

纺织服装

2015年01月27日

# 海澜之家 (600398)

年报业绩保持高增长态势，精细化管理带动内生增长，打造中国的国民品牌！

报告原因：有信息公布需要点评

## 买入

维持

市场数据：2015年01月26日

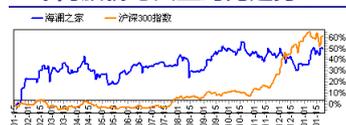
收盘价(元)	11.25
一年内最高/最低(元)	12.13/8.22
上证指数/深证成指	3352/11436
市净率	7.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	7184

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014年09月30日

每股净资产(元)	1.4
资产负债率%	65.25
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年三季报点评》  
2014/10/24  
《海澜之家(600398)三季报预增点评》  
2014/10/20

证券分析师

王立平 A0230511040052  
wanglp@swsresearch.com

研究支持

许一帜 A0230114070001  
xuyz@swsresearch.com

联系人

许一帜  
(8621)23297818×23297717  
[xuyz@swsresearch.com](mailto: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  
(隶属于申万宏源证券有限公司)

<http://www.swsresearch.com>

投资要点：

- **事件**：公司公布14年年报业绩预增公告，去年同期凯诺科技(壳公司)净利润为1.42亿元，预计重组后2014年报归属于上市公司股东的净利润同比增加1550%-1600%，其中合并报表口径同比增长60%左右。业绩大幅增长主要原因：(1)“海澜之家”服饰有限公司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1.33亿计入当期损益。
- **预计年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60%左右，符合我们的预期。**预计年报合并报表后共实现净利润23.4-24.1亿元，由于反向收购借壳上市的原因，年报凯诺科技仅以3-12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年报业绩增长50%+，合并报表口径业绩增速约60%，均符合我们的预期。**四季度为服装行业传统旺季，但14年四季度行业整体增速下滑，公司凭借高性价比产品和优质门店服务，延续了2013年以来的逆势高增长。**
- **外延扩张稳步推进，精细化管理带动内生增长，供应链整合提供更大盈利空间，电商业务保持快速增长。**公司保持每年开300-500家新店的节奏稳步扩张，目前约有3400家门店，其中60-70家为品牌集成店，华北、西北和华南地区尚有很大开店空间。公司14年以来主推精细化管理和供应链整合两大事项，一方面通过提升服务质量带动老客率以促进内生增长，一方面通过整合供应链和提高基本款买断比例以降低成本。电商业务方面，预计公司14年电商规模将达4亿，预计15年将达8-10亿元，保证线上线下同时、同款、同价，并且打通线上线下货品机制，线上购买线下可退换货，此外公司15年将重点放在打通线上线下客户体系方面，一旦打通预计将为线上引入千万级流量，真正做到O2O模式。
- **我们认为海澜之家“高性价比产品+精细化管理”模式是未来行业发展趋势，在行业调整期具有很强的竞争力和不可复制性，我们长期看好公司发展，维持买入。纵观各国服装巨头GAP、UNIQLO、ZARA等，均是在各自领域定位高性价比产品，通过提高供应链效率、企划能力和精细化管理来拉动增长，我们认为海澜之家作为国民品牌有媲美国际服装巨头的潜质。我们维持2014-2016年合并报表后EPS为0.53/0.70/0.86元，对应PE为21/16/13倍，目前估值较低，维持买入评级。**

财务数据及盈利预测

	2013	14Q1-Q3	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,365	8,145	12,324	15,658	18,774
同比增长率(%)	-0.19	647.89	51	27	20
归属于母公司的净利润(百万元)	142	1,613	2,367	3,125	3,862
同比增长率(%)	35.58	1237.91	59	33	22
每股收益(元/股)	0.22	0.36	0.53	0.70	0.86
毛利率(%)	43.6	39.9	38.7	41.0	41.5
ROE(%)	6.6	25.7	42.6	38.5	32
市盈率	51		21	16	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

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的1%，还可为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

表 1：利润表

单位：百万元，元

利润表								
	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	1,016	1,146	1,395	1,368	8,516	12,324	15,658	18,774
二、营业总成本	933	1,045	1,260	1,229	6,589	9,211	11,376	13,482
其中：营业成本	781	845	975	867	5,288	7,549	9,244	10,987
营业税金及附加	7	11	14	18	76	109	139	167
销售费用	58	82	144	186	691	863	1,143	1,314
管理费用	79	110	134	179	577	739	939	1,126
财务费用	5	(3)	(9)	(21)	(66)	(75)	(105)	(123)
资产减值损失	3	1	2	1	23	25	15	10
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1	5	0	0	0
三、营业利润	85	103	137	140	1,932	3,113	4,282	5,292
加：营业外收入	9	1	2	2	78	140	0	0
减：营业外支出	8	6	9	8	20	10	0	0
四、利润总额	86	98	129	133	1,990	3,243	4,282	5,292
减：所得税	11	14	23	26	492	794	1,049	1,297
五、净利润	75	85	106	107	1,497	2,448	3,233	3,996
少数股东损益	(4)	(2)	3	3	5	82	108	133
归属于母公司所有者的净利润	79	86	103	105	1,492	2,367	3,125	3,862
六、基本每股收益	0.12	0.13	0.16	0.16	0.33	0.53	0.70	0.86
全面摊薄每股收益	0.02	0.02	0.02	0.02	0.33	0.53	0.70	0.86

资料来源：申万宏源研究

## 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

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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。