

申购区间: 22 ~ 25.5 (元)

纺织服装

新股申购策略报告

证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003

电话: 0755-82485024

邮件: lvlihua@fcsc.cn

奥康国际(603001): 国内领先的皮鞋品牌运营商

发行数据

发行股本(万股)

发行后总股本(万股)

31,998

资产负债表摘要

股东权益(百万元)

1.178

每股净资产(元)

3.68

资产负债率(%)

50.16

国内知名民营鞋企: 公司主要从事男女皮鞋及皮具产品的研发、生产、分销和零售业务,采用产品研发、采购、生产和零售混合经营的纵向一体化经营模式。根据中国行业企业信息发布中心(CIIC)发布的消费品市场重点调查报告显示,2010年度公司在男皮鞋市场占有率排名第二,为5.79%;在华东地区男皮鞋市场占有率排名第一,为6.64%。公司实际控制人为持有IPO后60.77%股权的王振滔。

多品牌错位经营: 公司旗下有“奥康”、“康龙”、“红火鸟”、“美丽佳人”、“万利维德”等五大自有品牌,实行差异化定位,覆盖中高端消费群体。其中“奥康”是公司第一战略性品牌,2011年“奥康”男皮鞋市场占有率达6.49%,排名全国第一位;“奥康”女皮鞋市占率2.12%,排名全国第12位,其中华东地区市占率4.3%,排名第4位。

“经销+直营”布局全国: 截止2011年底,公司拥有直营店有477家、经销店铺有4035家,共4512家,终端渠道平均经面69.3m²。其中直营独立店161家、直营商场店316家,总经面3.18万平米。本次IPO募投项目将建设348家直营终端,新增2.84万平米经面,将进一步扩大渠道网络的延展性和渗透力。

盈利预测及估值: 预计2012~2014年,公司实现营业收入分别为37.95亿元、47.61亿元、58.34亿元,增长率分别为27.97%、25.44%、22.54%;归属于母公司股东的净利润分别为5.8亿元、7.59亿元、9.45亿元,增长率分别为28.5%、29.3%、24.5%;每股收益分别为1.47元、1.89元、2.36元。结合A股同类上市公司估值,并考虑到公司渠道加速扩张及品牌运营提升下的估值溢价,我们给予其2012年PE 18~22倍,则上市后的合理价格区间为26.46~32.34元。

风险提示: 直营店快速扩张导致的管理风险;直营店培育未达预期;经济下滑导致终端消费放缓。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2966	3804	4773	5850
收入同比(%)	34.1%	28.2%	25.5%	22.6%
归属母公司净利润	457	588	759	945
净利润同比(%)	63.3%	28.5%	29.3%	24.5%
毛利率(%)	34.6%	37.4%	38.1%	38.5%
每股收益(元)	1.14	1.47	1.89	2.36



目 录

1	国内领先的皮鞋运营商和零售商	5
1.1	主业概括：“奥康”男皮鞋市占率全国之首	5
1.2	股权结构：王振滔持股 IPO 后 60.77% 股权	6
2	鞋业发展要素：品牌塑造、渠道拓展	7
2.1	全球鞋业消费中心正向中国转移	7
2.2	中国鞋业从制造到品牌横渡	9
2.3	国内知名鞋企竞争主要集中在中端市场	12
3	竞争优势：多品牌协同扩张，研发及管理强内生	12
3.1	品牌优势：多品牌错位经营，覆盖中高端消费	12
3.2	渠道优势：“直营+经销”布局，多方式营销创新	13
3.3	研发优势：百人研发团队，每季开发 3 千新款	15
3.4	管理优势：稳健进取、重视培训	15
4	财务分析：财务指标相对健康	16
4.1	盈利能力：持续提升	16
4.1.1	经营业绩较快增长：规模扩大、奥运营销	16
4.1.2	毛利率逐年上升：品牌效应、直营店贡献提高	19
4.1.3	期间费用率不断增长：规模扩大、营销加大	20
4.2	偿债能力：利息保障倍数大，偿债能力较强	21
4.3	营运能力：存货周转率保持较高水平	21
5	募投项目：扩大直营终端，增强渠道控制力	22
6	盈利预测及估值定价	23
6.1	盈利预测：未来三年业绩复合增长率 26.84%	23
6.2	估值定价：18~22 倍、26.46~32.34 元/股	25
7	风险因素	25



图 表

图表 1 公司渠道终端总数量.....	5
图表 2 公司主营业务分产品构成比例.....	5
图表 3 公司主营业务分渠道构成比例.....	5
图表 4 营业收入及增长率.....	6
图表 5 净利润及增长率.....	6
图表 6 公司本次 IPO 之后的股权结构.....	7
图表 7 我国四大鞋业产业群.....	7
图表 8 我国皮革鞋靴生产量情况.....	8
图表 9 我国鞋类出口量及增长率.....	8
图表 10 我国鞋类出口金额及增长率.....	8
图表 11 全球鞋业消费市场分布.....	9
图表 12 皮鞋行业微笑曲线.....	10
图表 13 国际知名品牌经营模式、产品理念及特点、OEM 情况.....	10
图表 14 我国男皮鞋市场 2010 年占有率 TOP10.....	12
图表 15 华东地区男皮鞋 2010 年市场占有率 TOP10.....	12
图表 16 公司多品牌、差异化定位.....	13
图表 17 公司 2011 年渠道终端分布.....	14
图表 18 公司营销策划重大事件一览表.....	14
图表 19 按产品结构分 - 2011 年主营业务收入构成.....	16
图表 20 按产品结构分 - 主营业务收入情况.....	16
图表 21 按地区分 - 2011 年主营业务收入构成.....	17
图表 22 按地区分 - 主营业务收入情况.....	17
图表 23 按采购渠道分 - 2011 年主营业务收入构成.....	17
图表 24 按采购渠道分 - 主营业务收入情况.....	17
图表 25 按销售渠道分 - 2011 年主营业务收入构成.....	18
图表 26 按销售渠道分 - 主营业务收入情况.....	18
图表 27 按产品结构分 - 主营业务收入增长情况.....	18
图表 28 按销售渠道分 - 主营业务收入增长情况.....	18
图表 29 奥康、康龙、红火鸟三品牌销售额.....	18
图表 30 奥康、康龙、红火鸟三品牌渠道店数量.....	18
图表 31 直营独立店和直营商场店单店收入、经销商单店提货额比较.....	19
图表 32 按采购渠道分 - 毛利率变动情况.....	20
图表 33 按销售渠道分 - 毛利率变动情况.....	20
图表 34 直营各渠道毛利率变动情况.....	20
图表 35 同行业上市公司毛利率比较.....	20
图表 36 期间费用率及构成情况.....	21
图表 37 广告费、租赁费、职工薪酬占销售费用比例.....	21
图表 38 流动比率、速动比率和资产负债率.....	21
图表 39 同行业上市公司偿债指标比较.....	21
图表 40 应收账款周转率和存货周转率变动情况.....	22
图表 41 同行业上市公司营运指标比较.....	22



图表 42 公司 IPO 募投项目	22
图表 43 营销网络建设项目门店拓展计划	22
图表 44 营销网络建设项目投资概算	23
图表 45 分销售渠道 - 门店数量、营业收入、毛利、毛利率预测	24
图表 46 同类上市公司估值	25
图表 47 财务报表预测	26



1 国内领先的皮鞋运营商和零售商

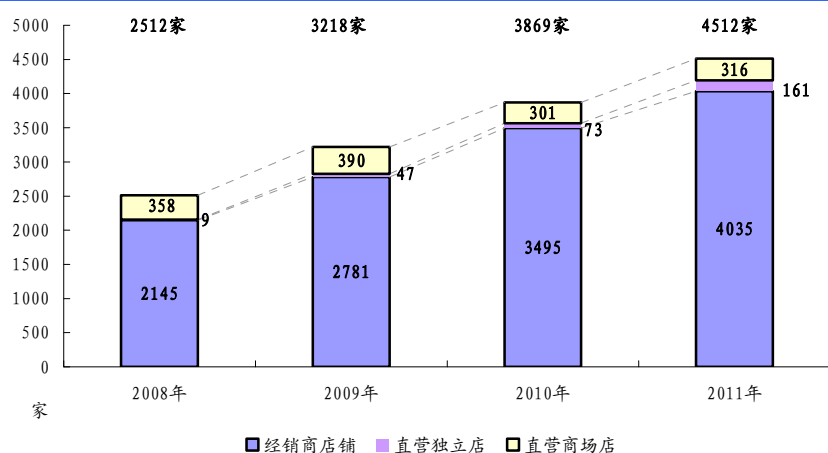
1.1 主业概括：“奥康”男皮鞋市占率全国之首

公司于2001年11月由奥康集团、王振滔、王进权、缪彦枢与潘长忠共同发起设立股份公司。

公司主要从事男女皮鞋及皮具产品的研发、生产、分销和零售业务，采用产品研发、采购、生产和零售混合经营的纵向一体化经营模式。根据中国行业企业信息发布中心（CIIC）发布的消费品市场重点调查报告显示，2010年度公司在男皮鞋市场占有率排名第二，为5.79%；在华东地区男皮鞋市场占有率排名第一，为6.64%。

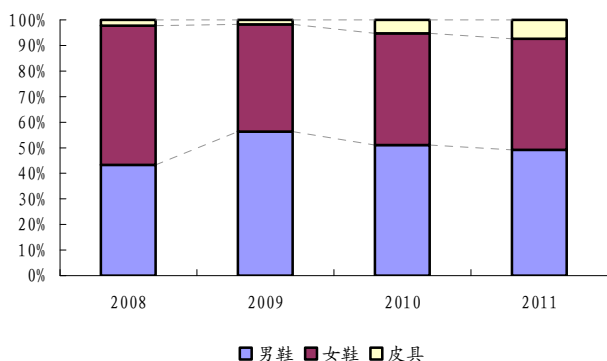
公司多品牌错位经营，旗下有“奥康”、“康龙”、“红火鸟”、“美丽佳人”、“万利维德”等五大自有品牌，其中“奥康”是公司第一战略性品牌，2011年“奥康”男皮鞋市场占有率达6.49%，排名全国第一位；“奥康”女皮鞋市占率2.12%，排名全国第12位，其中华东地区市占率4.3%，排名第4位。

图表 1 公司渠道终端总数量



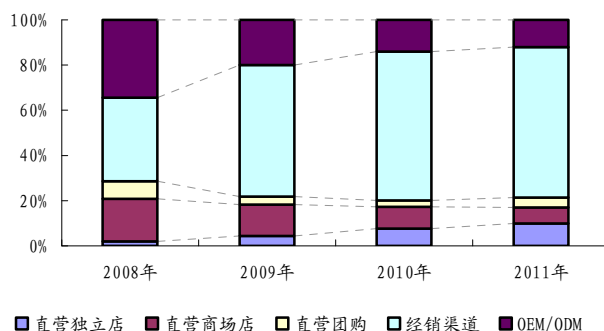
资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

图表 2 公司主营业务分产品构成比例



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

图表 3 公司主营业务分渠道构成比例



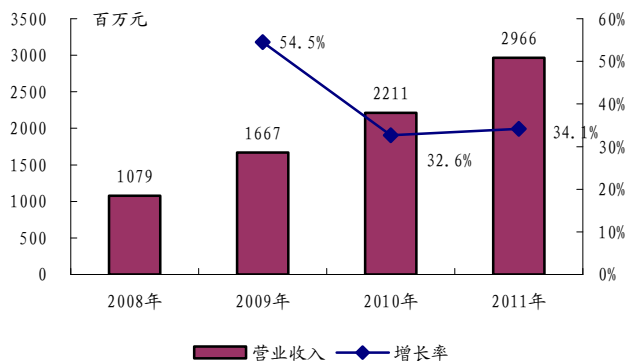
资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所



目前已在全国拥有成熟的渠道布局,截止 2011 年 12 月 31 日,直营店有 477 家、经销店铺有 4035 家,共 4512 家,终端平均经面 69.3 m²。其中直营独立店 161 家,平均经面 110 m²; 直营商场店 316 家,平均经面 47 m²。

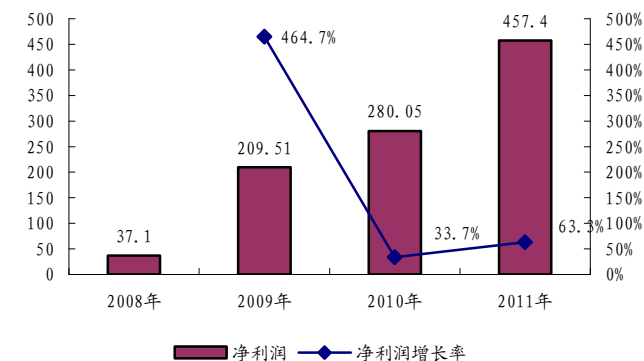
公司经营业绩增长迅速,2011 年实现营业收入 29.66 亿元,归属于母公司股东的净利润 4.57 亿元,2009~2011 年,营业收入复合增长率达 33.39%,净利润复合增长率达 51.08%。2012 年 1~2 月直营店同店增长达 12.5%。

图表 4 营业收入及增长率



资料来源: 公司招股意向书、第一创业证券研究所

图表 5 净利润及增长率



资料来源: 公司招股意向书、第一创业证券研究所

公司未来发展规划:

(1) 渠道拓展策略: 仍以经销店为主, 辅以直营独立店和直营商场店, 其中直营商场渠道, 目前乃偏弱, 未来将通过品牌合作或收购其他品牌, 借力国际知名品牌进入该渠道。

(2) 提升单店效益: 通过小店换大店、提高管理水平、建立店长培训体系、完善终端激励机制等措施。

(3) 提升运营效率: 通过建立 6 大物流配送中心来实现。

(4) B2C 业务: 2012 年营业收入将是 2011 年 6000 万元的 3 倍~5 倍, 是未来利润增长点之一。

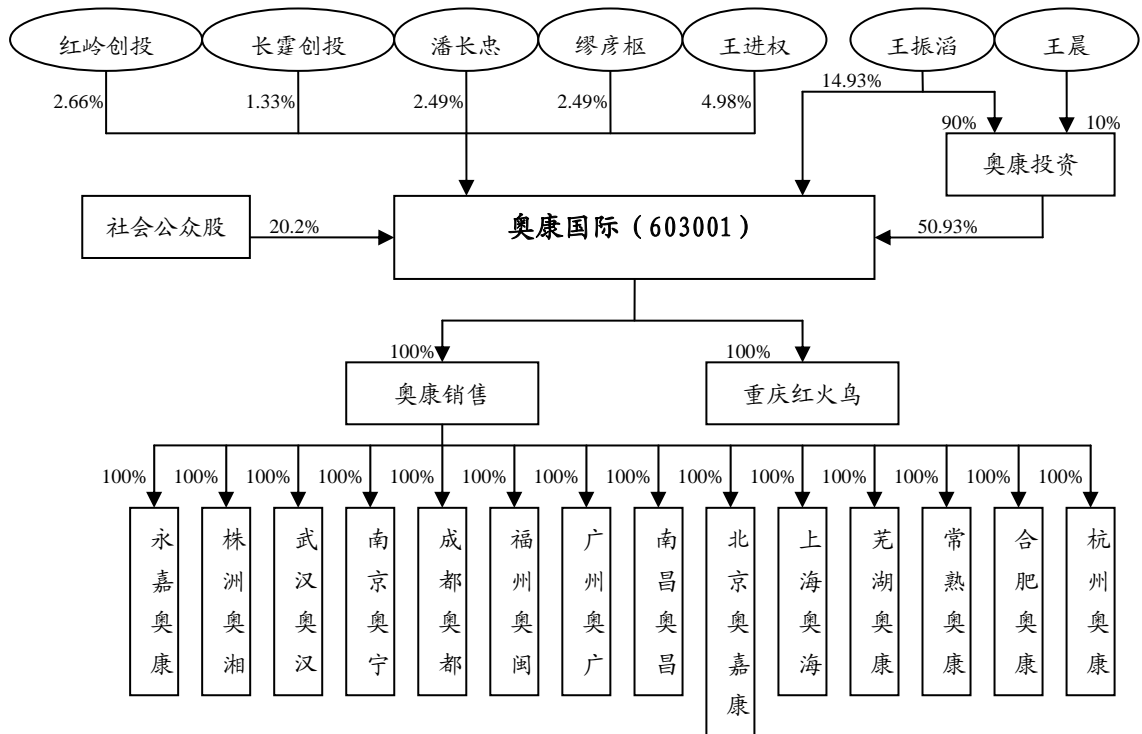
1.2 股权结构: 王振滔持股 IPO 后 60.77% 股权

公司控股股东为奥康投资, 其持有公司 63.83% 股权, 主要从事地产、生物制药等行业的投资管理。

公司实际控制人为王振滔先生, 其持有奥康投资 90% 股权, 持有公司 18.7% 股权, 直接和间接共持有公司 76.15% 股权; 同时, 王振滔之弟王进权还持有公司 6.23% 的股份。本次发行 8100 万股后, 王振滔将直接和间接持有公司 60.77% 股权。



图表 6 公司本次 IPO 之后的股权结构



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

2 鞋业发展要素：品牌塑造、渠道拓展

2.1 全球鞋业消费中心正向中国转移

中国是全球最大的鞋业生产国和出口国，更是全球最大的鞋类消费国。目前我国已经形成广东、温州、晋江和成都这四大鞋业产业群。

图表 7 我国四大鞋业产业群

产业群	制造基地	品牌代表	特点
广东鞋业	东莞	百丽、星期六、兽王、新虎威	全球最大的鞋业生产基地，世界鞋都，世界上 65% 左右的高档鞋或名鞋都出自此，其中运动鞋产量占据全球 1/4
温州鞋业	温州、台州	奥康、康奈、红蜻蜓、意尔康、吉尔达	鞋类生产占全国总量 25%，占全球总量 1/8
晋江鞋业	晋江	安踏、特步、361、乔丹、美克、富贵鸟、木林森	全国重要的制鞋基地和世界旅游运动鞋生产基地，晋江运动、旅游鞋约占全国总产量的 40%、世界总产量的 20%，产品远销 163 个国家和地区。
西部鞋业	成都（武侯）、重庆（璧山）	艾民儿、卡美多、依兰、圣妮娅、红火鸟、丹露、卡美多、凯奇	西部最大制鞋基地，中国女鞋之都

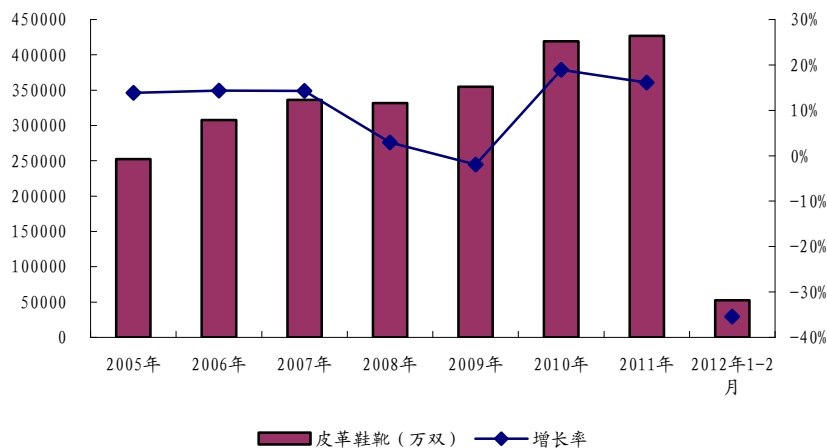
资料来源：中国皮革网、晋江鞋网、第一创业证券研究所

我国皮鞋生产与需求的数量逐年增加，产品的档次由低档向中



高档发展,消费群也由城市扩大至地区。根据中商情报网数据显示,2011年1~12月,全国皮革鞋靴的产量达42.7亿双,同比增长16.09%。从各省市的产量来看,2011年1~12月,我国皮革鞋靴生产的前三省市是福建、广东和浙江,分别占总产量的29.25%、26.35%和20.14%。

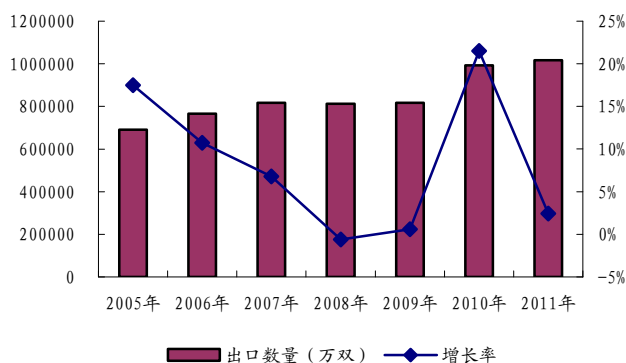
图表 8 我国皮革鞋靴生产量情况



资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所

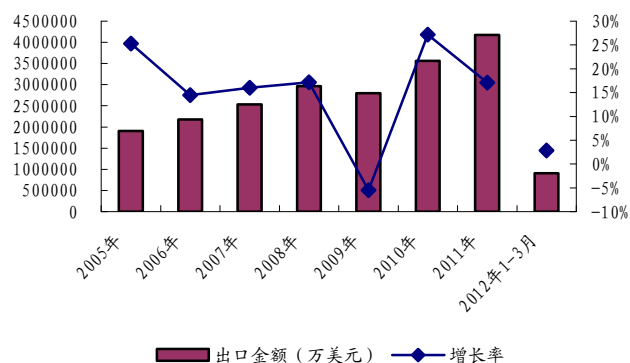
我国皮鞋出口的主要国家和地区是欧盟和美国,其中欧盟是世界最大的鞋类进口商,2010年总进口量为28.39亿双,有16.1亿双进口自中国,2.2亿双来自越南。2011年我国皮鞋出口101.7亿双,同比增长2.4%;2012年一季度,海关统计显示,1季度,我国鞋类出口90.8亿美元,增长2.8%,主要是欧美等国家消费需求萎缩等因素影响;出口金额达417.23亿美元,同比增长17.1%。

图表 9 我国鞋类出口量及增长率



资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所

图表 10 我国鞋类出口金额及增长率

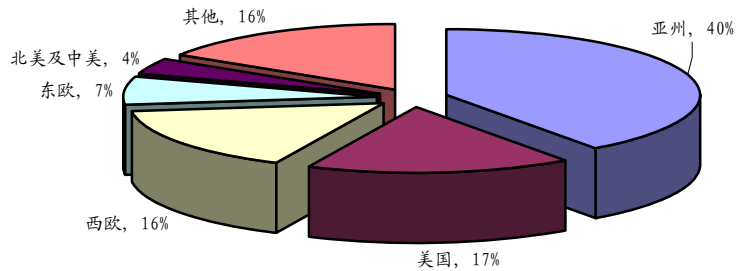


资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所

在鞋类消费市场方面,目前全球鞋类产品主要消费市场集中在两类地区,一类是经济发达的国家和地区,如美国、欧盟、日本、加拿大等,另一类是人口众多的国家及地区,如中国、印度、巴西、印度尼西亚等。据慧聪鞋网显示,2011年中国消费鞋类22多亿双,已超过美国的21多亿双,居世界首位。



图表 11 全球鞋业消费市场分布



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

但因贫富差异，鞋的人均消费数量差距很大，美国每年人均鞋类产品消费 7.5 双，位于全球之首；欧盟国家排名第二，每年人均鞋类产品消费量约为 6 双，我国虽然在过去五年中，人均鞋消费量增长到 2.5 双/人，但仍是人均鞋业消费水平较低的国家之一。根据瑞士银行方面的最新估计显示，预计到 2012 年，亚洲人均鞋类消费量将达到 2.5 双，消费总量预计达 70.26 亿双；未来 10 年，亚洲人均鞋类消费量有可能突破 3.5 双，鞋类消费总量达 100 多亿双。

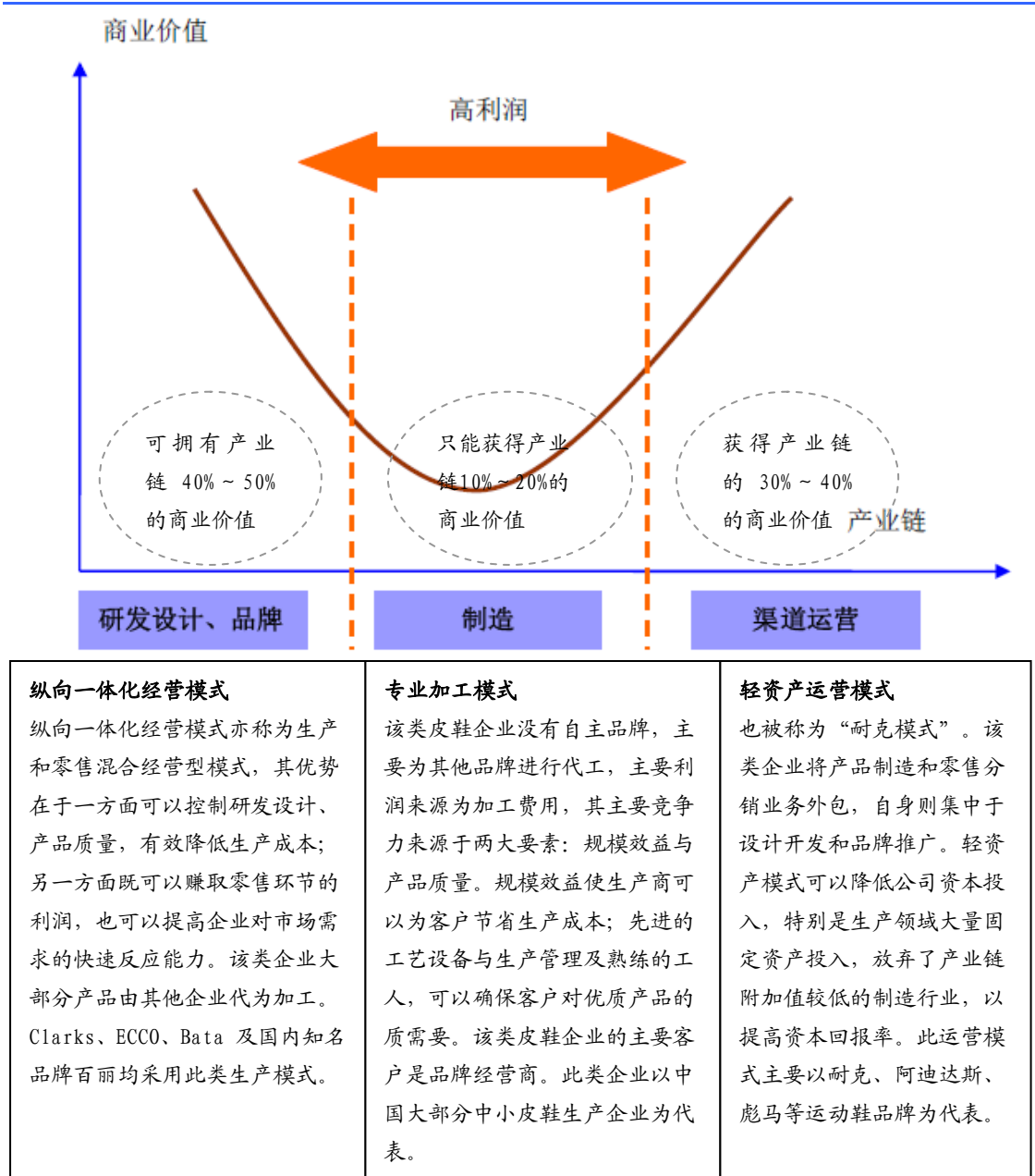
虽然欧美市场是世界鞋类消费的主战场，但目前消费重心正向亚洲特别是中国转移。中国是 13 亿人口的消费大国，扩大内需、居民可支配收入提高、城市化进程加快等均将推动鞋业仍保持较大的增长空间。

2.2 中国鞋业从制造到品牌横渡

目前全球鞋业的竞争更多体现为品牌和研发设计的竞争。品牌皮鞋运营主要包括三个环节：研发设计、加工生产、品牌渠道运营。根据品牌皮鞋的微笑曲线，皮鞋加工环节通常只能获得产业链 10%~20% 的商业价值；商业渠道运营，能够获得产业链 30%~40% 的商业价值；设计和品牌运营，则可拥有产业链 40%~50% 的商业价值。

国际知名鞋企凭借深厚的历史文化沉淀、时尚的风格、舒适的穿着感受，缔造了其在国际上的良好声誉。而且，国际知名鞋具有长期明确的品牌定位，拥有成熟的研发设计环境与流程，品牌诉求与产品设计有较强的匹配性，拥有较强的品牌建设与推广能力，牢牢掌握“微笑曲线”中高附加值的“研发”和“销售”环节获得高额利润，过品牌国际化加强对制造业的控制力，并进一步强化对世界市场的垄断地位。其产品制造则通过在中国、印度、越南等国家以 OEM/ODM 进行贴牌生产。

图表 12 皮鞋行业微笑曲线



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

我国鞋业品牌在产品上的竞争力与国际知名品牌已经非常接近，在品牌建设和渠道方面，凭借产业链优势、品牌控制力和自主权、消费下沉及升级等，未来更多的体现在品牌运营的竞争。

图表 13 国际知名品牌经营模式、产品理念及特点、OEM 情况

品牌名称	所属国家	经营模式	产品理念及特点	OEM 厂商或自有工厂
	英国	纵向一体化	➢ 让舒适的 Clarks 皮鞋与你一起步行；	➢ 原在总部斯特瑞特拥有大规模的生产工厂，目前已将工厂陆续迁到海外。



(其乐)			<ul style="list-style-type: none"> ➢ 凭借优质的用料、精良的做工和高科技所带来的舒适感,缔造了 Clarks 在国际上优秀的声誉; 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 上海永旭鞋业有限公司为 CLARKS 皮鞋全球定点加工企业
	丹麦	纵向一体化	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 让行走成为乐趣; ➢ 其基本设计哲学是为顾客设计及制造最舒适的上班、休闲及喜庆节日穿着鞋类产品。 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 生产线分别设于丹麦、意大利、荷兰、斯洛伐克、葡萄牙、中国及印度。 ➢ 在厦门设立 ECCO 皮革(厦门)有限公司,年产皮鞋 500 万双
(健乐士)	意大利	纵向一体化	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 发明并申请了“会呼吸 (RESPIRA)”鞋底等三大国际专利; ➢ 通过其“透气、排汗、防寒、防水”的技术创新,解决了橡胶底和塑料底防水不透气以及皮革底透气不防水的难题。 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 奥康为其全球最大的生产基地,在温州东瓯工业园区。
	法国	纵向一体化	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 舒适度、知名度高的皮鞋品牌之一; ➢ 采用顶级真皮,天然且不易变形;采用人性化的科学设计结构,比如:动力气流系统,内置气袋减震系统,吸震力极强的软垫鞋跟等。 	
(万利威德)	意大利	纵向一体化	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 以“如赤足行走于绿色草地般”和“给你的双脚装上‘空调’”的绿色舒适消费体验而著称; ➢ 打造仿生换气鞋品牌。 	
	全球性企业	纵向一体化	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 利用全新科学技术来提升产品的质量和舒适性; ➢ 为全球消费者提供高质量高价值的舒适鞋。 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 在全球 22 个国家拥有 33 个生产基地
	美国	纵向一体化	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 舒适、物超所值的休闲感受; ➢ 优异的舒适性、休闲性和流行性。 	
(圣伽步)	法国	纵向一体化	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 时尚却不随潮流变迁; ➢ 拥有专利的减震、换气、按摩功能。 	



