

证券研究报告—动态报告

纺织服装及日化

服装 II

海澜之家 (600398)

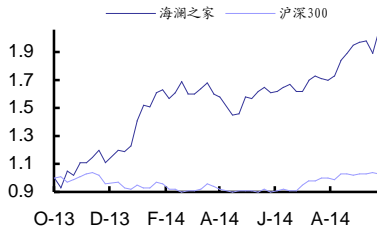
推荐

2014 年三季报点评

(维持评级)

2014 年 10 月 24 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	4,493/647
总市值/流通 (百万元)	48,746/7,016
上证综指/深圳成指	2,302/7,969
12 个月最高/最低元)	12.13/5.07

相关研究报告:

《海澜之家-600398-2014 年中报点评: 业绩表现靓丽, 市场份额有望进一步提升》——2014-08-19

证券分析师: 朱元

电话: 021-60933162

E-MAIL: zhuyuan2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513070005

联系人: 郭陈杰

电话: 021-60875168

E-MAIL: guocj@guosen.com.cn

财报点评

Q3 继续高增长, 受益于行业集中度提升

● Q3 业绩继续高增长, 符合市场预期

考虑反向收购合并口径, 公司 1~9 月实现营业收入 81.45 亿元, 同比增长 70.5%, 归母净利润 16.13 亿元, 同比增长 83.6%, 折合 EPS 0.37 元, 实现经营活动现金流量净额 2.46 亿元, 其中 Q3 营收 24.62 亿元, 同比增长 95.6%, 净利润 3.85 亿元, 同比增长 83.5%, 环比提升 8.4 个百分点, 增速略高于此前业绩预告的 80%, 基本符合市场预期。若剔除凯诺科技并表因素 (假设凯诺业绩与去年持平), 海澜主体业务 Q3 收入及盈利增速均达到 64%, 延续上半年高增长态势。

● 渠道逆势扩张有保障, 盈利能力具备提升空间

全年门店新增规模有望达到 500 家以上, 渠道逆势扩张主要受益于类直营的利益共同体模式, 凭借突出的经营管理能力以及良好的回报率, 在吸引加盟商合作方面具备优势, 由于公司门店主要分布于二三线城市且以华东地区居多, 因此在全国范围内门店渗透率仍有较大的提升空间, 同时行业调整引发的关店潮也为其逆势扩张带来契机。另外, 公司通过对加盟商分成比例的调整以及对上游议价能力的加强, 在巩固高性价比优势的同时, 有能力推动毛利率进一步提升, 整体盈利能力具备提升空间。

● 行业集中度提升, 继续看好核心能力突出企业

经过近几年的调整, 我们看到品牌服装行业的两大趋势, 大众化业务的集中化和中高端业务的细分化, 尤其在休闲服、运动、童装等大众化业务领域, 随着上游供应商订单集中化的过程, 品牌集中度的提升已成为行业调整期的主旋律。公司打造高性价比产品契合当前主流消费趋势, 凭借模式创新以及零售、供应链管理等方面的突出能力, 有望在行业调整阶段胜出, 市场份额也将进一步提升。

● 风险提示

消费环境持续疲软; 门店扩张不达预期; 经营效率持续下滑。

● 维持“推荐”评级

海澜之家作为拥有强大竞争优势的多品牌服装龙头, 凭借创新性的经营模式以及产品高性价比特征, 竞争优势逐步巩固, 在行业调整阶段其规模 and 市场份额有望进一步提升, 未来增长确定性较强。我们维持 14~16 年 EPS0.54/0.69/0.87 元的盈利预测, 对应 PE20.2/15.7/12.5 倍, 维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,368	1,365	12,559	17,028	21,565
(+/-%)	-1.9%	-0.2%	819.7%	35.6%	26.6%
净利润(百万元)	105	142	2,410	3,105	3,901
(+/-%)	1.5%	35.6%	1600.5%	28.8%	25.6%
摊薄每股收益 (元)	0.02	0.03	0.54	0.69	0.87
EBIT Margin	8.2%	11.6%	25.0%	23.8%	23.6%
净资产收益率 (ROE)	5.1%	6.6%	30.7%	28.5%	26.5%
市盈率 (PE)	466.3	343.9	20.2	15.7	12.5
EV/EBITDA	238.1	196.6	17.7	14.5	12.2
市净率 (PB)	23.8	22.6	6.2	4.5	3.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明:

