

## 模式壁垒高, 成长空间大

### 投资要点

- **经营状况回顾:** 公司 2014 年实现营业收入 123.4 亿元, 同比增长 72.6%, 归母净利为 23.7 亿元, 同比增长 75.8%。其中“海澜之家”品牌贡献营收 101 亿元, 同比增长 49.6%。公司营收保持快速增长原因在于 1) 保持每年 400 余家的开店速度; 2) 同店增速+20%。15Q1 营收达 45.8 亿元, 同比增长 72%。考虑到一季度节日多和单品价格高, 预计全年增速低于一季度增速, 增长约+35%。
- **投资看点:** 一、**模式壁垒高, 供应链整合能力不断增强。** 公司的类直营模式保证了产品的高性价比。终端销售价中供应商、公司和加盟店分成 40%, 25%和 35%, 公司让利于供应商和加盟店, 保证了供应链利益的一致性, 公司实为整合供应商和加盟店的大平台。我们认为, 只要公司能够保持终端消费渠道畅通, 产品不会出现严重滞销, 供应链的稳定性就能够得到有效保障。二、**开店速度稳定, 成长天花板远未到来。** 门店在华东、中南、华北地区覆盖广, 东北、西北和西南地区门店覆盖较少。未来 10 年公司的门店拓展计划如下: 1) 前三年在市县一级加密门店, 拓展仍以街边店为主, 开店标准提高到 200 平方米以上, 未来三年计划开 1000 余家; 一二线城市公司倾向于开旗舰店、品牌联动店, 提高坪效; 2) 中间三年, 随着百货商场、shopping mall 等转变经营思路, 逐渐接纳国内高销量品牌, 公司重点在 shopping mall 中拓展, 公司目前已与万达签署战略合作协议; 3) 后三年公司着力向乡镇店下沉, 计划在全国 10%-15% 的较富裕乡镇开店, 市场空间广阔。三、**品类扩张, 收入提升空间大。** 未来公司计划拓展鞋袜、领带、内衣等高毛利率产品, 建立多品牌多品类的高性价比服装超市。四、**多渠道布局, 继续发展电商平台。** 公司采取线上线下“同时同款同价”的策略, 线上提供最新产品, 实现线上线下有效互动, 相互引流。2014 年终端零售量超过 4 个亿, 2015 年计划翻番。五、**执行力强, 体现公司软实力。**
- **估值与评级:** 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.71 元、0.95 元、1.29 元, 对应 PE 分别为 21 倍、16 倍、12 倍, 考虑到公司未来在品类扩张和市占率上的较大提升空间, 我们首次给予公司“买入”评级。
- **风险提示:** 终端售罄率降低, 产品出现大规模滞销的风险; 管理能力跟不上规模扩张速度的风险。

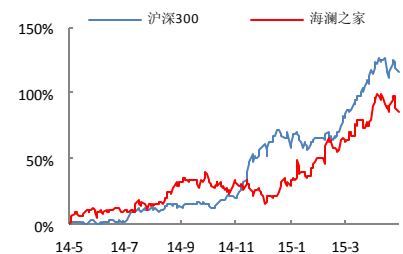
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	12338.44	16728.43	22790.51	31183.79
增长率	803.62%	35.58%	36.24%	36.83%
归属母公司净利润(百万元)	2374.77	3172.22	4273.41	5798.70
增长率	1575.50%	33.58%	34.71%	35.69%
每股收益 EPS(元)	0.53	0.71	0.95	1.29
净资产收益率 ROE	33.49%	34.49%	35.48%	36.41%
PE	28.64	21.44	15.92	11.73
PB	9.57	7.38	5.64	4.26

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉  
执业证号: S1250514080002  
电话: 023-63786278  
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	44.93
流通 A 股(亿股)	15.31
52 周内股价区间(元)	8.03-16.76
总市值(亿元)	680.20
总资产(亿元)	208.82
每股净资产(元)	1.76

### 相关研究

## 目 录

一、经营状况回顾.....	1
二、投资看点.....	3
（一）模式壁垒高，供应链整合能力不断增强.....	3
（二）开店速度稳定，成长天花板远未到来.....	4
（三）品类扩张，收入提升空间大.....	6
（四）多渠道布局，继续发展电商平台.....	6
（五）执行力强，体现公司软实力.....	6
三、盈利预测与投资建议.....	6
四、风险提示.....	7

## 图 目 录

图 1: 公司 2012 年以来营业收入 (百万元) 及增速.....	1
图 2: 公司单季度营业收入 (百万元) 及增速.....	1
图 3: 公司 2012 年以来净利润 (百万元) 及增速.....	1
图 4: 公司单季度净利润 (百万元) 及增速.....	1
图 5: 公司毛利率与净利率状况.....	2
图 6: 公司三费率状况.....	2
图 7: 2014 年各品牌营收占比.....	2
图 8: 2014 年各品牌门店占比.....	2

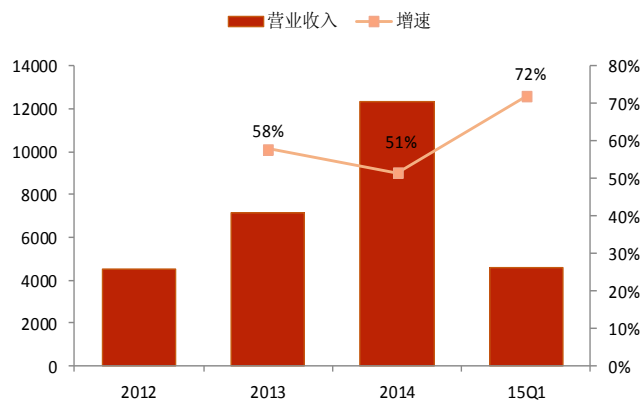
## 表 目 录

表 1: 海澜之家门店分布情况.....	4
表 2: 海澜之家门店类型情况.....	5
表 3: 分项业务预测表 (统一口径后).....	7
附表: 财务预测与估值.....	8

## 一、经营状况回顾

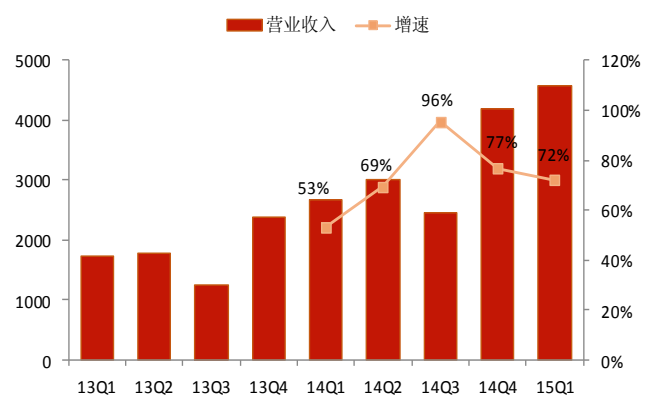
公司 2014 年实现营业收入 123.4 亿元，同比增长 72.6%，归母净利为 23.7 亿元，同比增长 75.8%，实现每股收益 0.54 元。由于公司在 2014 年 2 月通过反向收购凯诺科技实现资产重组，因此公司 2014 年的收入包括了原凯诺科技 3-12 月的营收数据，与 2013 年口径不统一。若只考虑海澜之家服饰(即不包括原凯诺科技对收入的贡献)，则海澜之家服饰在 2014 年营收达 108 亿元，同比增长 51%。同时，公司 15Q1 实现营业收入 45.8 亿元，同比上升 72%，归母净利 8.68 亿元，同比增长 34.6%。由于 14Q1 不包含凯诺科技 1 月和 2 月的数据，因此在扣除合并报表影响后，我们估计海澜之家服饰在 2015 年第一季度同比增长 55%-60%。

图 1: 公司 2012 年以来营业收入 (百万元) 及增速



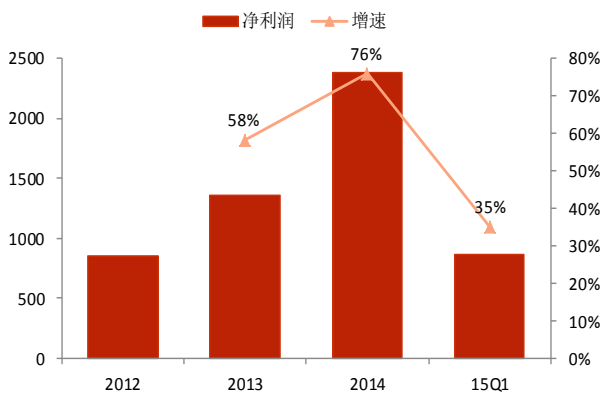
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 2: 公司单季度营业收入 (百万元) 及增速



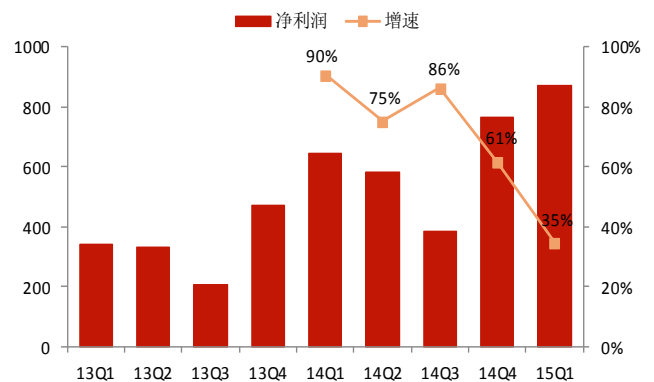
数据来源: 公司公告, 西南证券。注: 图中 2014 年营收加入了凯诺科技的数据, 若统一口径, 增速较上述增速低。

图 3: 公司 2012 年以来净利润 (百万元) 及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券

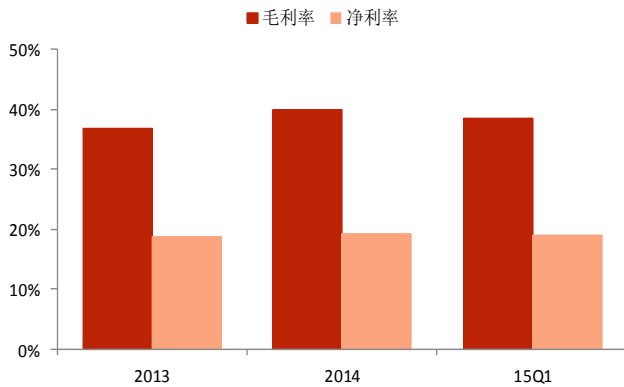
图 4: 公司单季度净利润 (百万元) 及增速



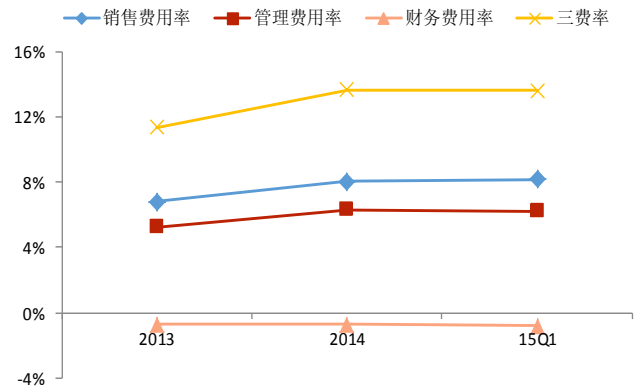
数据来源: 公司公告, 西南证券

公司营收连续两年保持快速增长的主因在于较快的同店增速和较大的门店拓展力度: 1) 2014 年三大品牌全年新开门店总数为 3716 家, 较 2013 年末的 3185 家增长 531 家, 其中“海澜之家”新开店 461 家达 3348 家, “爱居兔”门店有 269 家, “百衣百顺”门店 99 家, “海澜之家”的门店实现全国 80% 以上的县、市覆盖; 2) 春节销售火爆, 海澜之家一季度同店增速约 30%, 远高于同行业个位数的增幅, 表明公司销售渠道顺畅, 消费者拓展顺利, 预计全年同店增速能达 20%; 3) 在品牌成熟后, 新店培育期大大缩短, 目前仅需 1 年左右,

第 2-3 年销售额增长迅速，投资回报期短，能较快实现盈利。由于节假日多且冬季单品价格高，一季度属于销售旺季，我们预计全年营收增速将低于一季度水平，增长约+35%。

