

证券研究报告—动态报告

纺织服装及日化

服装 II

汇洁股份 (002763)

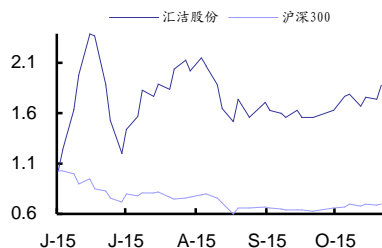
买入

2015 年三季报点评

(维持评级)

2015 年 11 月 02 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	216/54
总市值/流通 (百万元)	7,517/1,879
上证综指/深圳成指	3,383/11,546
12 个月最高/最低价	48.93/17.14

相关研究报告:

证券分析师: 朱元

电话: 021-60933162

E-MAIL: zhuyuan2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513070005

联系人: 郭陈杰

电话: 021-60875168

E-MAIL: guocj@guosen.com.cn

财报点评

经营质量优异, 长期受益行业消费升级

● 前三季盈利增长 29.2%, 经营质量优异

公司 2015 年 1-9 月实现营收 13.83 亿元, 同比增长 15.3%, 归母净利润 1.68 亿元, 同比增长 29.2%, 折合 EPS 0.93 元, 扣非净利润增长 26.7%, 基本符合预期; 其中 Q3 营收同比增长 18.3%, 净利润同比增长 17.4%。公司前三季度净利率达 12.1%, 同比提升 1.6pct, 主要受益于有效的费用控制, 销售费用率同比下滑 3.1pct 至 41.8%, 管理费用率为 8.7%, 同比基本持平, 由于新增募集资金, 财务费用率下滑 1pct。前三季度毛利率为 69.9%, 同比下滑 2pct, 主要与电商业务快速发展, 收入占比提升有关。扣非净利润增速低于盈利增速, 主要由于政府补助增加所致。截至 Q3, 公司存货规模 5.74 亿, 较年初略有下降, 前三季经营性现金流净额同比增长 28%, 经营质量优异。公司预计 2015 年净利润变动幅度为 20%-60%。

● 行业领先地位巩固, 电商销售发展迅速

终端消费环境继续承压, 但内衣行业受益消费升级和行业集中度提升, 依然是服装中增长最快的细分领域之一。公司作为行业领军企业, 增长势头良好且有加快趋势, 除了主品牌曼妮芬扩大领先优势外, 公司多品牌运作渐趋成熟, 伊维斯、兰卓丽、以及塑形专家 BodyBeauty、男士品牌乔百仕, 电商品牌 Coyeee 等潜力品牌定位细分领域有望逐步发力。公司电商业务发展迅速, 在中高端内衣品牌中走在前列。

● 供应链体系逐步完善, 营销渠道仍有拓展潜力

公司供应链已自有生产为主, 募投项目在江西基地新增产能 1500 万件/年, 自主生产模式的逐步完善, 将有助于提高供应链快速反应能力, 有效掌控产品质量。在前几年门店数略有下降, 增长主要来自于单店的逐年提升以及电商的快速增长, 公司继续推进二三线城市渠道渗透, 通过优化营销渠道网络, 提升整体经营效益。

● 风险提示

终端消费环境持续恶化; 副品牌培育不及预期。

● 长期受益消费升级和行业集中度提升, 维持买入评级

公司作为中高档内衣领军企业, 品牌忠诚度不断提升, 多品牌运作渐趋成熟, 未来增长将来自于渠道拓展、电商销售和副牌发力。伴随消费者品牌意识提升, 公司有望持续受益消费升级, 同时, 在行业集中度提升趋势下, 有望长期受益。我们维持公司 15-17 年 EPS 0.79/0.98/1.18 元, 维持买入评级。

