

# 卡奴迪路(002656)

公司研究/简评报告

## 13年业绩低于预期主要系销售、费用两头超预期承压

### —卡奴迪路(002656)13年快报点评

民生精品---简评报告/纺织服装行业

2014年02月21日

#### 一、事件概述

公司公布2013年业绩快报：其中营业收入7.99亿元，同比增长25.65%；归属母公司净利润1.5亿元，同比下降14.98%；基本EPS 0.75元。公司13年全年业绩增速低于三季报的预计区间，主要系收入、费用两头挤压高于预期所致。

#### 二、分析与判断

##### ➤ 全年业绩低于预期主要系销售低于预期以及费用增幅高于预期

根据公告数据，公司13Q4销售增速仅为12%，净利润下滑38%，为全年增速最低的一个季度，我们认为四季度百货终端频繁促销以及三公消费受限导致的购物卡消费比例下降是公司收入低于预期的主要原因。另外公司定制业务未达年初制定的业绩目标也阻碍了销售继续维持高增长。公司13年前三季度销售费用同比直线上升、四季度预计也继续维持高位，主要系公司新开店、老店整改以及新业务尚处于培育期带来包括人员以及装修费用的大幅增加。14年我们预计公司销售费用率弹性显现难度依然不小。

##### ➤ 全资子公司签订《独占经营权许可协议》，代理收入比重将有所增加

公司全资子公司香港卡奴迪路与意大利公司ANGELICO签订一揽子协议以同意卡奴独占经营Angelico Collezione(简称AC)品牌及销售产品的权利。AC品牌为典型意式商务男装，体现为优雅、时尚、简约等特点。在主品牌销售增速逐步放缓之时，我们预计公司国际品牌代理收入比重将逐步提升以对冲风险。

##### ➤ 男装板块品牌老化严重，变革动力不强

男装板块表现不佳已快接近两年，且明显落后于其他服装子行业。我们认为一方面相关公司品牌老化严重，产品款式、风格、店面几年一个样，消费者消费热情已然不佳。另一方面企业对于目前盛行的O2O、新渠道等方面缺乏开拓力及执行力，投资者看不到良好的投资前景。

#### 三、盈利预测与投资建议

维持“谨慎推荐”评级。考虑到公司销售及费用两头承压，下调13-15核心EPS至0.76/0.83/1.01元，对应PE21/19/16倍。公司13年业绩低于市场预期，目前判断14年业绩弹性不够明显。

#### 四、风险提示

行业终端复苏低于预期；期间费用控制难度较大。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2012A	2013E	2014E	2015E	CAGR_13-15
营业收入(百万元)	636	799	928	1,030	
增长率(%)		25.7%	16.1%	10.9%	17.4%
核心净利润(百万元)	179	153	165	201	
增长率(%)		-14.8%	8.2%	21.7%	3.9%
核心EPS(元)	0.90	0.76	0.83	1.01	
PE		21	19	16	

资料来源：民生证券研究院

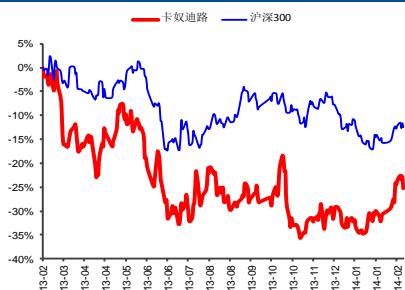
**谨慎推荐** 维持评级

合理估值： 15.9元

**交易数据** 2014-02-20

收盘价_前复权(元)	16.02
近12个月最高/最低	21.88/12.76
总股本(百万股)	200.00
流通股本(百万股)	57.50
流通股比例(%)	28.75
总市值(亿元)	32.04
流通市值(亿元)	9.21

#### 该股与沪深300走势比较



#### 分析师

分析师：吴晓宇

执业证书编号：S0100511080003

电话：(8621)60876709

Email: [wuxiaoyu@mszq.com](mailto:wuxiaoyu@mszq.com)

分析师：陈玉蓉

执业证书编号：S0100513080002

电话：(86755)22662096

Email: [chenyurong@mszq.com](mailto:chenyurong@mszq.com)