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

2.3 国内知名鞋企竞争主要集中在中端市场

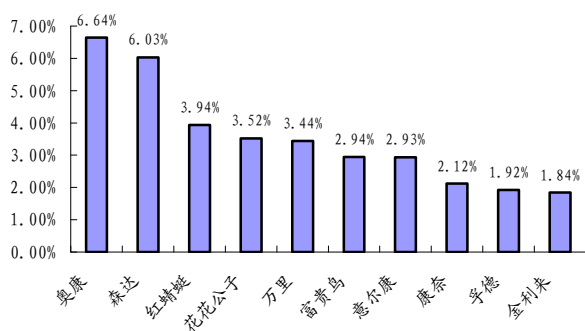
随着有效消费需求的释放和消费升级，国内皮鞋行业品牌竞争和市场细分时代已经来临。这种品牌和市场细分不仅仅局限于品种、档次、区域的进一步细分，更表现在以产品风格和消费群细分为特点的深度细分。在此背景下，未来鞋类企业将逐步调整产品结构，提高产品质量和档次，提高产品附加值。

目前国内鞋业高端市场主要被国际品牌占领，如 LV、Dunhill、Hermès、Gucci 等奢侈品品牌外，还有 Clarks、ECCO、GEOX、VALLEVERDE 等。虽然高端市场容量小，但毛利率高，品牌、款式、舒适度是致胜关键，消费者对品牌、款式、用料和做工的关注度较高。

国内鞋业中端市场容量大，竞争集中在港台企业和国内知名鞋企，毛利率较高，主要依靠综合能力（产品、营销、网络、品牌等）取胜，消费者对质量、款式的关注度较高，对价格较敏感。目前国内皮鞋中端市场的主要品牌有：金利来、花花公子、皮尔卡丹、鳄鱼、百丽、森达、奥康、星期六、达芙妮、康奈、红蜻蜓等。

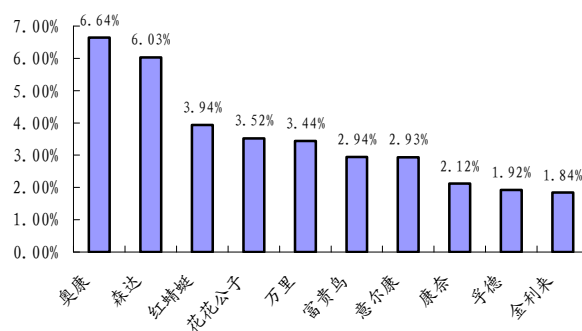
国内低端市场容量大，但竞争激烈，大量作坊式小厂参与竞争。毛利率低，靠规模出效益。消费者对价格敏感，对品牌的关注度不高。

图表 14 我国男皮鞋市场 2010 年占有率 TOP10



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

图表 15 华东地区男皮鞋 2010 年市场占有率 TOP10



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

3 竞争优势：多品牌协同扩张，研发及管理强内生

3.1 品牌优势：多品牌错位经营，覆盖中高端消费

公司实施以“奥康”品牌为主，“康龙”、“红火鸟”、“美丽佳人”、“万利威德”品牌为辅的多品牌错位经营策略，通过差异化的品牌风格、产品设计、价格定位等各种举措及营销活动，迎



合不同的目标消费群。

图表 16 公司多品牌、差异化定位

品牌	品牌成立时间	战略定位	定价	品牌风格	目标消费群	产品理念	市场定位	品牌时尚顾问
奥康	1988 年	中国鞋业第一品牌	300-500 元	商务时尚	20-45 岁商务人群	成功=梦想+行动	中档男女鞋	刘翔 何昊、谢娜、李维嘉、杜海涛、吴昕 韩国艺人李承炫、李妍智
康龙	2001 年	中国休闲鞋专家	300-500 元	休闲时尚	20-35 岁休闲人群	时尚舒适	中档男女休闲鞋	
红火鸟	2004 年	平价时尚特色品牌	200-300 元	年轻时尚	18-35 岁年轻人	时尚、实惠	中端偏低鞋品	
美丽佳人	2002 年	知性时尚女鞋	900-1900 元	前卫时尚	20-35 岁女性前卫人群	时尚、前卫、舒适	中高档女鞋	
万利威德	2008 年合作, 2010 年并购	知名国际时尚品牌	1200-3000 元	尊贵时尚	25-40 岁成功富裕人群	高品位	仿生换气鞋	

资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

3.2 渠道优势：“直营+经销”布局，多方式营销创新

目前公司在全国拥有 15 家区域销售公司，2011 年营销人员有 2003 人，占员工总数的 27.26%；广告费支出 8769 万元，占营业收入比例达 2.96%。

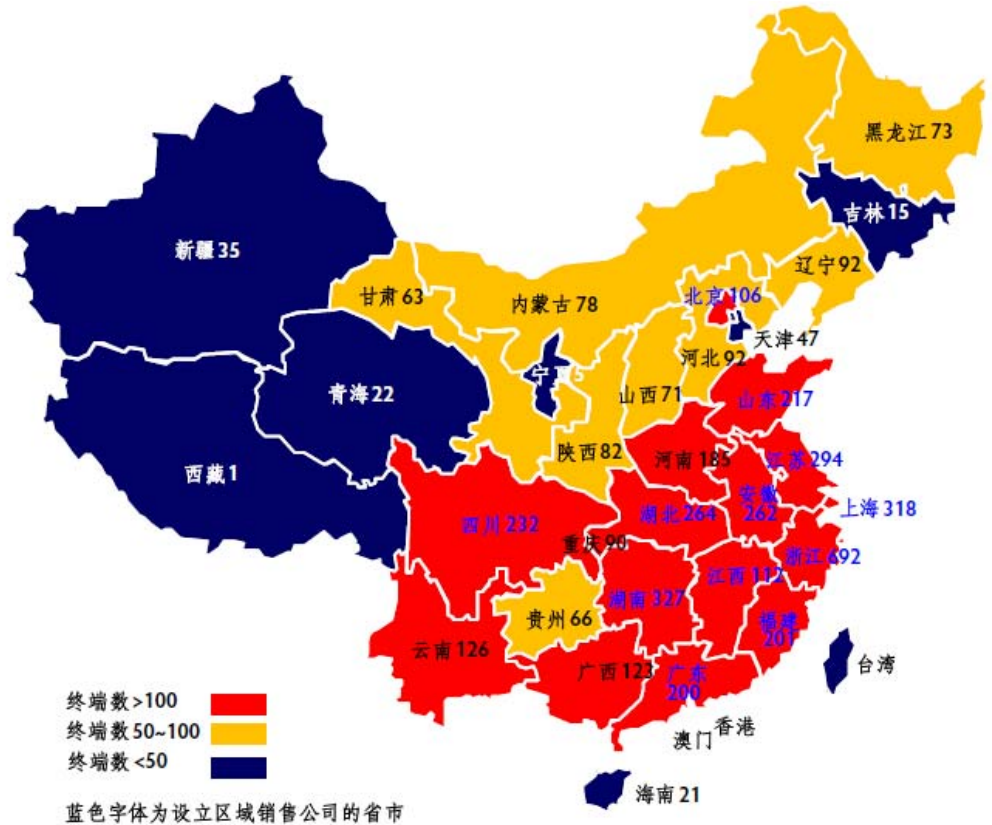
在渠道拓展方面，公司以经销与直营相结合为主，同时以团购、OEM/ODM 和网上直销为辅。“打造区域第一”是公司市场开拓的核心方针。目前商场渠道较薄弱，未来公司将借助并购或合作方式进入商场。

在网络布局方面，公司在市场调研与规划的基础上，集中资源，重点突破，实施了“1+N”（“1”代表旗舰店或形象店，“N”代表标准店）的市场策略，形成品牌规模效应，打造品牌从领先到领导，从强势到垄断，实现品牌在当地区域的第一目标。

在品牌营销上，公司实施了事件营销、奥运营销、网络营销、娱乐营销、互动营销、植入式行销、体验式营销、快乐营销等营销方式，不断提升公司品牌的知名度、美誉度。



图表 17 公司 2011 年渠道终端分布



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

图表 18 公司营销策划重大事件一览表

时间	营销策划	事件内容
2003 年	推出品牌口号“梦想，是走出来的”	<ul style="list-style-type: none"> 2003 年 10 月，奥康品牌推出新标识； A 字变为 Δ，峰的姿态；K 字母上方所加的图形符号，强调“突破的一点”，体现奥康品牌的突破精神，同时既给人以路的延伸感，是“路”、“人”、“鞋”的空间想象传达，以此作为品牌视觉形象发散和延伸推广的集散点。
2007 年	奥运营销	<ul style="list-style-type: none"> 奥康品牌成为 2008 年北京奥运会皮具产品供应商； 2007 年 11 月，“亚洲飞人”刘翔牵手奥康，出任奥康形象大使，同时担任奥康奥运圆梦行动的特别形象大使；
2007 年	体育营销	<ul style="list-style-type: none"> 杨凌、田亮、高敏、王军霞、钱红等奥运冠军均以奥运圆梦行动大使的身份参加了帮助病患儿童、设立体育奖学金等活动； 公司以刘翔的名义设立了“十佳奥运冠军启蒙教练”奖，以回报为奥运冠军成名前默默贡献的基层教练。 2007 年 11 月，中视体育推广有限公司与奥康正式合作，由中国大学生体育协会、中央电视台体育节目中心主办、中视体育推广有限公司承办和制作的《武林大会》以“康龙·武林大会”的形象面向广大电视观众和武术爱好者推出。
2009 年	娱乐营销之《丑女无敌第二季》	<ul style="list-style-type: none"> 与湖南卫视合作《丑女无敌第二季》，成功植入奥康广告。
2009 年	娱乐营销之《奥康 Office 时尚达人》	<ul style="list-style-type: none"> 与东南卫视合作《奥康 Office 时尚达人》，收视率较高。



Office 时尚达人》		
2009 年	娱乐营销之《爱上女主播》	➤ 与浙江卫视电视剧《爱上女主播》开展深度营销合作，“爱上女主播、爱上奥康”、“商务度假风”等品牌理念得到了成功诠释。
2010 年	商务营销	➤ 2010 年公司与 CCTV-2 经济频道《第一时间》开展合作，以商务人群作为目标群体进行品牌推广。
2010 年-2011 年	娱乐营销之《非诚勿扰》	➤ 与江苏卫视热播的娱乐节目《非诚勿扰》开展深度合作，奥康品牌知名度进一步提升。 ➤ 湖南卫视“快乐家族”五名成员——何炅、谢娜、李维嘉、杜海涛、吴昕牵手康龙，“快乐家族”全体成员不仅以康龙时尚顾问的身份参加品牌推广活动，同时快乐家族首张音乐专辑主打歌《快乐你懂的》，将作为康龙品牌最新电视广告的主题曲，在全国推广。
2010 年 -2011 年	快乐营销之“快乐家族”	

资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

3.3 研发优势：百人研发团队，每季开发 3 千新款

公司拥有一支包括首席设计师 7 人、设计师 30 多人、50 多位技师等专业技术人员在内的 100 多人的研发设计团队，除奥康男女皮鞋分设首席设计师外，其他每个品牌均有一位首席设计师，不仅每季度能开发出 3,000 多个新款，同时还能保证在补单过程中搭配充足的新款。

公司现有的国际研发中心下设温州研发中心和东莞研发中心，设计的“魅影精灵”女鞋、“伯爵绅士”男鞋、“女武士”女靴在全国鞋类设计比赛中多次获奖；研发的“计步鞋”、“卫星全球定位鞋”、女鞋弹性跟、可伸缩鞋跟、男鞋透气窗垫脚、男鞋透气窗鞋底、氧吧按摩鞋、活性交换式耐磨鞋跟，部分已经获得国家专利。

2007 年，公司投入数千万科技研发经费成立“奥康鞋类科技研究院”。2010 年，又投资成立“高科技数字化研发基地”，率先引领中国鞋企从传统手工时代进入数字化研发时代。公司参与审定了多项皮鞋行业标准。公司拥有国家知识产权局授权专利 36 项，并已部分投入生产应用，以提升奥康皮鞋的产品附加值。

3.4 管理优势：稳健进取、重视培训

公司以王振滔为核心的管理团队平均年龄 37.6 岁，在公司的平均服务年限为 11.6 年，具有皮鞋行业丰富的运营品牌运营经验和稳健的经营能力。同时，公司重视对业务骨干的持续教育和培训，分市场营销、生产研发、销售终端三个体系进行纵向培养，同时开设供应链下游经销商经营人员培训。

公司拥有完善的培训体系，设有奥康内部大学，有 80 多个讲师，外聘 40 多个讲师，从管理、市场营销、生产、研发、连锁专卖等各个系统，分层次、分专业进行系统培训。



4 财务分析：财务指标相对健康

4.1 盈利能力：持续提升

4.1.1 经营业绩较快增长：规模扩大、奥运营销

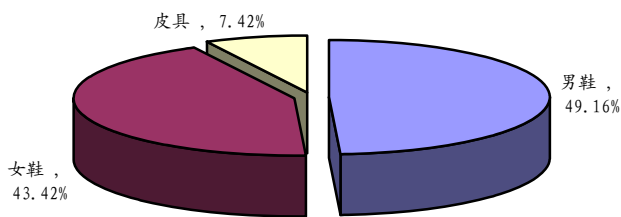
公司营业收入包括主营业务收入和其他业务收入，主营业务收入主要来自于男鞋、女鞋和皮具，合计占比 99% 之多，其他业务收入则主要为原材料销售收入，占比不及 1%。

2010 年、2011 年营业收入分别为 22.11 亿元、29.66 亿元，增速分别为 34.15%、32.64%；净利润分别为 2.8 亿元、4.57 亿元，增速分别为 63.33%、39.75%；扣除非经常性损益后的归属于母公司普通股股东净利润分别为 2.74 亿元、4.06 亿元，增速分别为 47.97%、30.52%。

经营业绩较快增长的最主要因素是营销网络不断扩张，2009 年至 2011 年各年新增店铺数分别为 706 家、651 家、643 家。

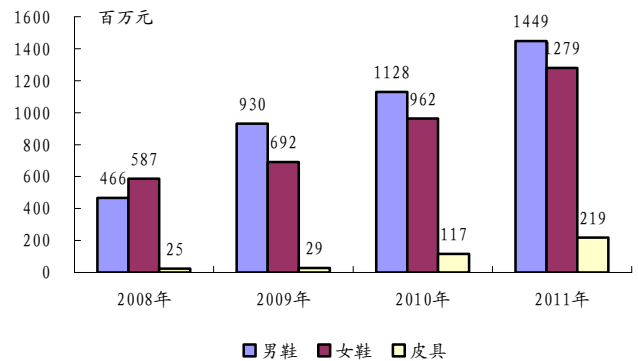
分产品看，2011 年男鞋、女鞋和皮具实现收入分别为 14.49 亿元、12.79 亿元、2.18 亿元，占主营收入比重分别为 49.16%、43.42%、7.42%，2009~2011 年该三类产品复合增长率分别为 24.8%、36.01%、275.07%。皮具增长迅速，2010 年、2011 年增长率分别达 304.5%、87.05%，但目前该产品占主营比重仍较小，预计未来占比将达到 20%。

图表 19 按产品结构分 - 2011 年主营业务收入构成



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

图表 20 按产品结构分 - 主营业务收入情况

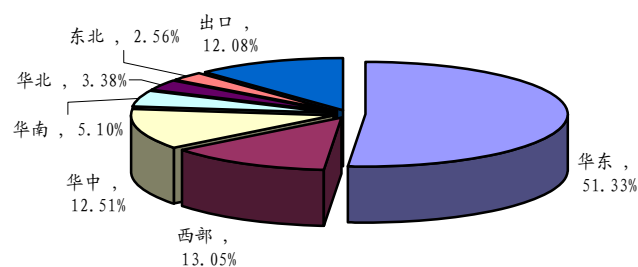


资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

分地区看，公司主营收入主要来源于华东、华中、西部三大区域，2011 年该三大区域占主营收入比重达 76.88%，其中华东占主营收入比达 51.33%。

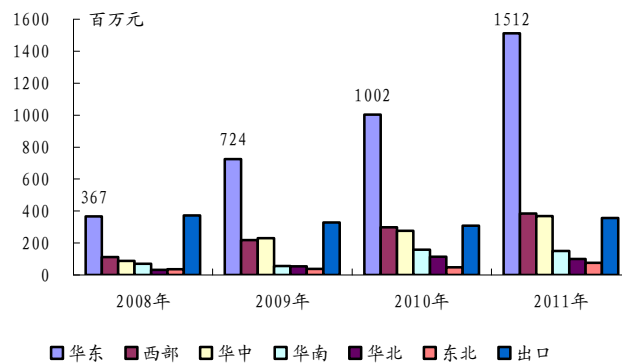


图表 21 按地区分 - 2011 年主营业务收入构成



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

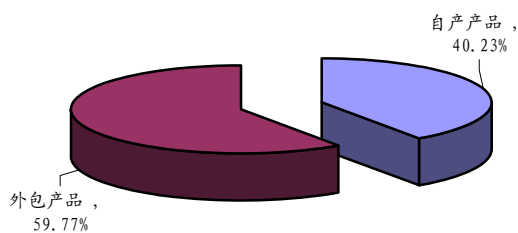
图表 22 按地区分 - 主营业务收入情况



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

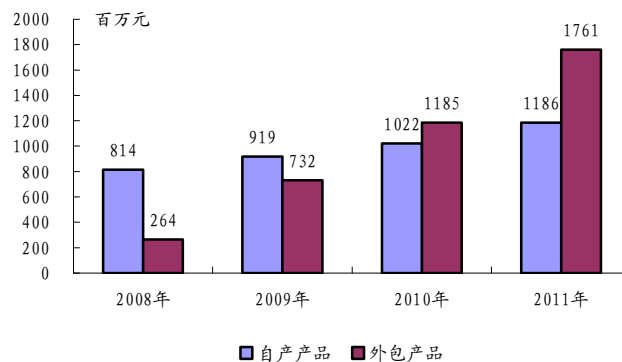
按采购渠道分，公司作为品牌运营商，外包产品的比例逐年增加，2011 年占比增长到 59.77%，实现收入 17.61 亿元；自产产品的占比则下降至为 40.23%，实现收入 11.86 亿元。

图表 23 按采购渠道分 - 2011 年主营业务收入构成



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

图表 24 按采购渠道分 - 主营业务收入情况



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

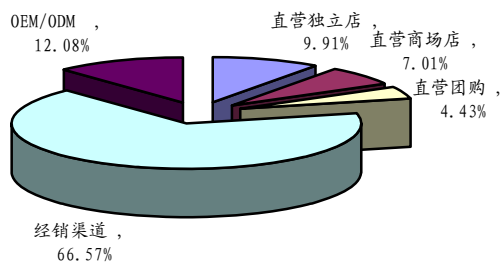
从销售渠道看，经销商仍是目前的主要销售渠道，2011 年拥有的店铺数量占比达 89.43%，直营独立店和直营商场店占比各为 3.57%、7%。2011 年经销、直营、OEM/ODM 各渠道收入分别为 19.62 亿元、6.29 亿元、3.56 亿元，占主营收入比例分别为 66.57%、21.35%、12.08%，2009~2011 年经销、直营、OEM/ODM 各渠道收入的复合增长率分别为 42.73%、32.4%、4.04%。

直营渠道中，公司着力发展直营独立店，2010 年、2011 年直营独立店收入分别为 1.68 亿元、2.92 亿元，同比分别增长 135.48%、73.64%。

对于 OEM/ODM 代工业务，公司保持战略收缩策略，近三年销售贡献小且增长乏力，但在公司品牌运营中，OEM/ODM 代工业务起到很大作用，通过代工，可以学习国际领先的管理模式、国际鞋业流行趋势，目前公司 OEM/ODM 业务有 7 个品牌。

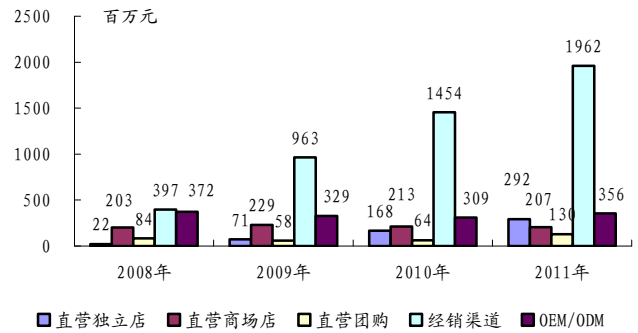


图表 25 按销售渠道分 - 2011 年主营业务收入构成



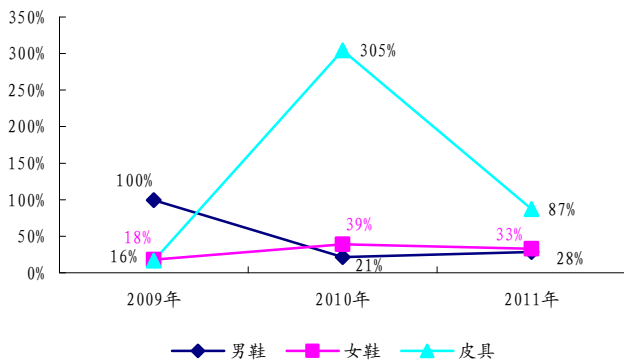
资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

图表 26 按销售渠道分 - 主营业务收入情况



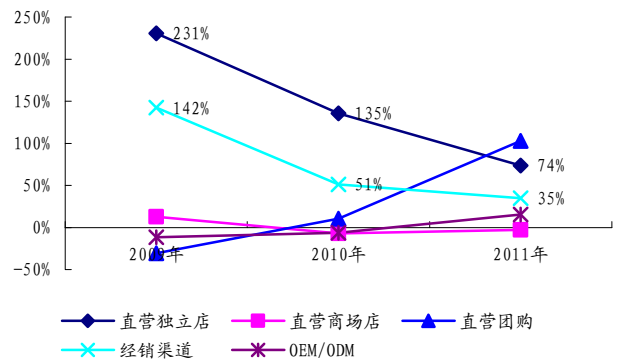
资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

图表 27 按产品结构分 - 主营业务收入增长情况



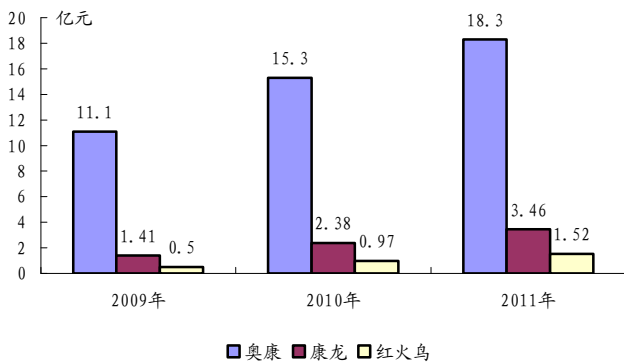
资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

图表 28 按销售渠道分 - 主营业务收入增长情况



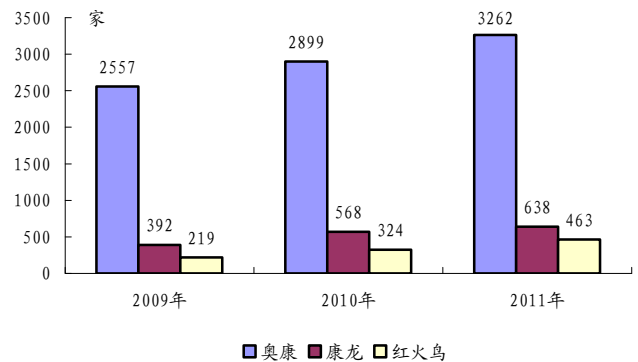
资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

图表 29 奥康、康龙、红火鸟三品牌销售额



资料来源：公司路演、第一创业证券研究所

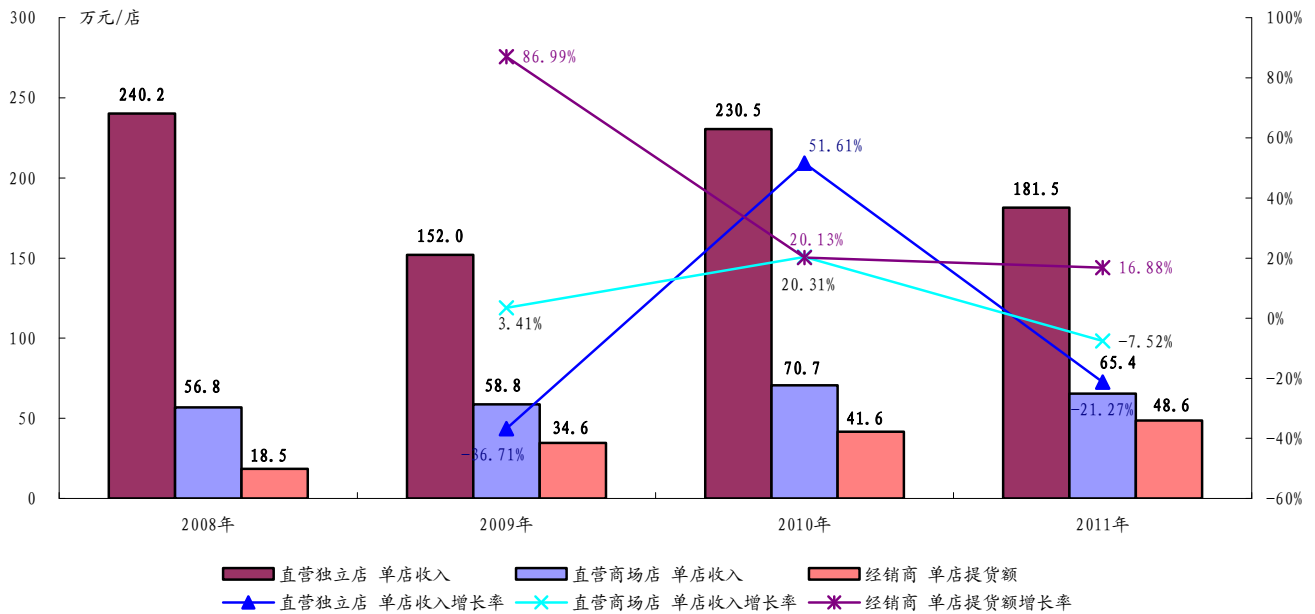
图表 30 奥康、康龙、红火鸟三品牌渠道店数量



资料来源：公司路演、第一创业证券研究所



图表 31 直营独立店和直营商场店单店收入、经销商单店提货额比较



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

公司毛利主要来源于直营渠道和经销商渠道，其合计毛利贡献比一直在 80%以上，2011 年直营和经销两渠道毛利贡献分别为 31.56%、63.19%，其中直营独立店毛利贡献有 16.58%、直营商场店有 9.36%、直营团购有 5.62%。

4.1.2 毛利率逐年上升：品牌效应、直营店贡献提高

随着公司一系列事件营销，特别是奥运营销的影响，公司品牌影响力及知名度迅速提升，品牌定价能力提高；同时，公司直营店数不断增加，毛利率较低的 OEM/ODM 销售比例不断下降；加之整体市场价格水平上升，公司产品售价也相应提高，使得公司整体毛利率水平在 2011 年持续提升到 34.56%。

按采购渠道分析，自产产品毛利率高于外包产品毛利率，主要原因是由于外包产品已包括外包厂商的销售费用、管理费用、财务费用等费用支出、增值税、所得税等相关税费和合理利润。2011 年自产和外包的毛利率分别为 38.69%、31.18%，两者均呈逐年上升态势。

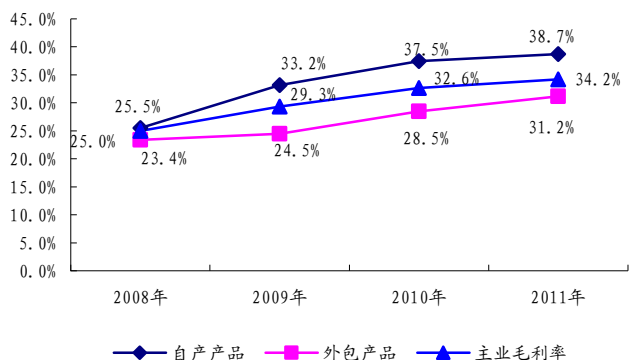
从销售渠道看，直营渠道的毛利率持续上升，2011 年达 50.54%，主要原因是公司品牌效应推动销售单价提升，以及毛利率相对较高的直营独立店外延扩速。2011 年经销商毛利率为 32.47%，保持稳定上升态势，主要是经销商的产品批发价变动不大，即使原材料成本下降明显，也难以拉大经销差价。而 OEM/ODM 由于受欧美国家消费不振的影响，毛利率呈下滑态势。

与同行业上市公司相比，公司毛利率水平较低，主要是同行业



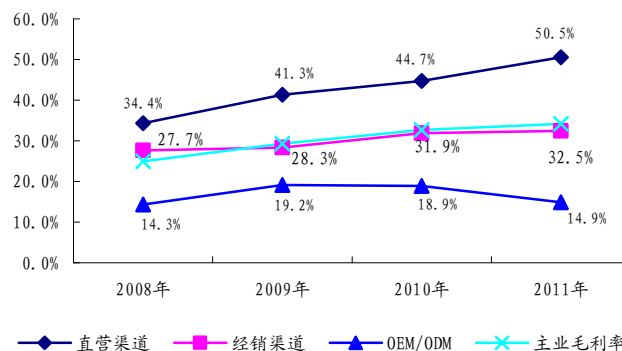
上市公司大多采用直营模式，销售终端毛利率较高；而公司销售渠道主要为经销商，让之部分利润。不过，我们认为随着本次募投348家直营店的开设，毛利率将持续呈增长态势。

图表 32 按采购渠道分 - 毛利率变动情况



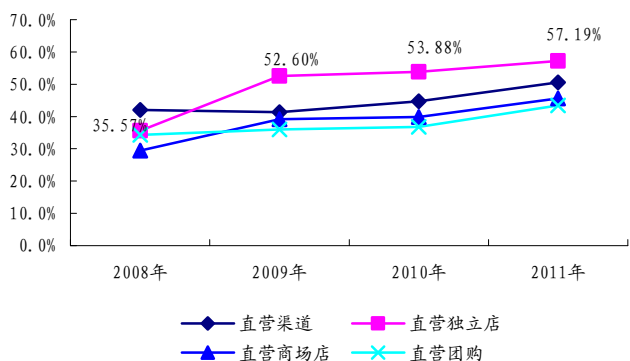
资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

