

卡奴迪路 (002656.SZ)

服装行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

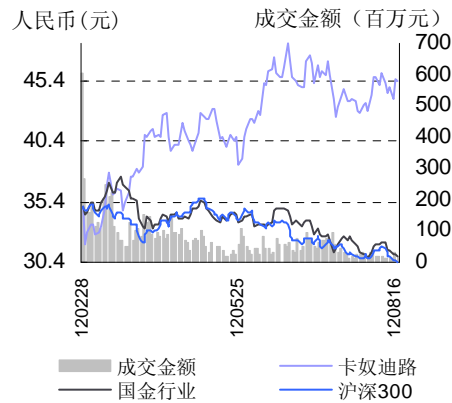
市价(人民币): 45.42元

业绩高速增长

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	25.00
总市值(百万元)	45.42
年内股价最高最低(元)	48.52/27.80
沪深300指数	2313.48
中小板指数	4959.70



相关报告

- 《新增店铺的运营效率更为关键》，2012.6.25
- 《公司的竞争优势在于产品及渠道资源》，2012.2.13

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

焦娟 联系人
(8621)61038269
jiaoj@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.869	1.458	1.628	2.052	2.535
每股净资产(元)	2.64	4.09	11.38	12.81	14.62
每股经营性现金流(元)	1.02	1.45	1.06	1.53	2.14
市盈率(倍)	N/A	N/A	27.90	22.13	17.92
行业优化市盈率(倍)	26.24	21.42	21.62	21.62	21.62
净利润增长率(%)	62.45%	67.72%	48.89%	26.05%	23.50%
净资产收益率(%)	32.97%	35.68%	14.30%	16.03%	17.34%
总股本(百万股)	75.00	75.00	100.00	100.00	100.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- **2012年中报情况:** 公司上半年实现营业总收入、营业利润、利润总额、净利润、经营活动产生的现金流量净额、EPS 分别为 2.86 亿元、1.03 亿元、1.04 亿元、7692 万元、-5588 万元、0.84 元, 分别同比增长 29.49%、52.06%、52.24%、51.65%、-425.89%、23.53%。

经营分析

- **外延扩张、净利率提升, 使得公司业绩大幅增长:** 1) 公司致力于核心商圈的渠道网络建设, 上市融资为新建渠道带来资金实力, 公司上半年分别新增直营、加盟门店 30 家、16 家至 205 家、159 家, 巩固了公司在国内中高端男装品牌中的渠道资源优势 and 竞争力; 2) 公司上市后, 加大了对卡奴迪路品牌美誉度的推广力度, 提升终端店铺的环境形象以提高品牌在终端的表现力, 受益于品牌形象的提升, 毛利率同比提升 3.72 个百分点至 66.43%; 3) 三项费用率同比下降 2.64 个百分点至 27.85%, 其中销售、管理、财务费用率分别下降-0.99、1.07、2.55%个百分点。
- **消费疲软的大环境下, 外延式扩张快速推进的同时, 财务指标恶化:** 1) 应收账款同比增长 176%至 7994 万元, 较年初增长 79.3%; 应收账款周转次数同比下降 28.91 至 9.68; 2) 存货额同比增长 56%至 1.57 亿元, 较年初增长 7.5% (考虑到年底存货以冬装为主、春装为辅, 而中期存货基本为夏秋装, 由于不同服装成本差距非常大, 实际存货增长很快); 存货周转次数下降至 1.43; 3) 受应付票据使用减少 (较年初下降 44.2%)、对加盟商信用扶持力度加大的影响, 经营活动产生的现金流量净额为-5588 万元, 同比下降 425.89%。

盈利预测及投资建议

- 卡奴迪路主要利用上市募集资金进行规模扩张实现净利润增长, 预计公司 2012-2014 年分别实现归属于母公司净利润分别为 1.63 亿、2.05 亿、2.53 亿元, 分别同比增 48.89%、26.1%、23.5%, 对应 EPS 分别为 1.628 元、2.052 元、2.535 元。
- 我们认为高端品牌的发展更多需要依赖内生增长, 更多强调新建店铺的盈利能力, 即成功率而不是扩张速度, 需要增加目标消费群体的忠诚度, 从而提高品牌形象, 推升业绩。因此, 我们担心公司终端运营效率存在不达预期的风险, 担心财务指标继续恶化。

图表1: 销售预测

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
直营					
销售收入 (百万元)	260.99	344.02	450.00	560.00	680.00
增长率 (YOY)		31.81%	30.81%	24.44%	21.43%
毛利率	63.14%	65.24%	69.00%	71.00%	73.00%
销售成本 (百万元)	96.19	119.58	139.50	162.40	183.60
增长率 (YOY)		24.31%	16.66%	16.42%	13.05%
毛利 (百万元)	164.80	224.44	310.50	397.60	496.40
增长率 (YOY)	#REF!	36.19%	38.34%	28.05%	24.85%
占总销售额比重	77.44%	74.55%	75.00%	75.68%	76.40%
占主营业务利润比重	78.09%	77.24%	78.41%	79.49%	80.57%
加盟					
销售收入 (百万元)	76.05	117.42	150.00	180.00	210.00
增长率 (YOY)		54.41%	27.74%	20.00%	16.67%
毛利率	60.80%	56.33%	57.00%	57.00%	57.00%
销售成本 (百万元)	29.81	51.28	64.50	77.40	90.30
增长率 (YOY)		72.01%	25.77%	20.00%	16.67%
毛利 (百万元)	46.23	66.14	85.50	102.60	119.70
增长率 (YOY)		43.06%	29.27%	20.00%	16.67%
占总销售额比重	22.56%	25.45%	25.00%	24.32%	23.60%
占主营业务利润比重	21.91%	22.76%	21.59%	20.51%	19.43%
销售总收入 (百万元)	337.04	461.44	600.00	740.00	890.00
销售总成本 (百万元)	126.00	170.86	204.00	239.80	273.90
毛利 (百万元)	211.04	290.58	396.00	500.20	616.10
平均毛利率	62.61%	62.97%	66.00%	67.59%	69.22%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	249	337	461	600	740	890	货币资金	115	127	214	839	795	800
增长率		35.4%	36.9%	30.0%	23.3%	20.3%	应收款项	25	34	58	115	176	229
主营业务成本	-105	-126	-171	-204	-240	-274	存货	78	102	146	157	191	225
%销售收入	42.0%	37.4%	37.0%	34.0%	32.4%	30.8%	其他流动资产	23	29	64	73	86	98
毛利	144	211	291	396	500	616	流动资产	242	293	482	1,184	1,249	1,352
%销售收入	58.0%	62.6%	63.0%	66.0%	67.6%	69.2%	%总资产	85.8%	76.0%	82.1%	83.7%	77.3%	72.9%
营业税金及附加	-2	-3	-5	-6	-8	-9	长期投资	0	0	0	101	200	300
%销售收入	0.8%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	21	23	31	79	122	162
营业费用	-63	-91	-106	-138	-170	-205	%总资产	7.6%	6.1%	5.3%	5.6%	7.5%	8.7%
%销售收入	25.4%	27.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	无形资产	18	68	72	48	43	39
管理费用	-23	-27	-33	-39	-48	-58	非流动资产	40	92	105	230	367	503
%销售收入	9.3%	8.1%	7.1%	6.5%	6.5%	6.5%	%总资产	14.2%	24.0%	17.9%	16.3%	22.7%	27.1%
息税前利润 (EBIT)	56	90	147	213	274	344	资产总计	282	385	587	1,414	1,616	1,855
%销售收入	22.5%	26.8%	31.9%	35.5%	37.1%	38.7%	短期借款	33	40	60	0	0	3
财务费用	-2	-3	-2	11	13	13	应付款项	104	128	189	190	225	260
%销售收入	0.7%	0.7%	0.5%	-1.8%	-1.7%	-1.5%	其他流动负债	12	19	30	86	111	129
资产减值损失	-1	-1	-2	-7	-13	-20	流动负债	149	187	279	276	336	392
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	1	2	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	149	187	280	276	336	393
营业利润	54	87	143	217	274	338	普通股股东权益	133	198	306	1,138	1,281	1,462
营业利润率	21.5%	25.8%	31.0%	36.2%	37.0%	38.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	1	4	0	0	0	负债股东权益合计	282	385	587	1,414	1,616	1,855
税前利润	54	88	147	217	274	338	比率分析						
利润率	21.5%	26.0%	31.8%	36.2%	37.0%	38.0%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-13	-23	-38	-54	-68	-84	每股指标						
所得税率	25.1%	25.7%	25.5%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.535	0.869	1.458	1.628	2.052	2.535
净利润	40	65	109	163	205	253	每股净资产	1.771	2.637	4.087	11.384	12.806	14.621
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.644	1.017	1.450	1.062	1.526	2.141
归属于母公司的净利润	40	65	109	163	205	253	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.470	0.630	0.720
净利率	16.1%	19.3%	23.7%	27.1%	27.7%	28.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	30.22%	32.97%	35.68%	14.30%	16.03%	17.34%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	14.25%	16.93%	18.63%	11.51%	12.70%	13.67%
净利润	40	65	109	163	205	253	投入资本收益率	25.33%	28.12%	29.77%	14.02%	16.06%	17.62%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	13	21	19	15	25	34	主营业务收入增长率	71.27%	35.42%	36.91%	30.02%	23.33%	20.27%
非经营收益	2	3	2	1	0	0	EBIT增长率	89.89%	60.99%	63.22%	44.54%	28.88%	25.56%
营运资金变动	-7	-13	-24	-73	-78	-74	净利润增长率	111.79%	62.45%	67.72%	48.89%	26.05%	23.50%
经营活动现金净流	48	76	108	106	153	214	总资产增长率	33.93%	36.70%	52.43%	140.88%	14.32%	14.74%
资本开支	-19	-68	-38	-34	-49	-50	资产管理能力						
投资	0	0	0	-101	-100	-100	应收账款周转天数	24.4	23.4	28.0	60.0	80.0	90.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	261.0	261.5	265.4	290.0	310.0	330.0
投资活动现金净流	-19	-68	-38	-135	-149	-150	应付账款周转天数	127.2	93.8	64.8	50.0	50.0	50.0
股权募资	0	0	0	715	0	0	固定资产周转天数	30.2	23.9	17.6	41.9	55.3	62.3
债权募资	13	7	20	-60	0	4	偿债能力						
其他	-2	-3	-4	-1	-47	-63	净负债/股东权益	-61.60%	-43.91%	-50.09%	-73.66%	-62.10%	-54.46%
筹资活动现金净流	11	4	16	654	-47	-59	EBIT利息保障倍数	32.1	35.8	62.1	-19.2	-21.3	-26.3
现金净流量	41	11	85	625	-43	5	资产负债率	52.85%	48.64%	47.78%	19.49%	20.77%	21.17%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	5	11
增持	0	3	4	8	20
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.75	1.70	1.65	1.65

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-06-25	增持	45.72	50.47 ~ 50.47

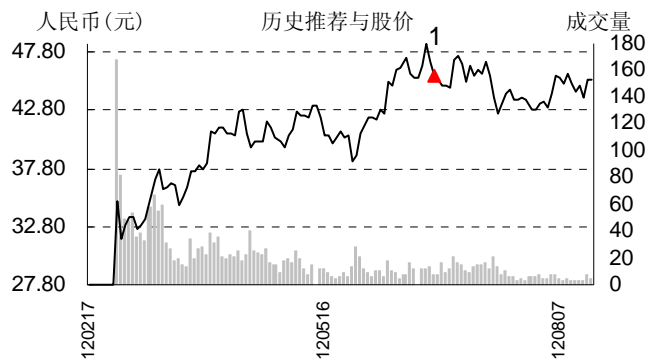
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B