

渠道优势明显，上市契机催生新一轮成长

——卡奴迪路(002656)调研简报

核心观点

1.公司产品定位国内高档男装市场 卡奴迪路围绕“精致、简约、品质”的理念，打造品牌高端形象和时尚品位，定位于年收入12万元以上的商界、政界精英群体，主要产品零售价格区间在2000-5000元以内，西服套装等产品价格在5000元以上。随着选择上乘品质和鲜明款式男装的消费者日益增多，以及二三四线市场消费能力增强，预计未来两年高档男装市场复合增速将达到18%，高于女装和运动服消费增长。

2.门店数量居行业前列，销售网络初具规模 近三年公司门店数量复合增速达37%，2011年底共拥有零售门店318家，门店数量超过或接近Satchi、VICUTU、Delure、VASTO等竞争对手，销售网点遍布155座城市，直营门店更是进驻一线及省会城市核心商圈内的高端零售物业，并在京沪穗深等枢纽机场开设了门店，我们认为与国际品牌共享零售通路，有助于提升品牌形象，机场门店渠道则扩大了品牌影响力。

3.产品销售顺畅，存货消化有通路 加盟商对货品实行买断制度，有10%的换货比例，当季货品售罄率可达到70%，除8-10%的货品进入新店和大店销售外，另20%将进入奥特莱斯渠道销售。公司共有13家奥特莱斯门店，位于京沪杭等地，有部分门店可达到500-700万营业额，我们认为奥特莱斯已经成为品牌服饰消化过季产品的重要通路，在降低存货压力的同时，也避免了在百货商场降价促销对品牌形象的伤害。

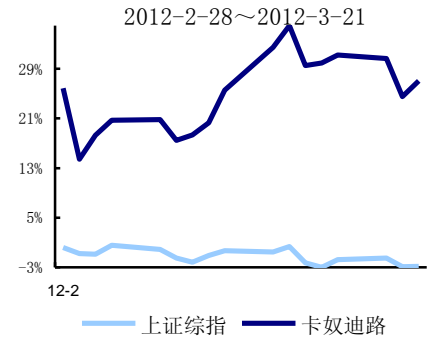
4.秋冬订货数据录得增长 有70位加盟商携店长、重点百货商场的负责人共计千人参加了2012秋冬季产品发布会，订货金额同比增长30%左右，价格较往年基本持平。将强化重点市场，继续扩大在北京、成都、西安的机场店规模，今年将开出90家直营店，目前选址工作已经完成。
投资建议：销售网络覆盖率初具规模，与国际品牌分享高端零售物业，确保与中档男装品牌渠道重叠率处于较低水平，有效提升品牌识别度。直营业务占比高，与高端百货建立良好关系，符合品牌运营规律，与BALLY、Samsonite等国际品牌的合作增强了对门店的管理经营能力。公司作为高档男装品牌运营商，渠道的数量和质量优势明显，目前在高档男士商务正装和商务休闲细分市场上尚未形成绝对强势的本土品牌，我们看好公司借上市契机保持较高扩张节奏，市场占有率和美誉度将得到有力提升，预计2012-2013年业绩增速分别为55%和39%，EPS为1.7和2.37元，目标价47元，给予“强烈推荐_A”的投资评级。

风险因素：门店拓展不及预期。

财务数据与估值

	2010A	2011A	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	337.07	461.47	670.74	934.95
同比增速(%)	35.42%	36.91%	45.35%	39.39%
净利润(百万)	65.20	109.35	169.70	236.64
同比增速(%)	62.45%	67.72%	55.19%	39.44%
EPS(元)	0.87	1.46	1.70	2.37
P/E	39	24	20	15

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	10000.00
流通A股(万股)	2000.00
52周内股价区间(元)	31.5-38.5
总市值(亿元)	35.32
总资产(亿元)	5.87
每股净资产(元)	4.09
目标价	6个月 12个月

相关报告

研究员：李韵

电话：010-84183225

Email: liyun@guodu.com

执业证书编号：S0940510120006

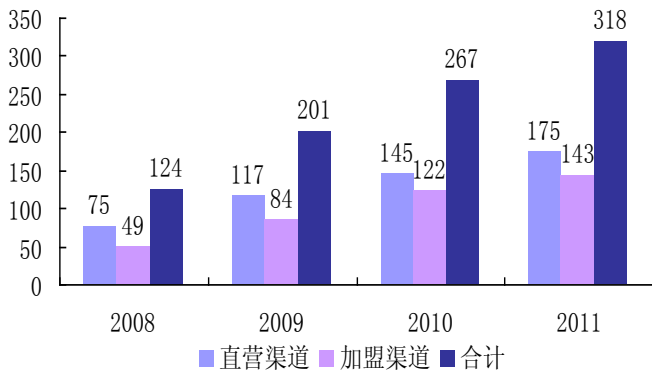
联系人：周红军

电话：010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

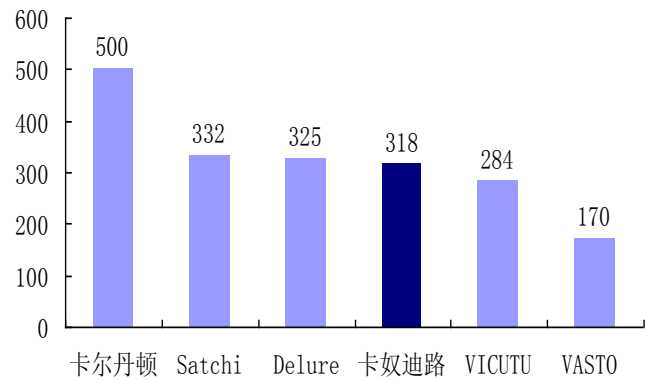
独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

图 1: 渠道数量变化



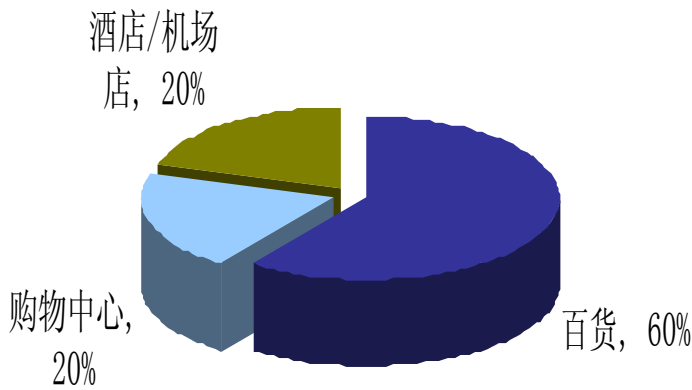
资料来源: 国都证券研究所

图 2: 与主要竞争对手渠道数量对比



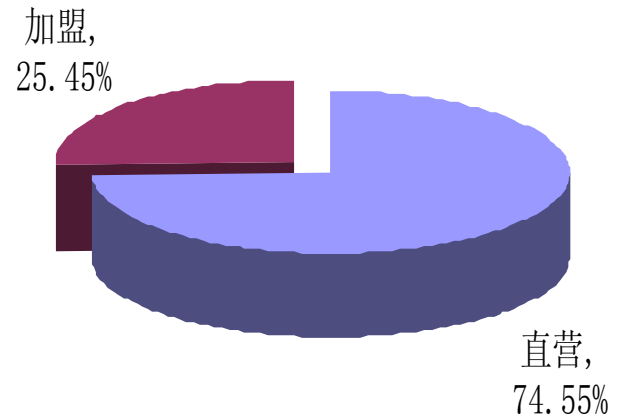
资料来源: 国都证券研究所

图 3: 销售渠道各类业态占比



资料来源: 国都证券研究所

图 4: 2011 年两类渠道收入占比



资料来源: 国都证券研究所

投资建议

核心假设: 1、2012 年直营门店将开设 90 家, 集中开店时间为 5 月份和 9 月份, 经估算有效直营门店数量为 218 家, 而今年调整和关闭的门店幅度将有所下降; 2、公司加强门店陈列和品牌宣传, 直营单店收入提高 7%; 3、商旅、假日系列可开店 600 家。

投资建议:

公司定位高档男装市场, 销售网络已遍布一二线城市的核心零售商圈, 与国际男装品牌分享高端零售物业, 确保与国内中档男装品牌的渠道重叠率处于较低水平, 这能够有效提升公司品牌识别度。公司直营业务占比达 75%, 说明公司同高端百货公司建立了良好的合作关系, 符合高档品牌运营规律, 公司对 BALLY、Samsonite 等国际品牌的合作也增强了对门店的管理经营能力, 对高档服饰零售行业认识不断深化。预计 2012 - 2013 年业绩增速分别为 55%和 39%, EPS 为 1.7 和 2.37 元, 我们认为公司作为高档男装品牌运营商, 渠道的数量和质量优势明显, 目前在高档男士商务正装和商务休闲细分市场上尚未形成绝对强势的本土品牌, 我们看好公司借上市契机保持较高扩张节奏, 市场占有率和美誉度将得到有力提升, 给予“强烈推荐-A”的投资评级。

表 1: 门店预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
期初		75	117	145	175	260
直 营		52	44	48	90	96
增加		10	16	18	5	13
撤店						
有效门店	60	107	132	158	218	297
加 盟		49	84	122	143	183
增加		52	58	43	50	45
撤店		17	20	22	10	15
有效门店	39	64	103	122	158	185
合 计						
期末	124	201	267	318	443	556
有效门店	99	171	235	280	376	482
增幅		73%	37%	19%	34%	28%

资料来源: 国都证券研究所

表 2: 收入预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E
直营收入	18,867	26,099	34,402	50,789	74,037
增速		38.33%	31.81%	47.63%	45.78%
加盟收入	6,024	7,605	11,742	15,359	18,163
增速		26.25%	54.40%	30.80%	18.26%
合计	24,891	33,704	46,144	66,148	92,201
增速		35.41%	36.91%	43.35%	39.39%

资料来源: 国都证券研究所

表 3: 2012 - 2013 盈利预测 (百万元)

会计年度	2010	2011	2012E	2013E
营业收入	337.07	461.47	670.74	934.95
营业成本	126.00	170.86	249.45	347.19
营业税金及附加	2.81	4.76	6.47	9.23
营业费用	90.90	105.94	147.77	205.78
管理费用	27.14	32.68	48.29	67.32
财务费用	2.52	2.37	-8.03	-11.00
资产减值损失	0.89	1.84	2.12	3.05
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	90.90	143.03	224.68	313.38
营业外收入	1.04	3.92	1.65	2.21
营业外支出	0.06	0.10	0.06	0.07
利润总额	87.78	146.86	226.27	315.51
所得税	22.58	37.50	56.57	78.88
净利润	65.20	109.35	169.70	236.64
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	65.20	109.35	169.70	236.64
EBITDA	112.68	142.79	232.56	327.86
EPS (摊薄)	0.87	1.46	1.70	2.37

数据来源: 国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com
邓集锋	IT	dengjifeng@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	张崴	房地产	zhangweiwei@guodu.com
丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	袁放	有色	yuanfang@guodu.com
杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com	王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com
赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com	张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com
向磊	机械	xianglei@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com