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, 特此声明。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1589	8913	11300	16369
应收款项	132	378	467	591
存货净额	549	6437	9904	11309
其他流动资产	12	565	766	970
流动资产合计	2282	16294	22437	29239
固定资产	646	2933	3215	3462
无形资产及其他	38	235	230	225
投资性房地产	338	444	444	444
长期股权投资	10	10	10	10
资产总计	3314	19917	26336	33380
短期借款及交易性金融负债	0	700	800	800
应付款项	99	5814	8038	10215
其他流动负债	997	2771	3823	4868
流动负债合计	1096	9285	12661	15883
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	1	718	718	718
长期负债合计	1	718	718	718
负债合计	1098	10004	13380	16601
少数股东权益	58	58	58	58
股东权益	2159	7855	10898	14721
负债和股东权益总计	3314	17917	24336	31380

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.22	0.54	0.69	0.87
每股红利	0.05	0.01	0.01	0.02
每股净资产	3.34	1.75	2.43	3.28
ROIC	7%	33%	43%	54%
ROE	7%	31%	28%	26%
毛利率	44%	40%	38%	38%
EBIT Margin	12%	25%	24%	24%
EBITDA Margin	19%	26%	25%	25%
收入增长	0%	45%	36%	27%
净利润增长率	36%	58%	29%	26%
资产负债率	35%	56%	55%	53%
息率	1%	0%	0%	0%
P/E	41.1	20.2	15.7	12.5
P/B	2.7	6.2	4.5	3.3
EV/EBITDA	26.3	17.7	14.5	12.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1365	12559	17028	21565
营业成本	770	7592	10475	13288
营业税金及附加	20	163	221	280
销售费用	205	904	1192	1510
管理费用	202	759	1078	1407
财务费用	(17)	(74)	(79)	(121)
投资收益	5	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(7)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	183	3214	4140	5201
营业外净收支	(8)	0	0	0
利润总额	175	3214	4140	5201
所得税费用	28	803	1035	1300
少数股东损益	5	0	0	0
归属于母公司净利润	142	2410	3105	3901

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	142	2410	3105	3901
资产减值准备	5	(7)	0	0
折旧摊销	95	182	224	258
公允价值变动损失	7	0	0	0
财务费用	(17)	(74)	(79)	(121)
营运资本变动	194	699	(480)	1488
其它	(2)	7	0	0
经营活动现金流	442	3291	2848	5647
资本开支	(44)	(500)	(500)	(500)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(44)	(500)	(500)	(500)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(32)	(48)	(62)	(78)
其它融资现金流	20	700	100	0
融资活动现金流	(45)	652	38	(78)
现金净变动	353	3443	2386	5069
货币资金的期初余额	1236	5470	8913	11300
货币资金的期末余额	1589	8913	11300	16369
企业自由现金流	412	2736	2289	5056
权益自由现金流	432	3491	2448	5147

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

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，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生	010-88005308	马韬	021-60933157		
林虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
固定收益		大宗商品研究		互联网	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	郇彬	021-6093 3155	郑剑	010-88005307
刘鹏 09587	021-60875161	郑东	010-66025270	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
张其立	0755-82139908	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
贺平鸽	0755-82133396	钟潇	0755-82132098	曾婵	0755-82130646
林小伟	0755-22940022				
邓周宇	0755-82133263				
李少思	021-60933152				
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	卢文汉	021-60933164	徐强	010-88005329
军工		机械		非金属及建材	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		陈玲	021-60875162	刘宏	0755-22940109
		成尚汶	010-88005315		
房地产		食品饮料		汽车及零配件	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏 09660	021-60933167	丁云波	0755-22940056
朱宏磊	0755-82130513	龙飞	0755-82133920		
电力设备				建筑工程	
杨敬梅	021-60933160			邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-22940678
农林牧渔		轻工造纸			
杨天明	021-60875165	邵达	0755-82130706		
赵钦	021-60933163				
银行		金融工程			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
		钱晶	021-60875163		
		黄志文	0755-82133928		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	唐泓翼	13818243512	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	吴国	15800476582	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		储贻波	18930809296	刘紫薇	13828854899
		倪婧	18616741177	许樱之	18688989863
				黄明燕	18507558226