证券研究报告

业绩增速远超行业，14 年有望保持高速增长

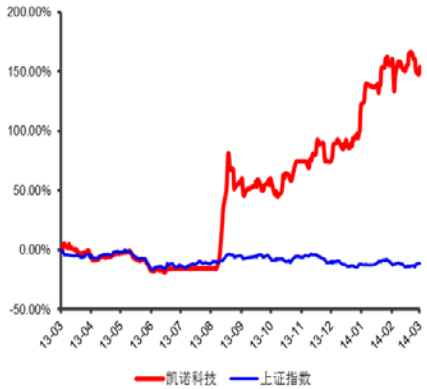
纺织服装

2014 年 3 月 25 日

——凯诺科技（600398.SZ）13 年年报点评

评级：推荐

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。

➢ **事件：**

凯诺科技发布 2013 年年度报告，实现营业收入 13.65 亿元，同比下降 0.19%，归属于母公司的净利润 1.42 亿元，同比增长 35.58%，若考虑海澜之家资产重组后，13 年实现合并营业收入 85.14 亿元，同比增长 44.44%，归属于母公司的净利润 14.89 亿元，同比增长 56.19%，实现每股收益 0.33 元，去年同期为 0.21 元，基本符合我们预期。

➢ **点评：**

收入和利润增速远高于男装行业，凸显公司商业模式和产品定位的优势，符合行业发展趋势。

资产重组后凯诺科技的收入和利润增速分别为 44.44%和 56.19%，若单看海澜之家则增速更高，收入和利润增速分别为 57.8%和 58.1%。对比行业情况，已经披露 13 年业绩的男装上市公司，七匹狼、报喜鸟、希努尔、卡奴迪路等均出现净利润的下滑，直营化程度相对较高的卡奴迪路业绩下滑幅度较小。公司业绩远高于行业增速主要是两个原因：第一，公司产品定位于高性价比的“平价高质”服装，在整个消费市场低迷，行业景气度下行期，公司的产品更符合消费趋势，对高价服装存在替代效应；第二，公司采用类直营的销售模式，行业内独树一帜，对零售终端的控制力强，同时，公司可退货的供应模式转移了库存风险，使公司能够“轻装上阵”。从整个男装行业发展趋势看，随着新城镇人口和二三线人口成为消费的中坚力量，对平价服装的需求将逐步增长。

毛利率下降，净利率提升。

根据备考合并财务报表，13 年公司毛利率为 37.89%，较 12 年的 38.26%略有下降，净利率较 12 年提升 1 个百分点至 17.4%。首先，毛利率的下降主要是海澜之家 13 年度产品降价 10%-20%导致海澜之家的毛利率下降了两个百分点。同期，凯诺科技的职业装业务和精纺呢绒业务毛利率分别提升了 3.28 和 16.60 个百分点，主要得益于公司职业装的提价，发挥产业链一体化优势，并控制生产成本。净利润率的提升主要来自费用管控能力的提

升和收入扩大带来的规模效应，销售费用率下降了 2 个百分点，管理费用率下降了 1 个百分点。

存货增速低于收入增速，存货压力可控。

根据备考合并报表，13 年存货为 50.65 亿元，较 12 年增长 3.2%，远低于收入增速水平。其中海澜之家的存货为 45.16 亿元，较 13 年小幅增长 1.3%。从中充分显示出一方面公司零售终端销售顺畅，需求旺盛，另一方面公司销售模式的创新强化了品牌商对终端渠道的控制力，减少了存货在中间渠道的层层累计。而且公司的存货数据对终端销售情况的反映更确切，公司发给加盟商的货都计入自身存货（而传统加盟模式下普遍将该部分存货计入经销商的存货），虽然海澜之家的存货水平较高，但由于不存在渠道这个“蓄水池”，公司的存货可靠性更强。实际上，公司独特的供应模式又保证了公司可将库存商品退回给供应商，减少了公司自身的存货风险。

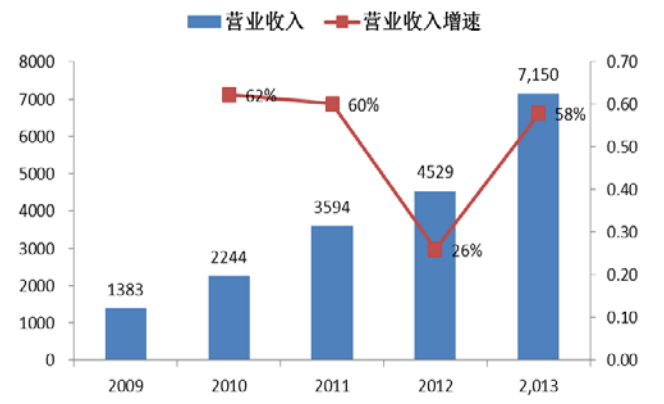
14 年业绩值得期待。

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。预测凯诺科技 2014-2016 年净利润 20.27 亿、24.62 亿和 29.12 亿元，每股收益分别为 0.45 元、0.55 元和 0.65 元，对应当前股价市盈率分别为 20.7x、17.0x 和 14.4x，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。

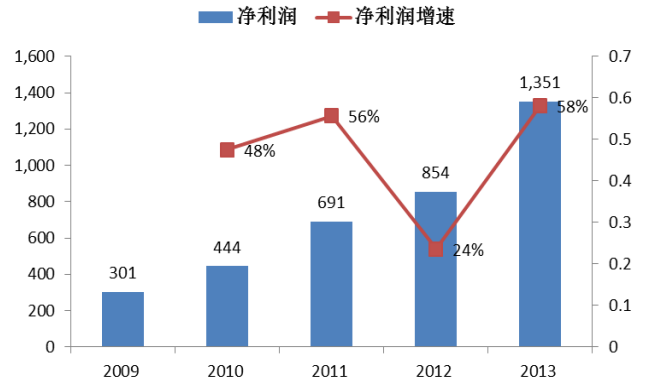
风险因素：（1）规模未能如期扩张的风险;（2）消费低迷导致产品严重滞销风险。

图表 1：海澜之家营业收入情况



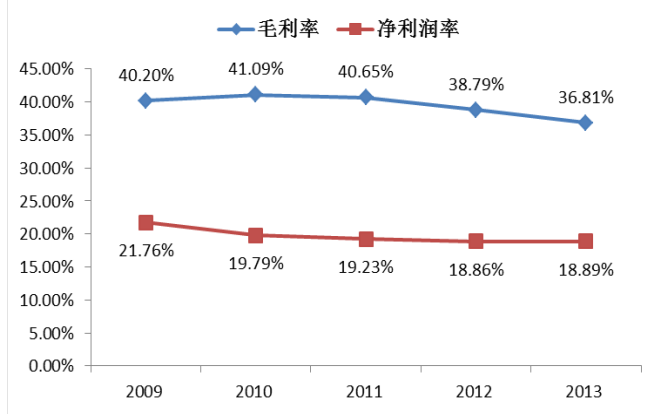
资料来源：公司公告　国联证券研究所

图表 2：海澜之家净利润情况



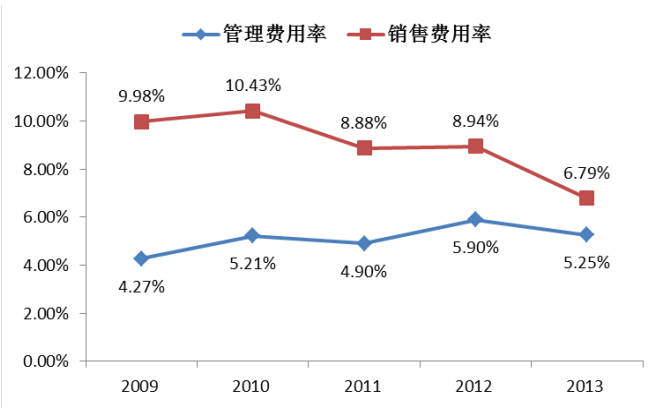
资料来源：公司公告　国联证券研究所

图表 3：海澜之家毛利率和净利润率情况



资料来源：公司公告　国联证券研究所

图表 4：海澜之家管理费用率和销售费用率情况



资料来源：公司公告国联证券研究所

财务报表预测与财务指标　　单位：百万　　更新日期：14-03-25

利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	**1,368**	**10,836**	**13,001**	**15,245**
营业成本	867	6,605	7,885	9,227
营业税金及附加	18	108	130	152
销售费用	186	878	1,053	1,235
管理费用	179	742	891	1,044
EBIT	**119**	**2,501**	**3,040**	**3,585**
财务费用	1	-12	-26	-40
资产减值损失	-1	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	**140**	**2,513**	**3,066**	**3,625**
营业外净收入	-7	4	4	4
利润总额	**133**	**2,517**	**3,070**	**3,629**
所得税	26	490	598	707
净利润	**107**	**2,027**	**2,472**	**2,922**
少数股东损益	-3	0	-10	-10
归属母公司净利润	**105**	**2,027**	**2,462**	**2,912**

主要财务比率	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	-1.9%	692.1%	20.0%	17.3%
营业利润	2.4%	1695.3%	22.0%	18.2%
净利润	0.0%	1838.5%	21.5%	18.3%
获利能力				
毛利率(%)	36.6%	39.0%	39.3%	39.5%
净利率(%)	7.9%	18.7%	19.0%	19.2%
ROE(%)	5.1%	55.2%	43.6%	36.5%
ROA(%)	3.5%	12.9%	12.3%	11.7%
偿债能力				
流动比率	2.19	1.19	1.28	1.37
速动比率	1.66	0.43	0.60	0.69
资产负债率%	28.7%	76.3%	71.6%	67.6%
营运能力				
总资产周转率	46.4%	68.8%	64.9%	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**	**0.45**	**0.55**	**0.65**
每股净资产	0.46	0.82	1.26	1.77
P/E	**400.6**	**20.7**	**17.0**	**14.4**
P/B	20.4	11.4	7.4	5.3

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E
现金	1,236	3,583	6,699	9,307
应收款项净额	135	1,065	1,278	1,499
存货	450	9,087	9,761	11,426
其他流动资产	35	542	650	762
流动资产总额	**1,856**	**14,277**	**18,389**	**22,994**
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**	**15,739**	**20,043**	**24,825**
短期借款	0	0	0	0
应付款项	135	11,055	13,195	15,445
其他流动负债	711	960	1,147	1,343
流动负债	**847**	**12,015**	**14,342**	**16,788**
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**	**12,015**	**14,341**	**16,786**
少数股东权益	53	53	61	69
股东权益	2,049	3,670	5,640	7,969
负债和股东权益	**2,951**	**15,739**	**20,043**	**24,825**

现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E
税后利润	105	2,027	2,462	2,912
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	1,144	1,339	457
经营活动现金流	**295**	**3,253**	**3,908**	**3,490**
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	-405	-492	-582
其它融资现金流	-37	0	0	0
融资活动现金流	**-32**	**-405**	**-492**	**-582**
现金净变动额	**308**	**2,347**	**3,116**	**2,608**

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

免责条款：

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。