国联证券 GUOLIAN SECURITIES

证券研究报告

业绩超预期，海澜模式优势再获验证

纺织服装

2014 年 08 月 08 日

评级：维持“推荐”

海澜之家（600398）业绩快报点评

最近 52 周走势：

相关研究报告：

2014/1/10 深度报告：改变模式，改变服装，改变常识

2014/3/25 13 年年报点评：业绩增速远超行业，14 年有望保持高速增长

2014/3/3 事件点评：海澜之家 13 年业绩承诺超额完成

2014/2/12 渠道调研报告：产品+模式优势推动终端业绩

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：

海澜之家公告 2014 年上半年业绩快报，预计公司 2014 年上半年实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期（重大资产重组前）相比，将增加 1400%左右。海澜之家服饰有限公司（含下属子公司）的净利润较上年同期增加 80%左右。

点评：

- **业绩增速超预期。**原海澜之家（不包含凯诺科技部分）14 年上半年同比增速达到 80%左右，与凯诺科技合并后同比增速在 60%左右，超出市场此前预期，预计下半年依然能保持高增长，全年业绩靓丽。而且根据重组的相关政策，凯诺科技 1-2 月的财务数据并未包含在内，因此，14 年上半年合并后的同比增速实际超过 60%。从开店情况来看，公司一方面重点开拓东北和南方的新市场，另一方面加码重点城市的旗舰店开设，如面积 500 平米以上的“二合一店”（海澜之家和百依百顺品牌合一店），多品牌协同，扩大销售规模。
- **海澜模式优势凸显，再获业绩验证。**海澜之家的经营模式独树一帜，优势突出，已经获得高速业绩增长的持续验证。公司最先在销售模式中引入“财务投资者”，又是最先构建委托代销、滞销商品退货和二次采购的供应模式。其增速远超男装行业的整体水平。根据已经披露 14 年半年度业绩预告的男装品牌，卡奴迪路半年度净利润较上年同期下降 60%-80%，报喜鸟半年度净利润同比下降 20%-0%，希努尔上半年处于亏损状态。
- **产品精准定位于“平价高质”的大众消费品，符合行业发展趋势和市场需求。**除了商业模式的领先，公司另一大成功之处在于精准的产品定位，即定位于“平价高质”的大众消费品，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，公司上半年推出的 258 元-358 元羽绒服、78 元 T 恤衫均成为强势产品，正是符合了大众消费的需求，也体现出公司第一国民男装品牌的定位。

- **维持 “推荐”评级。**预计海澜之家 2014-2016 年每股收益至 0.51 元、0.65 元和 0.77 元，对应当前股价市盈率分别为 18.8x、14.5x 和 12.3x，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

利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	**1,368**	**11,855**	**15,300**	**17,950**
营业成本	867	7,325	9,446	11,075
营业税金及附加	18	119	153	179
销售费用	186	688	887	1,041
管理费用	179	711	918	1,077
EBIT	**119**	**3,010**	**3,893**	**4,576**
财务费用	1	-13	-29	-47
资产减值损失	-1	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	**140**	**3,023**	**3,923**	**4,622**
营业外净收入	-7	4	4	4
利润总额	**133**	**3,027**	**3,927**	**4,626**
所得税	26	757	982	1,157
净利润	**107**	**2,270**	**2,945**	**3,470**
少数股东损益	-3	0	-10	-10
归属母公司净利润	**105**	**2,270**	**2,935**	**3,460**

主要财务比率	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	-1.9%	766.6%	29.1%	17.3%
营业利润	2.4%	2059.9%	29.8%	17.8%
净利润	0.0%	2071.8%	29.3%	17.9%
获利能力				
毛利率(%)	36.6%	38.2%	38.3%	38.3%
净利率(%)	7.9%	19.2%	19.2%	19.3%
ROE(%)	5.1%	58.7%	47.2%	38.5%
ROA(%)	3.5%	13.2%	12.5%	11.9%
偿债能力				
流动比率	2.19	1.18	1.27	1.36
速动比率	1.66	0.43	0.59	0.68
资产负债率%	28.7%	77.2%	73.2%	69.0%
营运能力				
总资产周转率	46.4%	68.9%	65.3%	61.6%
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**	**0.51**	**0.65**	**0.77**
每股净资产	0.46	0.86	1.38	2.00
P/E	**407.9**	**18.8**	**14.5**	**12.3**
P/B	20.8	11.0	6.9	4.7

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E
现金	1,236	3,903	7,787	10,930
应收款项净额	135	1,166	1,504	1,765
存货	450	10,088	11,714	13,737
其他流动资产	35	593	765	897
流动资产总额	**1,856**	**15,749**	**21,770**	**27,330**
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**	**17,211**	**23,424**	**29,161**
短期借款	0	0	0	0
应付款项	135	12,272	15,834	18,569
其他流动负债	711	1,019	1,315	1,542
流动负债	**847**	**13,292**	**17,150**	**20,112**
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**	**13,292**	**17,149**	**20,110**
少数股东权益	53	53	61	69
股东权益	2,049	3,866	6,214	8,981
负债和股东权益	**2,951**	**17,211**	**23,424**	**29,161**

现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E
税后利润	105	2,270	2,935	3,460
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	1,269	1,728	554
经营活动现金流	**295**	**3,621**	**4,771**	**4,135**
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	-454	-587	-692
其它融资现金流	-37	0	0	0
融资活动现金流	**-32**	**-454**	**-587**	**-692**
现金净变动额	**308**	**2,667**	**3,884**	**3,143**

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。