

评级: 强烈推荐(维持)

纺织服装

公司事件点评

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): 代理韩国高级男装品牌, 增添代理业务新亮点

### 事件:

公司今日发布公告称, 因卡奴迪路业务发展, 现公司与韩国(株)信元(Shinwon Corporation)签订《SIEG与SIEG FAHRENHEIT品牌的中国总代理协议》, 合同主要内容如下: 公司在包括香港、澳门地区在内的中华人民共和国境内的所有区域内拥有对“SIEG”以及“SIEG FAHRENHEIT”品牌的独家销售权。合同期间为自合同生效之日2012年12月11日起至2028年8月31日止。若公司按照合同规定诚实履行, 可在届满日12个月前, 要求对方延长5年履约期限。无特殊情况, 该合同期限自动延长。

### 点评:

#### ● 韩国信元——亚洲时尚界佼佼者

- 韩国(株)信元(Shinwon Corporation)成立于1973年, 其起家于毛衫制造, 初期为欧美知名品牌提供产品, 在推出自有品牌之前, 以优异的制造技术在出口市场取得了极高的收益; 1990年, 其又追随世界流行趋势, 凭借时尚、干练的设计风格, 成功转型推出了女装品牌BESTIBELLI及SI, 之后陆续创立女装品牌VIKI、男装品牌SIEG及SIEG FAHRENHEIT, 成为韩国时尚市场当中的佼佼者。2012年7月, 又收购意大利服装品牌Remeo Santamaria 100%的股份。韩国信元以优秀的制造能力为基础, 追求持续的高档化发展, 在亚洲时尚界居于领先地位。
- 卡奴迪路此次引入的品牌为“SIEG”及“SIEG FAHRENHEIT”两子品牌, 均为韩国信元自主研发设计的高级时尚男装品牌。目前两品牌已在韩国境内开设约80个门店, 渠道分布于韩国多个高端百货, 其中包括乐天百货、新世纪百货及现代百货等; 同时在中国大陆地区已开设11个门店(按合同规定将由公司于2013年3月1日承接)。
- SIEG(斯伊格)是为职场白领男性推出的休闲时装品牌, 现代、时尚并含蓄的设计深受年轻男性的喜爱, SIEG在德语中的意思为“胜利”, 体现当代年轻男性向往自由, 不畏困难的年代精神, 是自信年轻人时装。
- SIEG FAHRENHEIT(菲恩海特)为韩国第一个个性高级男性品牌, 其通过展现都市感性、超越时代的干练美, 广泛赢得25岁—35岁享受时尚潮流、喜爱简洁干练风格的都市男性的认可。该品牌含义缘于1720年34岁的FAHRENHEIT发明了水银温度计, 并创立了温度计的读数标准——华氏温标, 他把人的正常体温定为100华氏摄氏度, 把皮肤冻冰的温度定为0华氏摄氏度, 人们用FAHRENHEIT的名字命名这些温度, 并用“F”来表示; 包裹着人体的衣服最直接地与人的身体接触, 在这样的衣服上标注“FAHRENHEIT”名字, 表明追求“与物质相比, 更加重视人体”的古代科学家精神; 而“SIEG”在德语中意味着胜利, 与代表“温暖、热情”的“FAHRENHEIT”结合, 诞生出蕴涵着“热情的胜利”之含义。



## ● 代理业务再添新军，预计盈利贡献持续提升

➤ 我们将公司目前的代理业务划分为三块区域：

- ✓ 一是在不包括杭州恒福、港澳的代理业务，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；
- ✓ 二是杭州恒福代理业务，公司于 2012 年 10 月由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%；
- ✓ 三是港澳代理业务，公司目前在澳门威尼人金沙城中心运营新秀丽、化妆品等 4 家代理品牌店，未来还将增开香奈尔和 DIOR 两代理品牌店。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。

➤ 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%。

## ● 维持“强烈推荐”评级

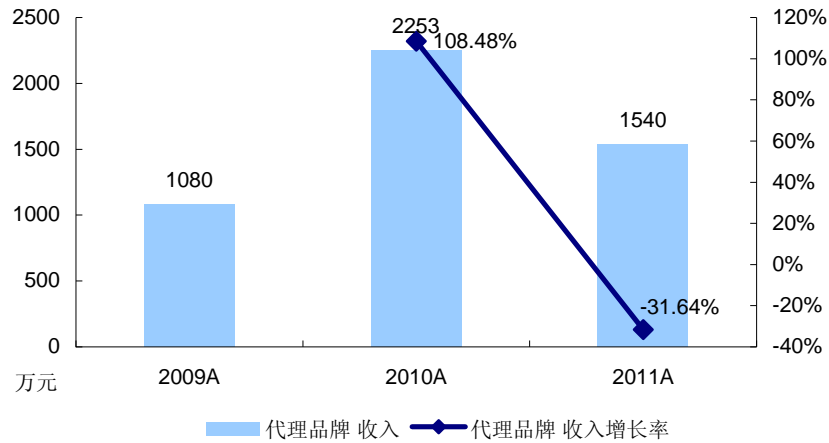
➤ 维持 2012~2014 年 EPS 预测分别为 1.65 元、2.21 元、2.80 元，当前股价对应下的 2012 年、2013 年 PE 分别为 23.5 倍、17.6 倍。虑及公司拥有高端渠道的资源优势及较强的终端掌控力、跨区域精细化管理效率；且代理品牌的盈利前景非常乐观，加之高端定制业务再添业绩增长亮点，未来维持业绩快速增长的确定性较强，维持“强烈推荐”评级。

## ● 风险提示

➤ 消费继续下滑、品牌竞争加剧、终端管理等风险。

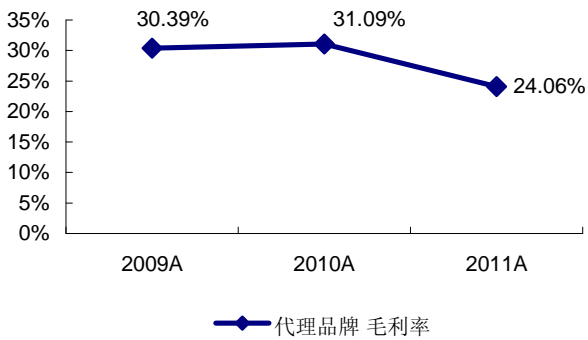


图 1: 代理牌收入及增长率



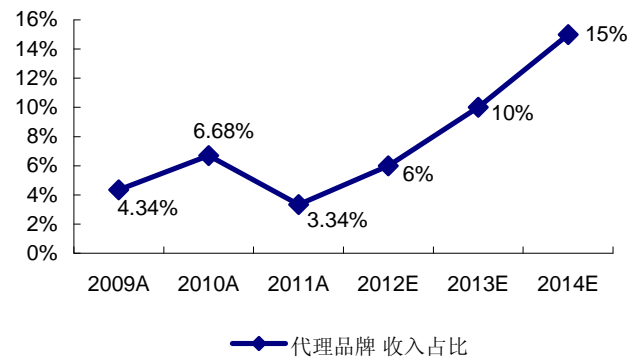
资料来源: 公司招股书、第一创业证券研究所

图 2: 代理品牌毛利率



资料来源: 公司招股书、第一创业证券研究所

图 3: 代理品牌收入占比及公司预测



资料来源: 公司招股书、第一创业证券研究所

图 4: SIEG 品牌服装展示 1



资料来源: <http://www.bestibelli.co.kr/cn/>、第一创业证券研究所



图 5: SIEG 品牌服装展示 2



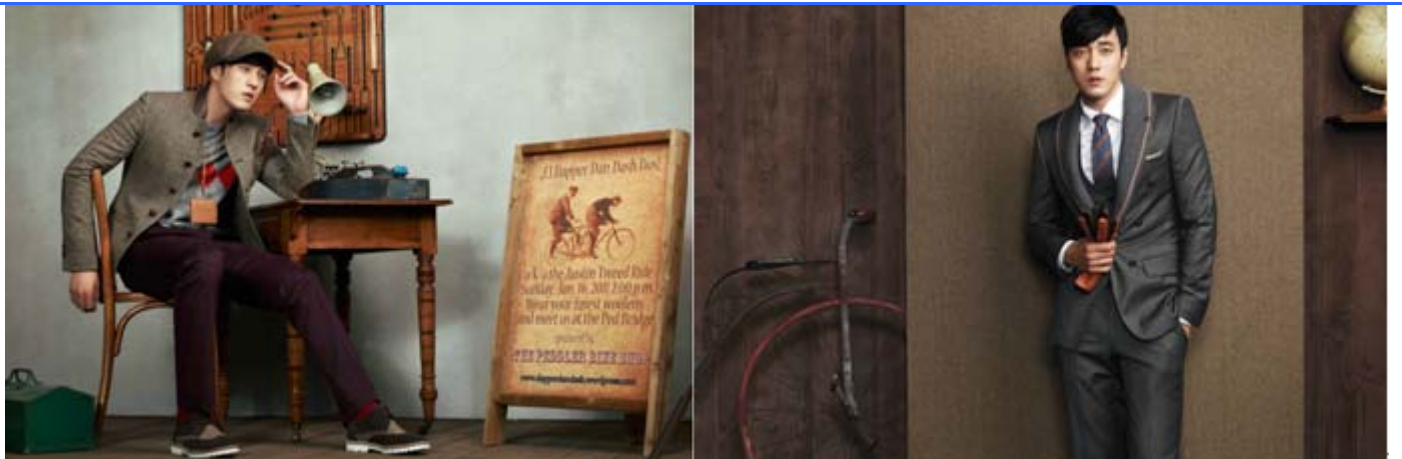
资料来源: <http://www.bestibelli.co.kr/cn/>、第一创业证券研究所

图 7: SIEG FAHRENHEIT 品牌服装展示 1



资料来源: <http://www.bestibelli.co.kr/cn/>、第一创业证券研究所

图 7: SIEG FAHRENHEIT 品牌服装展示 1



资料来源: <http://www.bestibelli.co.kr/cn/>、第一创业证券研究所



图 8: SIEG FAHRENHEIT 品牌服装展示 2



资料来源: <http://www.bestibelli.co.kr/cn/>、第一创业证券研究所

图 9: SIEG FAHRENHEIT 品牌服装展示 3



资料来源: <http://www.bestibelli.co.kr/cn/>、第一创业证券研究所

图 10: SIEG FAHRENHEIT 品牌服装展示 4



资料来源: <http://www.bestibelli.co.kr/cn/>、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
<b>流动资产</b>	482	1365	1654	1985
现金	214	1042	1212	1439
应收账款	45	53	74	95
其他应收款	13	18	24	30
预付账款	64	68	99	117
存货	146	185	245	304
其他流动资产	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	105	130	145	164
长期投资	0	0	0	0
固定资产	22	25	26	26
无形资产	54	80	93	112
其他非流动资产	29	25	26	26
<b>资产总计</b>	587	1496	1798	2150
<b>流动负债</b>	279	363	445	517
短期借款	60	100	100	100
应付账款	31	46	57	73
其他流动负债	188	216	288	343
<b>非流动负债</b>	2	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	2	1	1	1
<b>负债合计</b>	280	364	446	518
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	386	607	886
归属母公司股东权益	306	1132	1352	1632
<b>负债和股东权益</b>	587	1496	1798	2150

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	109	152	175	238
净利润	109	165	221	280
折旧摊销	0	1	1	1
财务费用	2	-3	-7	-10
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-12	-40	-34
其他经营现金流	-3	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-38	-26	-13	-20
资本支出	38	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	-26	-13	-20
<b>筹资活动现金流</b>	16	703	7	10
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	10
<b>现金净增加额</b>	87	828	170	228

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
<b>营业收入</b>	461	659	868	1090
营业成本	171	222	290	363
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	-3	-7	-10
资产减值损失	2	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	143	221	296	376
营业外收入	4	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	147	221	296	376
所得税	38	57	76	96
<b>净利润</b>	109	165	221	280
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	109	165	221	280
EBITDA	145	220	291	368
EPS(元)	1.46	1.65	2.21	2.80

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	36.9%	42.8%	31.7%	25.6%
营业利润	64.8%	54.8%	33.9%	26.7%
归属于母公司净利润	67.7%	50.7%	33.9%	26.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	63.0%	66.3%	66.5%	66.7%
净利率(%)	23.7%	25.0%	25.4%	25.7%
ROE(%)	35.7%	14.6%	16.3%	17.1%
ROIC(%)	62.9%	77.7%	81.7%	85.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	47.8%	24.3%	24.8%	24.1%
净负债比率(%)	21.39%	27.48%	22.42%	19.31%
流动比率	1.73	3.76	3.72	3.84
速动比率	1.20	3.25	3.17	3.25
<b>营运能力</b>				
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	5.75	5.64	5.59
<b>每股指标(元)</b>				
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	1.52	1.75	2.38
每股净资产(最新摊薄)	3.06	11.32	13.52	16.32
<b>估值比率</b>				
P/E	34.46	22.87	17.08	13.48
P/B	12.29	3.33	2.79	2.31
EV/EBITDA	25	16	12	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