

汇洁股份 (002763)

强烈推荐

行业：服装家纺

领先内衣企业：推进多品牌多品类战略

核心观点：内衣发展起步晚，景气度高，集中度提升趋势明显，本土品牌优势显著。汇洁股份定位于中高端内衣市场，品牌附加值高；深耕渠道精细化管理，内生增长可持续性较强，是稀缺小而美标的。短期看，市场风险偏好下行趋势下公司业绩有强支撑；长期看，公司有望成长为行业内龙头标杆，建议积极关注。

投资要点：

◇ **成长期品类，内衣市场空间广阔。**行业持续保持双位数增速。内衣毛利率高，市场高度分散，是本土品牌区位优势最显著的服装品类，未来行业龙头将从本土企业中脱颖而出。内衣消费升级属性明显，品牌忠诚度高，马太效应下中高端品牌运营商后劲十足。

◇ **公司是纵向一体化内衣企业，多品牌布局。**产品设计先进，专利众多，理念接轨国际；自产为主，外协为辅，产能充沛；针对不同细分市场设有7个在运营品牌；渠道结合直营与加盟，深耕二三线城市，线上发展迅猛。供应链整合提速趋势下全产业链布局企业优势明显。

◇ **品类扩展，连带效应带来想象空间。**公司设立化妆品事业部，品类延伸到护理类化妆品（沐浴乳，护肤品等）；设立男士内衣品牌乔百仕。产品延续中高端定位，强化营销力度，借力原品牌影响力和品类间强关联性，提升连带率。

投资建议：首次覆盖，给予“强烈推荐”评级，预测2016-2018年净利润1.78/2.03/2.27亿元，对应EPS0.83/0.94/1.05元。给予2016年50xPE，目标价格41.50元。

◇ **风险提示：**人工上涨、运输费用上涨；加盟商控制风险；电商放缓；品类拓展不及预期；天气异常。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1888	2137	2391	2672
收入同比(%)	14%	13%	12%	12%
归属母公司净利润	166	178	203	227
净利润同比(%)	25%	8%	14%	12%
毛利率(%)	68.7%	68.0%	67.0%	66.0%
ROE(%)	11.0%	11.0%	11.6%	12.0%
每股收益(元)	0.77	0.83	0.94	1.05
P/E	47.23	43.83	38.60	34.44
P/B	5.19	4.83	4.46	4.12
EV/EBITDA	27	31	28	25

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：高驰

S0960116030009

0755-82026810

gaochi@china-invs.cn

6-12个月目标价：41.50

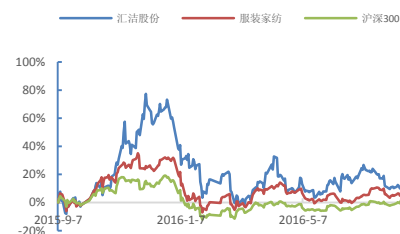
当前股价：32.26

评级调整：首次

基本资料

总股本(百万股)	216
流通股本(百万股)	65
总市值(亿元)	70
流通市值(亿元)	21
成交量(百万股)	1.09
成交额(百万元)	35.30

股价表现



相关报告

目 录

一、 公司简介：业绩稳定，全产业链布局.....	3
二、 内衣行业：消费升级属性明显，本土品牌优势显著.....	4
三、 品牌纵横促内生增长，品类扩张策连带效应.....	4
1. 多品牌布局，主品牌趋于成熟，新品牌进一步打开空间.....	4
2. 品类扩展至化妆品，连带效应带来想象空间.....	5
四、 投资策略：强烈推荐，目标价 40 元.....	6
五、 风险提示.....	7

图目录

图 1 公司产能释放（自产）.....	3
图 2 文胸是主要收入来源.....	3
图 3 中国内衣行业销售收入持续增长.....	4
图 4 中国人均年内衣消费支出较低.....	4
图 5 2012 年分品牌收入构成.....	5
图 6 2015 年分品牌收入构成.....	5
图 7 化妆品市场持续增长.....	6
图 8 聘请刘恺威代言化妆品.....	6

