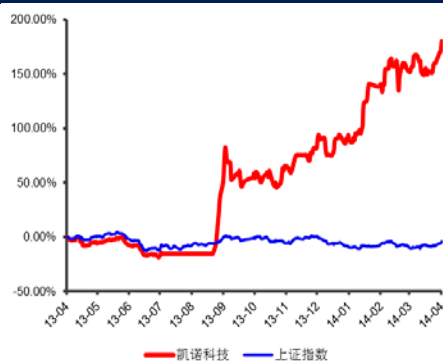


**证券研究报告**
**业绩符合预期，14年高成长延续**
**纺织服装**

2014年4月10日

评级：推荐

**——海澜之家（600398.SH）一季报预告点评**
**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](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。

**事件：**

海澜之家发布2014年一季度业绩预告，归属于上市公司股东的净利润较上年同期将增加1200%-1300%左右，即归属于上市公司股东的净利润在4.91亿-5.29亿，基本符合我们预期。

**点评：**

**一季度业绩靓丽，奠定14年高增长基础。**

公司重组后，注入的海澜之家资产盈利能力强，上年度同期报表不含海澜之家的业绩，因此净利润增幅高。如果按照与13年涵盖海澜之家的业绩比较，公布的14年一季度净利润已经达到13年备考净利润14.9亿元的33%-35%，也是14年备考盈利预测16.1亿元的30%-33%，根据一季度的表现，我们认为公司今年业绩将会超出14年备考盈利预测的净利润。

**商业模式领先，产品定位精准，推动公司增速远高于行业水平。**

公司能够以高于行业增速水平成长的根本原因在于公司领先的商业模式和精准的产品定位。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“对的时间出现的对的商业模式”，是推动公司业绩逆势上升的根本原因。根据已经披露14年一季度业绩预告的男装品牌，卡奴迪路一季度净利润较上年同期下降30%-50%，希努尔一季度净利润较上年同期下降50%-80%。而对海澜之家来说行业低迷期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。

**14年业绩值得期待。**

根据公司13年的年报，零售终端销售顺畅，库存周转率提升，14年公司轻装上阵，同时，公司调整了加盟商政策，对于开拓新销售区域给予政策上倾斜，有助于公司在非华东区域的外延扩张，提高加盟商的加盟意愿。预计14年公司外延开店与13年新开店规模接近，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。**预测海澜之家 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 22.7x、18.7x 和 15.8x，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: 14-04-10

利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>1,368</b>	<b>10,836</b>	<b>13,001</b>	<b>15,245</b>
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
<b>EBIT</b>	<b>119</b>	<b>2,501</b>	<b>3,040</b>	<b>3,585</b>
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
<b>营业利润</b>	<b>140</b>	<b>2,513</b>	<b>3,066</b>	<b>3,625</b>
营业外净收入	-7	4	4	4
<b>利润总额</b>	<b>133</b>	<b>2,517</b>	<b>3,070</b>	<b>3,629</b>
所得税	26	490	598	707
<b>净利润</b>	<b>107</b>	<b>2,027</b>	<b>2,472</b>	<b>2,922</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>2,027</b>	<b>2,462</b>	<b>2,912</b>

主要财务比率	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
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%
<b>获利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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%
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股收益</b>	<b>0.02</b>	<b>0.45</b>	<b>0.55</b>	<b>0.65</b>
每股净资产	0.46	0.82	1.26	1.77
<b>P/E</b>	<b>439.2</b>	<b>22.7</b>	<b>18.7</b>	<b>15.8</b>
<b>P/B</b>	<b>22.4</b>	<b>12.5</b>	<b>8.1</b>	<b>5.8</b>

数据来源: 国联证券研究所

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
<b>流动资产总额</b>	<b>1,856</b>	<b>14,277</b>	<b>18,389</b>	<b>22,994</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>15,739</b>	<b>20,043</b>	<b>24,825</b>
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
<b>流动负债</b>	<b>847</b>	<b>12,015</b>	<b>14,342</b>	<b>16,788</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>12,015</b>	<b>14,341</b>	<b>16,786</b>
少数股东权益	53	53	61	69
股东权益	2,049	3,670	5,640	7,969
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,951</b>	<b>15,739</b>	<b>20,043</b>	<b>24,825</b>

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
<b>经营活动现金流</b>	<b>295</b>	<b>3,253</b>	<b>3,908</b>	<b>3,490</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	-405	-492	-582
其它融资现金流	-37	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>-32</b>	<b>-405</b>	<b>-492</b>	<b>-582</b>
<b>现金净变动额</b>	<b>308</b>	<b>2,347</b>	<b>3,116</b>	<b>2,608</b>

**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%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	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。