**图 5: 公司毛利率与净利率状况**


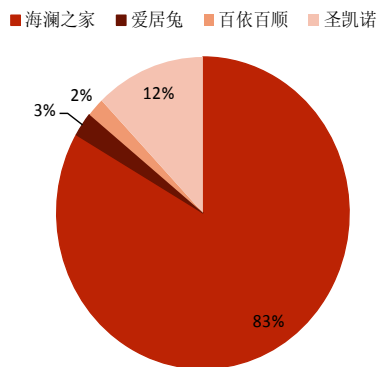
数据来源: 公司公告, 西南证券

**图 6: 公司三费率状况**


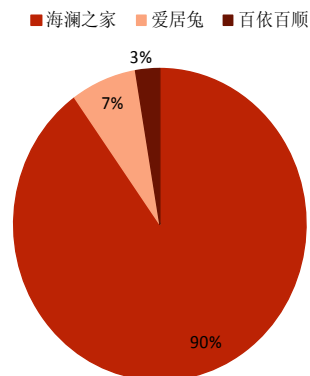
数据来源: 公司公告, 西南证券

由于报表口径不一致，2014 年公司销售费用和管理费用增速高达 104%和 87%，但若剔除合并因素，公司销售费用及管理费用的同比增长率分别为 67%和 55%，在营收迅速增长的前提下，三费率基本保持稳定。从具体增速上看，销售费用中的广告宣传费和人员费用增速最快，分别增长 86.8%和 86.1%，主要由于公司赞助了《奔跑吧兄弟》及一系列品牌推广活动；管理费用中的办公及相关费用由于基数低增幅较大。考虑到公司不承担门店租金和店员薪金，其他费用相对固化，增长负担小，因此未来费用增速将小于收入增速，三费率有望下降。

2013 年以来公司毛利率和净利率保持稳定，随着公司销售规模扩大，毛利率和净利率有进一步上升空间，但是公司目前把产品性价比放在首位，疏通销售渠道，让利于消费者和供应商，巩固公司现有供应链。因此，公司不通过压缩上下游扩大盈利，而是将毛利率和净利率维持在现有水平，扩大产品销量实现利润提升。

**图 7: 2014 年各品牌营收占比**


数据来源: 公司公告, 西南证券

**图 8: 2014 年各品牌门店占比**


数据来源: 公司公告, 西南证券

分品牌看，“海澜之家”营收占比达 83%，门店数占比达 90%。引入“圣凯诺”后，“圣凯诺”营收占比达 12%，由于“圣凯诺”主营服装定制，不零售，实行全订单化，无库存，客户稳定，基本是银行、上市公司、医院、学校、央企等企事业单位。收入端稳定，毛利率

在 45%以上,对提升公司整体毛利有一定助力。“爱居兔”主营女装,2014 年从“运动品牌”向“休闲品牌”转型。由于实行买断式,与“海澜之家”分属不同供应商模式,2014 年“爱居兔”实现营收 3.03 亿元,同比增长 52%,但品牌仍在渠道推进、形象推广、产品升级和店面整合过程中,尚未贡献利润。“百衣百顺”定位于向中低端收入人群推出高性价比男装,提供超市型的自助购物体验。“海澜之家”退回给供应商的尾货一部分由“百衣百顺”买断,剪标后以更低的价格推向终端市场,产品滞后期 1-2 年,对价格敏感、款式不敏感的消费者有很大吸引力。目前“百衣百顺”规模尚小,2014 年营收 2.39 亿元,但增速很快(129.6%)。目前“百衣百顺”只做尾货,但不排除在规模达到一定程度后会为这个超廉价品牌提供供应链支持,真正做自有品牌的廉价超市。目前百衣百顺的单店销售额已超过海澜之家单店平均销售额,我们认为未来该品牌在主营廉价快时尚方面发展潜力巨大。

## 二、投资看点

### (一) 模式壁垒高,供应链整合能力不断增强

由于“海澜之家”,“爱居兔”,“百衣百顺”和“圣凯诺”的商业模式差距较大,而“海澜之家”占公司营收的绝大部分,下面我们仅分析“海澜之家”的商业模式。不同于一般零售企业的经销商模式,“海澜之家”采取类直营的方式拓展下游销售渠道,中间无经销商,公司向加盟店供货,直接面向终端消费者。此种模式将服装的加价倍率(销售价/公司采购价)稳定在 2.5 倍,保证了产品的高性价比。目前终端销售价中供应商、公司和加盟店分成 40%,25%和 35%,公司让利于供应商和加盟店,保证了供应链利益的一致性,不存在与经销商博弈的问题。

加盟店由加盟商自筹资金,拥有加盟店所有权,承担包括店面租赁和员工薪金在内的经营费用,不参与加盟店的具体经营。公司拥有门店管理权,控制销售渠道,管理销售人员,制定销售人员报酬标准。类直营模式给公司灵活的“千店一面”管理体制,垂直经营提升公司对终端市场变化的反应速度和管理效率。由于加盟店可将滞销产品无条件退还给公司,存货中包含了加盟商的存货部分,因此存货周转率较同类型公司低(经销模式是经销商买断产品,已卖出的产品不算在公司存货中,难以反映出经销商存货积压的情况)。且公司一期产品做两季,在终端近 200 亿的大体量消费下,存货必然会随着终端消费额上升而增长,但存货增速始终慢于终端消费额增速。2014 年公司单季售罄率大致为 60%-70%,两季售罄率在 80%以上,在同类型企业中售罄率较高。

从 2014 年开始,新进加盟店不再交纳 100 万押金,续约老店退 50 万,目前保证金余额约 20 亿元,未来退还押金将导致货币资金净流出。加盟要求虽然降低,但公司在 2014 年也开始降低加盟商分成比例,给新加盟商的投资回报率在 15%-20%,老店在 25%-30%,对利润的贡献将在 2016 年得以体现。公司未来希望借助这部分利润向供应商让利,帮助供应商扩大规模,提升设计能力,从而最终提升产品性价比。

公司向供应商采购的产品中近 30%买断,70%采用委托代销的模式,即两个适销季后滞销的产品可无偿退还给供应商。公司 2014 年总的售罄率近 80%,除去买断产品滞销部分,退还给供应商的产品近 15%。退还给供应商的产品先由“百衣百顺”挑选后以原采购价的 2.5 折买断,再以 3-4 倍加价率出售(若原采购价 40 元,“海澜之家”终端售价为 100 元,“百衣百顺”采购价 10 元,终端售价为 30-40 元),剩下部分由供应商自己的小品牌处理。



此种模式既完善了公司的产品结构和价值链，也为供应商建立了退货商品的处理渠道，减轻了供应商退货压力。买断产品的滞销部分约+5%，大部分由“百衣百顺”品牌处理。

公司实为整合供应商和加盟店的大平台，供应商的品质决定了公司产品竞争力以及高性价比的定位是否能够持续。公司目前有供应商近 270 家，将继续把供应链整合，产品品质稳定和 design 能力提高放在首位，逐步培养一批有设计能力的供应商，通过输出管理的类自营模式，帮助供应商提升产品研发、生产及精细化管理能力，同时完善供应商考评制度，将供应商分为红、绿、黑三档，根据考核指标逐步淘汰不能满足公司发展的供应商，不断培养大供应商，优化供应商队伍以满足公司快速发展的需求。

我们认为，只要公司能够保持终端消费渠道畅通，产品不会出现严重滞销，供应链的稳定性就能够得到有效保障。

## (二) 开店速度稳定，成长天花板远未到来

公司目前有门店总数 3716 家，其中 43.4% 位于华东地区。“海澜之家”主要分布在华东、中南、华北地区，东北、西北和西南地区分布较少。爱居兔和百衣百顺大部分门店在华东特别是江苏地区，还未走出华东向其他地区大规模拓展。下面我们主要分析“海澜之家”品牌。“海澜之家”遍布全国 31 个省，覆盖 80% 以上的市、县。未来“海澜之家”门店拓展计划分三个三年实行。

**表 1: 海澜之家门店分布情况**

地区	海澜之家		爱居兔		百衣百顺	
	门店数量	占比	门店数量	占比	门店数量	占比
东北	217	6.50%	5	1.90%	6	6.10%
华北	474	14.20%	13	4.80%	9	9.10%
华东	1370	40.90%	190	70.60%	52	52.50%
西北	249	7.40%	5	1.90%	7	7.10%
西南	327	9.80%	20	7.40%	14	14.10%
中南	711	21.20%	36	13.40%	11	11.10%
合计	3348	100%	269	100%	99	100%

数据来源: 西南证券整理

1) 前三年在市县一级加密门店，拓展仍以街边店为主，开店标准提高到 200 平方米以上，同时对位置不佳、面积小又无法扩容的门店进行换址新签，更好地注重产品陈列，提高有效营业面积，增加单店销售额（目前标准店的单店销售额约 500 万元）。2014 年公司门店数增长 15.97% 的情况下有效营业面积增长幅度达 29.76%。在有好位置好机会的情况下，公司主开大店，面积约 400 平方米，面积是街边店的两倍，但单店销售额能达到 4-5 倍。对于一二线城市，公司主要开旗舰店、品牌联动店，借助“海澜之家”品牌联动促进其他品牌的发展，进一步增强在省会城市、优质地级市的品牌竞争力。旗舰店面积约 400-500 平米，三合一品牌联动店面积 700 多平，坪效高。2014 年底品牌联动店 95 家，2015 年一季度末增加约 10 家，全年计划开店约 50 家。品牌联动店培育期较短（约 1 年），销售额在第 2-3 年增长最快，公司未来有望将联动店发展成为超市型。

公司目前开店面临的最大问题是在黄金地段难找到面积较大的店，但受益于零售业不景气，全国百货和零售面临关店潮，给公司带来更多机会去获取优质店铺，同时租金也有一定程度的下降。且经济不景气消费者会更注重性价比，市场份额在 3、4 名后的企业受到严重挤压，但龙头企业能够从市场份额集中中获益。

鉴于东北、西北和西南市场仍存在较大下沉空间，未来三年公司计划开街边店 1000 余家，目前加盟店储备超过 1000 家，能够满足未来三年开店计划，2015 年保持开店速度，新开 400 余家。

**表 2: 海澜之家门店类型情况**

门店类型	海澜之家	爱居兔	百衣百顺
直营店	2	2	2
商场店	127	11	1
加盟店	3219	256	99
合计	3348	269	99

数据来源: 西南证券整理

2) 第二个三年，公司重点在 shopping mall 中拓展。以往 shopping mall 更青睐国外品牌，甚至零租金请进 Zara、优衣库等国外快消品牌，给予国内品牌的店面小、租金高。但目前传统百货遭遇经营寒冬后逐渐调整策略，引进一些具有高销量、知名度的国内平价品牌。以万达为例，公司在 2013 年开始与万达合作，但期初万达更重视与国外品牌的合作，提供给公司的店面位置较差，且面积仅约 100 平米，难以满足公司大店陈列的需求。但是由于公司的单店销售额较高 (+600 万)，万达逐渐重视与公司的合作。今年 4 月，公司与万达签订战略合作框架协议：万达商管将在各城市进行商业广场项目的开发建设，在同等条件下优先将项目部分区域出租给公司，公司将承租万达商管开发的商业广场项目部分区域，开设旗下品牌卖场，如“海澜之家”、“EICHITOO”、“百衣百顺”等。协议有效期 5 年，到期无异议可再延续 5 年。未来公司有望在万达商场享有 200 平方米以上的大店待遇。随着传统百货经营思路转变逐渐接纳国内高性价比品牌，若公司能够在 70、80% 的 shopping mall 里开店，公司的开店数将会得到更大提高。

目前公司在万达等商场开店的同时也在关掉一些以前进驻的，高租金、销售额在 300 万以下的门店，在百货店条件成熟后再大规模拓展。目前达到开店标准的 shopping mall 门店经营效果较好，单店销售额较平均销售额高。

3) 第三个三年公司着力向乡镇店下沉。目前乡镇店集中在华东和广东等经济条件较好的乡镇。乡镇租金水平低，200 平米的店面年平均销售额也能达到 500-600 万，存在很大的下沉空间。公司如果能在 10 年后将门店开到全国 10%-15% 的较富裕乡镇，能够为公司提供非常广阔的市场空间。

我们认为，公司目前 3600 多家门店远未到成长天花板，未来公司有多级市场和多种渠道有待开拓。



### (三) 品类扩张, 收入提升空间大

公司定位于快时尚、高性价比产品。目前公司大部分门店的产品尚未从服装向其他配件饰品如袜子、领带、内衣等拓展。与优衣库等品牌比较, 小件饰品一般销量好, 直接走量, 毛利率高 (+45%), 是一大收入来源。公司目前已向产品中心提出申请, 有望在今年或明年推出配件饰品。公司在去年试营推出皮鞋后, 销量较好, 今年有望在款式和品类上都有所扩大, 未来不排除通过兼并收购的方式推出童装、亲子装等。公司目标是建立多品牌多品类的高性价比服装超市, 通过高性价比引流提高收入空间。

### (四) 多渠道布局, 继续发展电商平台

公司在发展传统渠道的同时, 积极开拓线上平台, 成立了海澜之家电子商务公司, 实现在天猫、京东、苏宁易购、亚马逊等电商平台上的多渠道布局。公司采取线上线下“同时同款同价”的策略, 线上不作为尾货处理渠道, 而是提供最新产品对销售渠道进行有效互补。目前电商平台的供应链和仓储均是线下的, 通过线下品牌打造, 减少线上广告费支出。线上是总部门店发货, 但线上货品可去线下门店退换, 实现线上线下互相引流, 未来将进一步实现线上下单、线下提货。2014 年公司实现电商收入 2.7 亿, 占主营业务收入的 2.24%, 终端零售量超 4 个亿, 2015 年计划翻番。

### (五) 执行力强, 体现公司软实力

每年由董事长牵头全国巡店, 深入消费终端, 对市场变化敏感度高, 反应快, 执行力强。从店员到市场部主管建议流通顺畅, 晋升路径畅通。目前公司从店长到营业员共 3、4 万人, 公司全面负责员工的招聘、培训和管理, 竞争充分, 业绩指标量化, 可细化到每天的业绩考核。公司激励机制明显, 店员比同商圈营业员收入高 15%-20%, 每年平均增速约 10%, 但收入增速可完全覆盖。公司通过良性竞争和强执行力不断提高软实力, 以匹配公司较快的发展速度。

## 三、盈利预测与投资建议

预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.71 元、0.95 元、1.29 元, 对应 PE 分别为 21 倍、16 倍、12 倍。基于公司开店速度、区域拓展和同店增速, 我们认为公司 2015 年营业收入增速将达到 +35%, 带动净利润实现较快增长。我们看好公司未来在品类扩张和市占率上的较大提升空间, 首次给予“买入”评级。

表 3: 分项业务预测表 (统一口径后)

百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>合计</b>					
营业收入	7,150.24	12,338.44	16,728.4	22,790.5	31,183.8
yoy		72.56%	35.58%	36.24%	36.83%
营业成本	4,517.67	7,417.11	10,107.8	13,737.7	18,754.5
毛利率	36.82%	39.89%	39.58%	39.72%	39.86%
<b>海澜之家</b>					
收入	6,769.07	10,125.17	14,175.24	19,845.33	27,783.47
yoy		49.58%	40.00%	40.00%	40.00%
成本		6,016.07	8,505.14	11,847.66	16,531.16
毛利率		40.58%	40.00%	40.30%	40.50%
<b>爱居兔</b>					
收入	199.30	303.00	409.05	511.31	613.58
yoy		52.03%	35.00%	25.00%	20.00%
成本		220.23	257.70	332.35	411.10
毛利率		27.32%	37.00%	35.00%	33.00%
<b>百依百顺</b>					
收入	103.90	238.58	405.59	608.38	851.73
yoy		129.62%	70%	50%	40%
成本		198.76	336.64	498.87	689.90
毛利率		16.69%	17%	18%	19%
<b>其他</b>					
收入	77.97	1,671.69	1,738.56	1,825.49	1,935.01
yoy		2044.02%	4%	5%	6%
成本		982.05	1,008.36	1,058.78	1,122.31
毛利率		41.25%	42%	42%	42%

数据来源: 西南证券

## 四、风险提示

- 1、终端售罄率降低, 产品出现大规模滞销的风险;
- 2、管理能力跟不上规模扩张速度的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	12338.44	16728.43	22790.51	31183.79	净利润	2378.97	3177.83	4280.97	5808.95
营业成本	7417.11	10107.84	13737.67	18754.47	折旧与摊销	218.85	276.88	306.38	352.60
营业税金及附加	61.43	83.28	113.46	155.25	财务费用	-87.23	-87.41	-102.76	-122.56
销售费用	991.07	1355.00	1868.82	2588.25	资产减值损失	50.42	55.00	60.00	65.00
管理费用	780.54	1070.62	1481.38	2058.13	经营营运资本变动	893.14	-978.57	-859.23	-1682.51
财务费用	-87.23	-87.41	-102.76	-122.56	其他	-1530.75	-58.00	-66.00	-75.00
资产减值损失	50.42	55.00	60.00	65.00	<b>经营活动现金流净额</b>	1923.41	2385.74	3619.36	4346.48
投资收益	1.33	3.00	6.00	10.00	资本支出	-2132.45	-380.00	-540.00	-700.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	2645.78	3.00	6.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	513.33	-377.00	-534.00	-690.00
<b>营业利润</b>	3126.43	4147.09	5637.94	7695.25	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	100.63	90.02	70.02	50.02	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	3227.06	4237.11	5707.95	7745.26	股权融资	2106.58	0.00	0.00	0.00
所得税	848.09	1059.28	1426.99	1936.32	支付股利	-853.62	-1068.65	-1427.50	-1923.04
净利润	2378.97	3177.83	4280.97	5808.95	其他	-2106.48	87.41	102.76	122.56
少数股东损益	4.20	5.61	7.55	10.25	<b>筹资活动现金流净额</b>	-853.52	-981.24	-1324.74	-1800.48
归属母公司股东净利润	2374.77	3172.22	4273.41	5798.70	<b>现金流量净额</b>	1583.53	1027.50	1760.62	1856.00
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	7086.13	8113.62	9874.24	11730.25	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1141.71	1644.83	2375.04	3589.40	销售收入增长率	803.62%	35.58%	36.24%	36.83%
存货	6086.28	8294.22	11272.75	15389.40	营业利润增长率	1609.78%	32.65%	35.95%	36.49%
其他流动资产	57.21	77.57	105.68	144.60	净利润增长率	1522.47%	33.58%	34.71%	35.69%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	1145.09%	33.10%	34.70%	35.67%
投资性房地产	544.61	544.61	544.61	544.61	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2778.13	2886.69	3123.75	3480.59	毛利率	39.89%	39.58%	39.72%	39.86%
无形资产和开发支出	349.04	364.03	389.03	424.02	三费率	13.65%	13.98%	14.25%	14.51%
其他非流动资产	487.33	486.89	498.46	514.02	净利率	19.28%	19.00%	18.78%	18.63%
<b>资产总计</b>	18530.43	22412.47	28183.55	35816.89	ROE	33.49%	34.49%	35.48%	36.41%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.42%	12.84%	14.18%	15.19%
应付和预收款项	8497.66	10196.91	12904.56	16313.93	ROIC	652.06%	292.24%	155.12%	113.66%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.41%	25.92%	25.63%	25.41%
其他负债	2928.32	3001.93	3211.90	3549.95	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	11425.99	13198.84	16116.46	19863.88	总资产周转率	1.13	0.82	0.90	0.97
股本	1168.12	1168.12	1168.12	1168.12	固定资产周转率	7.96	6.82	9.14	11.86
资本公积	2017.40	2017.40	2017.40	2017.40	应收账款周转率	43.16	26.85	24.09	20.72
留存收益	3855.33	5958.91	8804.82	12680.48	存货周转率	2.23	1.41	1.40	1.41
归属母公司股东权益	7040.85	9144.43	11990.34	15866.00	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	115.84%	—	—	—
少数股东权益	63.60	69.20	76.76	87.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	7104.45	9213.63	12067.09	15953.01	资产负债率	61.66%	58.89%	57.18%	55.46%
负债和股东权益合计	18530.43	22412.47	28183.55	35816.89	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.67	1.74	1.77	1.81
					速动比率	0.96	0.95	0.93	0.91
					股利支付率	35.95%	33.69%	33.40%	33.16%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	3258.06	4336.57	5841.56	7925.29	每股收益	0.53	0.71	0.95	1.29
PE	28.64	21.44	15.92	11.73	每股净资产	1.58	2.05	2.69	3.55
PB	9.57	7.38	5.64	4.26	每股经营现金	0.43	0.53	0.81	0.97
PS	5.51	4.07	2.98	2.18	每股股利	0.19	0.24	0.32	0.43
EV/EBITDA	2.62	1.73	0.98	0.49					
股息率	1.25%	1.57%	2.10%	2.83%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

---

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

## 西南证券机构销售团队

---

### 北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-50755210

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn