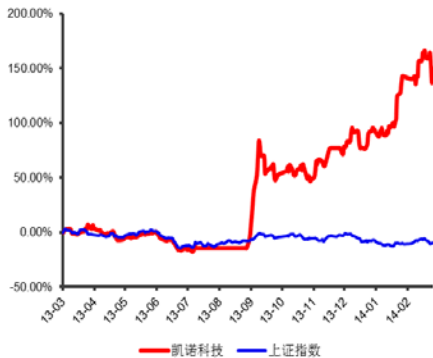


2014 年 3 月 3 日

——凯诺科技（600398.SZ）事件点评

评级：推荐

52 周走势



事件：

凯诺科技发布海澜之家 2013 年财务报告，实现营业收入 71.5 亿元，同比增长 57.8%，归属于母公司的净利润 13.5 亿元，同比增长 58.1%，扣非后归属于母公司净利润 12.9 亿元，对 13 年业绩的完成率达 107%。海澜之家业绩符合我们的预期。

点评：

业绩增速较 12 年大幅提升，超额完成 13 年业绩承诺。

海澜之家 13 年增速远高于 12 年，恢复到接近 2010-2011 年的增速水平。12 年海澜之家收入和净利润增速分别为 26% 和 22%，13 年均达到 58% 的水平。一方面 12 年公司受到整个行业景气度下行的影响，增速放缓但仍高于同行业竞争者，13 年公司经过一年的调整已经恢复原先的高增长水平，另一方面，13 年公司在外延开店的同时，提升了单店收入，外延和内生形成对收入的双轮驱动。公司的单店收入提升根本原因在于其商业模式的成功，同时畅销单品的推动、产品质量的提升和终端激励的增加都有所贡献。公司在 13 年超额完成了资产重组时的业绩承诺，海澜之家承诺 2013-2016 年扣非后归属于母公司的净利润分别为 12.1 亿、14.7 亿、17.1 亿和 19.1 亿元，对应净利润同比增速分别为 42%、21%、16% 和 12%，公司在备考盈利预测中预计 13 年营业收入 69.1 亿元，净利润完成率达 107%，收入完成率达 103%。

“对的时间出现的对商业模式”推动公司业绩逆势上升。

海澜之家的商业模式颠覆了服装行业的传统模式，在业内独树一帜，销售模式引入加盟商作为“财务投资者”，生产模式以委托代销、滞销商品退货和二次采购为特征，符合当前在城镇化和二三线城市消费拉动下的经济社会环境，对平价高质服装需求增长的消费特征以及服装行业上游产能过剩的产业背景，即“对的时间出现的对商业模式”，是推动公司业绩逆势上升的根本原因。根据已经披露业绩快报的定位相对高端的男装品牌如报喜鸟、七匹狼、卡奴迪路和希努尔等，净利润均较 12 年出现了下滑，而

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](mailto: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。

公司净利润同比增速达 58%，行业低迷期对公司来说正是提升市场份额的机遇，这与优衣库在日本崛起的背景具有相似性。同时从行业情况来看，直营比例较高的公司业绩情况较好，如卡奴迪路，这也证明了公司类直营化模式的优势。

**受产品降价影响毛利率下降，公司期间费用的管控能力提升。**

海澜之家在 13 年净利润率较 12 年持平在 18.9%，毛利率下降了 2 个百分点从 38.8% 降至 36.8%。公司毛利率下降的主要原因是产品单价的下降，降价幅度在 10%-20% 左右。此外，由于收入规模的扩大和费用管控能力的提升，公司销售费用率下降 2 个百分点，管理费用率下降近 1 个百分点。

**14 年业绩值得期待。**

13 年的经营情况已经充分证明公司商业模式的竞争力，14 年公司外延开店持续，预计与 13 年新开店规模接近，同时，推动公司单店收入提升的因素继续存在，此外，单价在 13 年较大幅度下调后在 14 年下降空间有限，我们看好公司今年在各项利好因素推动下的成长。

**维持“推荐”评级。**维持海澜之家 2014-2015 年净利润 17.4 亿和 21.6 亿的预测，预计凯诺科技 2014-2015 年净利润 19.1 亿和 23.1 亿，每股收益为 0.42 元和 0.51 元，对应当前股价市盈率分别为 21.5 倍和 17.7 倍，考虑到公司在行业中成长性高，经营模式优势明显，未来成长空间大，维持“推荐”评级。

**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

更新日期: 14-03-02

利润表	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>1,368</b>	<b>8,397</b>	<b>10,556</b>	<b>12,630</b>
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
<b>EBIT</b>	<b>119</b>	<b>1,851</b>	<b>2,358</b>	<b>2,842</b>
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
<b>营业利润</b>	<b>140</b>	<b>1,861</b>	<b>2,379</b>	<b>2,874</b>
营业外净收入	-7	4	4	4
<b>利润总额</b>	<b>133</b>	<b>1,865</b>	<b>2,383</b>	<b>2,878</b>
所得税	26	363	464	561
<b>净利润</b>	<b>107</b>	<b>1,502</b>	<b>1,918</b>	<b>2,317</b>
少数股东损益	-3	0	-10	-10
<b>归属母公司净利润</b>	<b>105</b>	<b>1,502</b>	<b>1,908</b>	<b>2,307</b>

主要财务比率	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力</b>				
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%
<b>获利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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%
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股收益</b>	<b>0.02</b>	<b>0.33</b>	<b>0.42</b>	<b>0.51</b>
每股净资产	0.46	0.72	1.06	1.47
<b>P/E</b>	<b>277.6</b>	<b>19.3</b>	<b>15.2</b>	<b>12.6</b>
P/B	14.2	8.9	6.1	4.4

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
<b>流动资产总额</b>	<b>1,856</b>	<b>11,129</b>	<b>14,809</b>	<b>18,740</b>
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
<b>资产总额</b>	<b>2,951</b>	<b>12,591</b>	<b>16,462</b>	<b>20,571</b>
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
<b>流动负债</b>	<b>847</b>	<b>9,286</b>	<b>11,624</b>	<b>13,880</b>
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
<b>负债总额</b>	<b>848</b>	<b>9,287</b>	<b>11,623</b>	<b>13,878</b>
少数股东权益	53	53	61	69
股东权益	2,049	3,251	4,777	6,623
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,951</b>	<b>12,591</b>	<b>16,462</b>	<b>20,571</b>

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
<b>经营活动现金流</b>	<b>295</b>	<b>2,433</b>	<b>3,154</b>	<b>2,852</b>
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
<b>投资活动现金流</b>	<b>45</b>	<b>-500</b>	<b>-300</b>	<b>-300</b>
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
<b>融资活动现金流</b>	<b>-32</b>	<b>-300</b>	<b>-382</b>	<b>-461</b>
<b>现金净变动额</b>	<b>308</b>	<b>1,632</b>	<b>2,472</b>	<b>2,091</b>

数据来源: 国联证券研究所

**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。