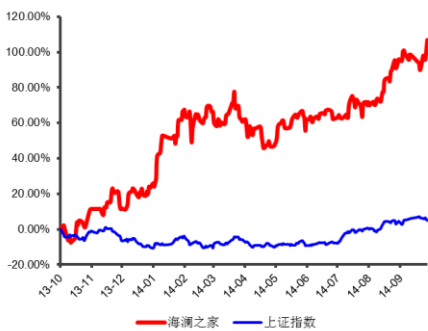


纺织服装

2014年10月19日

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
- 2014/3/3 事件点评：海澜之家 13 年业绩承诺超额完成
- 2014/2/12 渠道调研报告：产品+模式优势推动终端业绩

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。

海澜之家（600398）14 年三季度业绩预告点评

事件：

海澜之家公告 2014 年三季报，前三季度实现营业收入 81.4 亿元，同比增长 70.5%，归属于上市公司股东净利润 16.1 亿元，同比增长 83.57%，扣非后归属于上市公司股东净利润 14.9 亿元，同比增长 70.13%。

点评：

- ▶ **业绩保持高速增长，四季度保持乐观。**三季度属于服装销售传统淡季，公司仍能保持强劲增长，实现 70% 的收入增速。今年入秋时间偏早，春节时间偏晚，延长了秋冬装的销售时间，增加了秋冬装的需求，将保障四季度和明年一季度的业绩。
- ▶ **终端拓展顺利，外延扩张与内生发展并驱。**一方面公司持续进行渠道外延扩张，三季度净新增店铺 100 家左右（其中海澜之家品牌净新增店铺近 80 家），另一方面推进渠道的升级。今年起启动品牌联动店的运作模式，降低品牌运营成本，提升门店形象和质量，提高品牌进驻核心商圈的竞争优势。前三季度公司品牌联动店增至 60 多家，同时，单个店铺的面积从 150 平方米提升至 200 平方米，公司从最初的三四线城市向一二线城市拓展。
- ▶ **加大自采买断比例，毛利率有望提升。**公司前三季度毛利率达到 39.91%，四季度公司加大了拳头产品羽绒服的自采，采购量约为 600 万件，买断的毛利率比委托代销毛利率高，有望带来四季度毛利率的提升。
- ▶ **存货在可控范围内。**公司三季度末存货金额为 77.27 亿元，增长主要来自销售规模扩大和为四季度和明年一季度备货所致。由于今年秋冬销售时间的延长，公司加大了秋冬季备货，预计四季度末存货将较三季度末减少，有望控制在 60 亿左右。13 年底海澜之家和凯诺品牌存货合计 50 亿元，我们预计 14 年收入增速在 50% 以上，存货增速低于收入增速。

- **维持“推荐”评级。**我们预计海澜之家 2014-2016 年每股收益至 0.55 元、0.70 元和 0.82 元,对应当前股价市盈率分别为 19.7x、15.5x 和 13.2x,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

更新日期: 14/10/24

利润表	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,368	12,455	15,735	18,469	现金	1,236	4,091	8,111	11,437
营业成本	867	7,585	9,576	11,233	应收款项净额	135	1,225	1,547	1,816
营业税金及附加	18	125	157	185	存货	450	10,452	11,880	13,938
销售费用	186	722	913	1,071	其他流动资产	35	623	787	923
管理费用	179	747	944	1,108	流动资产总额	1,856	16,390	22,325	28,115
EBIT	119	3,274	4,143	4,870	固定资产	692	993	1,161	1,335
财务费用	1	-13	-31	-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	3,287	4,173	4,919	资产总额	2,951	17,851	23,979	29,946
营业外净收入	-7	4	4	4	短期借款	0	0	0	0
利润总额	133	3,291	4,177	4,923	应付款项	135	12,715	16,059	18,841
所得税	26	823	1,044	1,231	其他流动负债	711	1,058	1,337	1,568
净利润	107	2,468	3,133	3,692	流动负债	847	13,774	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	2,468	3,123	3,682	应付债券	0	0	0	0
					其他长期负债	1	0	-1	-2
					负债总额	848	13,774	17,395	20,408
					少数股东权益	53	53	61	69
					股东权益	2,049	4,024	6,522	9,468
					负债和股东权益	2,951	17,851	23,979	29,946
主要财务比率	2013A	2014E	2015E	2016E	现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力					税后利润	105	2,468	3,123	3,682
营业收入	-1.9%	810.4%	26.3%	17.4%	加: 少数股东损益	2	0	8	8
营业利润	2.4%	2248.5%	27.0%	17.9%	公允价值变动	1	0	0	0
净利润	0.0%	2261.1%	26.5%	17.9%	折旧和摊销	0	82	99	114
获利能力					营运资金的变动	187	1,298	1,715	558
毛利率(%)	36.6%	39.1%	39.1%	39.2%	经营活动现金流	295	3,848	4,945	4,362
净利率(%)	7.9%	19.8%	19.9%	20.0%	短期投资	0	0	0	0
ROE(%)	5.1%	61.3%	47.9%	38.9%	长期股权投资	0	0	0	0
ROA(%)	3.5%	13.8%	13.0%	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%	77.2%	72.5%	68.2%	支付股利、利息	-32	-494	-625	-736
营运能力					其它融资现金流	-37	0	0	0
总资产周转率	46.4%	69.8%	65.6%	61.7%	融资活动现金流	-32	-494	-625	-736
应收账款周转天数	35.89	35.89	35.89	35.89	现金净变动额	308	2,855	4,021	3,326
存货周转天数	185.89	500.00	450.00	450.00					
每股收益	0.02	0.55	0.70	0.82					
每股净资产	0.46	0.90	1.45	2.11					
P/E	466.3	19.7	15.6	13.2					
P/B	23.8	12.1	7.5	5.1					

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。