

买入 调高
奥康国际 (603001)

2014 年 11 月 17 日

预计 2015 年业绩反转，关注国际馆平台的搭建

2014 年 11 月 14 日收盘价：16.86 元，6 个月目标价：22.64 元

 纺织服装行业高级分析师 焦娟
 SAC 执业证书编号：S0850514040002

电话：021-23219356

Email: jj9604@htsec.com

纺织服装行业分析师 唐苓

SAC 执业证书编号：S0850514070003

电话：021-23212208

Email: tl9709@htsec.com

表 1 同类公司基本情况表

代码	公司	上市日期	交易币种	最新股价 (元/股)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元, CNY)	动态市盈率	近 12 个月股息率 (%)	2013 年收入 (亿元, CNY)	2013 年净利润 (亿元, CNY)	2013 年毛利率 (%)
0210.HK	达芙妮国际	1995-11-03	HKD	3.89	16.49	50.79	33.55	1.42	82.32	2.59	55.89
0738.HK	利信达集团	1992-12-11	HKD	3.87	6.42	19.66	8.07	7.24	16.12	2.26	67.10
1028.HK	千百度	2011-09-23	HKD	2.39	20.00	37.84	18.27	13.74	24.37	2.31	62.05
1880.HK	百丽国际	2007-05-23	HKD	9.84	84.34	657.08	14.23	1.54	362.83	44.92	57.55
002291.SZ	星期六	2009-09-03	CNY	7.48	3.63	27.18	74.65	0.00	18.44	0.34	48.10
603001.SH	奥康国际	2012-04-26	CNY	16.86	4.01	67.61	33.44	1.30	27.96	2.74	40.01

资料来源：WIND、海通证券研究所，股价更新时间 2014/11/14

2011 年以来，消费周期性向下叠加电商冲击，品牌商面临着消费需求日益个性化的挑战，以加盟为主的品牌商，因加盟体系扛风险能力、资金实力较弱，受冲击更大。公司利用上市后的募集资金，大力支持加盟体系，探索类直营模式，逆势建设大型专业店。

- 公司主要从事以男女鞋业为主的研发、生产、分销、零售，拥有奥康、康龙、红火鸟、美丽佳人、VALLEVRDE (万利威德) 等品牌；公司以加盟模式迅速崛起，近年来持续加大直营渠道的建设力度，以适应消费模式的变化对平台型终端的需求；公司清晰的品牌定位以及领先的品牌策划推广能力，使公司在同行业继续保持较高的知名度和美誉度。
- 公司管理层有打造百年品牌的长远眼光，一直对品牌形象悉心呵护，在营销方面得到了经销体系的深度认同，经销商层面对公司的归属感很强；2012 年成功上市后，经销商与公司共同发展的意愿强烈，公司在品牌知名度的提升、集成大店建设的尝试、皮具业务的发展、国际品牌代理业务的探索等方面的投入，坚定了经销商与公司合作共赢的信心；公司自 2012 年下半年以来，帮助经销商调整终端门店，与经销体系共度难关，进一步巩固了经销体系的稳定性。
- 建设国际馆是搭建平台模式，国际馆在品牌配置、产品陈列、服务模式等方面都进行了整合与升级，为消费者提供更加时尚、更具体验感的购物环境；国际馆将多个品牌集成在一个馆内，满足消费者一站式购物体验，除自有品牌奥康、康龙、红火鸟、美丽佳人、VALLEVRDE (万利威德) 等之外，还引进了知名的国际品牌如 MARTINELLI (玛蒂娜丽) 等多个来自西班牙、意大利、英国等国家的国际品牌入驻，以满足不同层次消费群体的多样化需求。
- 通过国际馆将多个品牌聚集，在满足消费者一站式购物、体验式消费的同时，将优势品牌的影响力延伸至其他子品牌及代理品牌；更突出的购物体验凸显出公司的竞争优势，也带动尚未达到成熟期的子品牌拓展国际馆所在区域的细分市场，在终端消费较为平淡的现下，提高公司在区域市场上的占有率。此外，国际馆的商业模式能有效降低单位面积租金成本，提升公司盈利能力。
- 国际馆地理位置优越，目前公司国际馆已建成 170 多家，我们预计将近一半的国际馆在运营 1 年多后能实现盈利。

对鞋服品牌而言，店铺是真正决定企业命运的核心战略资源，传统连锁品牌专卖店的道路越来越窄。

- 据瑞士银行统计显示，中国已超越美国，成为鞋类消费第一大国；但每年 20 多亿双的国内消费中，99% 是自主生产，

未来十年, 产能过剩、消费需求个性化, 将导致国内鞋类零售行业竞争更加激烈。

- 国内消费者对鞋“量”需求增长的背后, 更有“质”的变化, 消费需求变得更加多元化、个性化与明显的阶级化, 同时对于购物环境提出了专业化、便利化、舒适化、娱乐化等综合要求, 传统连锁品牌专卖店的道路越来越狭窄。
 1. 单店客流量难以提升: 在传统专卖店模式下, 品牌商习惯在同一购物场所开设多家品牌专卖店, 以规模取胜, 但同一购物场所的客流是一定的, 有效客流量应剔除重复进店人次, 多店之间绝大部分客流有重叠。
 2. 产品、价格同质化: 消费需求趋向休闲化后, 男士休闲鞋需求量激增, 各大品牌均对休闲类鞋款加大投入, 产品在相似的设计方向下趋于同质化。为扩大男士休闲鞋份额, 品牌商也开始快速拉长产品线, 将零售价拉长在 300 元-1500 元之间, 后以打折促销的方式, 在 500 元左右实现商品成交。无论拉长产品线, 还是扩大价格线, 企业都没有以“满足差异化细分市场需求”作为目的, 而是粗放地增加品牌、输出更多款式。

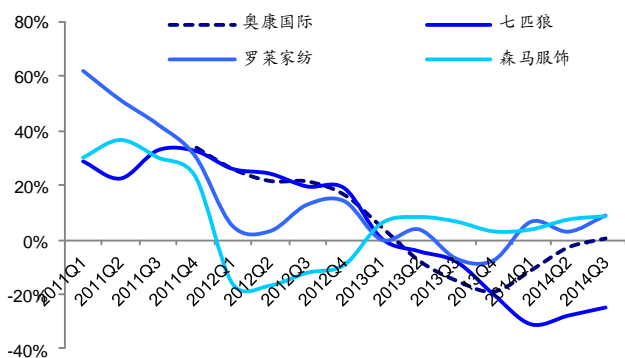
大型专业店是趋势, 同时满足了品牌商差异化品牌竞争、高效市场战略布局、单店销售爆发力的需求。

- 大型专业店在店铺规模、卖场形象、商品选择上明显胜出, 更重要的是, 其单店产能、成本控制、管理成本、管理深度等, 比以规模取胜的连锁品牌专卖店更为突出, 也符合未来零售业态的竞争法则。多品牌专业店有两种形式:
 1. 多行业品牌拓展, 即一牌多品的跨行业大型店, 如耐克的产品线由运动鞋到运动服饰, 再到运动配件与运动器材; 在做强原有品牌的同时, 利用已有品牌知名度打破行业壁垒, 进入皮具、服装等市场, 共享消费群。
 2. 多品牌市场拓展, 即一品多牌专业店, 精耕细作; 多品牌定位于追求同类产品不同品牌之间的差异, 包括功能、包装、宣传等, 形成每个品牌的鲜明个性。在终端激烈的竞争中, 只有将不同品牌定位在差异较大的细分市场, 每个品牌有自己的发展空间, 市场才不会重叠。
- 模式变革不是品牌或营销某一细节上的变化, 大型专业店不是简单的扩大店铺面积、装修豪华、更多的商标鞋款, 任何模式的变革都涉及企业上下诸多方面的变动, 一品多牌的专业店模式需要合理的企业运营管理体系来支撑, 只有这样, 由简易分公司管理体制导致的多品牌间的资源浪费与信息屏蔽现象才能被破除, 真正做到精细化管理、专业化运营, 同时达到差异化品牌竞争、高效市场战略布局、单店销售爆发力等效果。

消费平淡、电商冲击、逆势扩张, 公司 2012 年以来业绩开始放缓、下滑, 2014 年 1 季度收入、净利润增速分别达到周期性底部, 2014 年 2、3 季度以来收入端下滑幅度开始收窄。我们选取了 A 股市场上以加盟为主的可比龙头公司七匹狼、罗莱家纺、森马服饰, 企业面临相似的冲击, 调整步骤大致相似, 但考虑到不同公司的战略选择不同, 业绩的波动节奏略有不同。公司因大力扶持加盟商、加大促销力度, 2011 年以来, 应收账款周转率明显下降、毛利率水平明显下降。

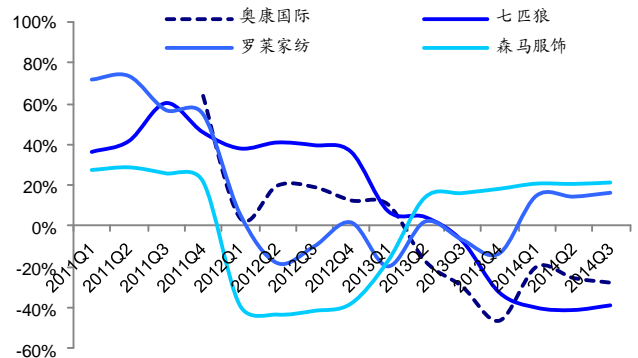
根据调研反馈, 目前消费虽然平淡, 但已过了最低迷的时期, 电商对线下实体的冲击也已趋于常态化, 预计 2015 年公司收入水平将呈现轻装上阵后的自然增长; 公司利润在 2013、2014 年连续两年下滑后, 随着 2015 年毛利率水平的逐步提升, 大概率将出现业绩反转。

图 1 公司收入增速波动在 2014 年 1 季度到达周期性底部



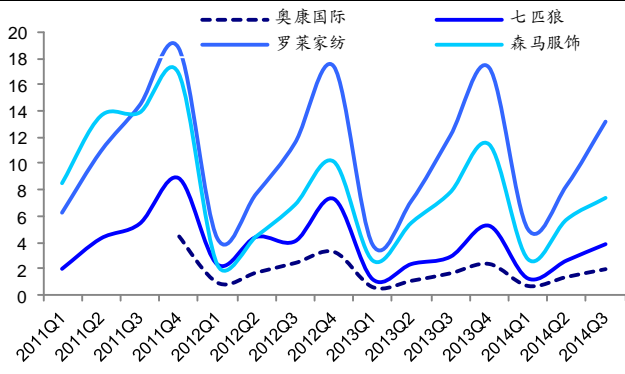
资料来源: WIND、海通证券研究所

图 2 公司净利增速波动在 2014 年 1 季度到达周期性底部



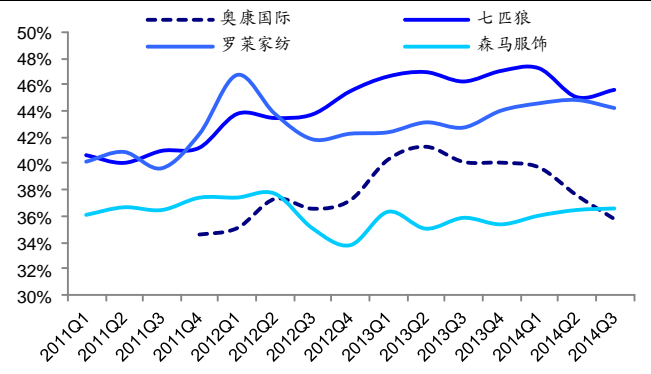
资料来源: WIND、海通证券研究所

图 3 公司应收账款周转率自 2011 年开始明显下降 (次)



资料来源: WIND、海通证券研究所

图 4 公司毛利率自 2013 年中期开始明显下降



资料来源: WIND、海通证券研究所

表 2 毛利率对公司业绩波动影响显著

2015 年净利润同比增速	毛利率						
	38%	39%	40%	41%	42%	43%	44%
6%	12.46%	17.82%	23.17%	28.52%	33.87%	39.23%	44.58%
7%	13.09%	18.49%	23.89%	29.30%	34.70%	40.10%	45.51%
8%	13.71%	19.17%	24.62%	30.08%	35.53%	40.98%	46.44%
9%	14.34%	19.85%	25.35%	30.85%	36.36%	41.86%	47.37%
10%	14.97%	20.52%	26.08%	31.63%	37.19%	42.74%	48.29%
11%	15.59%	21.20%	26.80%	32.41%	38.01%	43.62%	49.22%
12%	16.22%	21.88%	27.53%	33.19%	38.84%	44.50%	50.15%
13%	16.85%	22.55%	28.26%	33.96%	39.67%	45.38%	51.08%
14%	17.47%	23.23%	28.98%	34.74%	40.50%	46.25%	52.01%
15%	18.10%	23.90%	29.71%	35.52%	41.33%	47.13%	52.94%

资料来源: WIND、海通证券研究所、此处假设不考虑提价因素

盈利预测与投资建议。公司地处男鞋生产基地温州，产业配套优势突出，目前的自有产能能保证公司的产品品质，在产品优势突出的同时，公司利用募集资金逆势建设大型专业店，我们认为公司对大型专业店的投入符合未来的发展趋势，从商业角度来看，公司长期性的战略投入可能会带来短期内的费用率提升，但公司稳健的管理层的优势能为转型成功提供一定的保障。国际馆作为一种平台模式，将为公司未来的稳健增长提供强有力的保障，我们看好公司未来在多品牌运营、店效提升方面的厚积薄发，预计公司 2014-16 年实现归属于母公司净利润分别为 2.28、3.03、3.72 亿元，同增-16.97%、32.89%、22.79%，对应 EPS 分别为 0.57 元、0.75 元、0.93 元，考虑到相关可比公司 15 年 PE 区间在 15x-45 x 区间，给予公司 2015 年 30xPE，对应目标价 22.64 元，调高至买入评级。

主要不确定因素：终端需求持续恶化、新品牌建设不达预期、大店建设不达预期。

表 3 同类公司估值比较

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	市值 (亿元)	2014E 营业收 入 (亿元)	每股收益 (元/股)				市盈率 (X)			
					2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
七匹狼	002029.SZ	10.37	78.36	23.33	0.50	0.37	0.43	0.49	20.74	27.68	24.05	21.03
九牧王	601566.SH	12.72	73.09	21.99	0.93	0.75	0.83	0.94	13.68	16.89	15.33	13.47
卡奴迪路	002656.SZ	16.37	32.74	7.81	0.75	0.32	0.36	0.40	21.83	50.82	45.57	40.51
希努尔	002485.SZ	10.13	32.42	11.52	0.22	0.08	0.23	0.31	46.05	121.90	43.74	32.74
报喜鸟	002154.SZ	7.78	45.59	21.15	0.27	0.27	0.33	0.38	28.81	28.50	23.29	20.43
均值									26.22	49.16	30.40	25.64

资料来源: WIND, 海通证券研究所、股价为 11 月 14 日收盘价, EPS 及 14 年收入均为 WIND 一致预期值

表 4 奥康国际盈利预测

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
男鞋						
销售收入 (百万元)	1448.69	1732.73	1533.13	1533.13	1686.44	1939.41
增长率 (YOY)	28.38%	19.61%	-11.52%	0.00%	10.00%	15.00%
毛利率	37.91%	38.56%	42.85%	39.00%	41.00%	42.00%
销售成本 (百万元)	899.45	1,064.52	876.19	935.21	995.00	1,124.86
增长率 (YOY)	25.94%	18.35%	-17.69%	6.74%	6.39%	13.05%
毛利 (百万元)	549.24	668.21	656.95	597.92	691.44	814.55
增长率 (YOY)	32.58%	21.66%	-1.69%	-8.98%	15.64%	17.80%
占总销售额比重	49.16%	50.67%	55.40%	57.74%	58.01%	58.20%
占主营业务利润比重	54.50%	53.47%	60.18%	61.13%	62.30%	62.79%
女鞋						
销售收入 (百万元)	1279.41	1422.11	990.21	841.68	883.76	972.14
增长率 (YOY)	32.96%	11.15%	-30.37%	-15.00%	5.00%	10.00%
毛利率	30.65%	34.35%	35.59%	33.50%	34.00%	34.50%
销售成本 (百万元)	887.28	933.55	637.79	559.72	583.28	636.75
增长率 (YOY)	28.55%	5.22%	-31.68%	-12.24%	4.21%	9.17%
毛利 (百万元)	392.13	488.56	352.42	281.96	300.48	335.39
增长率 (YOY)	44.15%	24.59%	-27.87%	-19.99%	6.57%	11.62%
占总销售额比重	43.42%	41.59%	35.78%	31.70%	30.40%	29.17%
占主营业务利润比重	38.91%	39.09%	32.28%	28.83%	27.08%	25.85%
皮具						
销售收入 (百万元)	218.74	264.54	244.04	280.65	336.78	420.97
增长率 (YOY)	87.05%	20.94%	-7.75%	15.00%	20.00%	25.00%
毛利率	30.36%	35.16%	33.69%	35.00%	35.00%	35.00%
销售成本 (百万元)	152.34	171.54	161.82	182.42	218.90	273.63
增长率 (YOY)	83.97%	12.60%	-5.66%	12.73%	20.00%	25.00%
毛利 (百万元)	66.40	93.00	82.22	98.23	117.87	147.34
增长率 (YOY)	94.53%	40.06%	-11.60%	19.47%	20.00%	25.00%
占总销售额比重	7.42%	7.74%	8.82%	10.57%	11.59%	12.63%
占主营业务利润比重	6.59%	7.44%	7.53%	10.04%	10.62%	11.36%
合计						
销售收入 (百万元)	2946.84	3419.38	2767.38	2655.45	2906.98	3332.52
增长率 (YOY)	33.48%	16.04%	-19.07%	-4.04%	9.47%	14.64%
销售成本 (百万元)	1939.06	2169.61	1675.80	1677.35	1797.19	2035.24
毛利 (百万元)	1007.78	1249.77	1091.58	978.11	1109.79	1297.28
平均毛利率	34.20%	36.55%	39.44%	36.83%	38.18%	38.93%

资料来源: 公司 2011、2012、2013 年报、2014 中报, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

价值评估 (倍)	2013	2014E	2015E	2016E
P/E	24.65	29.69	22.34	18.20
P/B	1.82	1.74	1.65	1.55
P/S	2.28	1.96	2.42	2.52
EV/EBITDA	16.19	20.22	15.79	12.67

偿债能力指标	2013	2014E	2015E	2016E
资产负债率	0.28	0.26	0.27	0.28
借款/股东权益	279.35	387.91	409.09	435.10
已获利息倍数	-20.53	-15.55	-16.76	-20.36
流动比率	3.70	3.86	3.85	3.72
速动比率	2.92	3.04	3.04	2.91
现金比率	1.22	1.71	1.68	1.53

盈利能力指标 (%)	2013	2014E	2015E	2016E
毛利率	39.35	36.23	37.58	38.33
息税摊销折旧利润率	14.96	12.48	14.60	15.87
净利率	9.81	8.49	10.30	11.03
净资产收益率	7.37	5.87	7.40	8.54
资产回报率	5.74	4.64	5.84	6.65
投资回报率	7.54	6.25	8.50	9.92

经营效率指标 (次)	2013	2014E	2015E	2016E
应收账款周转率	2.56	2.81	2.81	2.81
存货周转率	2.01	2.00	2.07	2.07
总资产周转率	0.59	0.55	0.57	0.60
固定资产周转率	7.14	5.60	5.73	6.33

盈利增长 (%)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入增长率	-19.07	-4.04	9.47	14.64
营业利润增长率	-75.82	-37.50	25.90	20.93
EBIT 增长率	-41.52	-24.65	28.27	26.04
EBITDA 增长率	-39.17	-19.97	28.06	24.65
净利润增长率	-46.57	-16.97	32.89	22.79

利润表 (万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	279621	268312	293726	336723
营业成本	167739	169482	181591	205644
营业利润	37336	27153	36646	46348
营业费用	51860	49638	52871	58927
管理费用	19960	18782	20561	23571
利润总额	37534	30361	40346	49541
EBIT	37094	28009	36142	45754
折旧摊销	3607	4678	5930	6878
EBITDA	40702	32687	42071	52632
投资收益	1794	3000	4000	4500
营业外收支净额	1327	4000	4500	4000
所得税	10111	7590	10086	12385
少数股东损益	0	0	0	0
归母公司的净利润	27423	22771	30259	37156
基本每股收益 (元)	0.68	0.57	0.75	0.93

资产负债表 (万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	129281	175277	183636	188378
应收款项	109382	95563	104615	119929
存货	83425	84748	87891	99416
流动资产	392275	395835	420201	458231
固定资产	26431	43824	45789	47300
总资产	477869	490351	518267	558405
应付账款	72775	77876	83008	93893
流动负债	105897	102439	109174	123302
长期借款	0	0	0	0
长期负债	0	0	0	0
总负债	105897	102439	109174	123302
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	371972	387912	409094	435102
付息负债	1332	1000	1000	1000
每股净资产 (元)	9.28	9.67	10.20	10.85

现金流量表 (万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	27423	22771	30259	37156
折旧摊销	3607	4678	5930	6878
营运资金变动	-84350	35210	-9252	-19145
经营活动现金流	-48776	69159	33436	31889
固定资产投资	21554	16000	16000	16000
无形资产投资	-929	209	200	192
资本支出	0	0	0	0
投资活动现金流	-21554	-16000	-16000	-16000
公司自由现金流	-752	449	78	60
股权自由现金流	-802	460	94	78
债务变化	-5078	-332	0	0
股票发行	0	0	0	0
融资活动现金流	-21117	-7163	-9078	-11147
现金净流量	-91448	45996	8359	4742
每股经营现金流 (元)	-1.22	1.72	0.83	0.80

资料来源: WIND、海通证券研究所、股价为 11 月 14 日收盘价

信息披露

分析师声明

焦娟：纺织服装行业高级分析师

唐苓：纺织服装行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：森马服饰、美邦服饰、富安娜、罗莱家纺、梦洁家纺、探路者、朗姿股份、卡奴迪路、七匹狼、九牧王、报喜鸟、奥康国际、鲁泰 A、百隆东方、华孚色纺、航民股份、美盛文化、浔兴股份、天华超净

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。