

外延扩张及分成政策变化近两年高速增长无忧，品牌提升及管理改善是长期增长来源

海澜之家 (600398.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

- **公司披露中报，符合市场预期。**(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，2014H1收入56.83亿，同比增61.53%；归属母公司净利润12.28亿，同比增82.8%；扣非后净利润10.97亿，同比增64.1% (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4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) H1收入52.02亿，同比增47.9%。其中海澜之家主品牌上半年实现营业收入48.25亿，同比增42.3%，较期初门店增加277家，总数达到3164家，简单测算海澜之家品牌单店收入同比增13.4%。爱居兔品牌营业收入1.68亿，同比增93.82%，百依百顺品牌收入0.65亿，同比增59.07%。(2) 毛利率提升2.4个百分点至39.9% (并表口径毛利率40.2%)。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15%或20%)。(3) 销售费用同比增51%，主要源于销售规模的扩张。管理费用同比增70.6%。利息收入增加0.6亿左右，与公司货币资金的增加相匹配。(4) 归属母公司净利润11.65亿，同比增73.5%；扣非后净利润10.31亿，同比增53.7%。
- **剔除并表因素，海澜之家报表质量良好** (资产负债表粗略按照凯诺科技2013H1的数据剔除)。(1) 海澜之家的货币资金较去年同期增加了1.2亿至43亿(Q1末44亿)，主要源于预收账款的大幅增加。(2) 预收账款较去年同期增加了4.1亿至5.2亿(Q1预收款6.2亿)，我们认为5.2亿的预收账款为今年业绩做好充分保障。(3) 应收账款较Q1末减少0.26亿至0.72亿，存货较Q1末减少去5.2亿至47.6亿，其中库存商品(在仓库)占比约45.4%，委托代销商品(在门店)占比约42.5%，存货规模属合理范围。
- **我们估计海澜之家2014年有望达到50%利润增长、2015年有望达到35%+利润增速，**源于：(1) 管理改善下的单店销售提升，基于发展需要公司2012年更换总经理，目前董事长和新任总经理对经营管理投入较多精力，在产品性价比、终端零售管理等方面公司都有不小提升，这是公司可比同店逆势高增长的主要来源，也恰基于这种逆势高增长，加盟商开店积极性较强；(2) 近两年体育、大众休闲、男装等渠道关闭为公司让出开店空间，近两年每年500-600家的开店速度也恰基于此；此外，3合一渠道的增加、大店的成功运营也打开外延式想象空间；(3)

分析师

马莉

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

杨岚: (8610) 8357 4539

(yanglan@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130514050004

花小伟: (8610) 8357 4523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130514050002

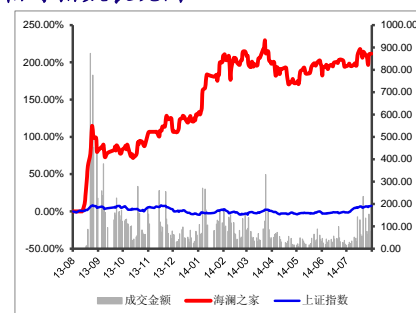
市场数据

2014.08.18

A股收盘价(元)	9.66
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	2239
市净率	8.22
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)	62.46

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

由于近两年可比同店增速较快，加盟商作为财务投资人 ROE 较高，公司在 2014 年不断地调整和加盟商之间的分成比例，总体看，对公司净利润提高有好处。

- **海澜之家能否成为国民品牌、成长为类似于部分海外平价服饰的大市值公司，需要走 UNIQLO90 年代所走的道路，即品牌提升和管理进一步改善。**我们认为海澜之家经过过去 12 年的发展，目前的规模下，供应商已经较为稳定，公司总体发展处于良性轨道；能否成为国民品牌、成长为类似于部分海外平价服饰的大市值公司，需要在：（1）品牌上进一步提升—不仅被 3、4 线所接受，同样要被一二线接受，这背后需要品牌宣传、产品的同步提升；（2）管理行进一步改善，包括与供应商关系的进一步完善，公司预测、企划及下单能力的进一步提升。目前可以观测的是，公司正在向好的方向转变。
- **维持推荐评级。**我们预测 2014、2015 年公司收入 113 亿、138 亿，同比增 32.6%、22.5%，净利润分别为 22.1 亿、29.2 亿，同比增 47.8%、32.6%，对应 EPS0.49 元、0.65 元，当前股价对应 PE 分别为 19.7 倍、14.9 倍，维持推荐评级。

表 1: 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	13,838.55
营业成本	2,166.80	3,108.29	3,638.93	5,287.91	6,839.30	8,369.87
营业税金及附加	30.43	47.34	55.97	75.66	97.72	118.51
销售费用	315.90	463.18	590.59	690.89	830.93	970.77
管理费用	226.27	309.96	446.41	577.36	685.22	720.97
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	3,877.15
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	3,874.55
减: 所得税	145.54	280.19	298.72	492.36	709.59	947.75
净利润	528.45	797.80	961.13	1,497.21	2,207.88	2,926.80
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	2,924.30
稀释每股收益(元)	0.12	0.18	0.21	0.33	0.49	0.65
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	7,690.41
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	276.17
预付款项	117.20	117.72	319.62	357.57	560.30	578.60
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	6,653.45
流动资产合计	4,333.58	7,152.32	9,189.47	11,242.53	13,318.86	15,332.54
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	44.49
递延所得税资产	40.61	35.36	65.02	82.06	111.18	138.60
非流动资产合计	1,887.93	2,299.43	2,867.09	3,297.72	3,043.53	3,050.26
资产总计	6,221.51	9,451.74	12,056.56	14,540.25	16,362.39	18,382.81
应付票据	42.10	112.05	85.70	44.28	58.90	73.41
应付账款	1,729.82	3,776.51	4,732.71	4,411.62	6,090.47	6,163.65
预收款项	277.57	421.23	599.42	1,094.49	282.54	1,263.92
应付职工薪酬	137.75	189.64	243.48	306.05	355.51	400.94
应交税费	131.07	181.50	257.88	386.78	495.66	595.70
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	8,511.27
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	10,016.54
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	8,366.27
所有者权益合计	2,807.95	3,219.60	4,086.17	5,551.05	6,716.70	8,366.27
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	18,382.81

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、杨岚、花小伟，纺织服装行业分析师。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15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

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@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

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn