

日期: 2012年5月16日
行业: 纺织服装

优秀管理能力下的快速扩张



张凤展
021-53519888-1932
Bluesky9272003@hotmail.com
执业证书编号: S0870511030001

基本数据 (Y11)

报告日股价 (元)	40.69
12mth A 股价格区间 (元)	31.5/43.8
总股本 (百万股)	100
无限售 A 股/总股本	20%
流通市值 (百万元)	814
每股净资产 (元)	10.1
PBR (X)	4.03

主要股东 (Y11)

广州瑞丰投资有限公司	39.75%
林永飞	15.75%

收入结构 (Y11)

商旅系列	75%
假日系列	21.5%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZFZ12-CT03

相关报告:

首次报告日期: 2012-05-16

主要观点:

高档男装行业仍处于快速增长阶段

根据Frost&Sullivan预测, 2009-2013男中国男装市场零售收入年复合增长率为15.8%, 其中高级男士商务正装与商务休闲男装于2009-2013年的复合增长率将达到17.5%, 高于中低档的16.9%。目前, 国内男装市场共有600多个国内品牌和200多个外来品牌, 竞争激烈, 市场集中度低, 商务正装与商务休闲男装市场中前10大品牌的市场占有率为33%。

优秀的直营管理能力为增长保驾

公司以直营店为主组织终端销售, 截至2011年12月31日, 公司拥有直营门店175家, 销售人员达633人。公司在营销拓展中, 通过设立助理店长、建立“大店长”负责制、营销中心督导制等制度, 并将店长人才的培养、挖掘和储备情况作为营销管理部门的重要考核内容, 建立起行之有效的店长培养机制, 形成了店长人才梯队。

公司已建立了成熟的门店拓展与管理标准化体系, 确保了公司门店的高效快速扩张。2008年以来, 公司门店数量的年均复合增长率为36.88%, 其中直营店的年均复合增长率为32.63%, 加盟店的年均复合增长率为42.90%。

投资建议

高端男装作为未来几年发展增速较快的细分板块, 行业本身的发展具有吸引力, 另一方面, 公司在直营店建设和管理上具有独到优势, 使得公司能够取得优于行业水平的发展。我们预计2012-2014年的EPS分别为: 1.58、2.1、2.64, 增长率分别为44%、33%、25%。给予公司“跑赢大市”的评级。

数据预测与估值:

至 12 月 31 日	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	461	606	820	1014
年增长率 (%)	37%	31%	35%	24%
归属于母公司的净利润	109	158	210	264
年增长率 (%)	68%	44%	33%	25%
每股收益 (元)	1.09	1.58	2.10	2.64
PER (X)	37.21	25.77	19.34	15.44

注: 总股本为 100 百万股计算 数据来源: 天软, 上海证券

一、公司简介

卡奴迪路主要从事自有品牌卡奴迪路（CANUDILO）高级男装的研发设计、组织外包生产、品牌推广和终端销售；同时开展国际一线品牌的代理销售业务。

目前，卡奴迪路的自有品牌产品包括商旅、假日两大系列，按品类分为西装、衬衫、夹克风衣、T恤、裤子、裘皮、棉褛、皮具和饰品等九大类。此外，公司还获得了登喜路（Dunhill LINKS）、巴利（BALLY）、万星威（MUNSINGWEAR）、新秀丽（Samsonite）、瑞士军刀（WENGER）、阿玛尼饰品（EMPORIO ARMANI）等六个国际知名品牌的服饰、箱包和皮具的代理权。



数据来源：公司网站，上海证券

公司的主营业务收入中，代理品牌的销售占比不大，2011年度，公司共实现销售收入4.61亿，96.66%的销售收入来自自主品牌卡奴迪路的生产与销售，截止2011年底，公司的销售终端数量为318家，其中直营店175家（含国际品牌代理店5家），加盟店143家。

二、行业分析

市场容量及增长

根据 Euromonitor 的研究报告，2009 年国内男装市场容量约为 5,150.8 亿元。国内男装市场是服装市场增长最快的部分，市场容量占整体服装市场比例由2003年约36.6%增加至2009年的约47.6%。上述情况主要受两方面的因素影响：一是国内男性人口的持续增长，根据中国国家统计局资料，中国内地男性人口于2009年已增加至6.87亿人，约占全国总人口的51.5%；二是男性消费者对服饰消费偏好的变化和购买力的显著增强，随着中产阶层的增长，国内男士越来越注重外表和时尚，服装消费偏好较以往更为强烈，更愿意增加服装消费。

预计2014 年国内男装市场销售额将达到10,676.5 亿元，2010 年-2014 年的年均复合增长率约为15.6%。其中2009 年高级男装市场零售总额约为589.1 亿元，2003 年-2009 年的年均复合增长率达到26.1%；预计2014 年国内高级男装的市场规模将达到1,464.08 亿元，

2010年-2014年的年均复合增长率约为19.6%。

另根据Frost & Sullivan报告，截止2009年12月31日，中高档时尚休闲男装及高档男士商务正装与商务休闲男装共占中国整个男装市场的7.3%。根据Frost&Sullivan预测，2009-2013年中国男装市场零售收入年复合增长率为15.8%，其中高级男士商务正装与商务休闲男装于2009-2013年的复合增长率将达到17.5%，高于中低档的16.9%。同时，中高档时尚休闲男装2009-2013年的复合增长率将达到16.5%，也高于中低档13.3%的增速。目前，国内男装市场共有600多个国内品牌和200多个外来品牌，竞争激烈，市场集中度低，商务正装与商务休闲男装市场中前10大品牌的市场占有率为33%。

高端男装经营模式

高端男装品牌，产品价位高，通过高端零售渠道销售。在高端品牌市场内，国际知名品牌占有较高的市场份额，国内品牌相对较少。国际知名品牌在面料、款式设计和品牌知名度等方面具有较强的竞争优势，在营销策略上一般是利用品牌、资金等优势在大中城市核心商圈建立旗舰店，同时通过特许经营方式进入国内市场。

从销售渠道来看，大中城市核心商圈的高级百货、客流量大的机场以及高端星级酒店是高端品牌最主要的销售渠道。据Euromonitor研究报告，2009年通过高级百货渠道销售的高级男装占高级男装零售总额的74.3%，达到437.7亿元。

国内高档男装格局

目前，国内高级男装服饰品牌主要有卡奴迪路、卡尔丹顿、沙驰、博斯绅威、士丹尼、梵思诺等；国际品牌包括GIORGIO ARMANI、Ermenegildo Zegna、erruti 1881、Dunhill、Hugo Boss、D'urban、Kent&Curwen等。目前，国内高级男装服饰品牌与国际一线品牌的竞争能力尚有较大差距，而国内市场上本土品牌竞争亦较为激烈。

表1：国内高档男装品牌

品牌名称	店铺数量
卡奴迪路	318家门店
卡尔丹顿	400多家店铺
沙驰	340余家
博斯绅威	男装专柜300余，皮具300多家
梵思诺	200多家
迪莱	258家

数据来源：公司网站、上海证券

从目前国内高级男装主要品牌来看，呈现以下两个特点：一是拥有一个英文名字。第二，品牌宣传较为低调，但却在中高端百货渠道占有率较高，且业绩表现普遍不错。之所以洋，是大部分国内高档男装地处广深地区，受益于早期给港澳地区的服装品牌做代加工的产业积累优势，也因毗邻香港这一国际化时尚大都市的先天地理优势，

在设计等方面更能紧随国际化潮流，设计感普遍较强，而且，在品牌管理、品牌营销、形象推广等多个方面，它们都参照国际品牌的标准进行，所以，从整体感觉上都凸显出一股更具国际化特色的“洋”味道。

这些定位于高端商务男装的品牌在品牌推广和宣传往往更具针对性，也更窄众化，通常会选择那些与其较为高端的定位相符合的消费人群阅读的读物进行品牌推广。

从渠道方面看，它们自品牌建立一开始就主攻一线城市和重点省会城市，也以进驻各类中高端、高端百货店为主，开设直营店铺，以此与它们的品牌定位和特点匹配。近几年当品牌形象逐渐树立起来、有了相当不错的市场业绩后，才逐渐开始拓展加盟店，适度向二线城市百货店拓展。

三、公司分析

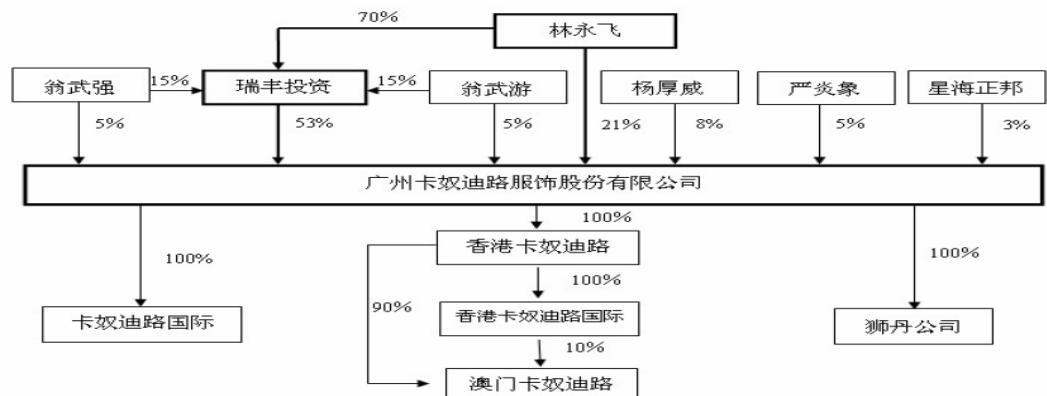
公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

表 2: 发行前后股权结构

股东类别	发行前		发行后	
	股数 (万股)	比例 (%)	股数 (万股)	比例 (%)
一、有限售条件流通股	7,500.00	100.00	7,500.00	75.00
其中：瑞丰投资	3,975.00	53.00	3,975.00	39.75
林永飞	1,575.00	21.00	1,575.00	15.75
杨厚威	600.00	8.00	600.00	6.00
翁武强	375.00	5.00	375.00	3.75
翁武游	375.00	5.00	375.00	3.75
严炎象	375.00	5.00	375.00	3.75
星海正邦	225.00	3.00	225.00	2.25
二、社会公众股	-	-	2,500.00	25.00
合计	7,500.00	100.00	10,000.00	100.00

数据来源：招股说明书

图 2: 股权结构图



数据来源：公司招股书

表 3: 主要子公司情况介绍

公司名称	注册地	注册资本	成立时间	主营业务	控股比例	附注	2011 年净利润水平 (万元)
狮丹公司	广州	1,000	2006-4-4	批发和零售业务	100.00	主要负责假日系列的经营	1909
卡奴迪路国际	广州	1,000	2008-5-7	品牌管理、商品信息咨询, 批发和零售贸易 (国家专营专控项目除外)	100.00	主要经营代理品牌	-63.36
香港卡奴迪路	香港	HKD\$300	2009-5-25	服饰零售	100.00		-134.81
香港卡奴迪路国际	香港	HKD\$1	2009-8-6	服饰零售	100.00		-3.61
澳门卡奴迪路	澳门	MOP\$2.5	2007-6-22	零售及批发时装	100.00	澳门门店的经营	1909

数据来源: 招股说明书, 上海证券

公司业务简况及收入、利润结构变化

卡奴迪路主要经营卡奴迪路(CANUDILO)品牌高级男装服饰, 产品分为商旅、假日两大系列, 按品类分为西装、衬衫、夹克风衣、T恤、裤子、裘皮、棉褛、皮具和饰品等九大类。报告期内, 商旅系列服饰作为公司的经典产品系列, 在公司销售收入中占据主导; 假日系列服饰不断发展, 销售收入占比逐年增长。

表 4: 门店数量及变化

年份	门店类别	期初数	本期新增	本期撤店	期末数
2011 年	直营店	145	48	18	175
	加盟店	122	43	22	143
	合计	267	93	42	318
2011 年 1-6 月	直营店	145	24	10	159
	加盟店	122	21	17	126
	合计	267	45	27	285
2010 年	直营店	117	44	16	145
	加盟店	84	58	20	122
	合计	201	102	36	267
2009 年	直营店	75	52	10	117
	加盟店	49	52	17	84
	合计	124	104	27	201
2008 年	直营店	38	44	7	75
	加盟店	27	29	7	49
	合计	65	73	14	124

数据来源: 招股说明书

截至2011年12月31日，卡奴迪路在国内大中城市及港澳地区的高级百货、高档购物中心、主要机场、五星级酒店开设了318家门店，其中直营店175家（含国际品牌代理店7家），加盟店143家。

表 5: 产品类别及门店构成

产品类别	2011年		2011年1-6月		2010年		2009年		2008年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
自有品牌	44604	96.66%	21000.36	95.14%	31451.61	93.32%	23810.63	95.66%	14053.46	96.81%
其中：商旅	34700	75.20%	16570.83	75.07%	24031.5	71.30%	19620.51	78.83%	12043.04	82.96%
假日	9904	21.46%	4429.53	20.07%	7420.11	22.02%	4190.12	16.83%	2010.41	13.85%
代理品牌	1539	3.34%	1073.74	4.86%	2252.51	6.68%	1080.42	4.34%	462.56	3.19%
合计	46143	100.00%	22074.11	100.00%	33704.12	100.00%	24891.05	100.00%	14516.02	100.00%

门店类别	2011年		2011年1-6月		2010年		2009年		2008年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
直营店	34401	74.55%	17873.11	80.97%	26099.28	77.44%	18867.03	75.80%	9769.85	67.30%
加盟店	11742	25.45%	4201	19.03%	7604.84	22.56%	6024.02	24.20%	4746.17	32.70%
合计	46143	100.00%	22074.11	100.00%	33704.12	100.00%	24891.05	100.00%	14516.02	100.00%

数据来源：招股说明书

根据公司的开店计划，2012年预计新开门店120家，其中新开直营店80-90家，加盟店新开40家左右。

表 6: 同类上市公司情况

2011年度	卡奴迪路				长兴国际			利邦	
门店数量	商旅系类	假日系列	直营店	加盟店	迪莱	铁狮丹顿	直营店	加盟店	门店总数
	214	53	145	122	301	121	171	251	503
销售收入(百万)	347	99	344	117	597	119			754
单店销售(百万)	1.62	1.87	2.37	0.96	1.98	0.98			1.50
同店增长	目标为10%左右				18.50%	10.70%	2011年度同店增长19.5%，其中内地同店增长20.6%，澳门香港同店增长18.9%，台湾同店增长16.3%		
订货会情况	秋冬订货会量增40%左右，价格下降10%左右，总金额增长30%左右				2012春夏订货会增长34%，秋冬订货会增长22%				

数据来源：上市公司公告，上海证券

表 7: 产品占比

产品类别	2011 年		2011 年度 1-6 月		2010 年度		2009 年度		2008 年度	
	收入	占比	主营业务收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
衬衫类	3450	7.48%	1408.79	6.00%	2515.95	7.00%	1770.7	7.00%	612.66	4.00%
T 恤类	10669	23.14%	4950.89	22.00%	8229.87	24.00%	7123.36	29.00%	4903.21	34.00%
西装类	3559	7.72%	1594.3	7.00%	2456.35	7.00%	1675.75	7.00%	690.33	5.00%
裤子	6418	13.92%	2995.24	14.00%	4131.63	12.00%	2905.57	12.00%	1180.15	8.00%
裘皮类	9699	21.04%	4817.05	22.00%	5282.96	16.00%	3390.16	14.00%	1346.27	9.00%
棉褛	2869	6.22%	1620.53	7.00%	2458.73	7.00%	2239.07	9.00%	1179.57	8.00%
夹克风衣类	5279	11.45%	2485.72	11.00%	4336.99	13.00%	2753.74	11.00%	1904.9	13.00%
皮具	2073	4.50%	919.97	4.00%	1268.81	4.00%	1007.7	4.00%	877.42	6.00%
饰品类	585	1.27%	207.87	1.00%	770.34	2.00%	944.57	4.00%	1358.95	9.00%
自有品牌小计	44604	96.75%	21000	95.00%	31451	93.00%	23810	96.00%	14053	97.00%
代理品牌	1539	3.34%	1073.74	5.00%	2252.51	7.00%	1080.42	4.00%	462.56	3.00%
合计	46100	100.09%	22074.11	100.00%	33704.12	100.00%	24891.05	100.00%	14516.02	100.00%

数据来源: 招股说明书

卡奴迪路的产品销售收入以自有品牌为主。2008-2011年自有品牌营业收入占比分别为96.81%、95.66%、93.32%和96.75%，代理品牌销售是公司打造国际化品牌零售企业，提升品牌管理能力，培养新的利润增长点的有益补充。

近年来，卡奴迪路为适应市场需求，在商旅系列产品的基础上，成功推出假日系列，使得公司自有品牌的产品系列更加丰富，为公司拓宽收入来源渠道奠定了基础。2008~2011年，假日系列销售收入分别为2,010.41万元、4,190.12万元、7,420.11万元和9904万元，逐年大幅增长；2011年度，假日系列产品销售收入占主营业务收入的比例达到21.46%。

表 8: 产品价格

产品类别	2011 年度		2011 年度 1-6 月		2010 年度		2009 年度		2008
	平均单价	增长率	平均单价	增长率	平均单价	增长率	平均单价	增长率	平均单价
衬衫类	496.7	12.60%	434.62	-1.00%	441.12	12.00%	393.11	35.00%	290.39
T 恤类	468	2.03%	442.3	-4.00%	458.66	21.00%	380.58	22.00%	312.69
西装类	1174	13.41%	1056.8	2.00%	1035.3	47.00%	703.77	-22.00%	900.62
裤子	497.2	1.37%	452.41	-8.00%	490.5	50.00%	327.06	-7.00%	352.99
裘皮类	4811	10.80%	4738.86	9.00%	4342	43.00%	3038.05	27.00%	2384.04
棉褛	1026	7.30%	1112.77	16.00%	956.14	15.00%	828.79	1.00%	822.57
夹克风衣类	1068	11.55%	921.63	-4.00%	957.54	50.00%	637.38	4.00%	615.3
皮具	626.5	14.73%	578.53	6.00%	546.01	53.00%	356.14	-17.00%	430.66
综合	749.4	10.12%	709.05	4.00%	680.54	35.00%	503.06	15.00%	437.26

