

汇洁股份(002763.SZ)

内衣行业领导者，享受行业消费升级红利

 评级：**增持**

前次：

目标价(元)：

55—60

分析师

联系人

吴晓宇

王雨丝

S0740515030001

021-20315169

wuxy@r.qlzq.com.cn

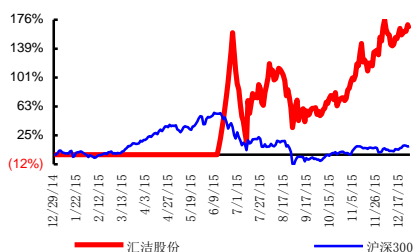
wangys@r.qlzq.com.cn

2015年12月27日

基本状况

总股本(百万股)	216
流通股本(百万股)	216
市价(元)	49.86
市值(百万元)	10,770
流通市值(百万元)	10,770

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,481.18	1,653.88	1,906.18	2,210.28	2,536.57
营业收入增速	10.13%	11.66%	15.26%	15.95%	14.76%
净利润(百万元)	108.78	132.80	176.53	231.65	277.98
净利润增长率	8.17%	22.08%	32.93%	31.23%	20.00%
摊薄每股收益(元)	0.50	0.62	0.82	1.07	1.29
市场预测每股收益(元)			0.79	0.96	1.16
市盈率(倍)			60.98	46.73	38.76
PEG			1.86	1.49	1.94
每股净资产(元)	5.09	5.92	7.42	8.49	9.78
每股现金流量	2.17	1.55	0.72	0.99	1.22
净资产收益率	17.59%	18.48%	11.01%	12.63%	13.16%
市净率			6.74	5.89	5.11
总股本(百万股)	216.00	216.00	216.00	216.00	216.00

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 公司为国内内衣行业龙头，以直营为主，经销和电商为辅，立足中高端，走品牌多元化路线。旗下有“曼妮芬”、“伊维斯”、“兰卓丽”等6个子品牌，主品牌“曼妮芬”连续12年市占率第一（2013年份额7.31%）。
- 内衣行业空间大，中高端内衣受青睐。当前国内女性内衣市场规模约为600亿元，随着女性消费能力增强，国内不断涌现出强势自信的优秀女性，她们对内衣的需求趋于多元化，好奇并愿意去尝试新颖大胆且具有美感的内衣，预计女性内衣年均购买量将从过去的3-4件上升至6件左右，消费者对内衣更高价位的接受程度也越来越高，内衣行业消费的量价齐升将迎来春天。从行业集中度来看，近几年国内前5大内衣企业的市场份额有稳步提升趋势，但和“维多利亚的秘密”相比（美国市占率41%）仍有较大差距，未来空间依然很大。
- 品牌渠道双驱动，业绩快速增长。1) 公司内衣研发研究院的技术与专利数量业内领先。2) 多品牌运作，门店数量与单店收入齐升。过去三年子品牌门店数量增速为安莉芳的4倍，单店收入CAGR 12%。产品单价逐年提升，在中高端内衣需求提升趋势下提价空间仍在。3) 多渠道运作，电商渠道打造新增长级。公司直营渠道已基本覆盖全国主要省会城市，未来将通过经销渠道下沉至二、三线城市。电商渠道高速发展，增速（过去三年收入CAGR 155.63%）远超同类品牌，成为公司销售新引擎。4) 费用管控能力强。2015年前三季度期间费用率大幅下降，业绩提振明显，净利率提升4.11%。
- 首次覆盖给予“买入”评级，3-6个月目标价55-60元。预计公司15-17年EPS为0.82/1.07/1.29元，对应PE为61/47/39倍。考虑到公司为次新股、较高的成长性、标的稀缺性及中高端内衣行业的较大成长空间，同时公司资金充裕，我们认为外延并购预期较强，给予公司16年51-56倍估值，目标价55-60元。
- 风险提示。库存控制不当风险；销售增长低于预期。

内容目录

中国内衣行业龙头	- 4 -
立足中高端，走品牌多元化路线	- 4 -
业绩稳定增长	- 5 -
内衣行业空间大，中高端内衣受青睐	- 5 -
市场规模稳步扩张，需求量大	- 5 -
消费升级，中高端内衣受青睐	- 6 -
行业集中度提升，品牌竞争力凸显	- 8 -
公司优势：品牌渠道双驱动，业绩快速增长	- 9 -
品牌与设计双优势，保障公司第一市占率	- 9 -
多品牌运作，门店数量与单店收入齐升	- 10 -
多渠道运作，电商渠道打造新增长级	- 12 -
费用控制得当，业绩提振明显	- 14 -
盈利预测及估值分析	- 14 -
风险提示	- 15 -

图表目录

图表 1：2014 年分品类收入占比	- 4 -
图表 2：2014 年分品牌收入占比	- 4 -
图表 3：2013 年内衣品牌前十名	- 4 -
图表 4：2011-2014 年营业收入及增速(亿元)	- 5 -
图表 5：2011-2014 年归属净利润及增速(亿元)	- 5 -
图表 6：2004-2014 年中国纺织服装和服饰业营业收入及增速（亿元）	- 5 -
图表 7：2003-2014 年女性总人口数及增速（万人）	- 6 -
图表 8：国内城镇居民年均可支配收入快速提升	- 6 -
图表 9：2012 年国内内衣市场情况	- 7 -
图表 10：舒适度、功能性和时尚性为女性购买内衣主要考虑的因素	- 7 -
图表 11：舒适度、功能性和时尚性为女性购买内衣主要考虑的因素	- 7 -
图表 12：内衣均价提升	- 8 -
图表 13：2008 年各内衣品牌市占率	- 8 -
图表 14：2013 年各内衣品牌市占率	- 8 -
图表 15：汇洁内衣研究所构架	- 9 -
图表 16：曼妮芬“魔力掌杯”聚变系列产品	- 9 -
图表 17：伊维斯产品	- 9 -
图表 18：公司各品牌及定位	- 10 -