图表 33 按销售渠道分 - 毛利率变动情况



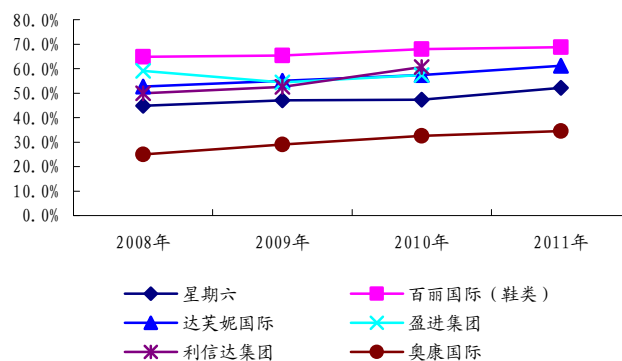
资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

图表 34 直营各渠道毛利率变动情况



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

图表 35 同行业上市公司毛利率比较



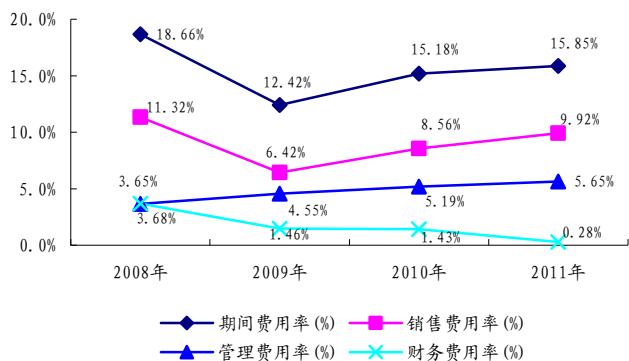
资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

4.1.3 期间费用率不断增长：规模扩大、营销加大

在毛利率逐年上升的同时，公司期间费用率也在增长，2011年期间费用率 15.85%，同比上升了 0.67 个百分点；其中销售费用率 9.92%、管理费用率 5.65%，分别同比增长了 1.36、0.46 个百分点，主要原因是随着规模的扩大、营销力度加大等影响，广告费、租赁费、职工薪酬这三项费用增长较快，2011 年占销售费用比合计达 80.81%，其中广告费占比逐年迅速下降，而租赁费和职工薪酬随着网络规模的不断扩大，占比相应上升。

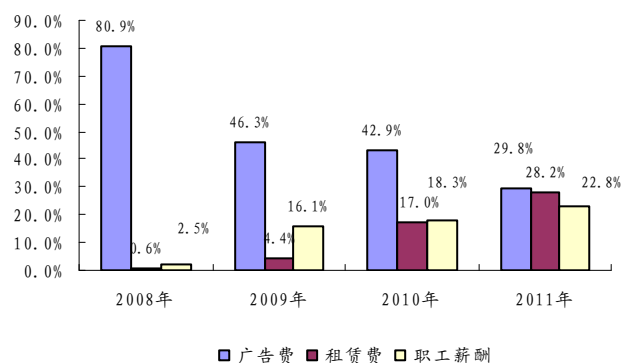


图表 36 期间费用率及构成情况



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

图表 37 广告费、租赁费、职工薪酬占销售费用比例



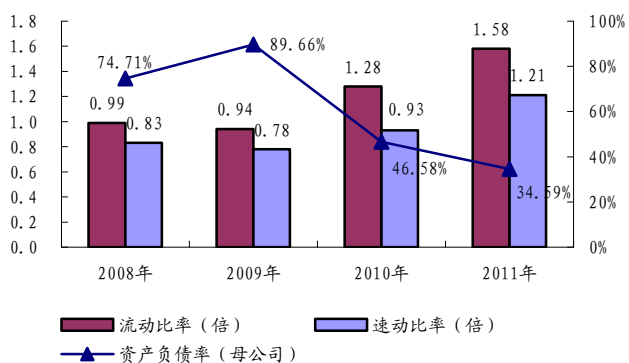
资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

4.2 偿债能力：利息保障倍数大，偿债能力较强

2011 年公司流动比率、速动比率、资产负债率分别为 1.58 倍、1.21 倍、34.59%，利润保障倍数逐年增长至 48.16 倍，反映了公司偿债能力较强，能够保证公司正常经营运转。

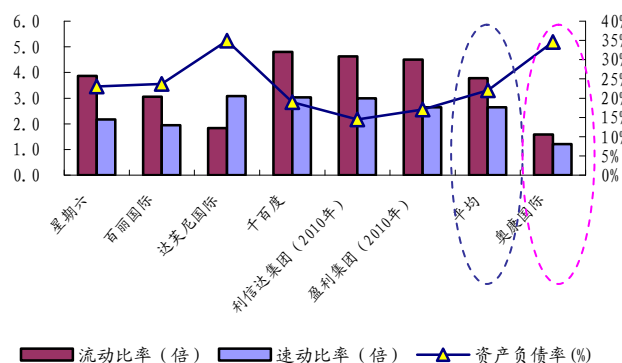
与同行业上市公司相比，公司流动比率、速动比率低于行业平均水平，主要原因是公司主要采用经销渠道销售，发出货物即确认收入，因此存货较小，导致流动资产较小，而可比公司则采用商场销售渠道为主，其商场存货仍属于自有存货；财务杠杆的充分利用增加银行借款，加之供应商给予的信用周期较长，公司应付款项较大，导致流动负债也较大。

图表 38 流动比率、速动比率和资产负债率



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

图表 39 同行业上市公司偿债指标比较



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

4.3 营运能力：存货周转率保持较高水平

2011 年公司应收账款周转率和存货周转率分别为 4.5 次、4.69 次。

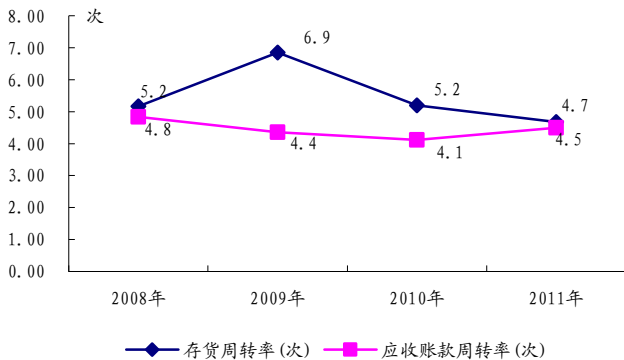
应收账款周转率略低于同行业上市公司平均水平，主要原因是可比公司大多采取“商场店中店”的销售模式，而公司则为“直营”



+经销”的销售模式；而且经销渠道占比较大，对经销商实行有针对性的应收账款管理和相应的信用政策，一般对大部分经销商的赊销信用期为3个月。

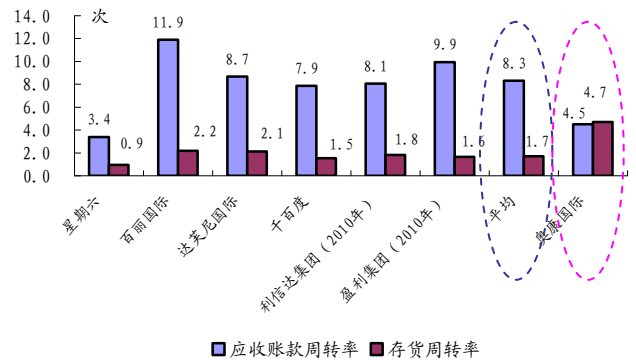
存货周转率高于同行业上市公司平均水平，主要原因是销售渠道不同所致，可比公司主要以商场销售渠道为主，商场存货属于自有存货，周转较慢，而公司主要是经销渠道销售占比较大，发出货物的同时即确认实现收入；同时公司采取订单生产、采购，存货周转流动较快。

图表 40 应收账款周转率和存货周转率变动情况



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

图表 41 同行业上市公司营运指标比较



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

5 募投项目：扩大直营终端，增强渠道控制力

公司拟用募集资金进行营销网络建设项目、信息化系统建设项目和研发中心技改项目，总投资额 10.22 亿元。若本次募投项目顺利实施，则将进一步扩大渠道网络的延展性和渗透力、有效整合信息流、提高自主研发能力。

图表 42 公司 IPO 募投项目

项目名称	投资额(万元)	项目概况	建设期
营销网络建设项目	87,625	开设 12 家直营旗舰店、36 家直营形象店、120 家直营标准店和 180 家商场店中店。	2 年
信息化系统建设项目	9,610	企业资源管理系统(ERP)、商业智能(BI)、协同办公(OA)、企业信息门户及接口平台系统集成、三维鞋样设计系统、企业门户网站、电子商务网站和客户邮件系统。	2 年
研发中心技改项目	5,001	①扩建现有的研发中心。以目前的市级鞋类设计研究院为基础，按照国家级鞋类设计研究院进行规划，将研发中心面积由当前的约 2,000 平方米扩大至 8,400 平方米。②引进一批关键研发设备和设计软件，提升公司研发设计的整体软硬件水平。	2 年

资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

图表 43 营销网络建设项目门店拓展计划



项目	计划店铺数	购买店数	购买面积 (m ²)	租用、合作、联 营店数	租用、合作、联营 面积 (m ²)
旗舰店	12	12	3,000	-	-
形象店	36	36	5,400	-	-
标准店	120	20	2,000	100	10,000
商场店中店	180	-	-	180	8,100
合计	348	68	10,400	280	18,100

资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

图表 44 营销网络建设项目投资概算

店铺类型	T 年 (40%投入)					T+1 年 (60%投入)					总计
	购店	装修	流动资金	租金	小计	购店	装修	流动资金	租金	小计	
旗舰店	12,000	156	360	-	12,516	18,000	234	540	-	18,774	31,290
形象店	12,960	281	648	-	13,889	19,440	421	972	-	20,833	34,722
标准店	2,400	624	1,440	1,600	6,064	3,600	936	2,160	2,400	9,096	15,160
商场店中店	-	421	2,160	-	2,581	-	632	3,240	-	3,872	6,453
合计	27,360	1,482	4,608	1,600	35,050	41,040	2,223	6,912	2,400	52,575	87,625

资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

6 盈利预测及估值定价

6.1 盈利预测：未来三年业绩复合增长率 26.84%

假设条件：

- 1、 IPO 募投项目进展顺利，2012 年~2014 年新增直营独立店分别为 68 家、100 家、100 家；新增直营商场店分别为 72 家、108 家、100 家；经销店铺每年均新增 500 家。
- 2、 2012 年~2014 年，直营独立店分别按照店效 10%、3%、3%增长率进行收入预测，直营商场店分别按照店效 8%、5%、5%增长率进行收入预测；直营团购的增长率分别为 60%、25%、20%；经销商分别按照单店提货店 10%、10%、10%增长进行收入预测； OEM/ODM 年均增长率 15%；其他业务年均 10%。
- 3、 2012 年~2014 年，毛利率稳步提升，综合毛利率分别为 37.34%、38.04%、38.47%，其中直营独立店年约 58%、直营商场店年约 47%、直营团购年约 45%、经销商年约 35%、OEM/ODM 年约 15%，其他业务年约 10%。
- 4、 2012 年~2014 年，销售费用率分别为 10.8%、11%、11.2%；管理费用率分别为 6%、6.2%、6.4%。
- 5、 2012 年~2014 年，所得税率 25%。



图表 45 分销售渠道 门店数量、营业收入、毛利、毛利率预测

	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
直营独立店	9	47	73	161	229	329	429
新增		38	26	88	68	100	100
店效 (万元/家)	240.22	152.03	230.50	181.47	199.62	205.61	211.78
YOY		-36.71%	51.61%	-21.27%	10.00%	3.00%	3.00%
营业收入 (万元)	2,161.96	7,145.50	16,826.16	29,216.94	45,712.72	67,644.84	90,851.75
YOY		230.51%	135.48%	73.64%	56.46%	47.98%	34.31%
毛利率		52.60%	53.88%	57.19%	58.00%	58.00%	58.00%
毛利额 (万元)	909.27	3,758.28	9,065.86	16,710.24	26,513.37	39,234.01	52,694.01
直营商场店	358	390	301	316	388	496	596
新增		32	-89	15	72	108	100
店效 (万元/家)	56.84	58.78	70.72	65.40	70.63	74.16	77.87
YOY		3.41%	20.31%	-7.52%	8.00%	5.00%	5.00%
营业收入 (万元)	20,348.70	22,922.91	21,285.49	20,666.68	27,405.59	36,785.64	46,412.21
YOY		12.65%	-7.14%	-2.91%	32.61%	34.23%	26.17%
毛利率		39.13%	39.81%	45.64%	47.00%	47.00%	47.00%
毛利额 (万元)	7,237.76	8,969.92	8,474.07	9,432.14	12,880.63	17,289.25	21,813.74
直营团购							
营业收入 (万元)	8,386.18	5,828.86	6,428.30	13,040.00	20,864.00	26,080.00	31,296.00
YOY		-30.49%	10.28%	102.85%	60.00%	25.00%	20.00%
毛利率	29.40%	35.99%	36.83%	43.42%	45.00%	45.00%	45.00%
毛利额 (万元)	2,465.62	2,097.90	2,367.29	5,661.35	9,388.80	11,736.00	14,083.20
直营店合计	367	437	374	477	617	825	1025
新增		70	-63	103	140	208	200
店效 (万元/家)	84.19	82.14	119.09	131.92	152.32	158.19	164.45
YOY		-2.43%	44.98%	10.77%	15.47%	3.86%	3.95%
营业收入 (万元)	30,896.84	35,897.27	44,539.95	62,923.62	93,982.30	130,510.48	168,559.96
YOY		16.18%	24.08%	41.27%	49.36%	38.87%	29.15%
毛利率	34.35%	41.30%	44.70%	50.54%	51.91%	52.30%	52.56%
毛利额 (万元)	10,612.65	14,825.57	19,907.22	31,803.73	48,782.80	68,259.26	88,590.95
经销商店铺	2145	2,781	3,495	4,035	4,535	5,035	5,535
新增		636	714	540	500	500	500
营业收入 (万元)	39,717.58	96,286.41	145,369.43	196,163.86	242,518.81	296,183.12	358,155.10
单店提货额 (万元/家)	18.52	34.62	41.59	48.62	53.48	58.82	64.71
YOY		86.99%	20.13%	16.88%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	27.66%	28.32%	31.86%	32.47%	35.00%	35.00%	35.00%
毛利额 (万元)	10,984.53	27,267.96	46,308.85	63,685.13	84,881.58	103,664.09	125,354.29
OEM/ODM							
营业收入 (万元)	37,166.06	32,884.48	30,859.54	35,596.25	40,935.69	47,076.04	54,137.45
YOY		-11.52%	-6.16%	15.35%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	14.32%	19.15%	18.90%	14.86%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利额 (万元)	5,320.84	6,297.85	5,833.00	5,288.79	6,140.35	7,061.41	8,120.62
合计店铺数	2512	3,218	3,869	4,512	5,152	5,860	6,560
新增		706	651	643	640	708	700
主营业务收入合计 (万元)	107,780.48	165,068.16	220,768.92	294,683.73	377,436.80	473,769.64	580,852.50
YOY		53.15%	33.74%	33.48%	28.08%	25.52%	22.60%
主营毛利额合计 (万元)	26,918.02	48,391.38	72,049.07	100,777.65	139,804.74	178,984.76	222,065.85
主营毛利率	24.97%	29.32%	32.64%	34.20%	37.04%	37.78%	38.23%
其他业务收入 (万元)	96.77	1,616.51	320.69	1,904.75	2,095.23	2,304.75	2,535.22
YOY		1570.47%	-80.16%	493.95%	10.00%	10.00%	10.00%
其他业务毛利率	12.20%	3.53%	13.20%	90.06%	10.00%	10.00%	10.00%
其他业务毛利额 (万元)	11.81	57.04	42.34	1,715.49	1,905.97	2,115.49	2,345.96
营业收入 (万元)	107,877.25	166,684.67	221,089.61	296,588.48	379,532.03	476,074.39	583,387.73
YOY		54.51%	32.64%	34.15%	27.97%	25.44%	22.54%
毛利额 (万元)	26,929.83	48,448.42	72,091.41	102,493.14	141,710.71	181,100.25	224,411.82
综合毛利率	24.96%	29.07%	32.61%	34.56%	37.34%	38.04%	38.47%

资料来源: 第一创业证券研究所



根据上述假设,我们预计 2012 年~2014 年,公司实现营业收入分别为 37.95 亿元、47.61 亿元、58.34 亿元,增长率分别为 27.97%、25.44%、22.54%; 归属于母公司股东的净利润分别为 5.8 亿元、7.59 亿元、9.45 亿元,增长率分别为 28.5%、29.3%、24.5%; 每股收益分别为 1.47 元、1.89 元、2.36 元。

6.2 估值定价: 18~22 倍、26.46~32.34 元/股

结合 A 股同类上市公司估值,并考虑到公司渠道加速扩张及品牌运营提升下的估值溢价,我们给予其 2012 年 PE 18~22 倍,则上市后的合理价格区间为 26.46~32.34 元。

图表 46 同类上市公司估值

证券简称	股价(元)	EPS			PE		
		2011	2012	2012	2011	2012	2012
星期六	7.77	0.27	0.34	0.42	28.78	23.02	18.66
九牧王	22.95	0.90	1.19	1.45	25.54	19.33	15.79
七匹狼	36.90	1.46	1.89	2.45	25.27	19.50	15.08
美邦服饰	22.88	1.19	1.58	2.09	19.25	14.48	10.94
报喜鸟	12.78	0.59	0.81	1.06	21.64	15.69	12.11
平均					24.10	18.40	14.52

资料来源: 第一创业证券研究所

7 风险因素

直营店快速扩张导致的管理风险; 直营店培育未达预期; 经济下滑导致终端消费放缓。



图表 47 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1879	2492	3518	4759	营业收入	2966	3804	4773	5850
现金	526	821	1427	2220	营业成本	1941	2382	2955	3597
应收账款	789	962	1238	1499	营业税金及附加	19	25	32	41
其他应收款	22	26	34	40	营业费用	294	411	525	655
预付账款	39	53	63	78	管理费用	167	228	296	374
存货	444	580	698	862	财务费用	8	-21	-47	-75
其他流动资产	60	51	58	59	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	485	552	542	532	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	198	189	179	170	营业利润	534	779	1011	1259
无形资产	200	200	200	200	营业外收入	63	0	0	0
其他非流动资产	87	163	163	163	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	2364	3044	4060	5291	利润总额	596	779	1011	1259
流动负债	1186	1197	1454	1740	所得税	139	195	253	315
短期借款	180	0	0	0	净利润	457	585	758	944
应付账款	377	523	612	767	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	629	674	843	973	归属母公司净利润	457	588	759	945
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	543	768	975	1193
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.43	1.47	1.89	2.36
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	1186	1197	1454	1740	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	320	401	401	401	成长能力				
资本公积	4	4	4	4	营业收入	34.1%	28.2%	25.5%	22.6%
留存收益	854	1442	2201	3146	营业利润	46.6%	45.9%	29.8%	24.5%
归属母公司股东权益	1178	1847	2606	3551	归属于母公司净利润	63.3%	28.5%	29.3%	24.5%
负债和股东权益	2364	3044	4060	5291	获利能力				
					毛利率(%)	34.6%	37.4%	38.1%	38.5%
					净利率(%)	15.4%	15.4%	15.9%	16.2%
					ROE(%)	38.8%	31.8%	29.1%	26.6%
					ROIC(%)	50.1%	60.0%	65.8%	70.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	50.2%	39.3%	35.8%	32.9%
					净负债比率(%)	15.17%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.58	2.08	2.42	2.74
					速动比率	1.20	1.58	1.92	2.22
					营运能力				
					总资产周转率	1.42	1.41	1.34	1.25
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	5.23	5.29	5.21	5.22
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.14	1.47	1.89	2.36
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	1.12	1.40	1.79
					每股净资产(最新摊薄)	2.94	4.61	6.50	8.86
					估值比率				
					P/E				
					P/B				
					EV/EBITDA				

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	278	451	560	717
净利润	457	585	758	944
折旧摊销	0	10	10	10
财务费用	8	-21	-47	-75
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	0	-130	-166	-168
其他经营现金流	-188	8	5	7
投资活动现金流	-116	-78	0	0
资本支出	97	0	0	0
长期投资	-20	78	0	0
其他投资现金流	-39	0	0	0
筹资活动现金流	-25	-78	47	75
短期借款	-127	-180	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	81	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	103	21	47	75
现金净增加额	140	295	607	793

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们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,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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135