数据来源: 招股说明书

近年来，卡奴迪路T恤、裘皮类、夹克风衣产品的销售收入一直

保持较高的份额，2011年度，T恤、裘皮类、夹克风衣产品的销售收入占主营业务收入的比例分别为23.14%、21.04%和11.45%；同时裤子、衬衫和西装等主流品类也取得了较快发展，相关品类的销售收入占主营业务收入的比重逐年上升。

卡奴迪路的产品价格呈逐年上涨的态势，一方面在于产品成本的上涨，另一方面，2009年以后，随着公司品牌影响力的提升，为巩固和维护卡奴迪路（CANUDILO）品牌的高端形象，公司执行价格稳定政策，折扣促销减少。

但是鉴于2012年的不利经济形势，公司对产品结构进行调整，今年的秋冬订货会，产品的平均价格下降10%左右（非同一产品价格下降，而是通过增加低价产品比例实现）。

表 9：产品销量

产品类别 单位：万件	2011年		2011年度1-6月		2010年度		2009年度		2008年度
	销量	增长率	销售量	增长率	销量	增长率	销量	增长率	销售
衬衫类	6.95	21.78%	3.24		5.7	0.27	4.5	1.13	2.11
T恤类	22.8	27.06%	11.19		17.94	-0.04	18.72	0.19	15.68
西装类	3.03	27.76%	1.51		2.37	0	2.38	2.11	0.77
裤子	12.91	53.24%	6.62		8.42	-0.05	8.88	1.66	3.34
裘皮类	2.02	65.69%	1.02		1.22	0.09	1.12	0.98	0.56
棉褛	2.8	8.75%	1.46		2.57	-0.05	2.7	0.88	1.43
夹克风衣类	4.94	9.11%	2.7		4.53	0.05	4.32	0.4	3.1
皮具	3.31	42.40%	1.59		2.32	-0.18	2.83	0.39	2.04

数据来源：招股说明书

2009年、2010、2011年公司的综合毛利率逐年稳步提升，其主要原因在于：

（1）公司产品定价能力有效增强

一方面，公司通过创新的设计研发模式、与国际知名服饰设计机构合作、聘请意大利知名设计师担任设计顾问等措施，将国际高级男装的流行趋势与国内消费者的消费习惯、体型特点相结合，保证了公司产品设计相对领先。另一方面，公司始终坚持为消费者提供选材优良、制作精致的产品，以良好的产品品质，树立高端品牌形象。近年来，公司的品牌认同度和影响力不断提高，产品定价能力得到有效增强。

（2）节假日打折促销减少

2008年以前，公司处于品牌影响力提升期，较多的采用节假日打折等促销措施进行品牌推广，从而拉低了整体毛利率水平。

公司直营店毛利率水平总体高于加盟店毛利率水平，但2008年发行人的直营店毛利率水平低于加盟店，主要是因为：2009年以前，发行人处于品牌推广期，较多地通过直营店采用节假日打折等促销措施进行品牌推广，从而降低了直营店的毛利率；而加盟店采用买断式销售，其毛利率不受促销影响。2009年以后，随着公司品牌影响力的

提升，为巩固和维护卡奴迪路（CANUDILO）品牌的高端形象，减少了直营店的打折频率和幅度，直营店的毛利率水平相应大幅提高。

2008年~2010年，加盟店的综合毛利率总体呈上升趋势，但2009年相对上年小幅下降，主要原因在于：2009年，卡奴迪路为了扩大品牌影响力和销售网络覆盖范围，加大了在二、三线城市加盟店的拓展力度，以相对灵活的加盟政策吸引加盟商在新进入区域市场开设加盟店。由于卡奴迪路品牌定位相对高端，产品价格相对较高，为了提高对二、三线城市加盟商的吸引力，发行人对2009年新开加盟店推出了适当降低进货折扣措施，从而导致毛利率出现下降。由此，2009年的加盟门店数量得到相应的快速增长，与2008年相比增长率达到71.43%。

2011年，加盟店的毛利率下降较多，除上述所讲的2009年毛利率下降的相同原因外，2011年为加强终端控制力，将11家辐射能力强的一、二线城市加盟店转换成直营店，从而降低了公司加盟销售的整体毛利率水平。

表 10: 毛利率

毛利率	2011 年	2011 年 1-6 月	2010 年度	2009 年度	2008 年度
直营店	65.24%	63.24%	63.14%	60.00%	49.28%
加盟店	56.41%	60.43%	60.80%	51.55%	54.94%
合计	63.00%	62.71%	62.61%	57.96%	51.13%
产品系列	2011 年	2011 年 1-6 月	2010 年度	2009 年度	2008 年度
商旅系列	64.52%	63.08%	63.79%	59.44%	50.38%
假日系列	63.61%	68.83%	68.39%	58.14%	57.36%
代理产品	24.07%	31.64%	31.09%	30.39%	43.55%
合计	62.97%	62.71%	62.61%	57.96%	51.13%

