

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)

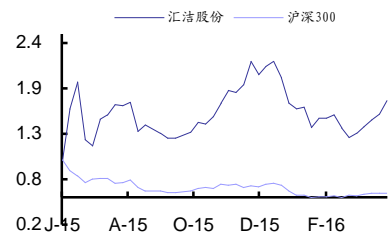
买入

2015 年年报点评

(维持评级)

2016 年 04 月 12 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)	8,359/2,090
上证综指/深圳成指	3,034/10,610
12 个月最高/最低元)	52.88/17.14

相关研究报告:

《汇洁股份-002763-2015 年三季报点评: 经营质量优异, 长期受益行业消费升级》——2015-11-02

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

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。

财报点评

秉承当代工匠精神, 打造行业内领先品牌矩阵

● 15 年净利润增长 24.6%, 电商等因素致 Q4 盈利表现不佳

公司 2015 年实现营收 18.88 亿元, 同比增长 14.1%, 归母净利润 1.66 亿元, 同比增长 24.6%, 扣非净利润增长 21.4%, 与此前业绩预告一致; 其中 Q4 营收增长 11.0%, 净利润亏损 247 万元, 单季度盈利表现不佳, 我们判断主要有两方面因素: 1) Q4 电商销售占比高, 致毛利率降至 65%; 2) 品牌宣传投入加大, 包括首次参与天猫“双十一”晚会赞助等, 致销售费用率升至 51%。全年来看, 销售净利率同比提升 0.7 pct 达 8.8%, 主要受益管理费用率及财务费用率 (新增募集资金) 的有效控制, 分别下滑 1.4pct 与 1.3pct。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。此外公司 15 年经营性现金流净额增长 19.4% 达 2.25 亿。

● 打造行业内领先品牌矩阵, 未来渠道下沉空间可观

公司持续强化多元化品牌战略, 主品牌曼妮芬延续良好增势, 市场份额稳居前列, 品牌影响力逐步提升, 同时, 伊维斯、兰卓丽、BodyBeauty、男士品牌乔百仕, 电商品牌 Coyeee 及秘密武器六个品牌, 适应不同细分市场的需求, 实现品牌矩阵从中高端到顶级的全面覆盖, 未来随品质提升及品牌推广力度加大, 有望逐步释放增长潜力。此外, 公司稳步推进渠道拓展, 目前拥有直营店近 2000 家, 未来将重点增加商场旗舰店规模, 并深挖二三线市场潜力, 受益购买力提升未来下沉空间可观。

● 以产品品质为企业发展根基, 长期受益消费升级趋势

公司秉持当代工匠精神, 逐步向海外百年品牌看齐, 不断夯实产品品质, 同时强调品牌价值观输出, 提升消费者体验及品牌忠诚度。虽目前终端消费环境继续承压, 但内衣行业受益消费升级趋势明显, 依然是服装中增长最快的细分领域之一, 公司通过在产品质量及设计方面领先优势, 契合行业发展趋势, 市场份额具备提升潜力。

● 风险提示

终端消费环境持续恶化; 副品牌培育不及预期。

● 中高档内衣领军企业, 多品牌运作渐趋成熟, 维持买入评级

公司作为中高档内衣领军企业, 秉承当代工匠精神, 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, 并有望持续受益行业消费升级及行业集中度提升趋势, 同时围绕女性消费群体在化妆品等产业链延伸方面具备潜力。我们预计 16~18 年 EPS 0.92/1.11/1.36 元, 维持买入评级。

盈利预测和财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,654	1,888	2,162	2,496	2,903
(+/-%)	11.7%	14.1%	14.6%	15.4%	16.3%
净利润(百万元)	133	166	198	239	294
(+/-%)	22.1%	24.6%	19.8%	20.4%	23.1%
摊薄每股收益 (元)	0.61	0.77	0.92	1.11	1.36
EBIT Margin	13.2%	12.8%	13.0%	14.1%	14.8%
净资产收益率 (ROE)	18.5%	11.0%	12.4%	13.9%	15.7%
市盈率 (PE)	62.9	50.5	42.2	35.0	28.5
EV/EBITDA	33.5	30.0	28.1	23.0	19.2
市净率 (PB)	11.6	5.6	5.2	4.9	4.5

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

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	371	800	200	200
应收款项	208	237	274	318
存货净额	602	747	844	962
其他流动资产	40	22	25	29
<b>流动资产合计</b>	<b>1220</b>	<b>1805</b>	<b>1342</b>	<b>1509</b>
固定资产	469	502	528	547
无形资产及其他	68	65	63	60
投资性房地产	127	127	127	127
长期股权投资	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1884</b>	<b>2500</b>	<b>2060</b>	<b>2242</b>
短期借款及交易性金融负债	0	600	600	600
应付款项	104	131	148	168
其他流动负债	215	256	292	313
<b>流动负债合计</b>	<b>319</b>	<b>987</b>	<b>1040</b>	<b>1081</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	50	50	50	50
<b>长期负债合计</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>
<b>负债合计</b>	<b>369</b>	<b>1037</b>	<b>1090</b>	<b>1131</b>
少数股东权益	11	11	11	11
股东权益	1505	1604	1723	1870
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1884</b>	<b>2651</b>	<b>2824</b>	<b>3012</b>

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.77	0.92	1.11	1.36
每股红利	0.29	0.46	0.55	0.68
每股净资产	6.97	7.43	7.98	8.66
ROIC	14%	14%	17%	20%
ROE	11%	12%	14%	16%
毛利率	69%	68%	68%	69%
EBIT Margin	13%	13%	14%	15%
EBITDA Margin	15%	15%	16%	17%
收入增长	14%	15%	15%	16%
净利润增长率	25%	20%	20%	23%
资产负债率	20%	39%	39%	38%
息率	1%	1%	1%	2%
P/E	50.5	42.2	35.0	28.5
P/B	5.6	5.2	4.9	4.5
EV/EBITDA	30.0	28.1	23.0	19.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>1888</b>	<b>2162</b>	<b>2496</b>	<b>2903</b>
营业成本	591	699	789	897
营业税金及附加	28	32	37	44
销售费用	834	947	1083	1260
管理费用	184	203	235	273
财务费用	18	12	26	30
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(19)	(15)	(17)	(18)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	213	254	308	382
营业外净收支	10	10	10	10
<b>利润总额</b>	<b>223</b>	<b>264</b>	<b>318</b>	<b>392</b>
所得税费用	57	66	80	98
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>166</b>	<b>198</b>	<b>239</b>	<b>294</b>

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
<b>净利润</b>	<b>166</b>	<b>198</b>	<b>239</b>	<b>294</b>
资产减值准备	9	2	1	1
折旧摊销	40	52	59	65
公允价值变动损失	19	15	17	18
财务费用	18	12	26	30
营运资本变动	(40)	(86)	(83)	(124)
其它	(9)	(2)	(1)	(1)
<b>经营活动现金流</b>	<b>185</b>	<b>180</b>	<b>232</b>	<b>253</b>
资本开支	(28)	(100)	(100)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(28)</b>	<b>(100)</b>	<b>(100)</b>	<b>(100)</b>
权益性融资	681	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(62)	(99)	(119)	(147)
其它融资现金流	(515)	600	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>42</b>	<b>501</b>	<b>(119)</b>	<b>(147)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>199</b>	<b>581</b>	<b>12</b>	<b>6</b>
货币资金的期初余额	172	371	800	200
货币资金的期末余额	371	952	812	206
企业自由现金流	159	78	139	163
权益自由现金流	(357)	669	120	141

### 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**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>技术分析</b>	
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		
<b>固定收益</b>		<b>纺织/日化零售</b>		<b>互联网</b>	
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				
<b>医药生物</b>		<b>社会服务(酒店、餐饮和休闲)</b>		<b>家电</b>	
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		
<b>通信服务</b>		<b>电子</b>		<b>环保与公共事业</b>	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	邵潇	0755-22940659
		蓝逸翔	021-60933164		
		马红丽	021-60875174		
<b>军工及主题投资</b>				<b>非金属及建材</b>	
梁铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
<b>房地产</b>		<b>食品饮料</b>			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
<b>电力设备新能源</b>		<b>化工</b>		<b>建筑工程</b>	
杨敬梅	021-60933160	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
<b>金融工程</b>		<b>轻工造纸</b>		<b>汽车及零部件</b>	
吴子昱	0755-22940607	邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097
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	汤静文	021-60875164 13636399097	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
夏坤	13726685252	吴国	15800476582	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	梁佳	0755-25472670 13602596740
王玮	13726685252	唐泓翼	13818243512	shaoyf@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
				颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
				yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	黄明燕	18507558226	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn				liuyan3@guosen.com.cn	
边祎维	13726685252	倪婧	18616741177	刘紫微	13828854899	夏雪	18682071096
王艺汀	13726685252	林若	13726685252	郑灿	0755-82133043 13421837630		
				zhengcan@guosen.com.cn			
赵海英	010-66025249 13810917275	张南威	13726685252	廖雯婷	13726685252		
zhaohy@guosen.com.cn							
		周鑫	13726685252				