

反腐影响持续，14年代理品牌比重提升

核心观点：

1. 事件

- 公司发布一季度报告：Q1当季收入2.2亿，同比增1.6%；营业利润0.44亿，同比下滑47%；归属母公司净利润0.37亿，同比下滑48.3%；每股收益为0.18元。同时一季报中披露2014H1公司计划实现净利润同比下滑30%到40%。

2、我们的分析与判断

- 14年进行渠道整改，关闭自有品牌亏损店同时开拓代理品牌集合店。**2014年公司放缓开店步伐，计划撤销亏损门店20余家，新开门店20-30家，门店数量与13年持平。从Q1看，并未开始进行渠道整改，预计关店会在4月和9月发生，其中4月份计划关闭10-15家亏损门店。今年公司拓展门店的重点是集合店，4月底3000平米的广州集合店（自有品牌+代理品牌）即将开业，另外，6月和9月公司在澳门（1000平米）和杭州（600平米）代理品牌集合店也将开业。随着代理品牌集合店的拓展和自有品牌亏损门店的关闭，我们预计2014年代理品牌收入占比由年初的16%提升至25%左右。
- 受代理收入占比提升的影响，Q1毛利率同比下滑3.3个百分点。**2014Q1毛利率为63.7%，主要源于代理品牌的比重不断提升。目前代理门店59家，去年同期仅20余家。我们预计随着代理收入比重的不断增加，14年全年的综合毛利率会继续下滑至62%左右。销售费用同比增63%，主要来自于渠道扩张带来的职工薪酬和门店装修费用的大幅增加；管理费用同比增24.6%，由员工工资等费用刚性增加所致。
- 经营性现金流净额为0.28亿，较去年同期增383%，主要源于存货和应收款项较年初均有所下降。**其中存货较年初减少0.13亿至4.08亿（较去年同期增加1.2亿）。应收账款和应收票据较年初减少0.4亿至1.83亿（较去年同期增加0.22亿）。

3. 投资建议

- 维持谨慎推荐评级。**从2014年Q1看，需求大环境依然低迷，我们预计14年反腐的影响仍将持续，高端商场渠道品牌上半年业绩下滑仍将继续。综合公司今年加大代理品牌业务拓展以及自有品牌门店进行整改的战略来看，我们预计公司2014年收入持平，净利润下滑10%+，EPS为0.63元，当前股价对应PE为23倍；维持谨慎推荐评级。

卡奴迪路（002656.SZ）

谨慎推荐 维持评级

分析师

马莉

电话：(8610) 6656 8489

邮箱：mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

特此鸣谢

杨岚：(8610) 8357 4539

(yanglan@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130112030156

花小伟：(8610) 8357 4523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130112090085

对本报告的编制提供信息

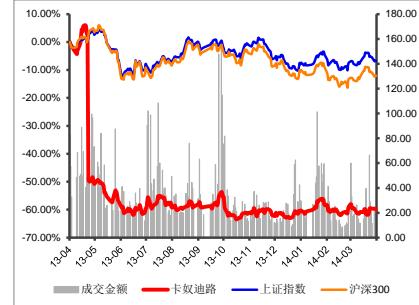
市场数据

2014.4.24

A股收盘价(元)	14.79
A股一年内最高价(元)	17.10
A股一年内最低价(元)	12.76
上证指数	2057.00
市净率	2.38
总股本(万股)	20000
实际流通A股(万股)	5750
限售A股(万股)	14250
流通A股市值(亿元)	8.50

注：*价格未复权

相对指数表现图



资料来源：WIND 中国银河证券研究部

表 1：长兴国际和利邦收入及单店均有所下滑

长兴国际 (百万人民币)	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31
渠道总计	259	325	422	432	420
增速		25.5%	29.8%	2.4%	-2.8%
销售收入总计	386.64	571.12	717.71	719.34	661.86
增速		47.7%	25.7%	0.2%	-8.0%
单店出库总计	1.49	1.76	1.70	1.67	1.58
增速		17.7%	-3.2%	-2.1%	-5.4%
毛利率	60.8%	64.5%	65.5%	67.4%	66.6%
净利润	104.92	153.00	190.07	155.25	76.84
增速		45.8%	24.2%	-18.3%	-50.5%
净利润率	25.7%	25.5%	25.1%	20.7%	11.1%
利邦 (百万港元)	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31
利邦大陆店铺			374	386	360
增速				3.2%	-6.7%
开店				78	48
关店				66	74
净增				12	-26
大陆零售收入	1143.8	1464.264	1492.785	1345.5	
增速		28.0%	1.9%	-9.9%	
单店出库总计		3.92	3.87	3.74	
增速			-1.2%	-3.4%	
大陆零售毛利率		78.0%	80.7%	78.6%	75.5%
净利润(利邦公司)	180	341	513	540	308
增速		89.4%	50.4%	5.3%	-43.0%
净利润率(利邦公司)	10.9%	17.0%	19.7%	19.3%	11.4%

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

表 2: 卡奴迪路 (002656.SZ) 逐季业绩增速 (百万元)

指标	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1
营业总收入	168.1	117.7	109.1	241.2	220.3	154.0	154.6	270.2	223.9
同比	36.48%	20.67%	68.15%	37.18%	31.02%	30.84%	41.68%	12.02%	1.61%
营业成本	57.2	38.8	32.7	82.9	72.6	52.8	58.0	98.4	81.3
同比	30.30%	0.89%	39.23%	27.42%	27.02%	36.16%	77.56%	18.63%	11.94%
销售费用	29.6	38.1	42.4	49.4	48.3	57.6	70.0	81.9	78.7
同比	25.79%	43.38%	70.10%	60.02%	62.89%	51.34%	65.09%	65.83%	63.04%
管理费用	6.5	11.5	13.3	20.0	12.9	21.0	17.2	18.7	16.1
同比	5.65%	13.74%	66.24%	138.03%	98.82%	83.10%	29.01%	-6.50%	24.43%
财务费用	-1.2	-5.0	-3.5	-2.1	-2.1	1.4	0.5	1.9	2.2
资产减值损失	1.5	1.7	1.2	1.4	2.3	1.0	0.9	8.0	-0.3
营业利润	72.2	31.2	22.3	87.2	83.6	18.8	8.3	58.7	44.3
同比	54.43%	46.86%	203.23%	28.79%	15.78%	-39.76%	-62.70%	-32.70%	-47.00%
加: 营业外收入	0.5	-0.0	0.0	3.8	1.0	1.2	1.6	0.8	3.0
减: 营业外支出	0.1	0.0	0.0	1.0	0.0	1.0	0.1	-0.0	0.0
利润总额	72.6	31.2	22.2	90.0	84.6	19.0	9.8	59.5	47.3
同比	54.55%	47.13%	158.43%	28.36%	16.48%	-39.06%	-55.99%	-33.84%	-44.12%
减: 所得税	18	9	6	6	14	4	-1	8	11
净利润	54.4	22.6	16.4	83.6	70.7	15.2	10.6	51.5	36.7
同比	53.38%	47.64%	135.56%	61.80%	30.06%	-32.80%	-35.36%	-38.42%	-48.07%
母公司所有者净利润	54.4	22.6	16.4	83.5	71.2	15.4	11.6	51.1	36.8
同比	53.38%	47.64%	135.56%	61.65%	31.03%	-31.86%	-29.08%	-38.84%	-48.27%
完全摊薄 EPS	0.65	0.00	0.16	0.00	0.71	0.00	0.06	0.00	0.18
盈利能力									
毛利率	66.00%	67.05%	70.07%	65.63%	67.04%	65.71%	62.48%	63.60%	63.68%
营业利润率	42.94%	26.47%	20.41%	36.15%	37.95%	12.19%	5.37%	21.72%	19.79%
销售净利润率	32.33%	19.16%	15.04%	34.65%	32.09%	9.84%	6.86%	19.05%	16.40%
所得税率	25.15%	27.60%	26.17%	7.08%	16.43%	20.16%	-8.44%	13.52%	22.34%
费用控制能力									
销售费用率	17.63%	32.36%	38.87%	20.48%	21.92%	37.43%	45.30%	30.32%	35.17%
管理费用率	3.87%	9.76%	12.23%	8.28%	5.87%	13.66%	11.14%	6.91%	7.18%

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

表 3: 卡奴迪路 (002656) 财务报表预测 (百万元)

资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	利润表	2012A	2013A	2014E	2015E
货币资金	810	704	645	596	营业收入	636	799	801	839
应收票据	0	0	0	0	营业成本	212	282	304	319
应收账款	112	141	141	148	营业税金及附加	7	8	9	9
预付款项	50	56	61	64	销售费用	160	260	277	290
存货	267	355	383	402	管理费用	51	68	70	73
其他流动资产	41	48	48	50	财务费用	-12	2	-10	-9
非核心资产	96	111	115	118	资产减值损失	6	12	6	6
固定资产	62	197	297	391	公允价值变动损益	0	0	0	0
在建工程	41	15	15	15	投资收益	0	2	0	0
无形资产	54	71	87	103	汇兑收益	0	0	0	0
长期待摊费用	72	108	113	116	营业利润	213	169	145	151
资产总计	1532	1697	1793	1886	营业外收支净额	3	4	4	5
短期借款	149	60	60	60	税前利润	216	173	149	156
应付款项	172	225	243	255	减：所得税	39	25	22	23
预收款项	26	32	32	34	净利润	177	148	127	132
其他流动负债	35	51	55	57	归属于母公司的净利润	177	149	127	132
长期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	-1	0	0
应付债券	0	0	0	0	基本每股收益	1.77	0.75	0.63	0.66
长期经营性负债	4	0	0	0	稀释每股收益	0.88	0.75	0.63	0.66
负债合计	386	368	390	406	财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E
股本	100	200	200	200	成长性				
资本公积	635	635	635	635	营收增长率	37.9%	25.6%	0.2%	4.8%
留存收益	397	484	558	635	EBIT 增长率	40.5%	-12.2%	-22.1%	4.8%
少数股东权益	15	13	13	13	净利润增长率	61.8%	-16.4%	-14.2%	4.4%
股东权益合计	1147	1332	1406	1483	盈利性				
负债和权益合计	1532	1700	1796	1889	销售毛利率	66.7%	64.7%	62.0%	62.0%
现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	销售净利率	27.8%	18.5%	15.9%	15.8%
净利润	177	148	127	132	ROE	15.6%	11.2%	9.1%	9.0%
折旧与摊销	37	6	18	26	ROIC	14.6%	11.8%	8.5%	8.4%
经营活动现金流	33	89	122	134	估值倍数				
投资活动现金流	-170	-143	-137	-137	PE	8.3	19.6	23.0	22.1
融资活动现金流	734	-53	-43	-47	P/S	2.3	3.7	3.6	3.5
现金净变动	597	-106	-59	-49	P/B	1.3	2.2	2.1	2.0
期初现金余额	214	810	704	645	股息收益率	2.5%	1.2%	1.4%	1.4%
期末现金余额	810	704	645	596	EV/EBITDA	3.3	9.1	10.9	10.4

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉，纺织服装行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

雅戈尔(600177.sh)、美邦服饰(002269.sz)、鲁泰A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、伟星股份(002003.sz)、报喜鸟(002154.sz)、罗莱家纺(002293.sz)、富安娜(002327.sz)、潮宏基(002345.sz)、探路者(300005.sz)、星期六(002291.sz)、梦洁家纺(002397.sz)、森马服饰(002563.sz)、搜于特(002503.sz)、华斯股份(002494.sz)、希努尔(002485.sz)

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址： www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京地区：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn