

纺织服装

2014年10月20日

海澜之家 (600398)

淡季不淡三季报高增长，投资华泰新产业基金值得期待，维持买入

报告原因：有信息公布需要点评

买入

维持

市场数据：2014年10月17日

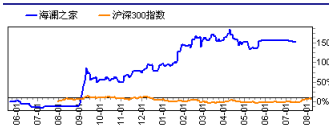
收盘价(元)	11.63
一年内最高/最低(元)	11.63/3.41
上证指数/深证成指	2240/8046
市净率	1.9
息率(分红/股价)	1.97
流通A股市值(百万元)	6246

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014年06月30日

每股净资产(元)	5.02
资产负债率%	60.93
总股本/流通A股(百万)	4493/647
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《海澜之家(600398)2014年中报业绩预增点评》 2014/08/08

《海澜之家(600398)2014年中报点评》 2014/08/19

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

许一帆 A0230114070001
(8621)23297717
xuyz@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号

电话：(8621) 23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	8516	-	1492	-	0.33	39.5	6.6	35	12
2014H1	5,683	728	1,228	1423	1.05	40.2	20.9	-	-
2014E	12,465	46	2473	66	0.55	39.4	42.6	21	-
2015E	15,800	27	3405	36	0.76	40.8	38.5	15	-
2016E	18,229	15	4024	18	0.90	41.1	32.0	13	-

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点：

- **事件：**公司公布三季报业绩预增公告，去年同期凯诺科技（壳公司）净利润为1.21亿元，预计重组后2014年三季报归属于上市公司股东的净利润同比增加1200%左右，其中合并报表口径同比增长80%。业绩大幅增长主要原因：（1）“海澜之家”服饰有限公司营业收入较去年大幅增长；（2）一季度重大资产重组实际是海澜之家对凯诺科技反向收购，合并成本小于公允价值的差额共1.3亿计入当期损益。
- **预计三季报同口径海澜之家服饰公司净利润增长约50%+，合并报表后净利润增长80%，均超出我们的预期。**预计三季报合并报表后共实现净利润15.7亿元，由于反向收购借壳上市的原因，三季报凯诺科技以3-9月部分净利润并表，1-2月预计约2000万净利润未计入合并报表。此外，公司反向收购时合并成本小于公允价值的差额共1.33亿元也计入当期损益。同口径看，预计海澜之家服饰公司三季报业绩增长50%+，合并报表口径业绩增速约80%，均超预期。三季度为服装行业传统淡季，但公司产品性价比高，近一年来着重提升门店服务，在去年三季报基数较高的情况下，报表业绩延续了2013年以来的高增长。
- **三季报淡季不淡持续逆势高增长，外延稳步扩张仍有空间，提升服务助内生增长。**公司今年推进“大店策略”，新开门店面积必须达到200平米，此外公司也在稳步推进品牌集成店，预计年内开60-70家三合一门店，我们预计年内海澜之家门店将达3400家。公司门店目前主要以华东为中心向外辐射，在东北、西北、西南和华南地区仍有较大外延空间。公司从去年年底开始着重提升服务质量，回头客率和连带率显著提高带动内生增长，我们预计优势地区老店同比增长约30-40%，新店同比增长在50%以上。
- **投资华泰新产业基金，聚焦互联网产业，有助推进公司平台战略。**公司公告拟作为有限合伙人（LP）以1亿元自有资金投资华泰新产业基金，首期出资5000万元。华泰新产业基金由华泰瑞麟担任唯一普通合伙人与基金管理人，其余有限合伙人（LP）分别为华泰紫金（出资3亿元）以及华孚色纺（出资1亿元）等。未来该基金将聚焦TMT产业，尤其在移动互联网及移动互联网如何改变传统行业领域将首先与LP公司合作，有助于推进公司目前线上线下同款的O2O模式，有利于公司探索和实施平台战略。
- **海澜之家模式创新堪称是服装行业的学习典范，管理优秀致力打造服装行业的“海底捞”，我们持续看好公司发展，维持买入。**我们认为海澜之家“高性价比+标准化服务”平台化模式是未来行业发展趋势，尤其是在经济放缓期，而户籍改革制度落地将打开更大市场。我们维持2014-2016年合并报表后EPS为0.55/0.76/0.90元，对应PE为21.1/15.3/12.9倍，维持买入评级。

表 1: 利润表

单位: 百万元, 元

利润表									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	1,023	1,016	1,146	1,395	1,368	8,516	12,465	15,800	18,229
二、营业总成本	902	933	1,045	1,260	1,229	6,589	9,230	11,167	12,753
其中: 营业成本	750	781	845	975	867	5,288	7,549	9,346	10,746
营业税金及附加	7	7	11	14	18	76	111	140	162
销售费用	55	58	82	144	186	691	873	995	1,057
管理费用	75	79	110	134	179	577	748	790	911
财务费用	16	5	(3)	(9)	(21)	(66)	(75)	(105)	(123)
资产减值损失	0	3	1	2	1	23	25	0	0
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1	1	5	0	0	0
三、营业利润	124	85	103	137	140	1,932	3,235	4,633	5,476
加: 营业外收入	2	9	1	2	2	78	140	0	0
减: 营业外支出	8	8	6	9	8	20	10	0	0
四、利润总额	117	86	98	129	133	1,990	3,365	4,633	5,476
减: 所得税	26	11	14	23	26	492	824	1,135	1,342
五、净利润	92	75	85	106	107	1,497	2,540	3,498	4,134
少数股东损益	4	(4)	(2)	3	3	5	68	93	110
归属于母公司所有者的净利润	88	79	86	103	105	1,492	2,473	3,405	4,024
六、基本每股收益	0.14	0.12	0.13	0.16	0.16	0.33	0.55	0.76	0.90
全面摊薄每股收益	0.14	0.12	0.13	0.16	0.16	0.33	0.55	0.76	0.90

资料来源: 申万研究

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。