表目录

表 1 主要品牌定位.....	3
表 2 各品牌销售增长情况汇总.....	5

一、公司简介：业绩稳定，全产业链布局

汇洁集团是专业从事内衣人体工学研究、品牌策划推广、开发设计、生产制造、市场营销的纵向一体化内衣企业。

公司品牌。公司目前拥有“曼妮芬”、“伊维斯”、“兰卓丽”三个主要品牌，主品牌2015年收入占比超过90%。针对不同目标客户，公司成立了“Coyeee”、“乔百仕”、“Body Beauty”和“秘密武器”等其他四个品牌，积极推进多品牌发展战略。

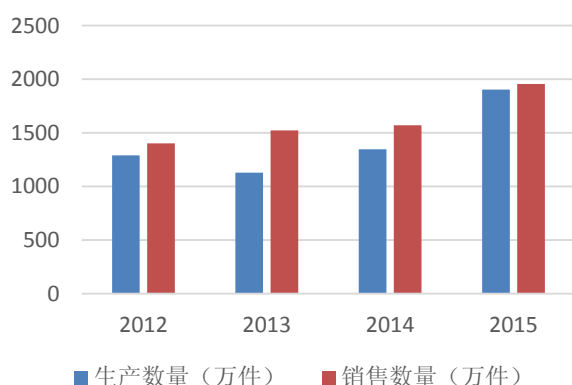
表 1 主要品牌定位

品牌	目标客户	品牌风格	品牌主张	主力产品均价 (文胸, 2014)
曼妮芬	时尚女性	时尚变化	追求表达自我和展现个性	140 元
伊维斯	成熟女性	优雅精致	追求优雅和高品质生活方式	156 元
兰卓丽	年轻女性	年轻活力	追求时尚和展现多变	93 元

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

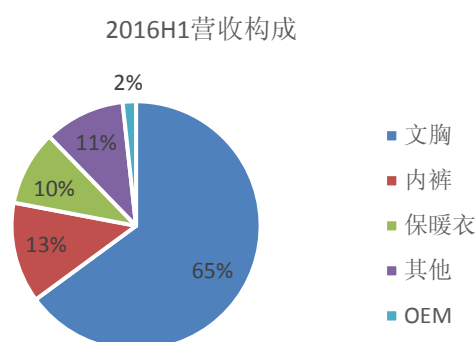
公司产能。公司拥有广东汕头、江西赣州两大生产基地，汕头年产 900 万件，江西生产基地在建，已经逐步释放产能，公司目前整体具备年产 2000 万件内衣的生产能力。

图 1 公司产能释放（自产）



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 2 文胸是主要收入来源



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

盈利指标。2016 上半年公司实现营业收入 10.01 亿元，同比增长 7.92%；归母净利润 1.20 亿元，同比下降 5.61%。主营业务构成稳定，文胸和内裤收入占比合计 78%。

公司 2016 上半年毛利率 69.33%，同比下降 0.88pct。毛利率下降主要是因为原材料价格上升，另一方面电商持续增长也有一定影响。期间费用率 50.38%，同比上升 0.91pct，主要是因为公司上半年加大了营销力度，并推出化妆品类。

二、内衣行业：消费升级属性明显，本土品牌优势显著

贴身衣物主要包括家居服、传统内衣（秋衣、保暖内衣）、女士内衣和男士内衣。

市场规模持续高增长，行业处于成长期。由于内衣的私密性，自我关注的属性高于对外展示的需求，消费者对其重要性的认识晚于其他服装品类，其宣传推广也受到传统观念的束缚，因此内衣的发展晚于其他细分服装品类，目前正处于成长期。

当前内衣行业空间广阔，增长迅速。咨询公司 Frost&Sullivan 预测未来五年复合增长率约为 13.2%，到 2019 年中国内衣市场规模将达到 4553 亿人民币，空间翻倍。

图 3 中国内衣行业销售收入持续增长

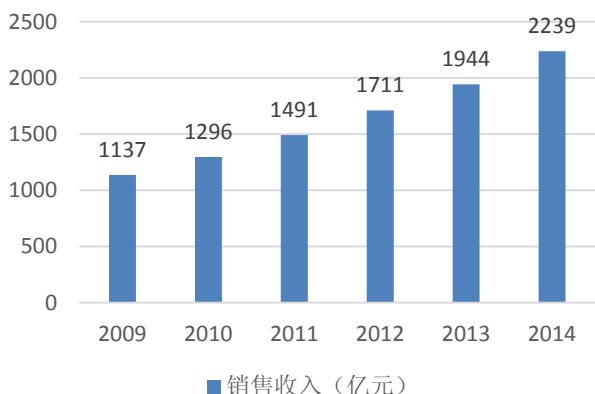
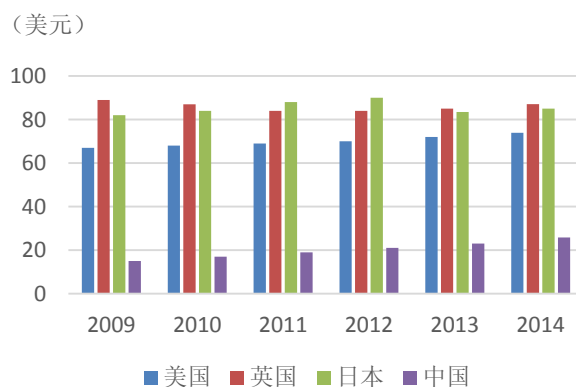


图 4 中国人均年内衣消费支出较低



资料来源：Frost&Sullivan、中国中投证券研究总部

资料来源：Frost&Sullivan、中国中投证券研究总部

国外贴身内衣市场相对成熟，竞争格局相对稳定，品牌集中度高。2014 年维多利亚的秘密在美国市场份额达 19.2%，英国 Mark&Spencer 在当地市场份额达 27.7%，日本华歌尔当地市场份额也达到 9.8%。**中国内衣市场高度分散。**2014 年市占率最高的都市丽人市场份额只有 3.1%。未来中国内衣行业的集中度有望提高。

本土内衣品牌占据了主要市场份额，这是内衣行业的重要特征。本土品牌扎根深入，对当地消费者的身材特点和消费心理理解透彻，产品往往最切合消费者的需求。内衣市场逐渐形成了本土品牌为主，外来品牌为辅的市场竞争格局。**我们认为，内衣消费升级属性明显，未来一线品牌在抢占市场份额的过程中优势显著。**

三、经营策略：品牌纵横促内生增长，品类扩张策连带效应

1. 多品牌布局，主品牌趋于成熟，新品牌进一步打开空间

主次分明的品牌布局战略，保证了高端品牌核心市场地位，填补了中低端市场空白。

公司目前的主要产品是“曼妮芬”、“伊维斯”、“兰卓丽”三个品牌的文胸、内裤、保暖衣及功能性内衣等产品。“Bodybeauty”（塑形专家）、“Coyee”（电商品牌）、“乔百仕”（男士品牌）、“秘密武器”（都市白领）等新品牌瞄准各个细分市场，强调运营专业，定位准确和内涵丰富，适应不同消费群体的需求。

图 5 2012 年分品牌收入构成

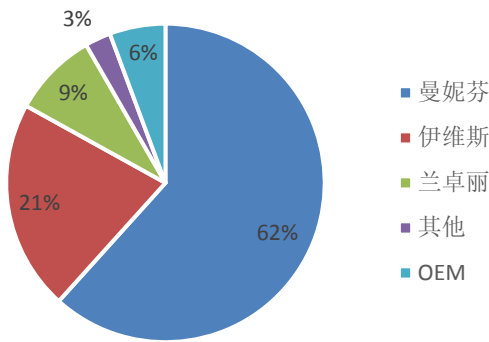
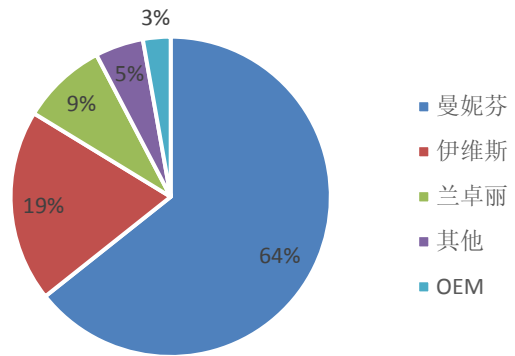