表 1：盈利预测详细表

单位：万元

项目/年度	2009A	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	CAGR_13-15
直营渠道	117	145	175	269	353	418	468	
单店收入	161	180	197	185	185	185	185	
YoY	11.6%	9.2%	-6.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	
毛利率	60.01%	63.20%	65.25%	69.00%	67.00%	65.00%	65.00%	
销售额	18,867	26,099	34,402	49,697	65,215	77,223	86,580	
毛利	11,322	16,495	22,447	34,291	43,694	50,195	56,277	
加盟渠道	84	122	143	174	184	195	205	
单店收入	72	62	82	80	80	80	80	
YoY	-13.1%	31.7%	-2.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
毛利率	51.55%	60.65%	56.35%	58.70%	58.50%	58.50%	58.50%	
销售额	6,024	7,605	11,742	13,920	14,720	15,600	16,400	
毛利	3,105	4,612	6,617	8,171	8,611	9,126	9,594	
店铺总计	201	267	318	443	537	613	673	
销售额总计	<b>24,891</b>	<b>33,707</b>	<b>46,147</b>	<b>63,617</b>	<b>79,935</b>	<b>92,823</b>	<b>102,980</b>	
YoY	35.42%	36.91%	37.86%	25.65%	16.12%	10.94%		17.42%
毛利总计	14,427	21,107	29,064	42,462	52,305	59,321	65,871	
总体毛利率	57.96%	62.62%	62.98%	66.75%	65.46%	63.70%	63.79%	
销售费用率	25.39%	26.97%	22.96%	25.08%	33.50%	33.00%	32.00%	
管理费用率	9.25%	8.05%	7.08%	8.07%	8.50%	9.00%	8.00%	
<b>EBIT</b>	<b>5,604</b>	<b>9,021</b>	<b>14,724</b>	<b>20,690</b>	<b>17,933</b>	<b>19,407</b>	<b>23,649</b>	
YoY	60.99%	63.22%	40.52%	-13.32%	8.22%	21.86%		
财务费用率	0.70%	0.75%	0.51%	-1.85%	-0.02%	-0.02%	0.00%	
所得税率	25.06%	25.72%	25.54%	18.08%	15.00%	15.00%	15.00%	
<b>核心净利润</b>	<b>4,069</b>	<b>6,513</b>	<b>10,788</b>	<b>17,907</b>	<b>15,257</b>	<b>16,512</b>	<b>20,102</b>	
YoY	60.09%	65.62%	66.00%	-14.80%	8.23%	21.74%		3.93%
<b>核心 EPS</b>	<b>0.20</b>	<b>0.33</b>	<b>0.54</b>	<b>0.90</b>	<b>0.76</b>	<b>0.83</b>	<b>1.01</b>	
PE					<b>21</b>	<b>19</b>	<b>16</b>	

资料来源：民生证券研究院

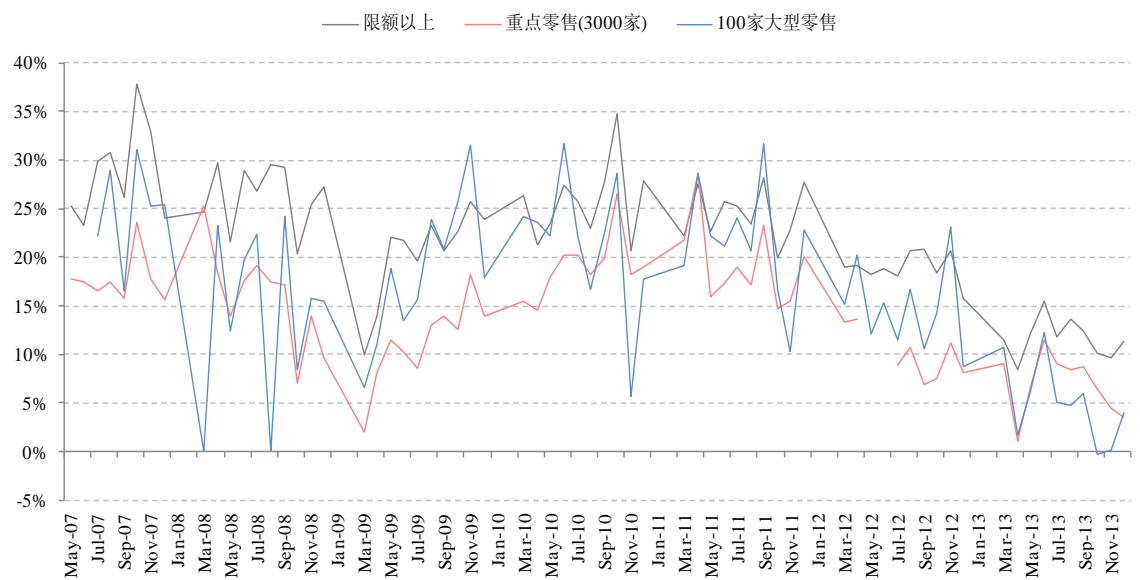
表 2：季度利润表分析

单位：万元

项目/季度	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3
销售收入	12,320	9,754	6,488	17,584	16,815	11,769	10,910	24,122	22,031	15,400	15,457
YoY					36%	21%	68%	37%	31%	31%	42%
EBIT	4,785	2,128	822	6,990	7,255	2,793	1,997	8,646	8,384	2,117	835
YoY					52%	31%	143%	24%	16%	-24%	-58%
报告净利润	3,544	1,528	696	5,167	5,436	2,256	1,640	8,352	7,124	1,537	1,163
YoY					53%	48%	136%	62%	31%	-32%	-29%
核心净利润	3,567	1,510	613	5,093	5,516	2,382	1,734	8,226	7,232	1,596	951
YoY					55%	58%	183%	62%	31%	-33%	-45%
EPS(元)	0.35	0.15	0.07	0.52	0.54	0.23	0.16	0.84	0.71	0.15	0.12
核心 EPS(元)	0.36	0.15	0.06	0.51	0.55	0.24	0.17	0.82	0.72	0.16	0.10
主要财务比率	<b>11Q1</b>	<b>11Q2</b>	<b>11Q3</b>	<b>11Q4</b>	<b>12Q1</b>	<b>12Q2</b>	<b>12Q3</b>	<b>12Q4</b>	<b>13Q1</b>	<b>13Q2</b>	<b>13Q3</b>
毛利率	64.4%	60.6%	63.8%	63.0%	66.0%	67.0%	70.1%	65.6%	67.0%	65.7%	62.5%
销售费用率	19.1%	27.2%	38.4%	17.6%	17.6%	32.4%	38.9%	20.5%	21.9%	37.4%	45.3%
管理费用率	5.0%	10.4%	12.4%	4.8%	3.9%	9.8%	12.2%	8.3%	5.9%	13.7%	11.1%
财务费用率	0.4%	0.4%	1.0%	0.5%	-0.7%	-4.2%	-3.2%	-0.9%	-0.9%	0.9%	0.3%
EBIT 比率	38.8%	21.8%	12.7%	39.7%	43.1%	23.7%	18.3%	35.8%	38.1%	13.7%	5.4%
报告净利润率	28.8%	15.7%	10.7%	29.4%	32.3%	19.2%	15.0%	34.6%	32.3%	10.0%	7.5%
核心净利润率	28.9%	15.5%	9.5%	29.0%	32.8%	20.2%	15.9%	34.1%	32.8%	10.4%	6.2%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 1：国内百货终端消费低迷趋势依然存在



资料来源：Wind、民生证券研究院

## 相关研究

- 1, 《卡奴迪路\_13年三季报点评：销售给力，费用失控，全年业绩压力较大》 \_“谨慎推荐” \_2013/10/25
- 2, 《卡奴迪路\_13年中报点评：五大业务并行发展，费用压力凸显》 \_“谨慎推荐” \_2013/08/23
- 3, 《卡奴迪路13年中期业绩快报点评：销售、费用两头承压导致中报业绩低于预期》 \_“谨慎推荐” \_2013/07/29
- 4, 《卡奴迪路调研简报：13年多业务发展，全年营收保持高增长》 \_“谨慎推荐” \_2013/05/07
- 5, 《卡奴迪路13年一季报点评：一季度经营稳定，全年增长确定性高》 -“谨慎推荐” \_2013/04/23
- 6, 《卡奴迪路深度报告：自有品牌延续高增长，代理品牌和新业务添亮点》 \_“谨慎推荐” \_2012/11/07

## 分析师简介

吴晓宇，纺织服装行业分析师，美国本特利大学金融学硕士。具备证券投资咨询资格，4年证券研究经验。深刻掌握行业本质，清晰把握板块个股的投资逻辑。曾就职于湘财证券研究所，2011年6月加入民生证券。

陈玉蓉，中山大学管理学硕士研究生，3年审计经验，1年零售行业经验，2011年6月加入民生证券研究所。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：浦东新区银城中路488号太平金融大厦3903室； 200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多为董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。