	4.95%
发行流通股				5400	25%
合计		16200	100%	21600	100%

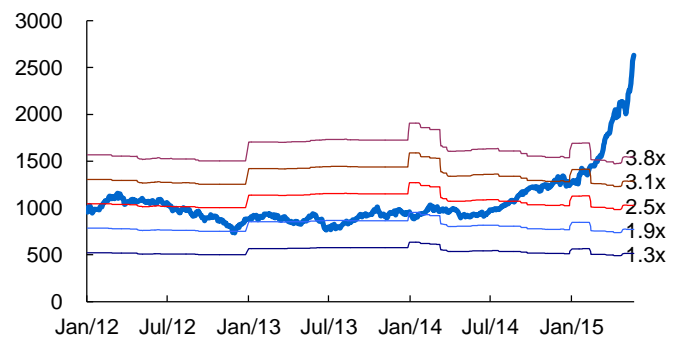
资料来源：公司招股说明书，招商证券

图 15: 行业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 16: 行业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券



**参考报告:**

1、《纺织服饰行业 2011 年中期投资策略（服饰品牌研究第七卷）-变革的时代 增长模式的革命》2011/7/11：系统的阐述了近几年国内品牌服饰行业面临的经营环境的变革的问题，在此基础上详细探讨了经营环境的变革将对未来国内品牌的竞争产生深远影响。通过构建国内服饰各领域品牌化消费升级图谱，分析出与舒适、健康等内在生活品质相关的消费升级后端的行业目前正在享受进入品牌化消费的盛宴；同时针对消费升级前端的行业，创新的提出了单店质量提升图谱。独特的用此逻辑对从行业到公司的投资机会进行逻辑性强的判断。

2、《纺织服饰行业 2013 年年度投资策略（服饰品牌研究第十卷）-行业增长的白银时代 价格体系的长期重构》2012/12/28：近两年国内服饰行业的发展处于关键的变革期，本卷从主要的变量入手，数据详实、论据充分的深入探讨了市场非常关心的行业增长模式的变化、价格体系的趋势以及网购的发展与作用等问题。力求对行业未来 3、5 年面临的局面进行深入的剖析，并以此形成如何选择未来优秀公司的逻辑。

3、《纺织服饰行业 2013 年中期投资策略（服饰品牌研究十一卷）-未来在哪？全渠道模式和大数据运营的思考》2013/6/18：提出了在消费者为王的时代，对于全渠道模式和大数据运营的思考。全渠道模式和大数据运营的思维，其作用不仅仅在于将大大提高单店经营的效率，还在于将重新定义“单店”的意义，甚至是在未来门店可能缩减的时代，而销售却能不断提升的关键。

4、《纺织服饰行业 2014 年度投资策略（服饰品牌研究十二卷）-线上线下扬帆并进 把握移动互联的船票》2013/12/19：未来几年国内服饰行业的发展仍处于关键的变革期，由互联网和移动互联网推动的商业革命，令其运营体系需要发生与时俱进的变革，从而在电商和终端之间找到合适的平衡。我们结合对国外经典案例 NEXT 的分析，重点提出了在 PC 端的 O2O 还难以实现的背景下，线上线下同步发展是当期较为有效的战略，提出了一些产品策略和渠道策略，以寻求到协调线上线下利益的方式，并通过移动互联趋势的把握，勾画出国内品牌商进行线上线下并进发展及 O2O 的演变图谱。

5、《纺织服饰行业 2014 年中期投资策略（服饰品牌研究十三卷）-谁是 O2O 突围者？掌控好利益分配者将领跑量变》2014/7/3

针对国内服饰行业发展的关键变革期，此卷是我们对海内外 O2O 转型的精华之作。英国的 Next 堪称全球做 O2O 的最经典案例，展示给我们传统品牌在 O2O 时代仍占据很大优势，在电商领域也可以成为老大，且线上业务的开展有助于提升总体利润率。而国内 O2O 尚难以实质性的推进，主要因为线上线下价格难以一致及加盟等渠道利益复杂两大难题。因此 O2O 对于国内服饰企业而言，是一个庞大的系统改造工程。国内服饰行业目前仍处于 O2O 的量变过程中，能优先梳理和掌控好渠道利益分配格局的公司将明显在量变中领先，可率先等待质变一刻的腾飞。

6、《服饰电商平台发展的思考-强化聚商和聚客能力（服饰品牌研究第十四卷）》2014/10/13

7、《纺织服饰行业 2015 年度投资策略（服饰品牌研究第十五卷）-紧握零售时代的转型 寻求新突破的外延发展》2014/12/12

前几卷我们从内生发展的变革以及线上线下融合发展方面对国内服饰行业的变革做过详细阐述，此卷的重心则放在寻求新意义上的外延发展——并购为主线。我们无法改变需求低迷的宏观环境，但从海外服饰企业的发展历程看，到单品牌面临瓶颈的阶段，寻找合适的并购机会，把握新外延的发展机遇是一条应该主动积极把握的突围之路，我们精炼出海外并购几点重要的规律，并以美国著名上市公司 PVH 的发展与并购为案例，详细阐述了并购持续推动股价的海外典型公司的历程。以此作为国内企业打造时尚消费品集团的借鉴。

附：财务预测表

资产负债表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	876	976	1780	1943	2128
现金	148	172	900	969	1054
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	5	1	1	1	1
应收款项	166	184	194	217	242
其它应收款	17	20	22	24	27
存货	527	582	642	708	779
其他	13	18	20	23	25
<b>非流动资产</b>	649	645	624	604	587
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	374	434	421	409	398
无形资产	72	71	64	57	51
其他	204	140	139	138	138
<b>资产总计</b>	<b>1525</b>	<b>1621</b>	<b>2403</b>	<b>2547</b>	<b>2715</b>
<b>流动负债</b>	857	854	818	830	844
短期借款	600	550	500	500	500
应付账款	93	88	99	109	120
预收账款	14	18	20	22	25
其他	149	198	199	199	199
<b>长期负债</b>	50	49	49	49	49
长期借款	0	0	0	0	0
其他	50	49	49	49	49
<b>负债合计</b>	<b>907</b>	<b>903</b>	<b>866</b>	<b>879</b>	<b>892</b>
股本	162	162	216	216	216
资本公积金	195	195	849	849	849
留存收益	261	362	472	603	758
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	618	719	1537	1668	1822
<b>负债及权益合计</b>	<b>1525</b>	<b>1621</b>	<b>2403</b>	<b>2547</b>	<b>2715</b>

现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	264	188	163	158	180
净利润	109	133	151	176	207
折旧摊销	38	44	46	44	42
财务费用	40	39	28	18	17
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	80	(16)	(63)	(84)	(90)
其它	(3)	(12)	2	3	3
<b>投资活动现金流</b>	(44)	(43)	(25)	(25)	(25)
资本支出	(44)	(44)	(25)	(25)	(25)
其他投资	0	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(194)	(121)	590	(64)	(70)
借款变动	(130)	(49)	(50)	0	0
普通股增加	0	0	54	0	0
资本公积增加	0	0	654	0	0
股利分配	(24)	(32)	(41)	(45)	(53)
其他	(40)	(39)	(28)	(18)	(17)
<b>现金净增加额</b>	26	24	728	69	85

利润表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	1481	1654	1844	2060	2298
营业成本	442	471	531	586	644
营业税金及附加	22	24	27	30	33
营业费用	648	749	830	937	1046
管理费用	174	184	212	237	264
财务费用	40	38	28	18	17
资产减值损失	14	10	15	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	141	178	202	237	279
营业外收入	6	4	5	5	5
营业外支出	1	0	1	1	1
<b>利润总额</b>	146	181	206	241	283
所得税	37	48	55	64	76
<b>净利润</b>	109	133	151	176	207
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	109	133	151	176	207
<b>EPS (元)</b>	0.67	0.82	0.70	0.82	0.96

主要财务比率

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>年成长率</b>					
营业收入	10%	12%	11%	12%	12%
营业利润	9%	26%	14%	17%	18%
净利润	8%	22%	14%	17%	17%
<b>获利能力</b>					
毛利率	70%	72%	71%	72%	72%
净利率	7%	8%	8%	9%	9%
ROE	18%	18%	10%	11%	11%
ROIC	11%	12%	8%	9%	9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	59%	56%	36%	35%	33%
净负债比率	39%	34%	21%	20%	18%
流动比率	1.0	1.1	2.2	2.3	2.5
速动比率	0.4	0.5	1.4	1.5	1.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.0	1.0	0.8	0.8	0.8
存货周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
应收帐款周转率	8.5	9.5	9.8	10.0	10.0
应付帐款周转率	5.4	5.2	5.7	5.6	5.6
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.67	0.82	0.70	0.82	0.96
每股经营现金	1.63	1.16	0.76	0.73	0.83
每股净资产	3.82	4.44	7.12	7.72	8.44
每股股利	0.20	0.25	0.21	0.25	0.29
<b>估值比率</b>					
PE					
PB					
EV/EBITDA	15.6	13.1	11.9	11.0	9.7

资料来源：公司数据、招商证券，注：以预估总股本 2.16 亿股计算 EPS

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**孙好**，英国伯明翰大学酒店管理学硕士，现为招商证券服饰纺织行业首席分析师，6 年服饰纺织行业研究经验，曾任职于天相投顾 1 年。

**刘义**，毕业于同济大学金融学专业，2012 年加盟招商证券，7 年证券研究经验（3 年房地产+4 年服装），现从事纺织服装行业研究。

**团队成绩**：连续 4 年上榜《新财富》服装纺织行业最佳分析团队。2011-14 年度水晶球奖分析师纺织和服饰行业第一名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。