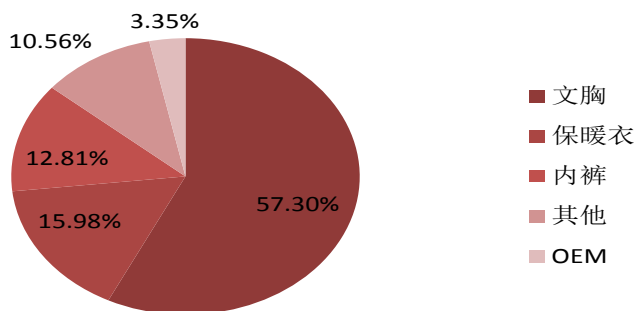
图表 19: 2010-2014 年汇洁股份与安莉芳控股门店数及增速 (家)	- 10 -
图表 20: 2011-2014 年公司各品牌新店数 (家)	- 10 -
图表 21: 2012-2014 年各品牌各年度新店单店月均收入 (万元)	- 11 -
图表 22: 2012-2013 年公司产品销售单价 (元)	- 11 -
图表 23: 2012-2014 年各公司收入增速.....	- 12 -
图表 24: 2012-2014 年各公司归属净利润增速.....	- 12 -
图表 25: 2011-2014 年都市丽人收入、加盟店收入及加盟店数量增速	- 12 -
图表 26: 2014 年各渠道收入占比	- 13 -
图表 27: 汇洁股份电商渠道收入高速扩张.....	- 13 -
图表 28: 曼妮芬官方旗舰店一览.....	- 13 -
图表 29: 公司电商渠道毛利率持续提升.....	- 14 -
图表 30: 2012-2015Q3 公司净利率、毛利率及期间费用率.....	- 14 -
图表 31: 2012-2015Q3 公司收入及归属净利润增速.....	- 14 -
图表 32: 可比公司估值.....	- 15 -
图表 33: 销售预测 (万元)	- 16 -
图表 34: 财务报表 (万元)	- 17 -

中国内衣行业龙头

立足中高端，走品牌多元化路线

- 作为国内中高端内衣品牌的领导者，汇洁从事文胸、保暖内衣、内裤等产品的设计、生产和销售，且以内销为主，占总收入比重 96.7%。2014 年，公司主要品类文胸的销售占比为 57.3%。自 1996 年成立以来，公司经近 20 年在国内内衣市场的精耕细作，目前已在品牌、渠道以及研发等层面位居行业领先水平，且在中高端内衣行业处于领导地位。

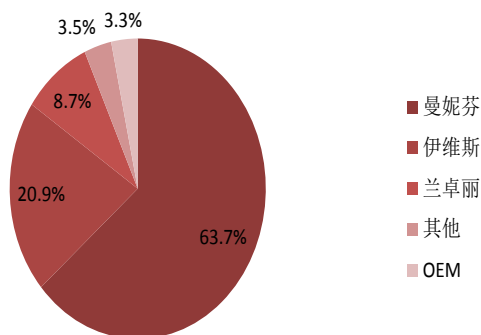
图表 1：2014 年分品类收入占比



来源：Wind, 中泰证券研究所

- 目前，旗下有曼妮芬（定位魅力时尚的成熟女性）、伊维斯（定位精致优雅的成熟女性）与兰卓丽（定位青春活力的年轻女性）三个主要品牌，涵盖了不同年龄层女性。其中，作为销售引擎的“曼妮芬”占比达 64.7%，且被中国商业联合会、中华全国商业信息中心评为“连续十二年（2002-2013）荣列同类产品市场综合占有率第一位”。“伊维斯”也被授予“2009 年度推动中国消费经济增长品牌成长大奖”2011、2012 年荣列同类产品市场综合占有率前十位。

图表 2：2014 年分品牌收入占比



来源：Wind, 中泰证券研究所

图表 3：2013 年内衣品牌前十名

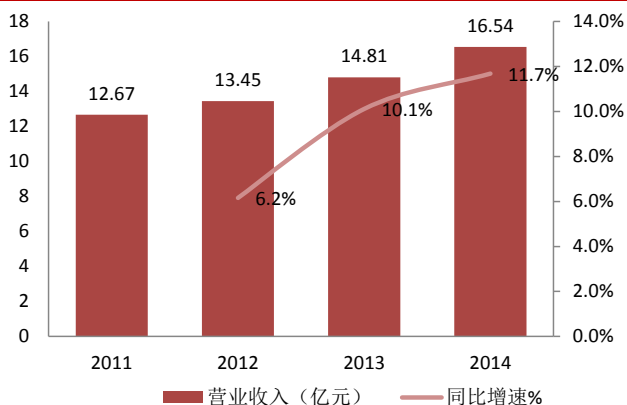
排名	品牌名称	市占率%
1	曼妮芬	7.31
2	爱慕	7.31
3	安莉芳	6.91
4	黛安芬	6.04
5	欧迪芬	4.44
6	古今	4.28
7	华歌尔	3.88
8	桑扶兰	3.32
9	芬狄诗	2.79
10	爱美丽	2.52

来源：招股说明书, 中泰证券研究所

业绩稳定增长

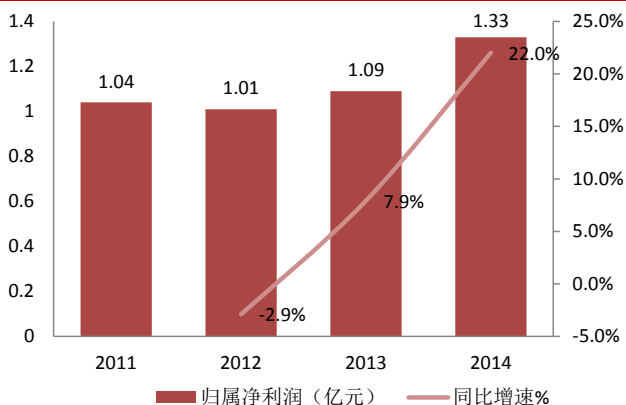
- 在渠道高覆盖率和行业高市占率的护航以及服装行业不景气的大背景下，公司业绩仍保持稳步增长。过去四年，销售收入由 12.67 亿元增长至 16.54 亿元，年均复合增速为 9.3%；归属母公司净利润从 1.04 亿元增长至 1.33 亿元，年均复合增速为 8.4%

图表 4：2011-2014 年营业收入及增速(亿元)



来源：Wind, 中泰证券研究所

图表 5：2011-2014 年归属净利润及增速(亿元)