盈利预测和财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,481	1,654	1,903	2,176	2,473
(+/-%)	10.1%	11.7%	15.0%	14.4%	13.7%
净利润(百万元)	109	133	170	211	255
(+/-%)	8.2%	22.1%	28.3%	24.1%	20.7%
摊薄每股收益(元)	0.50	0.61	0.79	0.98	1.18
EBIT Margin	12.6%	13.2%	14.1%	15.1%	15.9%
净资产收益率 (ROE)	17.6%	18.5%	21.2%	23.2%	24.6%
市盈率 (PE)	69.1	56.6	44.1	35.6	29.5
EV/EBITDA	37.6	32.0	27.0	22.5	19.7
市净率 (PB)	12.2	10.5	9.4	8.3	7.2

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	172	298	292	586
应收款项	204	235	268	305
存货净额	582	697	783	876
其他流动资产	18	19	22	25
流动资产合计	976	1248	1365	1792
固定资产	467	457	442	421
无形资产及其他	71	68	65	62
投资性房地产	107	107	107	107
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	1621	1880	1979	2382
短期借款及交易性金融负债	550	700	650	900
应付款项	88	106	119	133
其他流动负债	216	222	251	263
流动负债合计	854	1028	1020	1296
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	49	49	49	49
长期负债合计	49	49	49	49
负债合计	903	1076	1069	1345
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	719	804	910	1037
负债和股东权益总计	1621	1880	1979	2382

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.82	0.79	0.98	1.18
每股红利	0.44	0.39	0.49	0.59
每股净资产	4.44	3.72	4.21	4.80
ROIC	14%	15%	18%	20%
ROE	18%	21%	23%	25%
毛利率	72%	70%	71%	71%
EBIT Margin	14%	14%	15%	16%
EBITDA Margin	16%	17%	18%	18%
收入增长	12%	15%	14%	14%
净利润增长率	22%	28%	24%	21%
资产负债率	56%	57%	54%	56%
息率	1%	2%	2%	2%
P/E	42.5	44.1	35.6	29.5
P/B	7.8	9.4	8.3	7.2
EV/EBITDA	24.6	27.0	22.5	19.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1654	1903	2176	2473
营业成本	471	571	640	713
营业税金及附加	24	29	33	37
销售费用	749	837	953	1081
管理费用	184	197	223	250
财务费用	38	35	38	42
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(10)	(13)	(15)	(17)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	178	220	275	333
营业外净收支	3	7	7	7
利润总额	181	227	282	340
所得税费用	48	57	70	85
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	133	170	211	255

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	133	170	211	255
资产减值准备	(4)	0	0	(1)
折旧摊销	39	50	54	57
公允价值变动损失	10	13	15	17
财务费用	38	35	38	42
营运资本变动	(41)	(122)	(81)	(107)
其它	4	0	0	1
经营活动现金流	142	111	200	222
资本开支	(12)	(50)	(50)	(50)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(12)	(50)	(50)	(50)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(71)	(85)	(106)	(128)
其它融资现金流	36	150	(50)	250
融资活动现金流	(106)	65	(156)	122
现金净变动	24	126	(6)	294
货币资金的期初余额	148	172	298	292
货币资金的期末余额	172	298	292	586
企业自由现金流	152	79	169	194
权益自由现金流	188	202	91	412

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
陶川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕翔	010-88005325	孔令超	021-60933159		
李智能	0755-22940456	王佳骏	021-60933154		
固定收益		纺织/日化零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	0755-22940745	朱元	021-60933162	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161			何立中	010-88005322
柯聪伟	021-60933152				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
江维娜	021-60933157	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟潇	0755-82132098		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘洵	021-60933151	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	蓝逸翔	021-60933164	邵潇	0755-22940659
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资				非金属及建材	
梁铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
房地产		食品饮料			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
金融工程		轻工造纸		汽车及零部件	
林晓明	021-60875168	邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097
吴子昱	0755-22940607				
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 13817758288	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lipei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
周瑞		汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
王玮		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	1
边祎维		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
夏坤		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				