

分析师：雷玉 (8621)68751072 leiyu@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490511040005

联系人：雷玉 (8621) 68751072 leiyu@cjsc.com.cn

毛利率大幅增加，营业收入略低于预期

事件描述

凯撒股份今日发布 2011 年中报，主要经营业绩如下：2011 年上半年公司实现营业收入 16,793.91 万元，同比增长 11.29%；实现归属于母公司净利润 3,299.33 万元，同比增长 15.13%，稀释后每股收益为 0.154 元。

主要观点如下：

1. 上半年营业收入同比有所增加，但增速逊于预期；
2. 因自营店收入占比上升，提高产品价格，有效控制生产成本，上半年公司毛利率大幅增加；
3. 上半年销售费用上升 6 个百分点，由于毛利率的大幅提升，净利润率下滑 0.27 个百分点；
4. 预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 4.47 亿、5.36 亿，每股收益分别为 0.4 元、0.46 元，对应 7 月 28 日收盘价的 PE 分别为 43.25、37.6 倍，给予“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一、上半年营业收入同比有所增加，但增速略低于预期

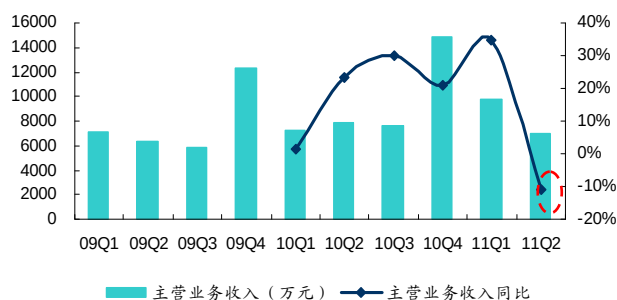
2011 年上半年公司实现营业收入 16,793.91 万元，同比增长 11.29%，实现归属于母公司净利润 3,299.33 万元，同比增长 15.13%，稀释后每股收益为 0.154 元。

主要原因是：

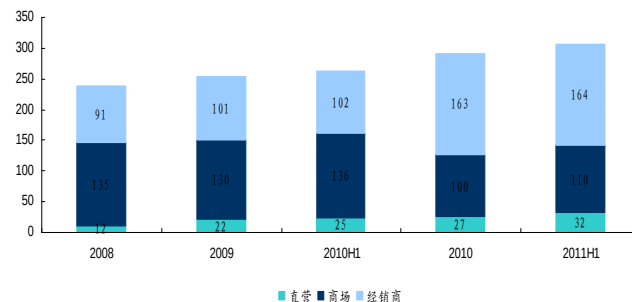
（1）外延式扩张，销售网点数量稳步增加。2011 年上半年销售网点 306 家，较 2010 年上半年增加 43 家，商场渠道数量经历了个先减后增的过程，直营和经销商渠道都有所增加。

（2）重视重点销售区域的营业收入增长。华南地区是公司的主要销售区域，营收占比由 2010 年上半年的 30% 上升到 2011 年上半年 40%，上升了近 10 个百分点。西北地区增速最快，主要是因为基数小的原因。

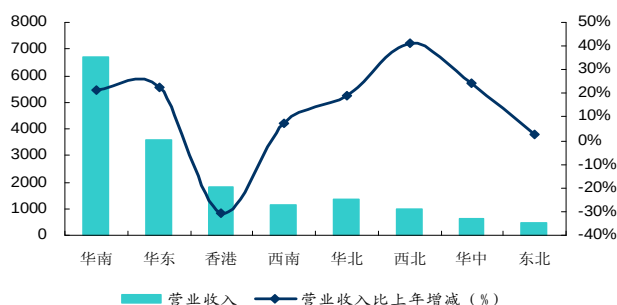
（3）二季度实现营业收入增速低于预期。二季度实现营业收入 6,977.19 万元，同比减少 10.73%。

图 1: 2009Q1-2011Q2 单季度收入及同比增速


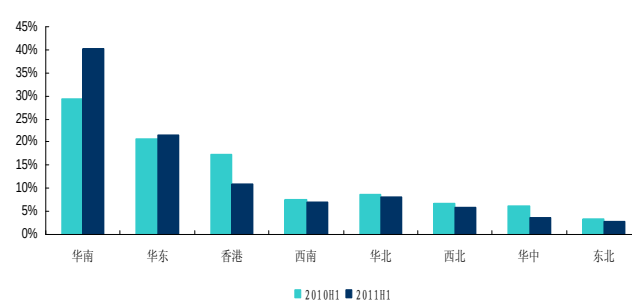
资料来源：公司报告，长江证券研究部

图 2: 2008-2011H1 渠道数量变化


资料来源：公司报告，长江证券研究部

图 3: 2011H1 分地区营业收入（万元）


资料来源：公司报告，长江证券研究部

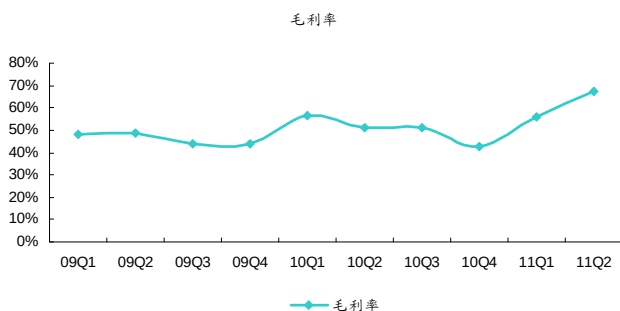
图 4: 2010H1-2011H1 分地区营业收入占比变化


资料来源：公司报告，长江证券研究部

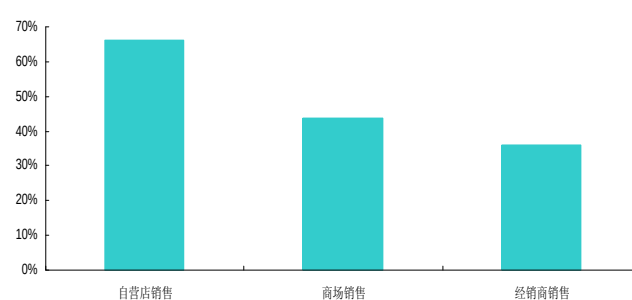
第二、 自营店收入占比上升，提高产品价格，有效控制生产成本，上半年公司毛利率大幅增加

2011 年上半年公司综合毛利率为 60.58%，同比上升 6.9 个百分点。

毛利率大幅增加的主要原因是：1、本期自营店较去年同期，增加了 5 家，本期自营店收入占主营业务收入 37%，较去年同期提高了 9%；2、公司服装产品定价价格提高；3、生产环节有效控制成本。

图 5: 2009Q1-2011Q2 公司单季度毛利率


资料来源：公司报告，长江证券研究部

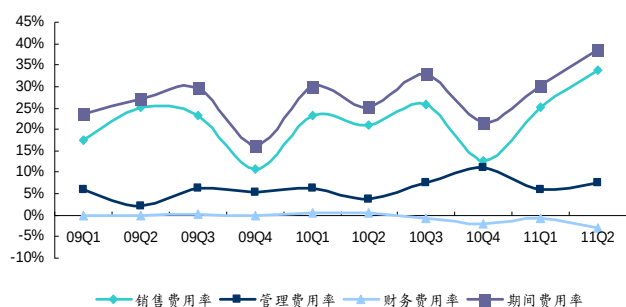
图 6: 直营渠道毛利率最高


资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

第三、上半年销售费用增加较大，由于毛利率的大幅提升，净利润率小幅下滑

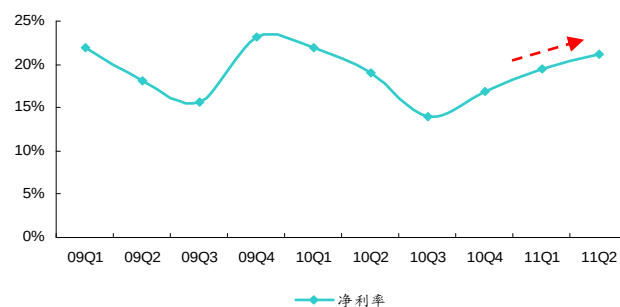
2011 年上半年销售费用率和管理费用率分别为 28.74% 和 6.67%，同比上升 6.92 和 1.65 个百分点。主要的原因是主要是营销网点扩张及更新而导致员工薪酬、商场管理费、店铺折旧（租赁）等增加。由于毛利率的大幅提升，净利润率小幅下滑。从单季度来看，第二季度净利率有回升的迹象，主要原因是在经营中增加了管理经验，直营店的效益凸显，毛利率高于第一季度。

图 7：2009Q1-2011Q2 公司单季度期间费用率



资料来源：公司报告，长江证券研究部

图 8：2009Q1-2011Q2 公司单季度净利率



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

第四、给予“谨慎推荐”评级

预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 4.47 亿、5.36 亿，每股收益分别为 0.4 元、0.46 元，对应 7 月 28 日收盘价的 PE 分别为 43.25、37.6 倍，给予“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	376	447	536	644	货币资金	403	719	802	893
营业成本	192	201	241	290	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	183	246	295	354	应收账款	87	99	119	143
% 营业收入	48.8%	55.0%	55.0%	55.0%	存货	179	16	20	24
营业税金及附加	1	1	1	1	预付账款	78	16	19	23
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	0	1	1	1
销售费用	72	103	123	161	流动资产合计	749	855	965	1088
% 营业收入	19.1%	23.0%	23.0%	25.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	30	36	43	51	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.9%	8.0%	8.0%	8.0%	长期股权投资	0	5	10	15
财务费用	-2	-2	-3	-3	投资性房地产	30	30	30	30
% 营业收入	-0.6%	-0.4%	-0.5%	-0.5%	固定资产合计	225	221	216	211
资产减值损失	4	-6	0	0	无形资产	14	14	14	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	7	0	0	0
营业利润	80	115	131	144	其他非流动资产	-82	-82	-82	-82
% 营业收入	21.3%	25.7%	24.4%	22.3%	资产总计	941	1042	1152	1275
营业外收支	3	0	0	0	短期贷款	1	0	0	0
利润总额	83	115	131	144	应付款项	32	35	42	50
% 营业收入	22.0%	25.7%	24.4%	22.3%	预收账款	1	1	1	2
所得税费用	16	29	33	36	应付职工薪酬	7	5	6	7
净利润	66	86	98	108	应交税费	4	12	14	15
归属于母公司所有者					其他流动负债	7	13	15	19
的净利润	63.4	86.0	98.0	107.8	流动负债合计	51	66	78	93
少数股东损益	3	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.30	0.40	0.46	0.50	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-40	344	111	119	负债合计	52	66	78	93
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	870	956	1054	1162
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	-5	-5	-5	少数股东权益	20	20	20	20
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	890	976	1074	1181
固定资产投资	-188	-24	-25	-26	负债及股东权益	941	1042	1152	1275
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-188	-29	-30	-31		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.296	0.402	0.458	0.504
股权融资	567	0	0	0	BVPS	8.13	8.93	4.92	5.43
银行贷款增加 (减少)	-17	-1	0	0	PE	58.38	43.06	37.76	34.34
筹资成本	13	2	3	3	PEG	3.02	2.23	1.95	1.77
其他	-33	0	0	0	PB	2.13	1.94	3.51	3.19
筹资活动现金流净额	530	1	3	3	EV/EBITDA	38.57	21.18	18.35	16.23
现金净流量	302	316	83	91	ROE	7.3%	9.0%	9.3%	9.3%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。