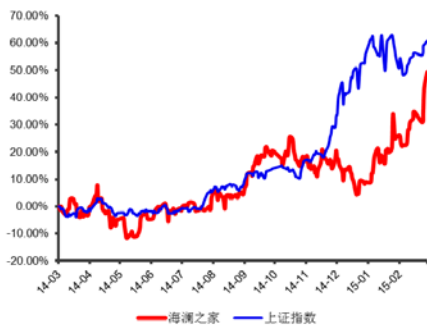


纺织服装

2015 年 3 月 3 日

海澜之家 (600398) 14 年年报点评

评级：维持“推荐”

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
- 2014/2/12 渠道调研报告：产品+模式优势推动终端业绩
- 2014/10/24 14 年三季报点评：业绩强势增长，四季度保持乐观

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 年年报，实现营业收入 123.38 亿元，同比增长 72.56%，归属于上市公司股东的净利润 23.75 亿元，同比增长 75.83%，EPS0.54 元。

点评：

- **渠道保持高速扩张，持续优化终端质量。**报告期内，“海澜之家”门店数量达到 3348 家，净新开店 460 家，比 2013 年增长 15.97%。“爱居兔”门店 269 家，“百衣百顺”门店 99 家，其中品牌联动店 95 家。同时，公司积极优化门店质量，以 200 平方米大店为主，2014 年公司门店有效营业面积增长幅度达 29.76%，并积极推出“二合一”“三合一”的品牌联动店，提升门店的整体质量。2015 年，公司计划新增“海澜之家”品牌门店 400 家。在门店数量和质量双提升下，14 年“海澜之家”品牌实现营业收入 101 亿(+49.58%)，“爱居兔”品牌实现营业收入 3 亿元(+52.03%)，“百衣百顺”品牌实现营业收入 2 亿元(+129.62%)。
- **开启供应链整合，提高产品性价比。**公司在销售端率先在业内开始类直营的模式，目前，将类直营的模式向上游供应商端复制。通过类直营模式，输出管理，将有效整合供应链，培养一批战略供应商，帮助供应商提升产品研发、生产及精细化管理能力，提高供应链的稳定性。同时，还有望提升产品性价比，更多让利消费者。
- **调整加盟商分成比例，有望提升公司利润率。**随着公司业绩的高速增长，加盟商收益率普遍较高，14 年起公司对加盟商采取了更灵活的分成措施，首先取消新加盟商的 100 万保证金，在分成上此前公司采取加盟商 35%，公司 65%的分成，调整后，对于新加盟商给予 45%的分成，到达业绩拐点（15%收益率）后，销售增量部分降至 15%的分成比例，老加盟商的分成比例根据其收益率

也会有所调整。

- **打造“国民品牌”，品牌形象已深入人心。**日本的优衣库、美国的GAP、欧洲的H&M、ZARA等都是公认的国民品牌，从各国的服装发展历史可以看到，一定会有这样的国民品牌诞生，并能获得最大的市场份额。公司致力于将“海澜之家”打造为中国男装国民品牌，一方面，“海澜之家”具备“平价高质”的产品定位，另一方面，公司14年加大了对品牌的宣传力度，以服装赞助的形式全力支持《奔跑吧兄弟》等品牌传播活动来完成品牌服装的发展和扩张，并独家冠名《吉尼斯中国之夜》，使品牌形象深入人心。
- **加码电商布局，O2O具备优势。**14年公司新设立电子商务公司，电商业务收入同比增长302%，实现天猫、京东、苏宁易购、亚马逊等网络销售平台的多渠道布局。公司类直营的加盟模式，对终端的管控能力强，线上线下“同时同款同价”的策略，都是O2O推进的基础和优势。海澜之家正在建立打通线上线下的CRM系统，若能打通线上线下，将形成高粘性度的庞大用户体量。14年双十一在不打折的情况下，收入近1亿，较13年同比增长2000%多。
- **每10股派息3.8元，现金分红比例70%。**
- **维持“推荐”评级。**我们预计海澜之家2014-2016年每股收益至0.54元、0.70元和0.82元，对应当前股价市盈率分别为25.1x、19.4x和16.5x，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					资产负债表				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,368	12,394	15,744	18,479	现金	1,236	4,067	8,083	11,414
营业成本	867	7,585	9,576	11,233	应收款项净额	135	1,219	1,548	1,817
营业税金及附加	18	124	157	185	存货	450	10,451	11,880	13,939
销售费用	186	719	913	1,072	其他流动资产	35	620	787	924
管理费用	179	744	945	1,109	流动资产总额	1,856	16,356	22,298	28,093
EBIT	119	3,221	4,151	4,879	固定资产	692	993	1,161	1,335
财务费用	1	-13	-30	-49	无形资产	39	38	36	35
资产减值损失	-1	0	0	0	长期股权投资	10	10	10	10
投资净收益	1	0	0	0	其他长期资产	350	350	350	350
营业利润	140	3,234	4,181	4,928	资产总额	2,951	17,818	23,952	29,924
营业外净收入	-7	4	4	4	短期借款	0	0	0	0
利润总额	133	3,238	4,185	4,932	应付款项	135	12,714	16,059	18,842
所得税	26	810	1,046	1,233	其他流动负债	711	1,057	1,337	1,569
净利润	107	2,429	3,139	3,699	流动负债	847	13,772	17,396	20,410
少数股东损益	-3	0	-10	-10	长期借款	0	0	0	0
归属母公司净利润	105	2,429	3,129	3,689	应付债券	0	0	0	0
					其他长期负债	1	0	-1	-2
					负债总额	848	13,772	17,395	20,409
					少数股东权益	53	53	61	69
					股东权益	2,049	3,992	6,495	9,446
					负债和股东权益	2,951	17,818	23,952	29,924
主要财务比率					现金流量表				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力					税后利润	105	2,429	3,129	3,689
营业收入	-1.9%	806.0%	27.0%	17.4%	加: 少数股东损益	2	0	8	8
营业利润	2.4%	2210.8%	29.3%	17.9%	公允价值变动	1	0	0	0
净利润	0.0%	2223.3%	28.8%	17.9%	折旧和摊销	0	82	99	114
获利能力					营运资金的变动	187	1,306	1,706	558
毛利率(%)	36.6%	38.8%	39.2%	39.2%	经营活动现金流	295	3,817	4,942	4,369
净利率(%)	7.9%	19.6%	19.9%	20.0%	短期投资	0	0	0	0
ROE(%)	5.1%	60.8%	48.2%	39.1%	长期股权投资	0	0	0	0
ROA(%)	3.5%	13.6%	13.1%	12.3%	固定资产投资	45	-500	-300	-300
偿债能力					投资活动现金流	45	-500	-300	-300
流动比率	2.19	1.19	1.28	1.38	股权融资	70	0	0	0
速动比率	1.66	0.43	0.60	0.69	负债净变化	0	0	0	0
资产负债率%	28.7%	77.3%	72.6%	68.2%	支付股利、利息	-32	-486	-626	-738
营运能力					其它融资现金流	-37	0	0	0
总资产周转率	46.4%	69.6%	65.7%	61.8%	融资活动现金流	-32	-486	-626	-738
应收账款周转天数	35.89	35.89	35.89	35.89	现金净变动额	308	2,831	4,016	3,331
存货周转天数	185.89	500.00	450.00	450.00					
每股收益	0.02	0.54	0.70	0.82					
每股净资产	0.46	0.89	1.45	2.10					
P/E	582.8	25.1	19.5	16.5					
P/B	29.7	15.3	9.4	6.4					

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。