数据来源：招股说明书

表 11: 高端男装毛利率比较

毛利率	2011-12-31	2011-06-30	2010-12-31	2009-12-31
利邦	80.68	80.75	77.15	73.58
长兴国际	65.36	66.93	64.22	60.6
卡奴迪路	63.00%	62.71%	62.61%	57.96%

数据来源：公司公告，上海证券

与同类公司相比，公司的毛利率水平略低，这与国内和香港公司的结算方式差异有一定的关系，从未来的趋势来看，公司的毛利率水平基本保持稳定。

表 12: 经营效率

门店	项目	2011年	2011年1-6月	2010年度	2009年度	2008年度
直营店	单店销售金额(万元)	196.58	117.59	197.72	176.33	162.83
	平效(万元/m ²)	2.23	1.3	2.09	2	1.7
加盟店	单店销售金额(万元)	82.11	34.53	73.83	94.13	121.7
	平效(万元/m ²)	0.81	0.33	0.62	0.72	1.44
综合	单店销售金额(万元)	145.1	80.66	143.42	145.56	146.63
	平效(万元/m ²)	1.54	0.83	1.36	1.4	1.6
		2011年	2011年1-6月	2010年度	2009年度	2008年度
经营面积	直营	15454	13758	12508	9442	5763
	加盟	14496	12700	12228	8370	3289
	合计	29950	26458	24736	17812	9052
		2011年	2011年1-6月	2010年度	2009年度	2008年度
平均单店面积	直营	88.31	87	86	81	77
	加盟	101	101	100	100	67

数据来源: 招股说明书

公司核心竞争力及风险

公司的核心竞争能力主要体现在以下几个方面:

直营店管理能力

公司以直营店为主组织终端销售,截至2011年12月31日,公司拥有直营门店175家,销售人员达633人。公司在营销拓展中,通过设立助理店长、建立“大店长”负责制、营销中心督导制等制度,并将店长人才的培养、挖掘和储备情况作为营销管理部门的重要考核内容,建立起行之有效的店长培养机制,形成了店长人才梯队。

公司已建立了成熟的门店拓展与管理标准化体系,确保了公司门店的高效快速扩张。公司已积累了丰富实用的直营店拓展经验,形成一整套完善的门店拓展标准和流程,包括市场分析、门店选址、合作模式、环境设计、道具设计、结算体系等各个方面。

2008年以来,公司门店数量的年均复合增长率为36.88%,其中直营店的年均复合增长率为32.63%,加盟店的年均复合增长率为42.90%。

核心人员的稳定

公司拥有经验丰富的高级服饰零售管理团队。公司的高级管理人员均长期从事高级男装服饰品牌零售及相关行业,其中董事长林永飞先生具有超过20年的服饰零售及品牌运营业务管理经验,对高级男装服饰行业有着深刻的体验和认知。

公司核心管理层保持了开放性的管理思维,在公司发展的不同阶段,引入相适应的管理人才,高级管理人员和核心人员都具有丰富

的高级服饰及零售行业的管理经验，相关工作经历均在十年以上，年龄结构合理。

和国际品牌的合作

截至2011年12月31日，公司依托丰富的渠道资源和优秀的品牌管理能力，已与巴利（BALLY）、万星威（MUNSINGWEAR）、新秀丽（Samsonite）、美旅（American Tourister）等国际知名品牌建立了良好的合作关系。国际一线品牌拥有完整的品牌管理、供应链管理体系和终端控制机制，公司通过与其合作，可以吸收先进管理经验，提升自身的品牌运营能力。

营销网络优势

卡奴迪路门店选址主要定位于经济发达城市的核心商圈，营销网络覆盖国内大中城市及港澳地区的高级百货、高档购物中心、主要机场和五星级酒店。目前，卡奴迪路已成为国内少数拥有完整覆盖一线城市高端核心零售商圈的高级男装服饰品牌零售商之一。卡奴迪路与包括仁和春天百货、王府井百货、新世界百货、上海百联、广州友谊、湖南友谊阿波罗、卓展集团、银泰百货、深圳万象城、南京金鹰、巴黎春天等在内的标志性高端连锁百货建立了稳定的长期合作关系，

风险因素

竞争加剧

国内服装品牌零售业是一个充分竞争的行业，目前高级男装市场品牌集中度相对较低，各品牌之间的竞争较为激烈。若本公司未来不能进一步提高产品市场份额，将对本公司品牌提升和持续增长等产生不利影响。

依赖高端零售渠道的风险

公司拥有优质的高端零售渠道是近年来业绩快速增长的重要因素之一。尽管本公司多年来在高端零售商圈的经营情况良好，且多年来一直同各商场保持着良好合作关系，但若商场合同到期后，合同不能续签或在分成比例、面积、位置等方面未能取得与前期同等条件，将对本公司营业收入和利润产生不利影响。

连锁店扩张带来的管理风险

虽然公司积累了丰富的门店拓展和管理经验、以及优质的渠道资源，建立了完善的人才培养机制，具备较强的门店异地复制能力，但如果本公司在营销网络发展过程中出现不能培养或招聘到足够数量的合格管理人员和营销人员、不能寻觅到合适的新开店地点等情况，公司营销网络的发展将难以达到预期经营效益。

四、财务状况分析

盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

公司的毛利率水平与同行相比处于高位，主要原因在于两个方面：1、公司产品定位于高档男装；2、公司的直营比例在同类公司中占比最高。

公司毛利率水平与香港上市的同类相比相差较多，其中一个主要原因在于香港和国内的会计核算方式有一定差距。

表 13: 可比公司盈利能力比较

证券代码	简称	毛利率				净利率			
		08Y	09Y	10Y	11Y	08Y	09Y	10Y	11Y
601566	九牧王	47.34	47.90	55.56	55.65	16.04	18.38	21.52	22.94
002029	七匹狼	33.95	38.35	41.60	41.19	9.94	10.93	13.15	14.20
002154	报喜鸟	48.69	51.13	54.19	58.87	13.12	16.94	19.29	17.73
002612	朗姿股份	50.82	54.47	56.71	59.96	33.29	29.19	27.21	24.95
0238.hk	长兴国际	0.00	60.60	64.22	65.36	0.00	25.65	25.49	25.09
0891.hk	利邦	0.00	73.58	77.15	80.68	0.00	11.42	16.95	19.68
	平均	30.13	54.34	58.24	60.29	12.07	18.75	20.60	20.76
002656	卡奴迪路	51.19	57.96	62.62	62.98	13.04	16.12	19.34	23.70

数据来源: wind, 上海证券整理

从增长情况来看,公司的销售收入增长较为迅猛,高于同业水平,公司近两年销售收入的增长主要来自于营销网络的扩张,以及公司产品价格的大幅提升。

表 14: 增长情况

证券代码	简称	净利润增长率				收入增长率			
		08Y	09Y	10Y	11Y	08Y	09Y	10Y	11Y
601566.00	九牧王	0.00	33.39	39.79	43.73	0.00	14.13	19.30	34.78
2029.00	七匹狼	72.50	33.27	38.87	45.61	88.56	20.24	10.59	32.89
2154.00	报喜鸟	48.20	50.51	31.29	51.66	100.22	16.41	15.19	61.23
2612.00	朗姿股份	0.00	65.71	97.63	69.25	0.00	38.80	80.95	49.56
0238.hk	长兴国际	0.00	73.48	45.83	24.23	0.00	20.15	46.73	26.21
0891.hk	利邦	0.00	54.58	81.38	50.51	0.00	7.64	22.26	29.63
	平均	24.14	51.82	55.80	47.50	31.46	19.56	32.50	39.05
2656.00	卡奴迪路	20.44	35.59	39.45	43.37	0.00	71.27	35.42	36.91

数据来源: wind, 上海证券整理

公司的应收账款周转率和行业平均水平差不多,与其业务结果最类似的九牧王相比,公司的应收账款周转略低,主要是因为公司的直营占比更高。公司存货周转率低于行业平均水平主要原因在于:

同行业其他公司大多采取买断式特许加盟为主组织终端销售,销售备货由加盟商承担,自身存货余额相对较低。品牌定位高端,单位产品成本相对较高,相同数量的备货,存货金额相对较高;同时定位相对高端的男装品牌,其产品企划、产品设计准备期较长,通常每年举办春夏、秋冬两次订货会,从而导致存货的备货周期相对较长,周转较慢。

表 15 可比上市公司营运能力比较 (单位: 次)

证券代码	简称	应收帐款周转率	应收帐款	应收帐	应收帐	存货周转	存货周转率	存货周	存货周转
		08Y	09Y	10Y	11Y	08Y	09Y	10Y	11Y
601566	九牧王	20.18	18.49	19.85	22.96	1.75	2.08	1.90	1.71
002029	七匹狼	21.19	11.14	7.80	8.84	3.09	3.47	3.68	3.31
002154	报喜鸟	9.41	9.01	6.51	4.13	2.39	1.80	1.74	1.91
002612	朗姿股份	9.56	17.01	27.90	19.54	4.40	2.77	2.65	1.79
0238.hk	长兴国际	0.00	0.00	0.00	5.24	0.00	0.00	0.00	1.45
0891.hk	利邦	0.00	0.00	0.00	4.56		0.98	1.14	0.85
	平均	12.07	9.27	10.34	10.88	2.33	1.85	1.85	1.84
002656	卡奴迪路	9.03	14.99	15.59	13.05	1.00	1.40	1.40	1.38

数据来源: wind, 上海证券整理

五、估值及定价分析

国内/国际同类公司的比较

根据国内、香港可比公司2011年实际每股收益和2012年预测每股收益, 它们目前股价的平均市盈率为22倍和17倍。

表 相对估值比较

证券代码	简称	股价	EPS09A	EPS10A	EPS11A	EPS12E	09PE	10PE	11PE	12PE
601566	九牧王	24.850	0.57	0.80	0.89	1.18	44	31	28	21
002029	七匹狼	24.980	0.72	1.00	1.42	1.29	35	25	18	19
002154	报喜鸟	12.580	0.74	0.83	0.59	0.83	34	15	21	15
002612	朗姿股份	38.010	1.57	0.83	1.04	1.51	16	46	37	25
0238.hk	长兴国际	1.880	0.00	0.27	0.24	0.29		7	8	6
0891.hk	利邦	6.200	0.16	0.21	0.30	0.38	155	30	21	16
	平均	20.46	0.63	0.66	0.75	0.91	57	26	22	17

数据来源: wind, 上海证券整理

六、投资建议:

高端男装作为未来几年发展增速较快的细分板块, 行业本身的发展具有吸引力, 另一方面, 公司在直营店建设和管理上具有独到优势, 使得公司能够取得优于行业水平的发展。我们预计2012-2014年的EPS分别为: 1.58、2.1、2.64, 增长率分别为44%、33%、25%。给予公司“跑赢大市”的评级。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	461	606	820	1014
年增长率 (%)	37%	31%	35%	24%
归属于母公司的净利润	109	158	210	264
年增长率 (%)	68%	44%	33%	25%
每股收益 (元)	1.09	1.58	2.10	2.64
PER (X)	37.21	25.77	19.34	15.44

注: 总股本为 100 百万股计算 数据来源: 天软, 上海证券

现金流量表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	189	139	134	137	营业收入	461	606	820	1014
净利润	109	108	141	139	营业成本	324	406	530	640
短期借款	49	47	74	69	营业税金及附加	47.8%	22.2%	23.3%	23.2%
应付账款	13	-17	-23	-29	营业利润率 (%)	21.3%	15.2%	12.5%	10.7%
预收账款	64	58	78	94	管理费用	1.33	4.04	3.88	3.93
营运资金变动	148	172	253	278	销售费用	1.29	3.49	3.17	3.24
其他经营活动	0	0	0	0	资产减值损失	2	1	2	2
流	-3	4	3	-0	营业外收入	2	1	2	2
筹资活动现金流	188	152	168	249	营业外支出	0	0	0	0
短期借款	38	40	40	40	投资收益	0	0	0	0
长期借款	22	64	109	139	公允价值变动	0	0	0	0
其他筹资活动	54	54	54	54	其他收益	0	0	0	0
流	0	0	0	0	其他损失	0	0	0	0
筹资活动现金流	188	664	42	39	其他综合收益	0	0	0	0
资产总计	587	1446	1742	2081	其他非流动资产	0	0	0	0
短期借款	279	321	406	482	其他非流动负债	0	0	0	0
长期借款	68	49	59	52	其他非流动资产	0	0	0	0
应付账款	39	35	64	79	其他非流动负债	0	0	0	0
预收账款	188	625	299	359	其他非流动负债	0	0	0	0
非筹资活动	2	0	0	0	其他非流动负债	0	0	0	0
长期借款	-4	18	21	28	其他非流动负债	0	0	0	0
现金净增加额	87	794	109	259	其他非流动负债	0	0	0	0
债	2	0	0	0	其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	280	320	406	482	其他非流动负债	0	0	0	0
重要财务指标	0	0	0	0	其他非流动负债	0	0	0	0
主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	其他非流动负债	0	0	0	0
营业收入	461	606	820	1014	其他非流动负债	0	0	0	0
营业利润率 (%)	37.2%	31.7%	35.9%	24.9%	其他非流动负债	0	0	0	0
归属于母公司净利润	306	1126	1336	1599	其他非流动负债	0	0	0	0
负债和股东权益	389	1428	1742	2081	其他非流动负债	0	0	0	0
净利润同比 (%)	68%	44%	33%	25%	其他非流动负债	0	0	0	0

毛利率(%)	63.0%	62.9%	63.1%	63.0%
ROE(%)	35.7%	14.0%	15.8%	16.5%
每股收益(元)	1.09	1.58	2.10	2.64
P/E	37.21	25.77	19.34	15.44
P/B	13.28	3.62	3.05	2.54
EV/EBITDA	27	20	15	12

分析师承诺

分析师 张凤展

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大势	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大势同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大势	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。