

卡奴迪路 (002656.SZ) 服装行业

评级：中性 维持评级

业绩点评

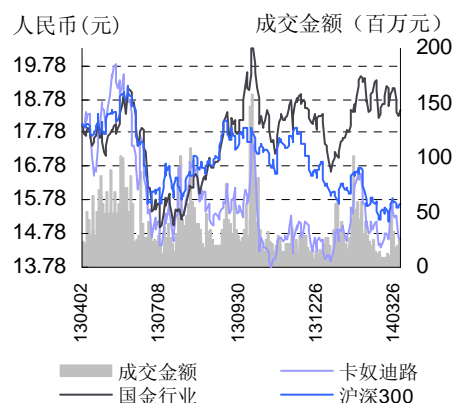
市价（人民币）：14.55 元

公司业绩下降

长期竞争力评级：低于行业均值

市场数据（人民币）

已上市流通 A 股(百万股)	57.50
总市值(百万元)	29.22
年内股价最高最低(元)	19.80/13.78
沪深 300 指数	2180.73
中小板指数	6157.85



公司基本情况（人民币）

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	1.768	0.747	0.426	0.357	0.357
每股净资产(元)	11.32	6.21	6.18	5.72	5.35
每股经营性现金流(元)	0.33	-0.06	0.35	0.51	0.81
市盈率(倍)	25.39	19.46	34.31	40.92	40.97
行业优化市盈率(倍)	18.62	17.68	22.07	22.07	22.07
净利润增长率(%)	61.72%	-15.56%	-42.96%	-16.15%	-0.13%
净资产收益率(%)	15.62%	12.02%	6.89%	6.24%	6.66%
总股本(百万股)	100.00	200.00	200.00	200.00	200.00

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 13 年实现营业收入、归属于上市公司股东的净利润、经营活动产生的现金流量净额、EPS 分别为 7.99 亿元、1.49 亿元、-1279.91 万元、0.75 元，同增 25.61%、-15.56%、-138.86%、-18.48%。每 10 股派发现金红利 1.80 元（含税），送红股 0 股（含税），不以公积金转增股本。
- 14 年公司计划在意大利设立控股子公司，以米兰为研发设计基地；争取在意大利开设卡奴迪路品牌展示店。继续争取签约 3-5 个国际品牌的大中华区独家代理权；未来五年，拟继续开设多家品牌集合店。

经营分析

- **收入增长仍源于外延扩张，伴随费用支出走高拖累净利，存货、应收大增挤占现金流：**公司上市后一方面加速渠道扩张，即便消费市场疲软态势显露，依旧开店近 80 家；另一方面积极拓展新增业务，增加海外品牌代理数量、新设团购定制及精品买手店，扩大港澳业务覆盖面等；但由于内销市场持续低迷，公司自身竞争实力不足，品牌影响力有限，扩张的边际效益明显递减，同时伴随费用投入的不断加大，公司净利增速逐季下滑。
 - 自 13 年 2 季度起，净利增速首现负值，3 季度以来收入增速大幅下滑，伴随促销下毛利率的持续走低，净利下挫幅度不断扩大。费用激增进一步吞噬盈利，13 年销售、管理费用率分别较上年提升 7.4、0.4 个百分点至 32.5%、8.5%，财务费用因借款攀升同增 115%；
 - **弱市下的外延扩张未能贡献预期收益，盈利质量进一步恶化：**13 年净增店铺 88 家（直营 74 家），虽新建店铺数量自 13 年起有所放缓，但存货、应收账款惯性同增 57.62%、74.18%（库存商品同增 70%至净值 3.76 亿元，计提跌价准备 497 万元），共同拖累经营现金流净额再降至负值，与净利差距加剧。

盈利调整及投资建议

- 市场低迷，公司未来新增业务效果不容乐观。当前及未来市场，产品才是品牌生存发展的王道，渠道价值将不断下降，规模扩张预计伴随存货及费用的增长必将反噬利润，店铺的盈利能力远逊于数量重要。在海外开店和代理国际品牌对提高品牌竞争力作用有限，反而可能增加费用和库存。
- 预计公司 2014-16 年实现净利润分别为 0.85、0.71、0.71 亿元，分别下降 43%、16.2%、0.1%，对应 EPS 分别 0.426、0.357、0.357 元。

相关报告

1. 《收入增长依赖外延扩张,费用持续压低盈利》，2013.8.23
2. 《我们关注存货》，2013.4.23
3. 《关注新增业务的收入贡献作用》，2013.4.11

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	461	636	799	772	726	675
增长率		37.9%	25.6%	-3.4%	-5.9%	-7.0%
主营业务成本	-171	-212	-282	-286	-290	-284
%销售收入	37.0%	33.3%	35.3%	37.0%	40.0%	42.0%
毛利	291	425	517	486	436	392
%销售收入	63.0%	66.7%	64.7%	63.0%	60.0%	58.0%
营业税金及附加	-5	-7	-8	-8	-7	-7
%销售收入	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-106	-160	-260	-255	-240	-223
%销售收入	23.0%	25.1%	32.5%	33.0%	33.0%	33.0%
管理费用	-33	-51	-68	-66	-62	-57
%销售收入	7.1%	8.1%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
息税前利润 (EBIT)	147	207	182	158	127	105
%销售收入	31.9%	32.5%	22.7%	20.5%	17.5%	15.5%
财务费用	-2	12	-2	-12	-17	-15
%销售收入	0.5%	-1.9%	0.2%	1.6%	2.4%	2.2%
资产减值损失	-2	-6	-12	-54	-34	-14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	2	5	5	5
%税前利润	0.0%	0.0%	0.9%	5.0%	6.0%	6.0%
营业利润	143	213	169	97	81	81
营业利润率	31.0%	33.5%	21.2%	12.6%	11.2%	12.0%
营业外收支	4	3	4	3	3	3
税前利润	147	216	173	100	84	84
利润率	31.8%	33.9%	21.6%	13.0%	11.6%	12.4%
所得税	-38	-39	-25	-15	-13	-13
所得税率	25.5%	18.1%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	109	177	148	85	71	71
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	109	177	149	85	71	71
净利率	23.7%	27.8%	18.7%	11.0%	9.8%	10.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	109	177	148	85	71	71
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	19	43	83	81	70	55
非经营收益	4	7	10	18	25	23
营运资金变动	-24	-194	-254	-114	-64	12
经营活动现金净流	109	33	-13	70	102	162
资本开支	-38	-171	-439	129	-106	-107
投资	0	0	362	-1	0	0
其他	0	0	2	5	5	5
投资活动现金净流	-38	-170	-76	133	-101	-102
股权募资	0	664	71	0	-38	0
债权募资	20	86	384	-237	264	197
其他	-4	-16	-55	-25	-127	-157
筹资活动现金净流	16	734	399	-261	99	40
现金净流量	87	597	311	-59	100	100

资产负债表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	214	810	759	700	800	900
应收款项	58	138	264	309	342	329
存货	146	267	420	409	406	387
其他流动资产	64	64	60	45	46	45
流动资产	482	1,279	1,503	1,462	1,594	1,661
%总资产	82.1%	83.5%	70.6%	75.8%	74.7%	73.2%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	31	103	429	417	494	565
%总资产	5.3%	6.7%	20.1%	21.6%	23.1%	24.9%
无形资产	72	131	145	48	45	42
非流动资产	105	253	626	468	541	609
%总资产	17.9%	16.5%	29.4%	24.2%	25.3%	26.8%
资产总计	587	1,532	2,130	1,930	2,134	2,270
短期借款	60	149	295	58	322	518
应付款项	189	210	238	197	199	194
其他流动负债	30	23	27	117	148	165
流动负债	279	382	559	372	669	876
长期贷款	0	0	238	238	238	239
其他长期负债	2	4	6	0	0	0
负债	280	386	803	610	907	1,115
普通股股东权益	306	1,132	1,243	1,237	1,144	1,071
少数股东权益	0	15	84	84	84	84
负债股东权益合计	587	1,532	2,130	1,930	2,134	2,270

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	1.458	1.768	0.747	0.426	0.357	0.357
每股净资产	4.087	11.320	6.213	6.183	5.718	5.355
每股经营现金净流	1.450	0.329	-0.064	0.348	0.511	0.809
每股股利	0.000	0.000	0.370	0.470	0.630	0.720
回报率						
净资产收益率	35.68%	15.62%	12.02%	6.89%	6.24%	6.66%
总资产收益率	18.63%	11.54%	7.01%	4.41%	3.35%	3.14%
投入资本收益率	29.77%	13.04%	8.34%	8.32%	6.04%	4.65%
增长率						
主营业务收入增长率	36.91%	37.86%	25.61%	-3.39%	-5.93%	-7.04%
EBIT增长率	63.22%	40.52%	-12.16%	-12.92%	-19.69%	-17.66%
净利润增长率	67.72%	61.72%	-15.56%	-42.96%	-16.15%	-0.13%
总资产增长率	52.43%	161.05%	38.99%	-9.36%	10.57%	6.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.0	44.9	70.0	130.0	160.0	170.0
存货周转天数	265.4	356.4	445.1	580.0	600.0	600.0
应付账款周转天数	64.8	65.4	81.0	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	17.6	35.6	39.0	152.6	200.8	254.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-50.09%	-57.65%	-17.04%	-30.62%	-19.57%	-12.39%
EBIT利息保障倍数	62.1	-17.5	102.0	12.7	7.4	7.0
资产负债率	47.78%	25.17%	37.71%	31.59%	42.49%	49.12%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	1	1	1	1	3
增持	2	3	6	6	19
中性	2	2	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	2.20	2.18	2.15	2.14	2.06

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-06-25	增持	22.64	50.47 ~ 50.47
2 2012-08-19	增持	22.49	N/A
3 2013-04-11	增持	18.32	N/A
4 2013-04-23	增持	17.89	N/A
5 2013-08-23	增持	15.41	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD