

证券研究报告

产品+模式优势推动终端业绩

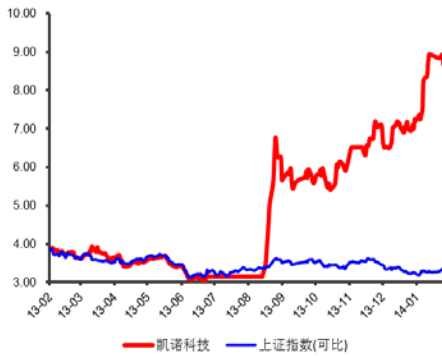
纺织服装

2014年2月12日

评级：推荐

——凯诺科技（600398.SZ）渠道调研报告

52周走势



报告作者

分析师：周纪庚

执业证书编号：S0590510120016

联系人

徐艺

电话：0510-82833337

Email：xuyi@glsc.com.cn

独立性申明

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，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

我们于近日调研了海澜之家无锡地区四家门店，分别是核心商圈的新店和老店以及非核心商圈的新店和老店。从调研情况看，公司13年出现了销售的好转，产品性价比高，客流量高于周边店铺，同时，员工在13年得到普遍提薪，激励增加带来服务质量的提升，我们看好公司未来几年业绩的持续增长。

13年销售好转，预测完成13年业绩承诺无压力。

根据调研情况，公司各家店铺在13年均出现了销售的好转。开店时间8年以上的核心商圈成熟店铺崇安寺店的销售增速在10%，非核心商圈的老店宝龙广场店的销售增速达到50%，在老店同店增长外，公司13年新店开店预计在370家以上，公司在此前的备考盈利预测中预测13年海澜之家销售收入达到69亿元，同比增速52.5%，从老店增长和新店开店情况看，我们预计13年实现业绩承诺无压力。

公司对员工的激励效果强，可直接转化为对业绩的推动。

公司在13年对终端店铺员工整体大幅提薪，增强了对员工的激励，由于公司类直营的销售模式，一方面相较传统加盟模式，员工激励效果更好，对公司品牌的认同感强，可促进终端销售的提升；另一方面，相较传统的直营模式，店铺员工的薪资及其他店铺运营费用均由加盟商承担，并不增加公司的成本和费用。

公司2013年起对终端店铺员工的激励加大，主要是提升了与业绩挂钩的绩效工资，员工当前的工作积极性高，顾客消费体验好，增加了顾客成交转化率和回头率。公司的销售模式是类直营模式，店铺员工由公司统一管理，员工对公司及品牌的认知度更高，同时，公司店铺员工的成长空间相较由加盟商买断的模式更大，可从店员到店长再到公司的市场部主管。因此，店铺员工的工作积极性更高，体现在服务质量上，可带来公司销售提升。例如公司2012年崇安寺店的员工年平均工资为3.5万元，2013年提升至5万元左右。

公司在产品定价上一直坚持高性价比，从13年起还降价了5%-10%，公司产品从不打折促销，一直以最低价商品面对消费者。所有商品不打折，

所有店铺统一价格，线上线下统一价格，增强了公司价格的可信度，相比于其他品牌平日标价较高，节假日采取促销折扣的方式，海澜之家向消费者传递的信息是公司至始至终以最低价呈现。目前在男装行业中应该是唯一一个一直执行该战略的品牌。

公司商品性价比高。根据调研结果，周边品牌在折扣后至少比公司商品贵 40%-50%，如海澜之家的成套西装在 680 元左右，最低 580 元，若成套的西服+衬衫+皮鞋购买价格在 1000 元。而其他男装品牌成套西装基本在 1000 元以上。

公司的服装全部由统一价目表在店铺入口处列示，以最清晰透明的方式告知消费者价格。增强了价格的透明度和可信度。

公司除了销售模式和采购模式行业内独树一帜外，还有一些服务上的特色，包括：1) 商品可跨地区调换。由于全国店铺均由公司统一管理，消费者购买了商品以后可在不同区域的店铺换货，公司可根据不同店铺需求跨店铺调换货；2) 公司在每个店铺都提供裁缝服务，为消费者提供最便利的服务。3) 公司指导各个店铺商品陈列，货品陈列员将每月的货品出样反馈到公司，提高店铺对公司出货的执行力度。公司经过多年经营，注重服务细节，提升了消费者体验。

公司每季会推出主打产品，一般性价比都很高，吸引消费者进入店铺消费，带动其他商品销售。如今年冬季 358-398 元的羽绒服，是今冬最畅销款。

根据调研，海澜之家的人流量高于周边店铺，综上，我们认为主要有五个原因：1) 产品性价比高，更适合大众消费者，符合当前服装行业的消费趋势；2) 先进的销售模式提升了对终端员工的激励效果，可直接转化为对业绩的推动；3) 店铺面积普遍较大，提升消费者一站式购物便捷性，尤其符合男士购物的习惯；4) 品牌运营成熟，服务成熟度高，消费者体验好；5) 品牌知名度高，公司多年的品牌运作和广告投入已经产生深入人心的效果，在同价位的男装品牌中品牌优势明显，消费者可通过中低价格获得较高的商品体验和品牌享受。

调研店铺情况

1. 海澜之家崇安寺店（核心商圈成熟店铺）

访谈人员：樊店长（2006 年到崇安寺店，目前是公司资历最老的店长之一）

地址：无锡市崇安寺箭河街 1230、1232、1236 号商铺三间

店铺面积：138.6 平方米

店铺设立时间：2005 年 10 月份

员工数：19 人（含店长），2 班倒，每班 9 名员工。（其中 2 年以上工作经验员工 15 人，从店铺设立至今流失大概 6-7 人，流失率不高）

成交率：高，店长估计在 80% 左右。

品类数：55-60

风格：休闲、时尚、商务三类

人流量：冬季周末平均 300-400 人/天

店铺优势：（店铺作为无锡地区经营业绩好的店铺，优势有以下几点）

- 1) 地段好。地处无锡繁华地段，人气旺；对面是商业大厦，商品价格高，很多消费者比较后更发现公司的性价比高；
- 2) 店铺设立时间久，培养成熟，新老员工的默契度高。

图表 1: 海澜之家崇安寺店外景



资料来源：国联证券研究所

图表 2: 海澜之家崇安寺店内景



资料来源：国联证券研究所

2. 海澜之家钱威路店（无锡市区内 2013 年唯一一家新开店）

访谈人员：屈店长（公司职业店长）

地址：江苏省无锡市惠山区钱桥街道钱威路恒泰商业广场

店铺面积：115 平方米

店铺设立时间：2013 年 12 月份

员工数：7 人（含店长），2 班倒，每班 3 名员工，待扩张 2 名员工。

公司的职业店长制度：公司目前有 100-200 人的职业店长队伍，负责新店开店，为新店指导 3 个月左右，并在选拔新店店长过程中提供重要参考意见。

职业店长制度有利于提高公司对新店的指导和培训效果，实现新老店的经

验传承，实现新店的快速成长。

职业店长培训内容：

- 1) 服务迎送
- 2) 货品知识
- 3) 销售技能
- 4) 财务方面（对店长）

3. 海澜之家 桥镇锡沪路店（非核心商圈的新店）

访谈人员：方店长（之前任海澜之家其他店的领班）

地址：无锡锡山区 桥镇锡沪路北第4幢最西面一楼二间

店铺面积：131 平方米

店铺设立时间：2012 年 3 月份

员工数：9 人（含店长），2 班倒，每班 4 名员工。（其中 5 名老员工）

周边竞争对手：红豆、阿诗顿（阿诗顿主打乡镇店）

公司店铺优势：

- 1) 在 桥镇区域地段好。地处 桥镇唯一商业圈的主干道，周边 5 个小区以上，商圈二期工程在建，未来人气可提升；
- 3) 公司品牌比红豆、阿诗顿的知名度更高。

图表 3: 公司每家店铺均明确标注产品价格范围，各店统一（此图摄于查桥镇店）



数据来源：公司公告 国联证券研究所

4. 海澜之家新区宝龙广场店（非核心商圈的老店）

访谈人员：许店长（之前是其他品牌店的销售人员）

地址：无锡市新区旺庄路与湘江路交汇处宝龙城市广场一楼

店铺面积：130 平方米

店铺设立时间：2010 年 9 月 29 日

员工数: 13人(含店长), 2班倒, 每班6名员工。(其中6名老员工)

通过与店长的交流, 我们认为公司的店铺相较与其他的加盟商买断并自主经营的店铺, 公司员工与公司总部的连接更紧密, 培训体系完善, 培训系统全面, 员工的成长路径更广阔, 可从老店的店员提升为新店的店长, 可从终端店铺的店长提升为公司市场部主管, 员工的工作积极性高。

风险因素

- (1) 规模未能如期扩张的风险;
- (2) 消费低迷导致产品严重滞销风险。

财务报表预测与财务指标 单位: 百万

利润表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,368	8,397	10,556	12,630
营业成本	867	5,117	6,402	7,639
营业税金及附加	18	84	106	126
销售费用	186	756	950	1,137
管理费用	179	588	739	884
EBIT	119	1,851	2,358	2,842
财务费用	1	-10	-21	-32
资产减值损失	-1	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	140	1,861	2,379	2,874
营业外净收入	-7	4	4	4
利润总额	133	1,865	2,383	2,878
所得税	26	363	464	561
净利润	107	1,502	1,918	2,317
少数股东损益	-3	0	-10	-10
归属母公司净利润	105	1,502	1,908	2,307
主要财务比率	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	-1.9%	513.8%	25.7%	19.6%
营业利润	2.4%	1229.7%	27.8%	20.8%
净利润	0.0%	1336.5%	27.1%	20.9%
获利能力				
毛利率(%)	36.6%	39.1%	39.4%	39.5%
净利率(%)	7.9%	17.9%	18.2%	18.3%
ROE(%)	5.1%	46.2%	39.9%	34.8%
ROA(%)	3.5%	11.9%	11.6%	11.2%
偿债能力				
流动比率	2.19	1.20	1.27	1.35
速动比率	1.66	0.44	0.59	0.67
资产负债率%	28.7%	73.8%	70.6%	67.5%
营运能力				
总资产周转率	46.4%	66.7%	64.1%	61.4%
应收账款周转天数	35.89	35.89	35.89	35.89
存货周转天数	185.89	500.00	450.00	450.00
每股收益	0.02	0.33	0.42	0.51
每股净资产	0.46	0.72	1.06	1.47
P/E	277.6	19.3	15.2	12.6
P/B	14.2	8.9	6.1	4.4

数据来源: 国联证券研究所

资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E
现金	1,236	2,868	5,341	7,431
应收款项净额	135	826	1,038	1,242
存货	450	7,015	7,902	9,436
其他流动资产	35	420	528	631
流动资产总额	1,856	11,129	14,809	18,740
固定资产	692	993	1,161	1,335
无形资产	39	38	36	35
长期股权投资	10	10	10	10
其他长期资产	350	350	350	350
资产总额	2,951	12,591	16,462	20,571
短期借款	0	0	0	0
应付款项	135	8,534	10,682	12,755
其他流动负债	711	752	942	1,125
流动负债	847	9,286	11,624	13,880
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	1	0	-1	-2
负债总额	848	9,287	11,623	13,878
少数股东权益	53	53	61	69
股东权益	2,049	3,251	4,777	6,623
负债和股东权益	2,951	12,591	16,462	20,571

现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
税后利润	105	1,502	1,908	2,307
加: 少数股东损益	2	0	8	8
公允价值变动	1	0	0	0
折旧和摊销	0	82	99	114
营运资金的变动	187	849	1,138	423
经营活动现金流	295	2,433	3,154	2,852
短期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产投资	45	-500	-300	-300
投资活动现金流	45	-500	-300	-300
股权融资	70	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	-32	-300	-382	-461
其它融资现金流	-37	0	0	0
融资活动现金流	-32	-300	-382	-461
现金净变动额	308	1,632	2,472	2,091

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。