

单季度低基数导致业绩略超预期

——卡奴迪路（002656）2012年3季报点评

2012年10月18日

推荐/维持

卡奴迪路

财报点评

谭可
 纺织服装行业分析师
 010-6655 4011

执业证书编号：S1480510120013

事件：

公司今日公布2012年3季报，2012年1-9月公司实现营业收入3.95亿元，同比增长38.27%；归属于母公司的净利润为9333万元，同比增长61.78%；每股收益为0.99元。公司预计2012年全年归属于上市公司股东净利润同比增长幅度为40%~60%。

公司分季度财务指标

指标	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3
营业收入（百万元）	123.20	97.54	64.88	175.84	168.15	117.69	109.10
增长率（%）	-	-	-	-	36.48	20.67	68.15
毛利率（%）	64.38	60.58	63.85	62.99	66.00	67.05	70.07
期间费用率（%）	24.57	37.95	51.80	22.79	20.81	37.90	47.88
营业利润率（%）	37.95	21.75	11.32	38.51	42.94	26.47	20.41
净利润（百万元）	35.44	15.28	6.96	51.67	54.36	22.56	16.40
增长率（%）	-	-	-	-	53.38	47.64	135.56
每股盈利（季度，元）	0	0.68	-0.68	1.46	-1.46	0.00	0.00
资产负债率（%）	-	40.02	-	47.78	17.61	15.72	22.19
净资产收益率（%）	-	6.16	-	16.86	5.38	2.18	1.56
总资产收益率（%）	-	3.69	-	8.80	4.44	1.84	1.21

评论：

积极因素：

- **单季度基数较低导致收入增长超预期。**公司2011年第三季度收入仅为6488万元，基数较低，较当年第2季度环比下降33.48%，而2012年第3季度单季收入为10910万元，仅较2012年第2季度环比下降7.29%，并较去年第3季度同比大幅增长68.15%。
- **毛利率同比大幅提升。**公司2012年前三季度毛利率较去年同期大幅提升4.47个百分点至67.43%，分季度来看，公司第3季度毛利率高达70.07%，高于上半年66.43%的水平。
- **费用率显著同比下降。**受益于募集资金产生的利息收入大增，公司2012年前三季度三项费用率合计下降1.95个百分点，其中，销售费用率升1.61个百分点至27.89%，管理费用率和财务费用率同比显著下降0.55和2.99个百分点至7.94%和-2.44%。

消极因素:

- **公司存货增长较快，资产减值损失大增。**2012年第3季度末公司存货较上年度期末增长73.15%，主要原因是随着公司经营规模扩大，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所致。公司资产减值损失较上年同期增长839.26%，主要原因为本期末应收款项、其他应收款、存货增加，计提的坏账准备和存货跌价准备相应增加。
- **经营性净现金流同比大幅下降。**2012年1-3季度公司经营活动的现金流量净额比上年同期下降500.81%，主要原因是随着公司经营规模扩大，店铺增加致使备货成本和经营开支增加，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，经营活动现金流入相对减少，致使经营活动产生的现金流量净额减少。
- **2012年第3季度末公司应收账款较上年度期末增长108.06%。**主要原因是公司经营规模扩大，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及延长信用期间。

业务展望:

公司主要战略为“一、二线城市发展直营店、其他城市发展加盟店”，预计2012-2013年将分别新开80-90家店，其中2012年新开加盟店30-40家。

参照全国260个地级市、每个城市3个主力商圈的假设，公司全国覆盖的终端上限在600家，距离当前空间仍大。CANUDILO包括商旅、假日两大系列，按照上述对终端渠道容量的预测，两个终端容量为1200家。

多品牌方面，公司目前还是专注主品牌CANUDILO商旅、假日两大系列，代理的近10个品牌全国有7家店，均为单店授权模式，未来代理品牌的收入占比将由目前的4%左右提升至10%。

盈利预测

预计公司2012-2014年净利润分别为1.62、2.32和3.12亿元，同比增长47.71%、43.92%和34.40%。对应EPS分别为1.62、2.32和3.12元。

投资建议:

公司的亮点在于差异性定位，专注于奢侈大牌和国内大众男装品牌之间的细分领域，其定位顺应细分市场内国内消费力与品牌意识成熟度出现结构性不匹配。

公司当前规模尚小，粗略测算下的单品牌单系列的终端上限为600家，两个系列上限1200家，距离公司当前的规模还有3倍左右空间。

公司2012-2014年动态PE分别为25.78、17.92和13.33倍，目前男装板块整体估值水平18倍，公司当前的估值水平已经体现市场给予其高增长的溢价，作为A股品牌服装板块较为突出的高增长品种，值得长期跟踪，维持“推荐”评级。

风险提示:

人为因素导致公司发展战略出现大的调整。

表 1: 盈利预测关键指标 (2010A-2014E)

百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	337	461	643	847	1,078
(+/-)%	35.42%	36.91%	39.43%	31.60%	27.36%
经营利润 (EBIT)	89	145	213	303	409
(+/-)%	61.44%	62.78%	46.34%	42.33%	35.19%
净利润	65	109	162	232	312
(+/-)%	62.45%	67.72%	47.71%	43.92%	34.40%
每股净收益 (元)	0.87	1.46	1.62	2.32	3.12

资料来源: 东兴证券

表 2: 盈利预测表 (2010A-2014E)

利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	337.07	461.47	643.43	39.43%	846.77	31.60%	1,078.43	27.36%
营业成本	126.00	170.86	232.41	36.02%	299.28	28.77%	372.43	24.44%
营业费用	90.90	105.94	150.67	42.22%	187.29	24.31%	229.02	22.28%
管理费用	27.14	32.68	38.95	19.20%	46.64	19.74%	56.48	21.09%
财务费用	2.52	2.37	-2.60	N/A	-7.13	N/A	-7.19	N/A
投资收益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	86.80	143.03	215.37	50.58%	309.97	43.92%	416.58	34.40%
利润总额	87.78	146.86	215.37	46.65%	309.97	43.92%	416.58	34.40%
所得税	22.58	37.50	53.84	43.56%	77.49	43.92%	104.15	34.40%
净利润	65.20	109.35	161.53	47.71%	232.48	43.92%	312.44	34.40%
归属母公司所有者的净利润	65.20	109.35	161.53	47.71%	232.48	43.92%	312.44	34.40%
NOPLAT	66.35	108.27	159.58	47.40%	227.13	42.33%	307.04	35.19%
资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	126.84	213.51	725.64	239.86%	700.88	-3.41%	738.11	5.31%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	26.12	44.60	62.18	39.43%	81.83	31.60%	104.22	27.36%
预付款项	29.31	64.44	112.23	74.15%	173.76	54.83%	250.33	44.07%
存货	102.20	146.31	199.01	36.02%	256.27	28.77%	318.91	24.44%
流动资产合计	292.77	482.11	1,117.54	131.80%	1,237.07	10.70%	1,442.54	16.61%
非流动资产	92.31	104.86	252.81	141.09%	396.98	57.03%	529.15	33.30%
资产总计	385.08	586.97	1,370.34	133.46%	1,634.05	19.24%	1,971.70	20.66%
短期借款	40.00	60.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	29.77	30.90	41.46	34.16%	53.39	28.77%	66.44	24.44%
预收款项	27.52	50.98	83.69	64.16%	126.74	51.44%	181.56	43.26%

流动负债合计	186.78	278.67	300.95	8.00%	401.92	33.55%	520.87	29.59%
非流动负债	0.53	1.81	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	197.76	306.49	1,069.39	248.91%	1,232.13	15.22%	1,450.83	17.75%
净营运资本	105.99	203.45	816.59	301.38%	835.15	2.27%	921.68	10.36%
投入资本 IC	110.92	152.98	343.75	124.71%	531.24	54.54%	712.72	34.16%
现金表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	65.20	109.35	161.53	47.71%	232.48	43.92%	312.44	34.40%
折旧摊销	3.20	3.57	0.00	N/A	55.83	N/A	67.83	21.50%
净营运资金增加	13.26	97.46	613.14	529.14%	18.56	-96.97%	86.53	366.27%
经营活动产生现金流	76.26	108.78	170.27	56.53%	239.85	40.86%	323.77	34.98%
投资活动产生现金流	-68.34	-37.94	-202.00	N/A	-202.00	N/A	-200.00	N/A
融资活动产生现金流	4.30	16.21	543.85	3254.92%	-62.61	N/A	-86.54	N/A
现金净增(减)	12.22	87.05	512.12	488.28%	-24.76	N/A	37.23	N/A

资料来源：东兴证券

表 3：财务比率

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
盈利能力						
毛利率	57.96%	62.62%	62.98%	63.88%	64.66%	65.47%
营业利润率	21.53%	25.75%	30.99%	33.47%	36.61%	38.63%
净利率	16.12%	19.34%	23.70%	25.10%	27.45%	28.97%
净资产收益率	30.22%	32.97%	35.68%	15.10%	18.87%	21.54%
偿债能力						
流动比率	1.62	1.57	1.73	3.71	3.08	2.77
速动比率	1.10	1.02	1.21	3.05	2.44	2.16
资产负债率	52.85%	48.64%	47.78%	21.96%	24.60%	26.42%
成长能力						
营业收入增长率		35.42%	36.91%	39.43%	31.60%	27.36%
营业利润增长率		61.99%	64.78%	50.58%	43.92%	34.40%
净利润增长率		62.45%	67.72%	47.71%	43.92%	34.40%
净资产增长率		48.90%	54.98%	248.91%	15.22%	17.75%
营运能力						
应收帐款周转率		15.59	13.05	12.05	11.76	11.59
存货周转率		1.40	1.38	1.35	1.31	1.29
总资产周转率		1.01	0.95	0.66	0.56	0.60

资料来源：东兴证券

分析师简介

谭可

纺织服装行业研究员，2007年加盟东兴证券研究所，曾外派香港研究港股消费板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。