

一季度业绩如期高增长，维持推荐评级

海澜之家 (600398.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

- **公司披露一季度报告，符合前期预期。**(1) 并表口径: 本期合并报表中的本期数据是指海澜之家和凯诺科技(2.17 并表)合并数据，上年同期可比数据是指海澜之家单体数据。(2) 从并表后非统一口径数据看，2014Q1 收入 26.65 亿，同比增 53.4%；营业利润 7.24 亿，同比增 57.5%；归属母公司净利润 6.45 亿，同比增 90.4%；扣非后净利润 5.08 亿，同比增 50% (收购凯诺科技的成本小于其净资产所产生的收益 1.33 亿)。
- **剔除凯诺科技并表 1 个多月的影响，粗略测算海澜之家单体统一口径利润表科目：**(1) Q1 收入 25.4 亿，同比增 46%。公司未披露渠道数据，但是按照以往惯例，每年 Q1 渠道变化不大，所以我们用 13 年末和 12 年末分别为 2900 家和 2390 家的渠道数据估算，单店有效收入同比增 28.4%。(2) 毛利率提升 0.7 个点至 37.8% (并表口径毛利率 38.1%)。我们认为主要源于今年公司新开店、到期店实行新的分成比例 (原分成比例 35%，新政是在拐点后分成比例降至 25%)。(3) 销售费用同比增 33%，主要源于销售规模的扩张。管理费用同比增 66.8%，主要原因是年终奖的发放时点提前到春节前后 (去年年终奖在 Q2 发放)。利息收入增加 0.1 亿左右，与公司货币资金的增加相匹配。
- **剔除并表因素，海澜之家报表质量良好。**(1) 货币资金较期初增 16 亿至 54.7 亿，剔除掉 10.7 亿凯诺科技并表的影响，海澜之家的货币资金增加了 5.2 亿至 44 亿，主要源于预收账款的大幅增加。(2) 预收账款较期初增 9.3 亿至 13 亿，剔除并表影响的 6.9 亿，预收仍增加了 2.4 亿至 6.2 亿，我们认为 6.2 亿的预收账款为今年业绩做好充分保障。(3) 剔除并表影响，经营性现金流净额 3.56 亿。其中，应收账款较期初下降 0.37 亿至 0.98 亿，存货较期初增加 0.76 亿，属合理范围。(4) 其他变动较大的科目：投资性房地产增加 3.96 亿来自于凯诺科技的并表。
- **维持推荐评级。公司渠道扩张继续、买断模式增加、分成比例变化驱动未来 2-3 年高增长。**普棉 T 恤、羽绒服等强势品类大批量买断提升性价比 (估计直接带来销售额 30 亿以上)，同时，降低保证金门槛、在一定收益率基础上降低加盟商分成率，对新开店、提高净利润率均有一定利好。我们预测 2014、2015 年公司收入 113 亿、133 亿，同比增 32.6%、18.2%，净利润分别为 22.1 亿、27.6 亿，同比增 47.8%、24.9%，对应 EPS0.49 元、0.61 元，当前股价对应 PE 分别为 18.4 倍、14.8 倍，维持推荐评级。
- **股价表现催化剂及风险：**催化剂在于业绩超预期，风险一是劳动力成本上涨侵蚀加盟商利润进而对开店及公司利润率产生影响，二是货品采购发生类似于 2011 年预测性偏差，三是线上类似模式的出现及发展。

分析师

马莉

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

特此鸣谢

杨岚: (8610) 8357 4539

(yanglan@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130112030156

花小伟: (8610) 8357 4523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130112090085

对本报告的编制提供信息

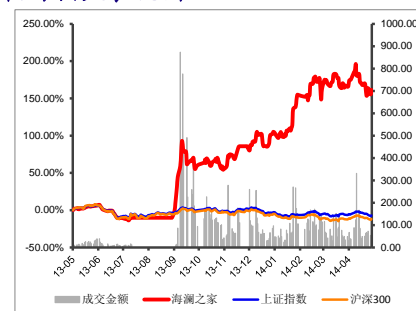
市场数据

2014.04.29

A 股收盘价(元)	9.02
A 股一年内最高价(元)	10.85
A 股一年内最低价(元)	6.74
上证指数	2020
市净率	6.61
总股本(万股)	449276
实际流通 A 股(万股)	64660
限售 A 股(万股)	384615
流通 A 股市值(亿元)	58.32

注: *价格未复权

相对指数表现图



资料来源: WIND 中国银河证券研究部

表 1: 海澜之家 (600398.SH) 单季利润表 (百万元)

	2013Q1(海澜单体)	2014Q1(并表口径)	2014Q1 (凯诺科技)	2014Q1 (海澜测算)
营业收入	1,737.70	2,665.44	319.65	2,537.58
同比				46.0%
营业成本	1,092.66	1,649.14	177.30	1,578.22
毛利率	37.1%	38.1%	44.5%	37.8%
销售费用	101.89	151.41	38.90	135.85
同比				33.3%
管理费用	84.00	159.25	47.80	140.13
同比				66.8%
财务费用	-11.20	-26.66	-13.00	-21.46
资产减值损失	-3.98	-3.52	1.40	-4.08
营业利润	459.79	724.32	66.50	697.72
营业利润率	26.5%	27.2%	20.8%	27.5%
同比				51.7%
加: 营业外收入	164.50	138.12	0.73	137.82
减: 营业外支出	2.60	4.37	0.46	4.19
利润总额	457.35	858.06	66.75	831.36
减: 所得税	118.52	211.99	15.97	205.60
所得税率	25.91%	24.71%	23.93%	24.73%
净利润	338.83	646.08	50.78	625.76
同比		90.4%		
扣非后净利润	338.83	508.10	20.00	488.10
同比		50.0%		44.1%
净利润率	12.7%	19.1%		18.3%
基本每股收益(元)	0.09	0.16		

资料来源: WIND 中国银河证券研究部

表 2: 海澜之家 (600398.SH) 单季资产负债表 (百万元)

	2013/6/30	2013/12/31	2014/3/31	2014/3/31	2014/3/31
	(海澜单体)	(海澜单体)	(并表口径)	(凯诺科技)	(海澜测算)
流动资产:					
货币资金	3,096.48	3,881.09	5,472.63	1,070.50	4,402.13
应收票据			4.47	10.10	
应收账款	69.62	134.86	214.43	116.45	97.98
预付款项	382.49	345.17	360.88	28.60	332.28
其他应收款	32.67	14.88	68.37	27.50	40.87
存货	3,860.59	4,516.01	5,842.19	565.30	5,276.89
其他流动资产	30.80	68.14	127.46		127.46
流动资产合计	7,464.47	8,960.16	12,090.44	1,818.40	10,272.04

非流动资产:

长期股权投资			10.00		13,199.00
投资性房地产			395.83		347.78
固定资产	1,169.44	1,641.03	2,352.52	612.95	1,739.57
在建工程		316.34	331.47	4.67	326.80
无形资产	196.44	202.48	356.13	31.78	324.35
长期待摊费用	14.29	25.91	35.61		35.61
递延所得税资产		79.84	77.17	3.90	73.27
非流动资产合计	2,022.41	2,265.60	3,558.73	14,200.68	
资产总计	9,486.89	11,225.76	15,649.17	16,019.10	

流动负债:

应付票据	65.15	44.28	363.73		363.73
应付账款	4,102.00	4312.49	4331.57	84.90	4,246.67
预收款项	107.85	378.88	1307.83	687.10	620.73
其他应付款	10.21	13.82	100.06	6.30	93.76
流动负债合计	4,611.53	5,174.52	6,570.95	895.50	5,675.45

非流动负债:

长期应付款	2,220.05	2717.06	2846.97		2,846.97
非流动负债合计	2,220.05	2,717.06	2,885.08	1.40	2,883.68
负债合计	6,831.58	7,891.58	9,456.03	896.93	8,559.10

资料来源: WIND 中国银河证券研究部

表 3: 海澜之家 (600398.SH) 财务报表预测 (百万元、海澜和凯诺合并口径)

