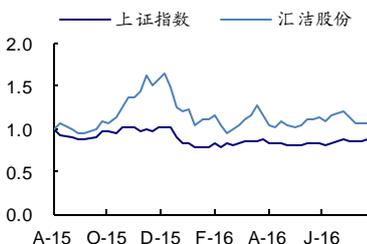


**证券研究报告—动态报告**
**纺织服装及日化**
**服装 II**
**汇洁股份(002763)**
**买入**
**2016 年半年报点评**

(维持评级)

2016 年 08 月 16 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	216/61
总市值/流通(百万元)	7,124/1,997
上证综指/深圳成指	3,125/10,822
12 个月最高/最低(元)	52.37/24.45

**相关研究报告:**

《汇洁股份-002763-2015 年年报点评: 秉承当代工匠精神, 打造行业内领先品牌矩阵》——2016-04-12

《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号: 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**
**Q2 业绩增速环比转正, 主品牌延续良好增长势头**
**● 2016H1 盈利下滑 5.6%, Q2 业绩增速环比转正**

公司 2016H1 营收 10.01 亿元, 同比增长 7.9%, 归母净利润 1.2 亿元, 同比下滑 5.6%, 折合 EPS0.56 元; 其中 Q2 实现营收 4.58 亿元, 增长 6.8%, 归母净利润 4723 万元, 增长 8.1%。Q2 业绩增速环比转正, 净利率同比提升 0.4pct 至 10.6%, 其中毛利率同比保持稳定 (70.6%), 销售费用率与管理费用率分别上升 0.7pct 与 1.6pct, 主要系新上品牌以及护肤品前期投入较大财务费用率因利息支出下降 1.9pct。此外, 由于购买商品支出增加, 公司上半年经营性现金流净额同比下滑 60%。公司预计 1~9 月净利润变动区间为 1.34~1.85 亿元。

**● 主品牌增长势头良好, 加快协同业务拓展步伐**

分品类看, 上半年文胸产品同比增长 13.8%, 延续良好增长势头, 内裤产品同比增长 6.6%, 保暖内衣及 OEM 业务则分别下滑 1.4% 与 46.9%。分品牌看, 曼妮芬与兰卓丽收入分别增长 14.9% 与 14.6%, 达到 5.82 亿、0.82 亿, 伊维斯同比下滑 18% 至 1.59 亿元, 同时男士品牌乔百仕及女性品牌秘密武器仍处培育阶段, 体量相对较小。公司渠道规模总体稳定 (近 2000 家直营店), 未来仍将继续深挖二三线市场潜力。此外, 公司加快协同业务拓展今年 4 月新上市曼妮芬护肤品, 主要在线上渠道销售, 未来将加大研发力度丰富护肤品品类。

**● 长期受益消费升级趋势, 市场份额具备提升潜力**

公司已建立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。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, 公司通过在产品质量及设计方面保持领先优势, 不断提升消费者体验及品牌忠诚度, 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。

**● 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, 有望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。预计公司 16~18 年 EPS 0.80/0.95 /1.10 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	2,047	2,269	2,526
(+/-%)	11.7%	14.1%	8.5%	10.8%	11.3%
净利润(百万元)	133	166	173	204	237
(+/-%)	22.1%	24.6%	4.6%	18.0%	15.9%
摊薄每股收益(元)	0.61	0.77	0.80	0.95	1.10
EBIT Margin	13.2%	12.8%	11.5%	12.3%	12.8%
净资产收益率(ROE)	18.5%	11.0%	10.9%	12.1%	13.1%
市盈率(PE)	53.6	43.0	41.2	34.9	30.1
EV/EBITDA	30.5	26.2	28.4	24.2	21.1
市净率(PB)	9.9	4.7	4.48	4.21	3.93

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)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	371	1005	1032	1051	营业收入	1888	2047	2269	2526
应收款项	208	224	249	277	营业成本	591	632	690	759
存货净额	602	672	732	805	营业税金及附加	28	31	34	38
其他流动资产	40	20	23	25	销售费用	834	927	1021	1137
<b>流动资产合计</b>	<b>1220</b>	<b>1922</b>	<b>2035</b>	<b>2158</b>	管理费用	184	223	244	269
固定资产	469	502	528	547	财务费用	18	(4)	(3)	(4)
无形资产及其他	68	65	63	60	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	127	127	127	127	资产减值及公允价值变动	(19)	(15)	(17)	(18)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1884</b>	<b>2616</b>	<b>2753</b>	<b>2891</b>	营业利润	213	224	265	308
短期借款及交易性金融负债	0	600	600	600	营业外净收支	10	7	7	7
应付款项	104	118	128	141	<b>利润总额</b>	<b>223</b>	<b>231</b>	<b>272</b>	<b>315</b>
其他流动负债	215	246	270	278	所得税费用	57	58	68	79
<b>流动负债合计</b>	<b>319</b>	<b>964</b>	<b>998</b>	<b>1019</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>166</b>	<b>173</b>	<b>204</b>	<b>237</b>
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>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>369</b>	<b>1014</b>	<b>1048</b>	<b>1069</b>		2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	11	11	11	11	净利润	166	173	204	237
股东权益	1505	1591	1694	1812	资产减值准备	9	2	1	1
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1884</b>	<b>2616</b>	<b>2753</b>	<b>2891</b>	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	(4)	(3)	(4)
					营运资本变动	(40)	(20)	(52)	(83)
					其它	(9)	(2)	(1)	(1)
					<b>经营活动现金流</b>	<b>185</b>	<b>221</b>	<b>228</b>	<b>237</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)	(87)	(102)	(118)
					其它融资现金流	(515)	600	0	0
					<b>融资活动现金流</b>	<b>42</b>	<b>513</b>	<b>(102)</b>	<b>(118)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>199</b>	<b>634</b>	<b>26</b>	<b>19</b>
					货币资金的期初余额	172	371	1005	1032
					货币资金的期末余额	371	1005	1032	1051
					企业自由现金流	159	109	116	125
					权益自由现金流	(357)	712	119	128

关键财务与估值指标				
	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.77	0.80	0.95	1.10
每股红利	0.29	0.40	0.47	0.55
每股净资产	6.97	7.37	7.84	8.39
ROIC	14%	12%	15%	16%
ROE	11%	11%	12%	13%
毛利率	69%	69%	70%	70%
EBIT Margin	13%	11%	12%	13%
EBITDA Margin	15%	14%	15%	15%
收入增长	14%	8%	11%	11%
净利润增长率	25%	5%	18%	16%
资产负债率	20%	39%	38%	37%
息率	0.9%	1.2%	1.4%	1.7%
P/E	43.0	41.2	34.9	30.1
P/B	4.7	4.5	4.2	3.9
EV/EBITDA	25.8	28.4	24.2	21.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 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	郦彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
陶川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕翔	010-88005325	王佳骏	021-60933154		
李智能	0755-22940456				
<b>固定收益</b>		<b>医药生物</b>		<b>互联网</b>	
董德志	021-60933158	江维娜	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵婧	0755-22940745	邓周宇	0755-82133263	何立中	010-88005322
魏玉敏	021-60933161	万明亮			
柯聪伟	021-60933152	梁东旭	0755-82130646		
		徐衍鹏	021-60875165		
		谢长雁	0755-82133263		
<b>纺织/日化/零售</b>		<b>社会服务(酒店、餐饮和休闲)</b>		<b>家电</b>	
郭陈杰	021-60875168	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
朱元	021-60933162	钟潇	0755-82132098		
		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
王齐昊	0755-22940673	蓝逸翔	021-60933164	邵潇	0755-22940659
		马红丽	021-60875174		
<b>军工及主题投资</b>		<b>非金属及建材</b>		<b>房地产</b>	
李君海	010-88005315	黄道立	0755-82130685	区瑞明	0755-82130678
王东	010-88005309	刘宏	0755-22940109	朱宏磊	0755-82130513
徐培沛	0755-22940793				
<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>轻工造纸</b>		<b>汽车及零部件</b>		<b>非银行金融</b>	
邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097	陈福	
				赵秋实	
				王继林	
<b>金融工程</b>					
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	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
				shaoyf@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
王玮	13726685252	梁轶聪	021-60873149 18601679992	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
		liangyc@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	倪婧	18616741177	黄明燕	18507558226	夏雪	18682071096
边祎维	13726685252	林若	13726685252	刘紫微	13828854899	吴翰文	13726685252
王艺汀	13726685252	张南威	13726685252	简洁	13726685252		
		周鑫	13726685252				
		张欣慰	13726685252				