

评级: 强烈推荐(维持)

纺织服装

公司调研报告

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): 内生稳定、外延扩张、品牌代理、
高端定制, 共推业绩增长前景乐观****事件:**

日前, 我们再次调研卡奴迪路(002656), 就公司经营情况和相关人员进行了交流, 我们的投资观点如下:

点评:**● 规模尚小, 未来外延扩张空间大**

- 2012年前三季度, 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。
- 公司计划2012年、2013年每年新增店铺120家, 其中直营店90家; 而且, IPO募投项目186家(包括自有品牌直营店176家(商旅106家、假日70家)、代理品牌10家)亦将建设开毕。
- 我们认为, 就目前男装高端市场而言, 公司规模尚小, 未来外延仍存较大扩张空间, 仅预计商旅和假日该两个自有品牌的扩张空间就可达1200家之多。

● 澳门新张6店铺, 盈利前景乐观

- 公司于澳门目前有2家老店和6家新店。其中:
- 2家老店, 位于澳门威尼斯人酒店, 于2007年6月开业, 分别商旅和假日两个自有品牌; 单店租金约HK\$25万元/月, 合计HK\$50万元/月, 预计年收入约HK\$5500万元, 约折算¥4500万元, 按净利率20%测算的净利润约¥900万元。
- 6家新店, 位于威尼人金沙城中心, 于2012年9月22日试营业(正式开业预计为2012年11月11日); 该6家新店其实为一品牌集合店, 包括2家自有品牌店、1家新秀丽代理品牌店、1家化妆品店; 6家新店的面积达1200平米, 其中化妆品面积达400平米, 合计租金HK\$60万元/月, 预计2012年合计月销售收入约HK\$600万元左右, 按净利率20%测算的净利率约200~300万元; 目前金沙城的客流量仅1.6万人次, 而威尼斯人酒店的客流达7万人次, 预计随着客流量不断上升和人气聚集, 该6家新店的2013年销售收入合计约HK\$8000万元, 盈利前景乐观。
- 公司拟未来两年内再新增2500平米的品牌零售店, 其中包括新增化妆品800平米至1200平米, 预计到2014年其在金沙城中心的经营面积将达到3700平米。
- 金沙城中心则于2012年4月11日开幕, 其由希尔顿旗下的康莱德酒店和假日酒店、喜来登、瑞吉等四个高星品牌酒店及金沙广场组成, 计划有600家品牌零售店。

● 香港新张2店铺, 尚需较长培育期



- 公司原在香港设有终端门店，但于 2011 年 6 月到期歇业。目前重张 2 新店位于汉口道步行街，于 2012 年国庆节期开业，2 家新店的经营面积约 250 平米，合计租金 HK\$ 100 万元，目前合计收入约 HK\$ 50 万元、60 万元；由于目前周边的部分品牌零售店尚未开业，人气不旺，预计 2012 年、2013 年将亏损约 HK\$ 100 万元、200 万元。
- **代理业务稳步扩张，盈利贡献将上升**
 - 公司于 2012 年 10 月 19 日公告其子公司边卡悦圆以 1600 万元对杭州恒福进行股权收购及增资扩股，持股比例 51%。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；至年底前，其将再新增 1 家意大利品牌代理店 LUBIAM（鲁彼昂姆），预计 2013 年杭州恒福的品牌代理店将达到 20 家左右。由于杭州恒福在 2012 年并表仅两个月，预计收入贡献约 500~600 万元；而至 2013 年，受规模扩大及资源共享，乐观预计收入约 7000 万元，净利率约 13%~14%。
 - 在介入杭州恒福之前，公司还拥有包括巴利（BALLY）、万星威（MUNSINGWEAR）、新秀丽（Samsonite）、美旅（American Tourister）、菲拉格慕（Ferragamo）等国际一线品牌的服饰、箱包和皮具的代理销售业务。其中，巴利和菲拉格慕均属于单店授权代理，都位于白云机场，单店销售额可达 1200 万元/年、2000 万元/年。
 - 2011 年，公司的代理业务的收入贡献 1540 万元，占比 3.34%；2012 年，原代理业务加上新增杭州恒福的贡献，预计收入占比将提至 5.5%左右；2013 年，受益于规模扩大和渠道资源共享效应，国内代理业务的销售收入或将达 1 亿元，收入占比会提升到 10%；2014 年收入占比有望达到 15%。
- **定制业务即将开启，新增利润增长点**
 - 目前公司的定制业务的团队已组建完毕，预计 2013 年正式运作，初期主要覆盖新疆、四川、湖南、湖北、山西这些销售业绩较好的区域。
 - 公司定制服装定位于高端市场，目标客户主要为金融、证券、基金、移动、电力等收入较高群体，定制价格基本与加盟商的订货价相同。
 - 乐观预计 2013 年定制业务实现销售收入约 5000 万元，毛利率约 60%左右。
- **维持毛利率稳升，费用率趋降态势**
 - 2012 年 3~8 月，公司同店增长约 6%，售罄率约 65%，终端折扣 7 折左右，较往年同期的同店增长 10%、售罄率 70%以上、终端折扣 7 折以上，均有所下滑，反映了经济疲软影响终端消费乏力。而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，一定程度上减缓同店增长和售罄率的下滑速度。
 - 2012 年 1~9 月，综合毛利率为 67.43%，较去年同期提高了 4.47 个百分点。分单季度看，第一、二、第三季度的毛利率分别为 66%、67.05%、70.07%，逐季走高；预计随着供应链效率的不断提升，毛利率维持稳中有升态势。
 - 2012 年 1~9 月，期间费用率 33.38%，同比下降 1.95 个 PCT；其中，管理费用率同比下降 0.56 个 PCT 至 7.94%，显示了公司内控力依旧良好，未来仍将延续该态势。
- **短期内现金流将回归正值，存货控制依旧**
 - 2012 年 1~9 月，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



原因是公司减少应付票据的使用，以及增加了加盟商的信用额度及延长信用期间。从单季度数值看，经营活动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）的第一、二、三季度依次为-22.16%、-15.82%、-14.74%。我们预计四季度经营活动净现金流将有所好转，或达 1 亿元左右，主要正向影响因素为新增销售收入及回款的贡献。

- 由于 9 月份备货量增加和秋冬货品入库，供应商货款全额支付，但加盟商回款尚在途中，导致 9 月末的库存达 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。我们认为这主要是季节性因素的影响，公司的存货管理能力依然较强。

● 维持“强烈推荐”评级

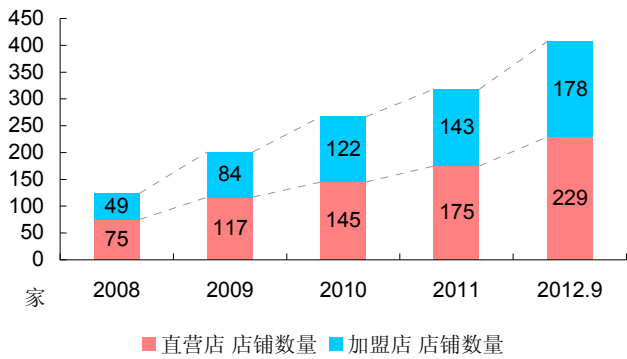
- 调整 2012~2014 年 EPS 预测分别为 1.65 元、2.21 元、2.80 元，当前股价对应下的 2012 年、2013 年 PE 分别为 23.5 倍、17.6 倍。虑及公司拥有高端渠道的资源优势及较强的终端掌控力、跨区域精细化管理效率；且代理品牌的盈利前景非常乐观，加之高端定制业务再添业绩增长亮点，未来维持业绩快速增长的确定性较强，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示

- 终端消费继续下滑、品牌竞争加剧、库存积压风险。

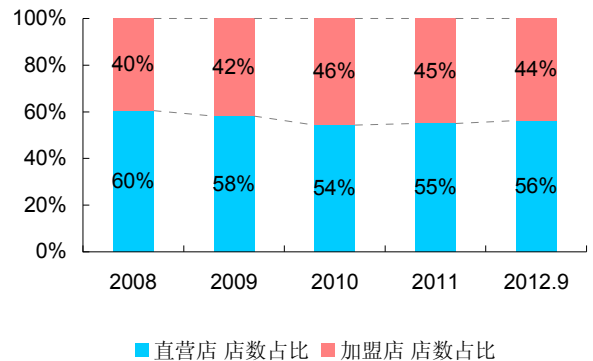


图 1: 直营店和加盟店数量变化



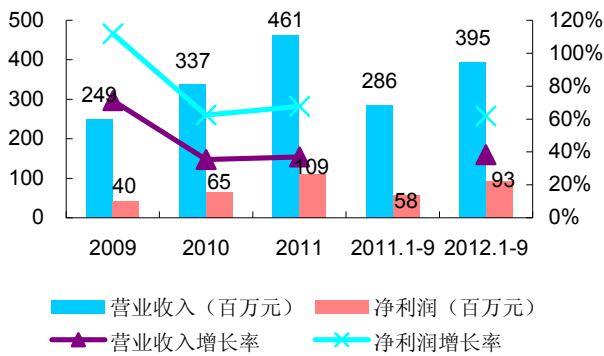
资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所

图 2: 直营店和加盟店的数量占比变化



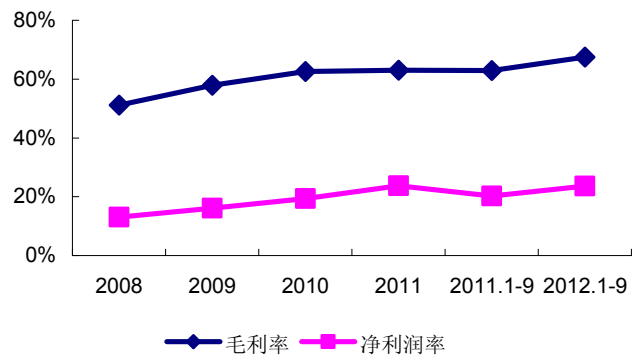
资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所

图 3: 营业收入及净利润表现



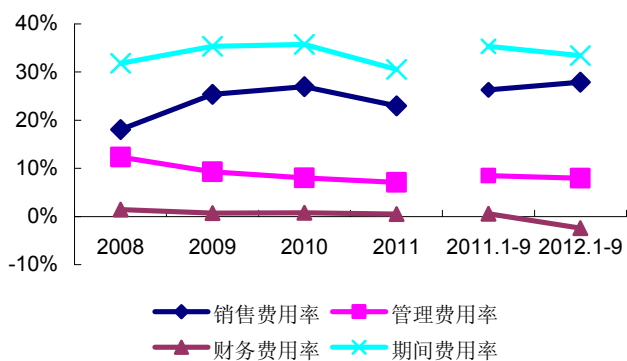
资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所

图 4: 毛利率、净利率表现



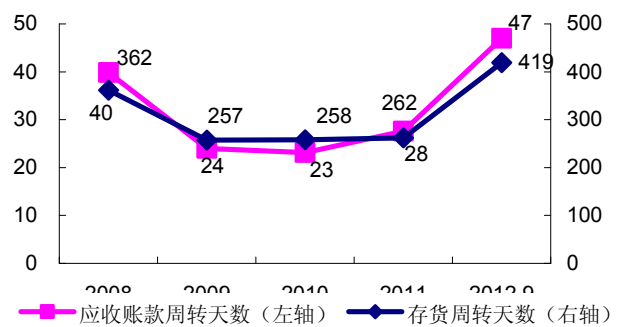
资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所

图 5: 费用率表现



资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所

图 6: 应收账款和存货的周转天数表现



资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所



资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	482	1357	1627	1968
现金	214	1041	1200	1422
应收账款	45	53	74	95
其他应收款	13	19	24	31
预付账款	64	63	87	116
存货	146	182	242	304
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	105	132	161	182
长期投资	0	0	0	0
固定资产	22	30	36	40
无形资产	54	71	95	108
其他非流动资产	29	30	31	34
资产总计	587	1489	1788	2151
流动负债	279	356	434	516
短期借款	60	100	100	100
应付账款	31	57	66	80
其他流动负债	188	199	268	335
非流动负债	2	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	2	1	1	1
负债合计	280	356	435	517
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	387	608	888
归属母公司股东权益	306	1133	1354	1634
负债和股东权益	587	1489	1788	2151

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	147	181	230
净利润	109	165	221	280
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	-17	-35	-43
其他经营现金流	-3	0	0	0
投资活动现金流	-38	-23	-28	-18
资本支出	38	5	5	5
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	-18	-23	-13
筹资活动现金流	16	703	7	9
短期借款	20	40	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	827	160	222

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	226	295	368
营业税金及附加	5	7	10	13
营业费用	106	165	221	278
管理费用	33	43	54	68
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	220	295	374
营业外收入	4	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	147	220	295	374
所得税	38	55	74	93
净利润	109	165	221	280
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	109	165	221	280
EBITDA	145	219	290	366
EPS (元)	1.46	1.65	2.21	2.80

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%	54.1%	33.8%	26.6%
归属于母公司净利润	67.7%	51.19%	33.83%	26.63%
获利能力				
毛利率(%)	63.0%	65.7%	66.0%	66.3%
净利率(%)	23.7%	25.1%	25.5%	25.7%
ROE(%)	35.7%	14.6%	16.3%	17.1%
ROIC(%)	62.9%	75.3%	76.8%	79.3%
偿债能力				
资产负债率(%)	47.8%	23.9%	24.3%	24.0%
净负债比率(%)	21.39%	28.06%	23.01%	19.35%
流动比率	1.73	3.82	3.75	3.82
速动比率	1.20	3.30	3.19	3.23
营运能力				
总资产周转率	0.95	0.63	0.53	0.55
应收账款周转率	13	13	14	13
应付账款周转率	5.63	5.17	4.82	5.05
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.09	1.65	2.21	2.80
每股经营现金流(最新摊薄)	1.09	1.47	1.81	2.30
每股净资产(最新摊薄)	3.06	11.33	13.54	16.34
估值比率				
P/E	35.62	23.56	17.60	13.90
P/B	12.71	3.44	2.88	2.38
EV/EBITDA	26	17	13	10

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