图 6 2015 年分品牌收入构成



资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

从 2015 年公司分品牌的销售收入来看，主品牌贡献的收入占比保持稳定在 92%，其他品牌贡献的销售收入比重提升，OEM 业务逐年缩减。

表 2 各品牌销售增长情况汇总

(单位：万元)	2015	YoY%	2014	YoY%	2013	YoY%	2012
曼妮芬	120953.1	15%	104870.8	15%	91360.3	14%	79903.39
伊维斯	36474.15	6%	34359.09	6%	32336.63	17%	27666.09
兰卓丽	16198.09	13%	14356.54	10%	13022.44	16%	11205
其他	9170.7	61%	5686.49	36%	4175.14	23%	3405.54
OEM	5250.1	-5%	5523.47	-18%	6703.94	-9%	7352.95

资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

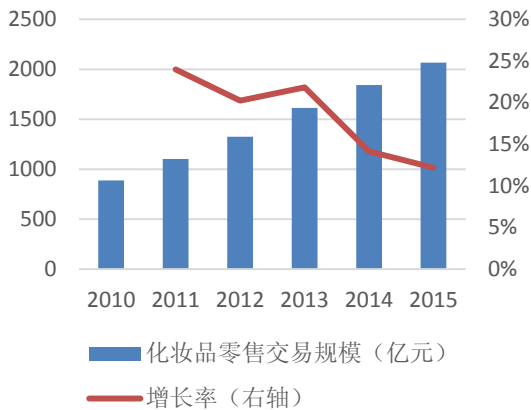
2015 年新品牌收入增速快，并且形成上升趋势，一方面是因为新品牌基数较小，未来成长空间大，另一方面是因为新品牌渠道铺设日渐成熟。

主品牌售价逐年上涨，其他品牌售价下降主要是因为切入中低端市场的线上销售品牌 COYEEE 和秘密武器的成长迅猛。**我们认为公司的品牌布局已臻完善，高端品牌受益于消费升级趋势，未来主要依靠同店增长；新品牌从不同价格和受众维度拓展品牌覆盖面，依靠公司多年积累的品牌运营经验和强大的渠道管理能力，快速增长值得期待。**

2. 品类扩展至化妆品，连带效应带来想象空间

以女性为主要目标客户的沐浴类护肤品，与内衣有强关联性，提高原品类销售的连带率。2015 年汇洁设立化妆品事业部，横向延伸到其他品类，2016 年 5 月份曼妮芬化妆品天猫旗舰店上线，邀请刘恺威担任形象代言人。目前主要的几个单品包括沐浴露，身体乳，护手霜，护颈霜。汇洁以电商作为切入点，电商是近年化妆品销售迅速扩张的最重要渠道。

图 7 化妆品市场持续增长



资料来源：国统局、中国中投证券研究总部

图 8 聘请刘恺威代言化妆品



资料来源：天猫旗舰店、中国中投证券研究总部

一方面化妆品消费个性化特点使得消费诉求多样，化妆品生产企业难以满足所有需求；另一方面，国内化妆品消费基础前期较为薄弱，没有培育出较为成熟的企业，存在众多中小企业以功能性产品满足基本护理需求。**中国化妆品行业形成较大长尾市场，国际大牌与本土个性化中小品牌并存。我们认为，在满足个性化需求和加强营销的基础上，新品牌切入市场有机可乘。**

四、投资策略：强烈推荐，目标价 41.50 元

关键假设：

我们从品牌、渠道和品类三个维度对营业收入做出预测：2016E/2017E/2018E 分别对应同比增速+13%，+12%，+12%

毛利率：2016E/2017E/2018E 分别对应毛利率 68%，67%，66%

期间费用率：2016E/2017E/2018E 分别对应费用率

其中：销售费用率，2016E/2017E/2018E 分别对应 45.50%/45%/44%

管理费用率，2016E/2017E/2018E 分别对应 10.50%/10%/10%

盈利预测：

根据假设进行测算，2016E/2017E/2018E 对应 EPS0.83/0.94/1.05 元，考虑内衣行业较高成长性给予 2016 年 50xPE，对应目标价格 41.50 元。

五、风险提示

人工成本、运输费用上涨风险。人工成本持续上涨，加大生产管理难度，终端销售人员激励比例高；供应链提速趋势下物流成本呈上升态势，费用控制难度增大。

加盟商控制风险。优质加盟商资源稀缺，公司加大对加盟商的扶持力度，对提前订货的商家给予更大的折扣力度，加盟渠道毛利率可能进一步下滑。

电商渠道增速下滑风险。电商收入经历快速成长期后，高基数下增速预计放缓；各电商平台瓶颈初现。

品类拓展风险。品牌运营商以自主生产为主，库存积压较重，存货周转率低。公司积极布局多品牌发展，开拓新品类，给存货管理带来一定的压力，可能会对库存周转带来负面影响。

天气异常风险。2015 年暖冬对服装企业销售带来负面影响，内衣销量对气候有较高的敏感性，天气突变导致市场需求与终端供给错配，打折促销力度加大，营收下降，库存攀升。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1220	1337	1510	1707
现金	371	451	555	611
应收账款	184	198	207	233
其它应收款	23	26	29	33
预付账款	17	21	24	27
存货	602	641	696	804
其他	23	0	0	0
非流动资产	664	641	618	595
长期投资	0	0	0	0
固定资产	440	432	417	397
无形资产	68	68	68	68
其他	156	140	133	129
资产总计	1884	1978	2128	2302
流动负债	319	299	317	343
短期借款	0	0	0	0
应付账款	104	124	140	163
其他	215	176	176	180
非流动负债	50	50	49	50
长期借款	0	0	0	0
其他	50	50	49	50
负债合计	369	349	366	392
少数股东权益	11	11	11	11
股本	216	216	216	216
资本公积	802	802	802	802
留存收益	487	600	733	881
归属母公司股东权益	1505	1619	1751	1899
负债和股东权益	1884	1978	2128	2302

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	225	129	152	111
净利润	166	178	203	227
折旧摊销	44	22	23	23
财务费用	18	-17	-21	-24
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-45	-42	-62	-114
其它	41	-13	9	-1
投资活动现金流	-90	-1	0	-0
资本支出	92	0	0	0
长期投资	0	1	-0	0
其他	2	0	0	0
筹资活动现金流	63	-48	-49	-55
短期借款	-550	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	54	0	0	0
资本公积增加	607	0	0	0
其他	-48	-48	-49	-55
现金净增加额	198	80	104	56

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1888	2137	2391	2672
营业成本	591	684	789	908
营业税金及附加	28	31	35	39
营业费用	834	972	1076	1176
管理费用	184	224	239	267
财务费用	18	-17	-21	-24
资产减值损失	19	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	213	232	263	296
营业外收入	10	10	10	10
营业外支出	0	2	0	0
利润总额	223	240	273	306
所得税	57	62	70	79
净利润	166	178	203	227
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	166	178	203	227
EBITDA	276	238	265	295
EPS (元)	0.77	0.83	0.94	1.05

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	14.1%	13.2%	11.9%	11.7%
营业利润	19.9%	9.0%	13.2%	12.5%
归属于母公司净利润	24.6%	7.8%	13.6%	12.1%
获利能力				
毛利率	68.7%	68.0%	67.0%	66.0%
净利率	8.8%	8.3%	8.5%	8.5%
ROE	11.0%	11.0%	11.6%	12.0%
ROIC	15.8%	14.3%	15.6%	16.2%
偿债能力				
资产负债率	19.6%	17.6%	17.2%	17.0%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.83	4.47	4.77	4.98
速动比率	1.89	2.30	2.53	2.60
营运能力				
总资产周转率	1.08	1.11	1.16	1.21
应收账款周转率	10	11	11	12
应付账款周转率	6.18	6.02	5.98	5.99
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.77	0.83	0.94	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	1.04	0.60	0.71	0.51
每股净资产(最新摊薄)	6.97	7.49	8.11	8.79
估值比率				
P/E	47.23	43.83	38.60	34.44
P/B	5.19	4.83	4.46	4.12
EV/EBITDA	27	31	28	25

公司评级

- 强烈推荐：** 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：** 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：** 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：** 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：** 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：** 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：** 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镛,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。
高驰,中投证券纺织服装行业研究助理,香港城市大学应用经济学硕士,中山大学岭南学院金融学学士

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434