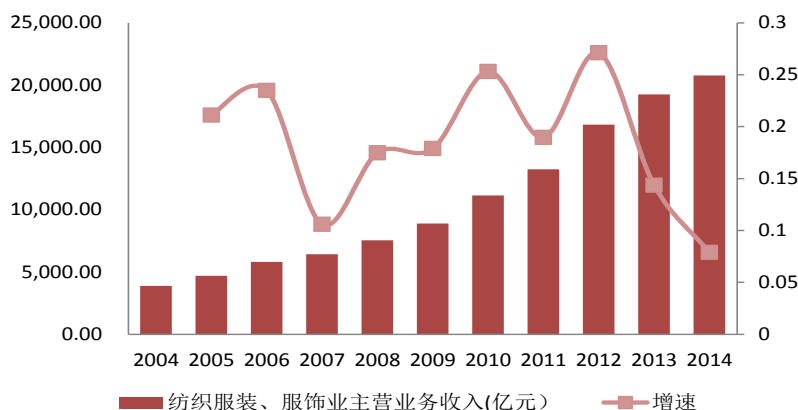
来源：Wind, 中泰证券研究所

内衣行业空间大，中高端内衣受青睐

市场规模稳步扩张，需求量大

- 目前，中国内衣行业增速依然较快。根据中国纺织工业协会主办的中国纺织经济信息网的数据显示，中国的内衣市场，年销售额在 1000 亿元以上，且每年以近 20% 的速度增长，高于纺织服装行业增速（过去十年纺织服装行业年均复合增速为 18%），在整体的市场中女士内衣约占到了 60%，市场规模超过 600 亿元。

图表 6：2004-2014 年中国纺织服装和服饰业营业收入及增速(亿元)



来源：Wind, 中泰证券研究所

- 女士内衣的适龄人群非常庞大，根据国家第六次全国人口普查数据显示，中国人口结构中，女性人口超过 6.5 亿人。就内衣的穿着适龄人群看，10-15 岁的少女已经开始穿戴内衣，年龄在 60 岁以上的老年人多数也需穿戴内衣，并且，女性人口数仍以每年 0.5% 以上的增速增长，所以未来

内衣的总体消费群体较大。

图表7：2003-2014年女性总人口数及增速（万人）



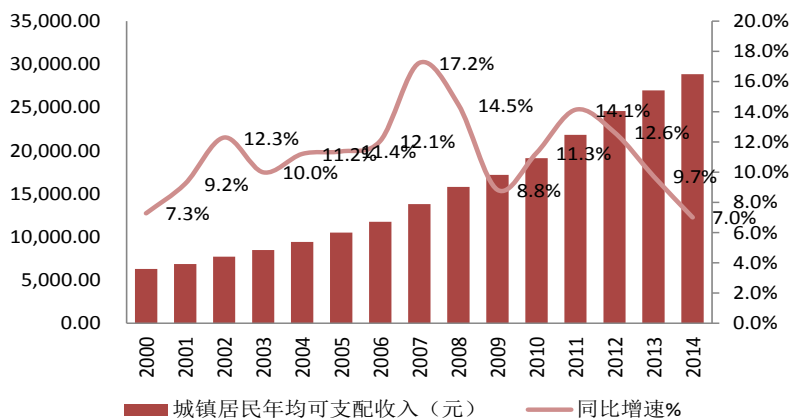
来源：Wind，中泰证券研究所

- 从产品本身来看，内衣属于贴身衣物，最原始的功能是遮体。但随女性社会地位提升，日常生活日益丰富，女性会更多的出现在办公场所、运动场所、娱乐等场所。因此女性对内衣功能的需求开始趋于多元化，以逐渐从原始的遮体提升至可在合适的场合展现自我。同时，内衣的更换频率也在加快，女性内衣年均购买量从之前的3-4件上升至6件左右，该趋势保证了内衣增长的长期可持续性。
- 我国女性年人均内衣消费额远低于世界水平，2014年，英国女性人均内衣消费额为112欧元，法国女性内衣消费占服装总支出的20%，而同期中国女性人均内衣消费额仅为200元，占服装总支出额的不到10%。若按人均内衣消费支出400元计算，未来国内女性内衣市场规模至少有翻倍空间。

消费升级，中高端内衣受青睐

- 人均收入持续增长，质量上乘的中高端内衣受青睐。我国低端内衣市场规模较大，但随着女性收入水平提升，低端消费者将向中高端转移。未来，越来越多的消费者能够购买品质更高、价格更高的内衣。

图表8：国内城镇居民年均可支配收入快速提升



来源：Wind，中泰证券研究所

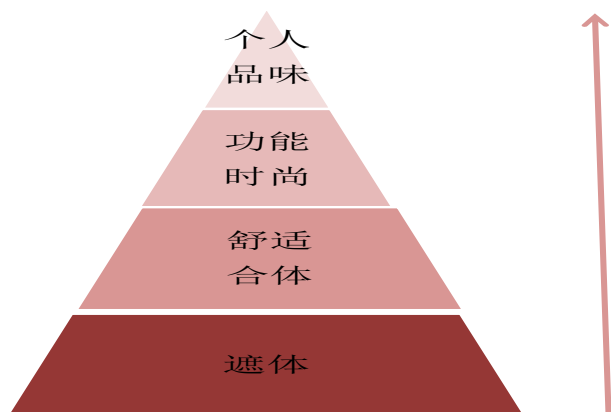
图表 9：2012 年国内内衣市场情况

	目标客户人均年收入(万元)	占比	单均价(元)	市场规模(亿元)
低端市场	<4	43.21%	50	230
中端市场	4-10	47.07%	50-150	420
高端市场	>10	9.71%	>150	210

来源：国家统计局，中泰证券研究所

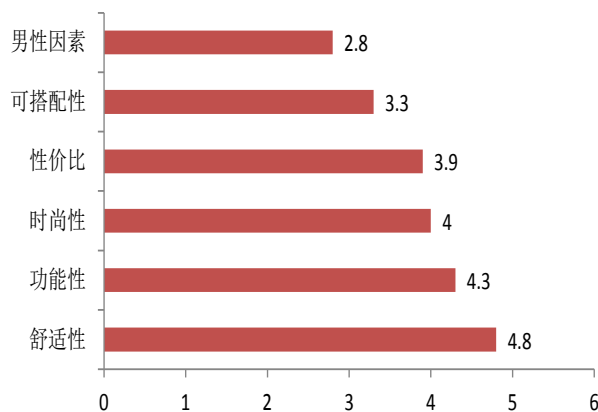
- 随着女性消费能力增强，她们的时尚意识和品牌意识也在提升，故其对内衣的多元化、时尚化、个性化和品牌化要求日益提高。过去，相对外衣，消费者对内衣的需求更倾向于舒适。但当代女性提倡个性化，追求时尚，对内衣与外衣的可搭配性要求更高，如何穿得漂亮、性感、诱惑感将逐渐成为女性对内衣的需求。与此同时，由于内衣是贴身衣物，可以起到矫正体型的左右，功能性（一般内衣只是穿出原有的身材，功能型内衣有一定的塑身美体效果）开始成为消费者选购内衣的主要标准。所以，消费者对内衣的需求面料之类基本需求逐渐上升到对时尚性、高品质的高层次需求。中高端品牌内衣相比杂牌内衣更能满足消费者的需求，因此消费者购买中高档内衣的比例越来越大。内衣价格走势体现了这一趋势，过去一年，内衣的均价稳步提升，其价格指数上升了近 38%。

图表 10：舒适度、功能性和时尚性为女性购买内衣主要考虑的因素



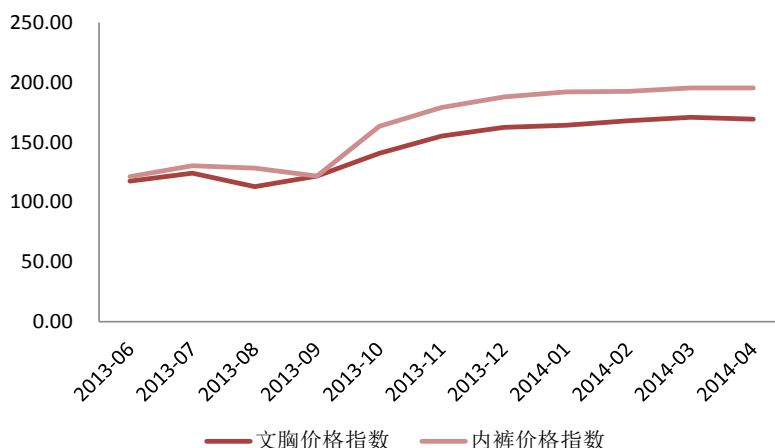
来源：公开资料，中泰证券研究所

图表 11：舒适度、功能性和时尚性为女性购买内衣主要考虑的因素



来源：易观智库，中泰证券研究所

图表 12：内衣均价提升

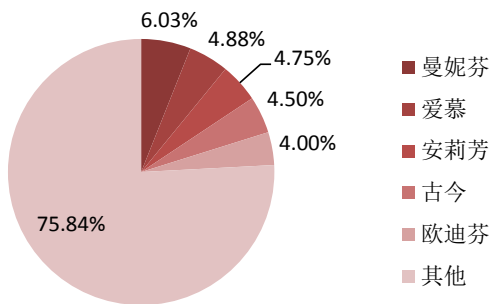


来源：Wind，中泰证券研究所

行业集中度提升，品牌竞争力凸显

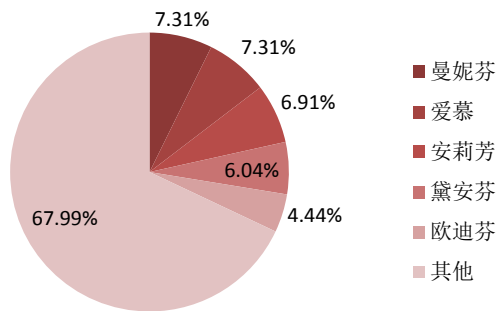
- 目前国内内衣行业处于大行业小企业格局，集中度低，但近几年行业集中度有所提升。国内目前中高档的品牌内衣的主要销售渠道是百货公司等大型零售企业，过去六年市占率前五的企业份额提升较快，由 2008 年的 24.16% 提升至 2013 年的 32.01%。

图表 13：2008 年各内衣品牌市占率



来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 14：2013 年各内衣品牌市占率



来源：易观智库，中泰证券研究所

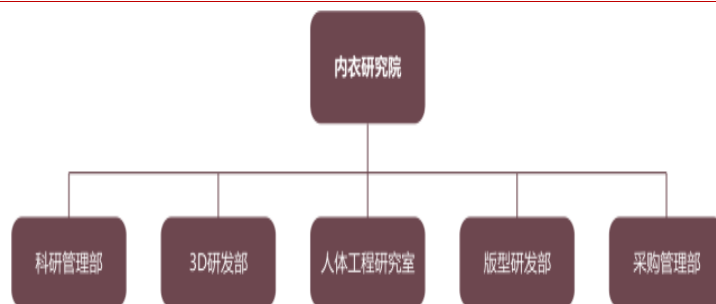
- 对比世界内衣龙头“维多利亚的秘密”（美国市占率 41%），国内内衣前几大企业还有很大提升空间。从国内实际情况来看，由于商场渠道为主的 销售模式，未来是一个品牌突出重围还是前几大企业份额一起提升，目前还很难定夺，但是拥有资金优势、品牌优势、渠道优势的企业一定会 占据有利地位。

公司优势：品牌渠道双驱动，业绩快速增长

品牌与设计双优势，保障公司第一市占率

- 公司定位中高端舒适女性内衣，“以高品质内衣产品让消费者舒适、时尚而自信”是汇洁的经营宗旨，其想传达给女性的理念是“享受主义”，穿高品质的内衣才对得起自己。公司从成立之初就坚持做舒适时尚内衣，旗下品牌无论是针对成熟女性还是年轻少女，舒适、高品质都是它们的核心优势。

图表 15：汇洁内衣研究所构架



来源：招股说明书，中泰证券研究所

- 与此同时，公司顺应时尚化、个性化和健康化的内衣消费趋势，成立了专业内衣研究机构——汇洁内衣研究院，并与国内较早开设内衣专业的西安工程大学联合成立了“汇洁-西安工程大学内衣研究院”。研究院主要从事人体工学研究、新型内衣工艺研发等，目前公司拥有内衣行业 11 项发明专利、56 项实用新型专利和 17 项外观设计专利。其中，公司自主研发的“魔力掌杯”聚变系列文胸抓住了中国女性渴望改变偏偏身材的强烈需求，其聚拢效果优于其他同类产品，其在天猫双十一当天销量排名靠前。

图表 16：曼妮芬“魔力掌杯”聚变系列产品



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 17：伊维斯产品



来源：公司官网，中泰证券研究所

多品牌运作，门店数量与单店收入齐升

- 公司实行多品牌运作战略，针对不同年龄段和不同风格的消费者推出三个中高端核心品牌“曼妮芬”、“伊维斯”、“兰卓丽”，以及 COYEEE、Bodybeauty 和乔百仕三个副牌。其中主打品牌“曼妮芬”连续 12 年市占率第一，其市占率长期领先与规模最大的内衣公司安莉芳的主品牌“安莉芳”。第二大品牌“伊维斯”连续两年市场份额排名前十。