利润表 (单位: 百万元)	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31
营业收入	3,390.16	4,988.66	5,896.55	8,515.69	11,294.63	13,345.59
营业成本	2,166.80	3,108.29	3,638.93	5,287.91	6,839.30	8,031.23
营业税金及附加	30.43	47.34	55.97	75.66	97.72	114.57
销售费用	315.90	463.18	590.59	690.89	830.93	899.46
管理费用	226.27	309.96	446.41	577.36	685.22	736.97
财务费用	-11.30	-29.45	-58.77	-66.43	-82.63	-119.00
资产减值损失	0.58	9.32	9.69	23.45	2.00	2.00
投资净收益	1.48	1.33	1.33	5.03	3.50	3.50
营业利润	654.23	1,081.33	1,221.31	1,931.89	2,920.07	3,651.61
加: 营业外收入	27.74	5.66	60.59	77.55	6.90	6.90
减: 营业外支出	7.98	8.99	15.77	19.87	4.50	4.50
其中: 非流动资产处置净损失	0.03	0.00	1.37	0.51	0.00	0.00
利润总额	673.99	1,077.99	1,266.12	1,989.56	2,917.47	3,649.01
减: 所得税	145.54	280.19	298.72	492.36	709.59	891.37
净利润	528.45	797.80	961.13	1,497.21	2,207.88	2,757.64
归属于母公司所有者的净利润	544.04	803.97	958.28	1,492.31	2,205.38	2,755.14
稀释每股收益(元)	0.12	0.18	0.21	0.33	0.49	0.61

资产负债表 (单位: 百万元)	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31
货币资金	2,050.00	2,578.18	3,707.70	5,470.44	6,030.00	7,602.70
应收票据	77.13	62.04	21.59	6.86	23.00	24.00
应收账款	157.22	168.17	158.81	213.36	339.89	264.29
预付款项	117.20	117.72	319.62	357.57	560.30	528.43
其他应收款	21.45	27.42	32.79	61.24	10.58	63.77
存货	1,910.60	4,194.83	4,915.35	5,064.91	6,307.95	6,111.63
流动资产合计	4,333.58	7,152.32	9,189.47	11,242.53	13,318.86	14,640.97
固定资产净值	1,033.45	1,550.25	1,816.61	2,286.21	2,317.26	2,287.68
在建工程	252.74	140.60	394.42	316.85	0.00	0.00
无形资产	162.36	175.89	224.59	240.75	239.00	239.00
长期待摊费用	3.19	5.87	7.93	25.91	35.59	42.70
递延所得税资产	40.61	35.36	65.02	82.06	111.18	133.09
非流动资产合计	1,887.93	2,299.43	2,867.09	3,297.72	3,043.53	3,042.97
资产总计	6,221.51	9,451.74	12,056.56	14,540.25	16,362.39	17,683.94
应付票据	42.10	112.05	85.70	44.28	58.90	70.09
应付账款	1,729.82	3,776.51	4,732.71	4,411.62	6,090.47	5,621.84
预收款项	277.57	421.23	599.42	1,094.49	282.54	1,240.99
应付职工薪酬	137.75	189.64	243.48	306.05	355.51	391.75
应交税费	131.07	181.50	257.88	386.78	495.66	575.58
其他应付款	16.76	4.33	14.91	27.53	13.68	13.66
流动负债合计	2,365.12	4,685.28	5,934.09	6,270.74	7,296.75	7,913.90
长期应付款	1,047.04	1,545.48	2,034.89	2,717.06	2,347.54	1,503.86
非流动负债合计	1,048.44	1,546.88	2,036.29	2,718.46	2,348.94	1,505.26
负债合计	3,413.56	6,232.16	7,970.38	8,989.20	9,645.69	9,419.17
归属于母公司所有者权益合计	2,761.50	3,169.15	4,032.87	5,492.85	6,716.70	8,264.78
所有者权益合计	2,807.95	3,219.60	4,086.17	5,551.05	6,716.70	8,264.78
负债和所有者权益总计	6,221.51	9,451.75	12,056.55	14,540.25	16,362.39	17,683.94

资料来源: WIND 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉，纺织服装行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

雅戈尔 (600177.sh)、美邦服饰 (002269.sz)、鲁泰 A (000726.sz)、七匹狼 (002029.sz)、伟星股份 (002003.sz)、报喜鸟 (002154.sz)、罗莱家纺 (002293.sz)、富安娜 (002327.sz)、潮宏基 (002345.sz)、探路者 (300005.sz)、星期六 (002291.sz)、梦洁家纺 (002397.sz)、森马服饰 (002563.sz)、搜于特 (002503.sz)、华斯股份 (002494.sz)、希努尔 (002485.sz)

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京地区：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn