

评级: 强烈推荐(维持)

纺织服装

公司季报点评

证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003

电话: 0755-82485024

邮件: lvlihua@fcsc.cn

卡奴迪路(002656): 前三季度净利增逾六成**事件:**

公司今日披露 2012 年三季报, 1-9 月实现营业收入 3.95 亿元, 同比增长 38.27%; 归属于上市公司股东的净利润 9332.51 万元, 同比增长 61.78%; 每股收益 0.99 元。

同时, 公司预计 2012 年归属于上市公司股东的净利润变动幅度为 40%~60%, 变动区间为 1.53 亿元~1.75 亿元。

点评:

- **业绩表现优异, 三季度最为突出:** 公司前三季度业绩表现良好, 分单季度分析, 一、二、三季度的营业收入增速分别为 36.48%、20.67%、68.15%, 归属于上市公司股东的净利润增速分别为 53.38%、47.64%、135.56%。我们认为主要得益于终端零售规模的扩大和精细化管理的提升, 前三季度, 公司新增店铺 89 家, 其中直营店 54 家、加盟店 35 家; 截止 2012 年 9 月 30 日, 共有店铺数量 407 家, 其中, 直营店 229 家、加盟店 178 家。除了终端销售网络铺建外, 公司于今年建立了以设计、生产、销售、装修、推广五部合力的联动机制, 通过对品牌与文化、品牌与品质、客户与气质、渠道与体验的相互关系的精准把握, 提高公司品牌在终端的表现力, 促使同店增长约 6%, 虽然低于往年约 10%的水平, 但我们认为主要受行业景气持续低迷之影响。
- **毛利率大幅提升 4.47 个百分点, 单季逐步走高:** 1-9 月毛利率为 67.43%, 较去年同期提高了 4.47 个百分点。分单季度看, 一、二、三季度的毛利率分别为 66%、67.05%、70.07%。毛利率上升态势反映了公司供应链效率的不断提升。
- **期间费用率趋于下降, 财务费用率下降 2.98 个百分点:** 1-9 月期间费用率 33.38%, 同比下降 1.95 个百分点, 显示了公司内控力依旧良好。从期间费用率的构成看, 销售费用率同比增长 1.61 个百分点至 27.89%; 管理费用率同比下降 0.56 个百分点至 7.94%; 财务费用率同比下降 2.98 个百分点至 -2.44%。
- **规模扩大及信用政策调整, 导致应收账款较年初增长 108.06%:** 2012 年 1-9 月, 因公司经营规模扩大, 收入增加, 以及对加盟商的信用政策进行调整, 增加优质加盟商的信用额度(采购额 300 万元以上)及延长信用期间(由原 3 个月延长至 6 个月), 导致报告期末应收账款达 9278.54 万元, 较年初增长 108.06%; 应收账款周转率由年初 13.05 次下降至报告期末的 4.59 次。
- **备货量增加及秋冬新品入库, 导致存货同比增长 73.15%:** 由于报告期内直营门店数量增加, 备货量增加以及 2012 年秋冬货品基本入库, 导致报告期末库存达 2.53 亿元, 较年初增长 73.15%; 存货周转率由年初的 1.38 次下降至报告期末的 0.63 次。虽然公司存货增加, 但直营终端售罄率仍维持 70%的历史水平。
- **信用额度及信用期延长, 影响经营活动净现金流同比下降 500.81%:** 报告期内经营活动



净现金流为-7195.49万元，而去年同期为1795.25万元，主要原因是本期公司减少应付票据的使用，以及公司调整对加盟商信用政策，增加了信用额度及延长信用期间，导致经营活动现金流入相对减少。分季度看，经营净现金流虽仍为负值，但显示逐季好转趋势，（经营活动净现金流/营业收入）的一、二、三季度依次为-22.16%、-15.82%、-14.74%。

- **一线品牌国际代理业务稳步扩张：**公司目前拥有包括巴利（BALLY）、万星威（MUNSINGWEAR）、新秀丽（Samsonite）、美旅（American Tourister）等国际一线品牌的服饰、箱包和皮具的代理销售业务。今日公司又公告拟投资1600万元收购杭州恒福51%股权，杭州恒福主营品牌经营代理，目前已开设9家国际品牌代理店，代理Paul&Shark（保鲨）、Lubiam（鲁彼昂姆）、Renoma（瑞诺玛/雷诺玛）等三个国际知名服饰品牌在部分区域的销售代理。该项目的实施，不仅有利于公司吸引国际先进的品牌管理经验，提升品牌运营能力，又有助于通过参与国际品牌终端维护，提升公司品牌终端形象的国际化水平。
- **维持“强烈推荐”评级：**基于前三季度业绩表现及2013年春夏订货会情况（2013年春夏订货额增速约25%~26%），维持2012~2014年EPS分别为1.66元、2.25元、2.86元，当前股价对应下的2012年、2013年PE分别为25倍、18倍。虽然估值略高，但鉴于公司品牌影响力和知名度不断提升，渠道资源优势显著，跨区域精细化管理效率亦不断提强，预计未来业绩仍将保持快速增长。
- **风险提示：**终端消费继续下滑、品牌竞争加剧、库存积压风险。



资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	482	1339	1630	1986
现金	214	979	1162	1405
应收账款	45	66	87	109
其他应收款	13	20	26	33
预付账款	64	72	93	115
存货	146	202	262	325
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	105	115	123	132
长期投资	0	0	0	0
固定资产	22	30	36	40
无形资产	54	54	55	55
其他非流动资产	29	30	33	37
资产总计	587	1453	1753	2118
流动负债	279	318	393	472
短期借款	60	30	30	30
应付账款	31	43	56	69
其他流动负债	188	245	307	373
非流动负债	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	2	2	2	2
负债合计	280	320	395	473
少数股东权益	0	0	0	0
股本	75	100	100	100
资本公积	11	646	646	646
留存收益	222	388	613	899
归属母公司股东权益	306	1133	1358	1645
负债和股东权益	587	1453	1753	2118

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	109	139	181	239
净利润	109	166	225	286
折旧摊销	0	1	2	2
财务费用	2	-2	-7	-9
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-26	-39	-41
其他经营现金流	-3	-0	0	0
投资活动现金流	-38	-6	-6	-6
资本支出	38	5	5	5
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	-1	-1	-1
筹资活动现金流	16	633	7	9
短期借款	20	-30	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	25	0	0
资本公积增加	0	635	0	0
其他筹资现金流	-4	2	7	9
现金净增加额	87	766	183	243

资料来源:天软估值模型、第一创业证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	461	659	868	1090
营业成本	171	239	310	384
营业税金及附加	5	7	9	12
营业费用	106	152	200	251
管理费用	33	43	56	71
财务费用	2	-2	-7	-9
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	143	221	300	382
营业外收入	4	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	147	221	300	382
所得税	38	55	75	95
净利润	109	166	225	286
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	109	166	225	286
EBITDA	145	220	295	375
EPS (元)	1.46	1.66	2.25	2.86

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	36.9%	42.8%	31.7%	25.6%
营业利润	64.8%	54.7%	35.7%	27.2%
归属于母公司净利润	67.7%	51.79%	35.66%	27.22%
获利能力				
毛利率(%)	63.0%	63.8%	64.3%	64.8%
净利率(%)	23.7%	25.2%	26.0%	26.3%
ROE(%)	35.7%	14.6%	16.6%	17.4%
ROIC(%)	62.9%	79.2%	86.2%	92.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	47.8%	22.0%	22.5%	22.4%
净负债比率(%)	21.39%	9.37%	7.60%	6.34%
流动比率	1.73	4.20	4.15	4.21
速动比率	1.20	3.57	3.48	3.52
营运能力				
总资产周转率	0.95	0.65	0.54	0.56
应收账款周转率	13	12	11	11
应付账款周转率	5.63	6.46	6.27	6.15
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.09	1.66	2.25	2.86
每股经营现金流(最新摊薄)	1.09	1.39	1.81	2.39
每股净资产(最新摊薄)	3.06	11.33	13.58	16.45
估值比率				
P/E	38.09	25.09	18.50	14.54
P/B	13.59	3.68	3.07	2.53
EV/EBITDA	28	18	14	11

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135