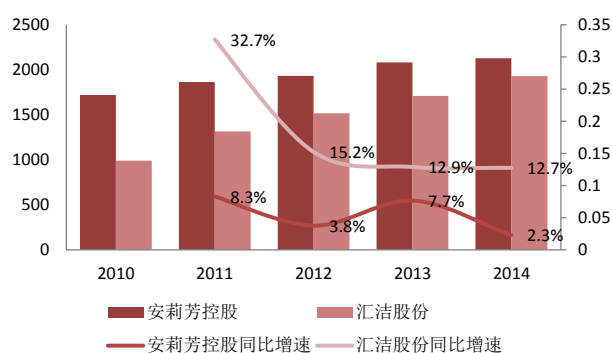
图表 18：公司各品牌及定位

	曼妮芬	伊维斯	兰卓丽
品牌定位	追求表达自我和展现个性的成熟女性	追求优雅和高品质生活方式的成熟女性	追求时尚和展现多变的年轻女性。
品牌风格	时尚变化	优雅精致	年轻活力
品牌主张	领袖气质、女性魅力、享乐主义、戏剧表演是曼妮芬的核心价值，她是女性魅力的升华者，以“融合创新和时尚”的方式赋予消费者自信能量。	优雅、精致、国际化是伊维斯的核心价值，她赋予智慧女性完美与极致优雅。	青春、性感、自由、潮流是兰卓丽的核心价值，她让年轻女性们展现善变、有趣的多面个性，时刻陪伴其左右、为其出谋划策

来源：招股说明书，中泰证券研究所

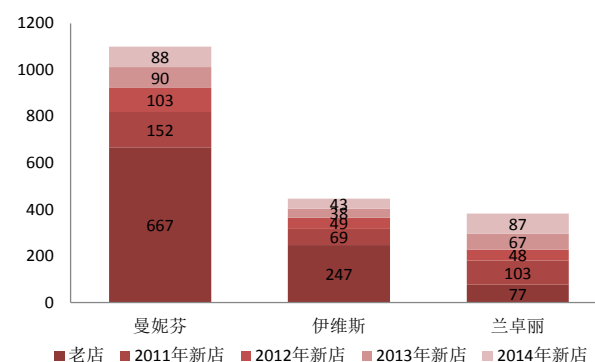
- 近几年，公司针对三个核心品牌进行渠道扩张，各品牌单店数量逐年增加。截至 2014 年 12 月 31 日，公司开设了 1,928 个直营专柜及 33 个直营专卖店，其中“曼妮芬”1,100 家，“伊维斯”446 家和“兰卓丽”382 家。公司近几年渠道规模呈快速扩张态势，扩张速度已迅速超越竞争对手安莉芳。

图表 19：2010-2014 年汇洁股份与安莉芳控股门店数及增速（家）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 20：2011-2014 年公司各品牌新店数（家）



来源：招股说明书，中泰证券研究所

- 值得关注的是，公司在渠道规模扩张的同时，每年新增店铺的月均收入也呈快速增长趋势。三个核心品牌 2011、2012 年新店月均收入在过去三年月均复合增速均在 12% 以上。

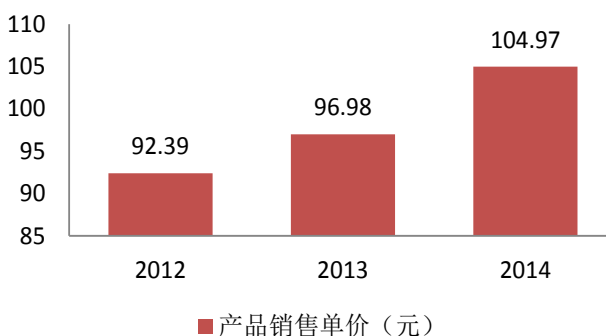
图表 21：2012-2014 年各品牌各年度新店单店月均收入（万元）



来源：招股说明书，中泰证券研究所

- 得益于公司中高端产品推出得力，产品结构合理，产品附加值增加，公司品牌溢价力增强，公司产品的各年度平均销售单价逐年提高，2012年、2013年、2014年分别为92.39元、96.98元、104.97元。未来伴随着消费升级和消费者对高品质内衣需求的提升，公司产品销售单价仍有提升空间。

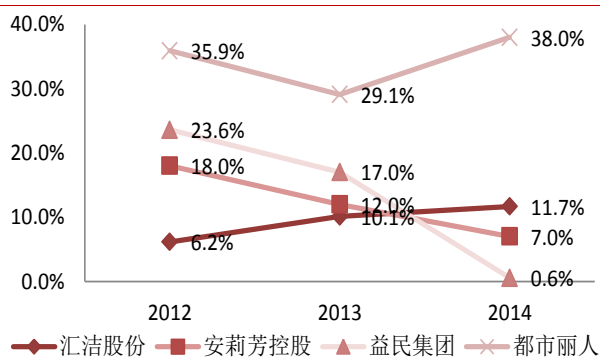
图表 22：2012-2013 年公司产品销售单价（元）



来源：招股说明书，中泰证券研究所

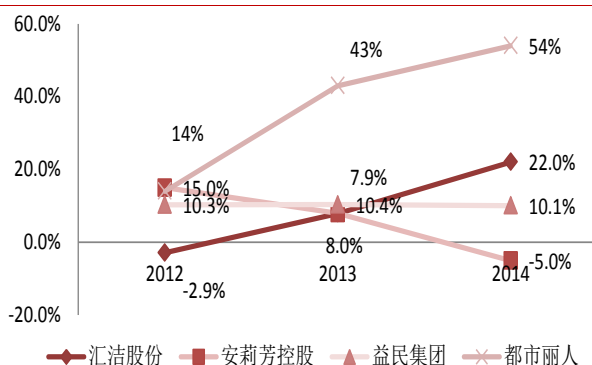
- 尽管 2014 年消费环境依然低迷，但女性内衣的需求弹性相对较小，同时得益于渠道规模的快速扩张、终端销售的优异表现，公司收入、业绩逆势增长。过去三年，同行业的安莉芳控股和益民集团（旗下内衣品牌“古今”）营业收入和归属净利润增速均呈现不同程度的下滑，汇洁股份不降反增，并于 2014 年超越这两者。

图表 23：2012-2014 年各公司收入增速



来源：Wind，中泰证券研究所

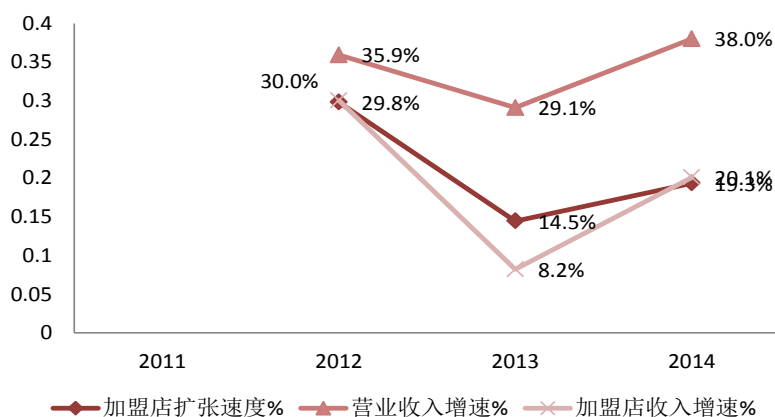
图表 24：2012-2014 年各公司归属净利润增速



来源：Wind，中泰证券研究所

- 公司的收入和归属母公司净利润增速低于都市丽人，通过分析财报发现，都市丽人的高增长主要依靠外延扩张来推动，其收入增长趋势与加盟店扩张速度及加盟店收入增速一致。截至 2014 年末，都市丽人已有加盟店 6,049 家，但随着市场饱和，电商冲击，渠道扩张带来的效用将放缓，该模式不可持续。相较之下，汇洁股份的收入增长来自单店收入和电商收入的快速增长。同时，直营模式较加盟模式具有门店可控性、管理高效性，更易于树立品牌形象，提升品牌价值，从而带动门店销售额的提升。该模式更符合内衣行业品牌价值日益重要的趋势，可持续性更强。

图表 25：2011-2014 年都市丽人收入、加盟店收入及加盟店数量增速



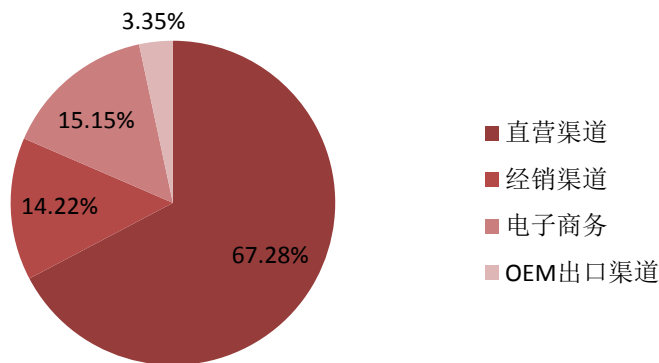
来源：公司公告，中泰证券研究所

多渠道运作，电商渠道打造新增长级

- 公司以直营为主，截至 2014 年末，公司已开设 1,928 个直营专柜及 33 个直营专卖店，覆盖了除西藏以外的所有省会城市及主要地级城市的主要商圈。目前公司渠道主要位于一线城市的百货商场，未来公司将向消费能力提升的二三线城市延伸。为此公司成立了一个经销子公司，承接渠道下沉业务，对接近 800 个经销客户。这将助公司拓展新市场，提升

收入。

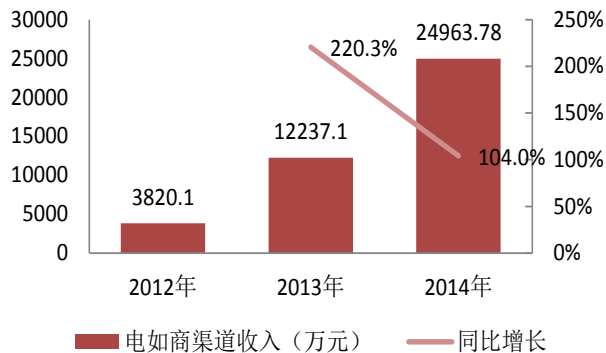
图表 26：2014 年各渠道收入占比



来源：招股说明书,中泰证券研究所

- **电商渠道成为汇洁股份成长的新动力。**从公司数据来看，公司电商渠道收入从 2012 年的 3,820 万元增长到 2014 年的 2.5 亿元，年复合增速达 155.63%，同时在公司主营收入中的占比从 2012 年的 2.95% 增长到 2014 年的 15.15%。公司线上渠道增速远超其他渠道（线下渠道复合增速 6%）及其他品牌电商渠道（安莉芳同期线上复合增速 20.9%）。扩张的电商渠道营收成为公司保持较好增长的核心引擎之一。

图表 27：汇洁股份电商渠道收入高速扩张



来源：Wind，中泰证券研究所

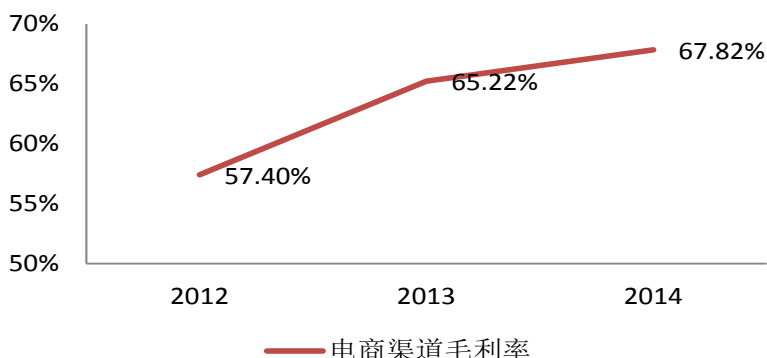
图表 28：曼妮芬官方旗舰店一览



来源：天猫旗舰店，中泰证券研究所

- **电商渠道所贡献盈利也有望快速扩张：**一方面，随着公司电子商务销售规模的不断扩大，公司在该渠道上投入的产品结构不断完善，毛利率较高的产品销量增加，推动公司电商渠道毛利率从 2012 年的 57.40% 增长到 2014 年的 67.82%。另一方面，公司为线上业务专设了两个部门，一个是线上品牌 Coyee，其天猫双十二销量排名靠前，另一个是电商事业部，已运营 3 年，在全渠道和主要客户合作。且线上销售和线下补充，对公司而言，多了一个寻找新用户的机会。

图表 29：公司电商渠道毛利率持续提升

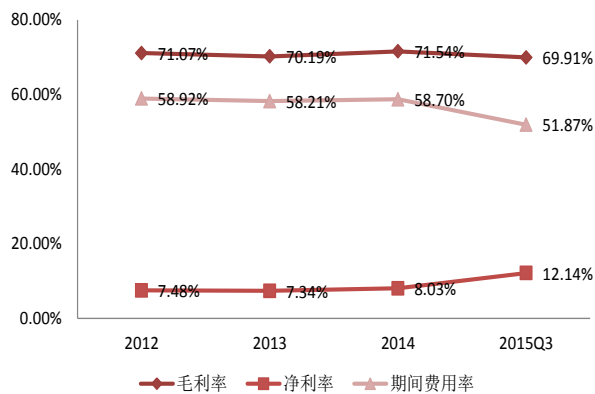


来源：公司公告，中泰证券研究所

费用控制得当，业绩提振明显

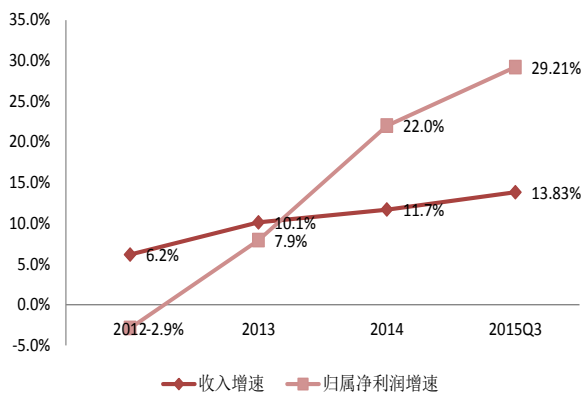
- 2015 年前三季度，在收入增长稳定的情况下，公司费用控制得当，期间费用大幅下降，推动净利率大幅提升，归属净利润增速提升 7.21 个百分点。

图表 30：2012-2015Q3 公司净利率、毛利率及期间费用率



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 31：2012-2015Q3 公司收入及归属净利润增速



来源：Wind，中泰证券研究所

盈利预测及估值分析

- 考虑到公司规模扩大及品牌影响力提升，产品结构优化，高端产品占比提升，预计公司 2015-2017 年毛利率将有所提升，分别为 69.93%、70.01% 和 70.14%。
- 预计 2015-2017 年三项费用率：销售费用率为 43%、42.5% 及 42.5%。管理费用率为 11.2%、11% 及 10.8%。财务费用率为 1.4%、0.7% 及 0.5%。
- 预计 2015-2017 年收入增速分别为 15%、16% 及 15%。同期归属母公司净利润增速分别为 33%、31% 及 20%。EPS 分别为 0.82 元、1.07 元和 1.29 元，对应估值为 61 倍、47 倍和 39 倍。考虑到公司为次新股、较高

的成长性、标的稀缺性及中高端内衣行业的较大成长空间，同时公司资金充裕，我们认为外延并购预期较强，给予其 2016 年 51-56 倍估值，目标价 55-60 元。

图表 32：可比公司估值

	最新股价（元） (2015/12/24)	EPS			PE		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
益民集团	8.64	0.20	0.23	0.28	43	38	31
汇洁股份	49.86	0.82	1.07	1.29	61	47	39

来源：Wind，中泰证券研究所

风险提示

- **库存控制不当风险。**内衣行业相对服装行业，具有产品型号多的特点，因此存货周转天数远高于服装企业。公司存货周转天数居于行业较高水平，若不能有效缓解，会给公司资金链造成较大压力。
- **销售增长低于预期。**公司之前销售增长主要来自于内生，未来如果内生增长遇到瓶颈或者外延拓展低于预期，公司销售可持续性将受到限制。

图表 33: 销售预测 (万元)

项 目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
曼妮芬					
销售收入	91,360.30	104,870.78	121,650.10	141,114.12	162,281.24
增长率 (YOY)	14.34%	14.79%	16.00%	16.00%	15.00%
毛利率	72.64%	73.66%	73.50%	73.80%	73.80%
销售成本	24,996.18	27,622.96	32,237.28	36,971.90	42,517.68
增长率 (YOY)	21.82%	10.51%	16.70%	14.69%	15.00%
毛利	66,364.12	77,247.82	89,412.83	104,142.22	119,763.55
增长率 (YOY)	11.75%	16.40%	15.75%	16.47%	15.00%
占总销售额比重	61.68%	63.41%	63.82%	63.84%	63.98%
占主营业务利润比重	63.83%	65.29%	67.08%	67.30%	67.32%
伊维斯					
销售收入	32,336.63	34,359.09	39,512.95	45,439.90	51,801.48
增长率 (YOY)	16.88%	6.25%	15.00%	15.00%	14.00%
毛利率	72.25%	73.84%	73.00%	73.00%	73.00%
销售成本	8,973.41	8,988.34	10,668.50	12,268.77	13,986.40
增长率 (YOY)	31.79%	0.17%	18.69%	15.00%	14.00%
毛利	23,363.22	25,370.75	28,844.46	33,171.12	37,815.08
增长率 (YOY)	12.01%	8.59%	13.69%	15.00%	14.00%
占总销售额比重	21.83%	20.77%	20.73%	20.56%	20.42%
占主营业务利润比重	22.47%	21.44%	21.64%	21.44%	21.26%
兰卓丽					
销售收入	13,022.44	14,356.54	16,653.59	19,318.16	22,215.88
增长率 (YOY)	16.22%	10.24%	16.00%	16.00%	15.00%
毛利率	65.82%	70.73%	70.00%	70.00%	71.00%
销售成本	4,451.07	4,202.16	4,996.08	5,795.45	6,442.61
增长率 (YOY)	16.94%	-5.59%	18.89%	16.00%	11.17%
毛利	8,571.37	10,154.38	11,657.51	13,522.71	15,773.28
增长率 (YOY)	15.85%	18.47%	14.80%	16.00%	16.64%
占总销售额比重	8.79%	8.68%	8.74%	8.74%	8.76%
占主营业务利润比重	8.24%	8.58%	8.75%	8.74%	8.87%
OEM					
销售收入	6,703.94	5,523.47	4,639.71	4,871.70	5,017.85
增长率 (YOY)	-8.83%	-17.61%	-16.00%	5.00%	3.00%
毛利率	32.46%	28.69%	20.00%	17.00%	17.00%
销售成本	4,527.84	3,938.79	3,711.77	4,043.51	4,164.82
增长率 (YOY)	0.14%	-13.01%	-5.76%	8.94%	3.00%
毛利	2,176.10	1,584.68	927.94	828.19	853.03
增长率 (YOY)	-23.15%	-27.18%	-41.44%	-10.75%	3.00%
占总销售额比重	4.53%	3.34%	2.43%	2.20%	1.98%
占主营业务利润比重	2.09%	1.34%	0.70%	0.54%	0.48%
其他					
销售收入	4,694.87	6,278.38	8,161.89	10,283.99	12,340.78
增长率 (YOY)	-43.86%	33.73%	30.00%	26.00%	20.00%
毛利率	74.34%	63.10%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本	1,204.91	2,316.72	5,713.33	7,198.79	8,638.55
增长率 (YOY)	-63.05%	92.27%	146.61%	26.00%	20.00%
毛利	3,489.96	3,961.66	2,448.57	3,085.20	3,702.24
增长率 (YOY)	-31.59%	13.52%	-38.19%	26.00%	20.00%
占总销售额比重	233.23%	311.74%	4.28%	510.12%	611.84%
占主营业务利润比重	3.36%	3.35%	1.84%	1.99%	2.08%
销售收入小计	148118.18	165388.26	190618.25	221027.87	253657.24
销售成本小计	44153.41	47068.97	57326.95	66278.42	75750.06
毛利	103964.77	118319.29	133291.30	154749.44	177907.18
平均毛利率	70.19%	71.54%	69.93%	70.01%	70.14%

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 34：财务报表（万元）

损益表（人民币万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	134,490	148,118	165,388	190,618	221,028	253,657
增长率	6.17%	10.1%	11.7%	15.3%	16.0%	14.8%
营业成本	-38,914	-44,151	-47,072	-57,327	-66,278	-75,750
% 销售收入	28.9%	29.8%	28.5%	30.1%	30.0%	29.9%
毛利	95,576	103,967	118,316	133,291	154,749	177,907
% 销售收入	71.1%	70.2%	71.5%	69.9%	70.0%	70.1%
营业税金及附加	-2,515	-2,228	-2,407	-2,764	-3,161	-3,602
% 销售收入	1.9%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%
营业费用	-59,133	-64,808	-74,904	-81,966	-93,937	-107,804
% 销售收入	44.0%	43.8%	45.3%	43.0%	42.5%	42.5%
管理费用	-15,719	-17,413	-18,407	-21,349	-24,313	-27,395
% 销售收入	11.7%	11.8%	11.1%	11.2%	11.0%	10.8%
息税前利润 (EBIT)	18,210	19,518	22,598	27,212	33,339	39,106
% 销售收入	13.5%	13.2%	13.7%	14.3%	15.1%	15.4%
财务费用	-4,384	-4,005	-3,778	-2,592	-1,484	-1,357
% 销售收入	3.3%	2.7%	2.3%	1.4%	0.7%	0.5%
资产减值损失	-920	-1,409	-1,037	-994	-710	-307
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	12,906	14,104	17,782	23,627	31,145	37,442
营业利润率	9.6%	9.5%	10.8%	12.4%	14.1%	14.8%
营业外收支	586	501	336	391	373	379
利润总额	13,492	14,605	18,118	24,018	31,517	37,821
利润率	10.0%	9.9%	11.0%	12.6%	14.3%	14.9%
所得税	-3,435	-3,728	-4,839	-6,365	-8,352	-10,023
所得税率	25.5%	25.5%	26.7%	26.5%	26.5%	26.5%
净利润	10,056	10,878	13,280	17,653	23,165	27,798
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	10,056	10,878	13,280	17,653	23,165	27,798
净利率	7.5%	7.3%	8.0%	9.3%	10.5%	11.0%

资产负债表（人民币万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	12,308	14,846	17,223	101,055	119,544	142,900
应收款项	20,090	18,743	20,377	20,425	22,472	25,095
存货	56,789	52,652	58,216	62,824	69,002	74,712
其他流动资产	947	1,324	1,816	1,971	2,239	2,524
流动资产	90,134	87,564	97,633	186,276	213,258	245,231
% 总资产	58.6%	57.4%	60.2%	74.4%	76.9%	79.3%
长期投资	2,789	2,644	2,499	2,499	2,499	2,499
固定资产	46,812	47,696	46,749	46,749	46,749	46,749
% 总资产	30.4%	31.3%	28.8%	18.7%	16.9%	15.1%
无形资产	8,130	7,894	7,586	7,060	7,060	7,060
非流动资产	63,669	64,936	64,495	63,969	63,969	63,969
% 总资产	41.4%	42.6%	39.8%	25.6%	23.1%	20.7%
资产总计	153,803	152,500	162,128	250,245	277,228	309,201
短期借款	73,000	60,000	55,000	55,000	55,000	55,000
应付款项	15,049	17,950	17,632	20,147	22,877	25,744
其他流动负债	7,376	7,708	12,765	9,975	11,063	12,370
流动负债	95,425	85,659	85,397	85,122	88,939	93,114
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	5,010	5,009	4,858	4,858	4,858	4,858
负债	100,435	90,668	90,256	89,980	93,798	97,972
普通股股东权益	53,368	61,832	71,872	160,265	183,430	211,229
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	153,803	152,500	162,128	250,245	277,228	309,201

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益(元)	0.621	0.671	0.820	0.817	1.072	1.287
每股净资产(元)	3.294	3.817	4.437	7.420	8.492	9.779
每股经营现金净流(元)	0.924	1.627	1.163	0.716	0.992	1.217
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	18.84%	17.59%	18.48%	11.01%	12.63%	13.16%
总资产收益率	6.54%	7.13%	8.19%	7.05%	8.36%	8.99%
投入资本收益率	12.20%	13.93%	14.79%	17.16%	20.21%	22.87%
增长率						
营业总收入增长率	6.17%	10.13%	11.66%	15.26%	15.95%	14.76%
EBIT增长率	34.12%	7.19%	15.78%	20.42%	22.51%	17.30%
净利润增长率	-3.61%	8.17%	22.08%	32.93%	31.23%	20.00%
总资产增长率	0.50%	-0.85%	6.31%	54.35%	10.78%	11.53%
资产管理能力						
应收账款周转天数	49.5	42.8	38.6	35.0	33.0	32.0
存货周转天数	535.9	452.4	429.8	400.0	380.0	360.0
应付账款周转天数	85.2	68.1	70.1	65.0	63.0	61.0
固定资产周转天数	59.5	82.7	89.2	83.1	71.7	62.5
偿债能力						
净负债/股东权益	113.72%	73.03%	52.56%	-28.74%	-35.19%	-41.61%
EBIT利息保障倍数	4.2	4.9	6.0	10.5	22.5	28.8
资产负债率	65.30%	59.45%	55.67%	35.96%	33.83%	31.69%

来源：Wind，中泰证券研究所

投资评级说明
买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在 -5%—+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。