

2014年08月19日

海澜之家 (600398)

模式创新+管理优秀，中报高增长，户籍制度改革有望扩大其消费群体

报告原因：有业绩公布需要点评

买入

维持

市场数据：2014年08月18日

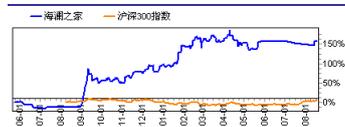
收盘价(元)	9.66
一年内最高/最低(元)	10.85/3.41
上证指数/深证成指	2240/8046
市净率	1.9
息率(分红/股价)	1.97
流通A股市值(百万元)	6246

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)中报预增点评》

2014/08/08

《纺织服装行业周报:消费新趋势逐渐形成,关注跨界转型主题公司》

2014/07/21

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

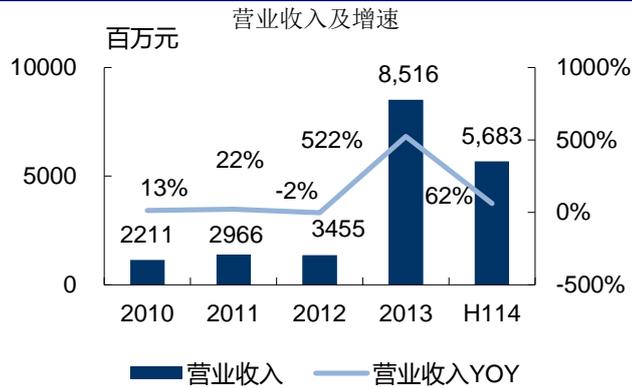
	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	1,365	0	142	36	0.22	43.6	6.6	44	12
2014H1	5,683	728	1,228	1423	1.05	40.2	20.9	-	-
2014E	12,465	46	2473	66	0.55	39.4	42.6	18	-
2015E	15,800	27	3405	36	0.76	40.8	38.5	13	-
2016E	18,229	15	4024	18	0.90	41.1	32.0	11	-

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：

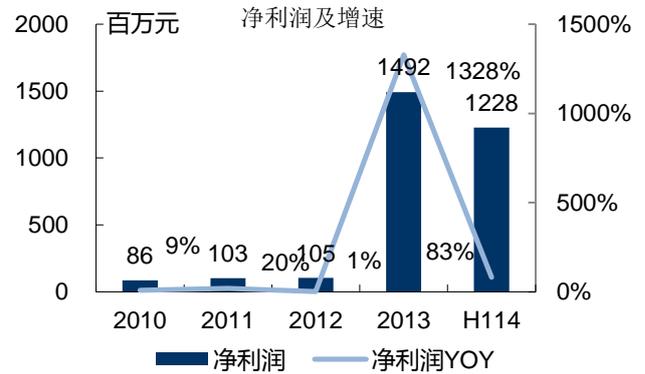
- **2014年中报EPS为0.27元，同比增长82.8%，业绩符合预增预期。**2014年上半年，海澜之家合并报表口径实现收入56.8亿元，同比增长61.5%；归属于上市公司净利润为12.3亿元，同比增长82.8%；扣非后净利润为11亿元，同比增长64%；EPS为0.27元。其中2014Q2公司实现收入30.2亿元，同比增长69.5%，归属于上市公司净利润为5.8亿元，同比增长75%，EPS为0.13元。由于海澜之家对凯诺科技反向收购，故2014年合并报表口径包括海澜之家服饰有限公司和凯诺科技3-6月业绩，2013年同比口径仅包含海澜之家服饰有限公司。
- **加大买断比例带动毛利率提升，调整加盟商分成政策有助净利率提升，与凯诺科技并表期间费用增加较多，资产质量较为稳健。**公司今年加大了买断比例，同时调整了加盟商分成政策，这两方面均有利毛利率和净利率的提升，2014H1毛利率为40.2%，同比提升2.68个百分点。期间费用率方面，由于与凯诺科技并表，销售和管理费用同比增加较多，销售和管理费用率分别增加0.73和1.39个百分点至7.2%和6.3%。2014H1受合并报表影响，公司存货为52.4亿元，较期初增加了7.2亿元，应付账款为34.6亿元，较期初减少了8.5亿元，应付账款和存货规模总体较为稳健。
- **业绩持续逆势增长，外延、内生仍有空间，稳步推进大店策略，提升服务打造服装行业的“海底捞”。**在男装品牌普遍业绩下滑的形势下，公司仍旧保持逆势高增长，其中：“海澜之家”品牌实现收入48亿元，同比增长42%；“爱居兔”实现收入1.7亿元，同比增长94%；“百依百顺”实现收入6494万元，同比增长59%；“圣凯诺”实现收入7.6亿元，同比增长36%。截至中期，海澜之家新开门店共277家，门店总数达3164家，“三合一”、“二合一”门店增至44家，爱居兔门店达259家，百依百顺门店达47家，我们认为公司在华东以外地区仍有较大的外延空间。此外，公司从去年开始推进大店战略，新开门店面积不小于200平米，同时狠抓服务质量，优质服务提升老客回头率带动门店内生增长。我们认为，公司“高性价比+标准化优质服务”模式有望铸就公司成为服装行业的“海底捞”。
- **公司仍处高速增长期，目前是服装行业第一股，模式创新堪称行业典范，户籍改革政策落实有望带来大量潜在消费者加速公司发展，我们持续看好公司未来发展，未来三年业绩复合增速约为30%，目前估值较低，维持买入评级。**公司中报依旧延续2013年以来的逆势高增长，在服装行业零售终端普遍疲软的情况下独树一帜。我们认为海澜之家“高性价比+标准化服务”模式具有较强的进入壁垒不易复制，而户籍改革政策落实将带来大量潜在消费者，有助于催化海澜之家的快速发展。我们已于《海澜之家(600398)中报预增点评》中上调盈利预测，维持2014-2016年合并报表后EPS为0.55/0.76/0.90元，对应PE为17.6/12.7/10.7倍，目前估值较低，维持买入评级。

图 1：2014H1 营业收入 56.8 亿，同比增长 62%



资料来源：Wind,申万研究

图 2：2014H1 净利润 12.3 亿，同比增长 83%



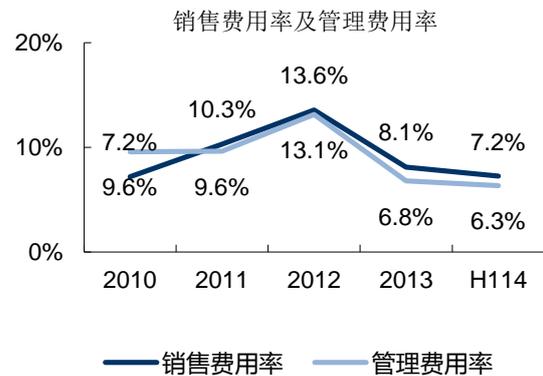
资料来源：Wind,申万研究

图 3：2014H1 综合毛利率 40.2%，净利率 21.6%



资料来源：Wind,申万研究

图 4：2014H1 销售费用率 7.2%，管理费用率 6.3%



资料来源：Wind,申万研究

表 1：利润表

单位：百万元，元

利润表									
	2009	2010	2011	2012	2013	2014H1	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	1,016	1,146	1,395	1,368	8,516	5,683	12,465	15,800	18,229
二、营业总成本	933	1,045	1,260	1,229	6,589	4,210	9,230	11,167	12,753
其中：营业成本	781	845	975	867	5,288	3,399	7,549	9,346	10,746
营业税金及附加	7	11	14	18	76	26	111	140	162
销售费用	58	82	144	186	691	412	873	995	1,057
管理费用	79	110	134	179	577	360	748	790	911
财务费用	5	(3)	(9)	(21)	(66)	(46)	(75)	(105)	(123)
资产减值损失	3	1	2	1	23	59	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	1	1	1	1	5	0	0	0	0
三、营业利润	85	103	137	140	1,932	1,473	3,235	4,633	5,476
加：营业外收入	9	1	2	2	78	140	140	0	0
减：营业外支出	8	6	9	8	20	10	10	0	0
四、利润总额	86	98	129	133	1,990	1,603	3,365	4,633	5,476
减：所得税	11	14	23	26	492	375	824	1,135	1,342
五、净利润	75	85	106	107	1,497	1,228	2,540	3,498	4,134
少数股东损益	(4)	(2)	3	3	5	(0)	68	93	110
归属于母公司所有者的净利润	79	86	103	105	1,492	1,228	2,473	3,405	4,024
六、基本每股收益	0.12	0.13	0.16	0.16	0.33	0.27	0.55	0.76	0.90
全面摊薄每股收益	0.12	0.13	0.16	0.16	0.33	0.27	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。