

牛市品种推荐：海澜之家，精细化管理带动逆势高确定性成长、板块内低估值的优质标的

海澜之家 (600398.SH)

推荐 维持评级

核心观点：

- **单店店效持续提升促海澜之家 2014 年单体收入高增长。**2014 年公司收入 123.38 亿，剔除圣凯诺职业装贡献的 14.8 亿，海澜之家单体收入约 108.6 亿，同比增 51.9%。其中海澜之家主品牌收入 101.25 亿，同比增 49.58%，渠道数量较去年同期增加 400 余家达到 3348 家（同比增 16%），2014 年新增门店以 200 平方米以上的大店为主，14 年公司主推精细化管理，致力于单店内生增长，14 年单店店效（算数平均计算门店数）同比增 29%，是收入高速增长的主要贡献来源。2014 年百依百顺和爱居兔品牌也在形象、产品、渠道等多角度进行改进和提升，百依百顺收入同比增 129.62%，爱居兔同比增 52.03%。对于线上业务，海澜之家主品牌实现了线上线下“同时同款同价”的策略。14 年电商收入约 3 亿，同比增 302%，其中双十一收入 9198 万，同比增长 2500%。14 年公司净利润 23.75 亿，同比增 59.1%，扣非后净利润 22.42 亿，同比增 50.2%，净利润率提升 0.7 个百分点。海澜在全产业链运营方面在国内走在前列，公司在 14 年通过供应链整合和提高买断比例降低成本，提升了盈利水平。
- **我们认为海澜之家 2015 年有望达到 35%+ 利润增速**，主要源于：（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，目前董事长和现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）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。
- **内部管理持续提升，全产业链运营典范。**（1）14 年公司对供应链继续整合优化，盈利水平不断提升。公司采用生态链的管理扶持优质供应商：公司长期合作的供应商有 200 家左右，分成第一梯队的生产型供应商和第二、三梯队的设计型供应商。公司通过输出管理的模式，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，保证产品的性价比。扶持优质供应商的目的是希望第二、第三梯队也能成长起来。同时，公司进一步完善供应商考评制度，根据考核指标逐步淘汰不能满足公司发展的供应商，优化供应商队伍。（2）继续优化终端渠道。公司在提高门店渗透率和覆盖率的同时对原有位置

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

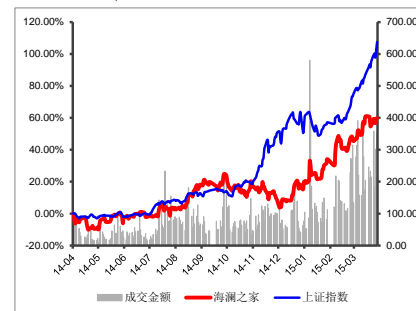
市场数据

2015.4.17

| | |
|--------------|--------|
| A 股收盘价(元) | 14.9 |
| A 股一年内最高价(元) | 15.44 |
| A 股一年内最低价(元) | 9.79 |
| 上证指数 | 4287.3 |
| 市净率 | 9.51 |
| 总股本(万股) | 449276 |
| 实际流通 A 股(万股) | 153122 |
| 限售 A 股(万股) | 296154 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 228 |

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

不佳、面积无法扩容的小门店进行换址新签，并积极推出品牌联动店，加强对旗舰店、形象店的布局。**(3) 尝试新型营销模式，加强广推广力度。**公司在的媒体投放从**散投向综艺性集中投放**，重点推出情感营销系列活动的同时，通过举办“多一克温暖”公益活动，独家冠名《吉尼斯中国之夜》，并以服装赞助的形式赞助《奔跑吧兄弟》等。

- **强调推荐评级。**我们预测 2015 年公司收入 156.3 亿，同比增 26.7%，净利润 30.4 亿，同比增 27.9%（**若扣除 2014 年非经常性损益的影响，2015 年净利润增速为 35.4%**）。对应 EPS0.68 元，当前股价对应 PE 仅 22 倍。考虑到当前服装板块估值已达 39 倍（预计 15 年行业主流公司盈利增速在 15%左右）、海澜之家的高成长性（15 年业绩增速 35%+），牛市中理应给予 30 倍+的合理估值，当前仍处于估值洼地，再次强调对公司的推荐评级。

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，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

机构请致电：

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼 上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层 深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn