



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 男鞋领先品牌 上市红利强化龙头地位

——**奥康国际（603001）**

2012年4月16日

建议申购

奥康国际

新股定价

## 摘要:

- **公司为国内领先男鞋品牌**，拥有奥康、康龙、美丽佳人、红火鸟四个自有品牌以及特许使用的 VALLEVERDE 品牌。主品牌奥康及康龙定位中低端商务及休闲男鞋市场，主打价位 300 元左右，目前国内市占率均居首位。
- **贯穿自产到加盟终端为主的纵向一体化经营模式**。公司运营涉及从设计、生产、营销、终端销售的一体化运营，目前自产比例 41%；终端 4512 家中，直营 477 家，经销店铺 4,035 家。
- **募集资金主要用于开设直营店，上市红利将强化公司龙头地位**。此次拟发行 8100 万股，募集资金中 87,625 万元将用于 348 家直营店建设，占募资总额的 87% 以上。直营体系构建有利于升级品牌形象、抢占核心渠道资源及锤炼供应链内功，将有效强化公司先发优势和领先地位。
- **盈利预测及投资建议**：预计 2012-2014 年 EPS 分别为 1.45、1.88 和 2.43 元，对应 22-25.5 的上市定价区间，2012 年动态 PE 区间在 15.13-17.53 倍。作为男鞋国内龙头，公司运营模式成熟和品牌影响力广泛，上市红利有望强化龙头地位，作为唯一一家上市男鞋品牌，应享有较男装更高的溢价。目前男装 2012 年普遍动态 PE 在 20 倍左右，15% 的溢价对应 PE 应在 23 倍以上，相较上市价格上限还有 30% 的空间，建议投资者积极申购。

## 财务指标预测

指标	11A	12E	13E	14E
营业收入（百万元）	2,965.88	3,885.65	4,926.10	6,144.45
营业收入增长率	34.15%	31.01%	26.78%	24.73%
EBITDA（百万元）	570.76	812.42	1,036.52	1,328.33
EBITDA 增长率	36.02%	42.34%	27.59%	28.15%
净利润（百万元）	457.40	583.14	755.23	973.50
净利润增长率	63.33%	27.49%	29.51%	28.90%
ROE	38.83%	16.00%	17.77%	19.36%
EPS（元）	1.43	1.45	1.88	2.43
P/E	17.84	17.53	13.54	10.50
P/B	6.93	2.80	2.41	2.03

## 谭可

执业证书编号：S1480510120013

纺织服装行业分析师

010-66554011

tanke@dxzq.net.cn

## 询价区间

22.0-25.5

## 上市首日定价区间

## 发行上市资料

总股本（万股）	40098
发行量（万股）	8100
发行日期	2012-4-17
发行方式	公开发行
保荐机构	国信证券
预计上市日期	2012-4-26

## 发行前财务数据

每股净资产（元）	2.27
净资产收益率（%）	9.38
资产负债率（%）	24.78

## 主要股东和持股比例（%）

奥康投资	50.93
王振滔	14.93
王进权	4.98
红岭创投	2.66
缪彦枢	2.49
潘长忠	2.49
长霆投资	1.33

## 目 录

1. 公司概况.....	4
2. 公司市场定位.....	5
2.1 定位中低端男鞋品牌.....	5
2.2 目标市场容量巨大、增速可观.....	7
2.3 领先品牌 市场份额居首.....	7
3. 公司运营模式特征.....	8
3.1 纵向一体化的业务模式.....	9
3.2 自主生产与外包生产相结合的生产模式.....	9
3.3 立体的营销体系.....	9
3.4 一流的信息及物流系统.....	11
4. 募集资金项目.....	11
4.1 营销网络建设.....	11
4.2 信息化系统建设项目.....	13
4.3 研发中心技改项目.....	14
5. 盈利预测与估值.....	15
6. 风险提示.....	16

## 表格目录

表 1: 公司上市前后股权结构变化.....	5
表 2: 公司旗下三品牌定位概况.....	5
表 3: 奥康鞋业品牌定位具体情况.....	5
表 4: 康龙品牌定位具体情况.....	6
表 5: 红火鸟品牌定位具体情况.....	6
表 6: 美丽佳人品牌定位具体情况.....	6
表 7: 万利威德品牌定位具体情况.....	7
表 8: 经销、直营模式对比.....	9
表 9: 公司募投项目拟投资金额.....	11
表 10: 营销网络建设项目概况.....	11
表 11: 新建直营店的分类及功能划分.....	12
表 12: 公司营销网络项目投资概算(单位万元).....	12
表 13: 公司项目整体投资进度安排.....	13
表 14: 信息化系统建设进度安排.....	14
表 15: 研发中心技改项目投资概算.....	14
表 16: 盈利预测假设.....	15
表 17: 盈利预测表.....	17

## 插图目录

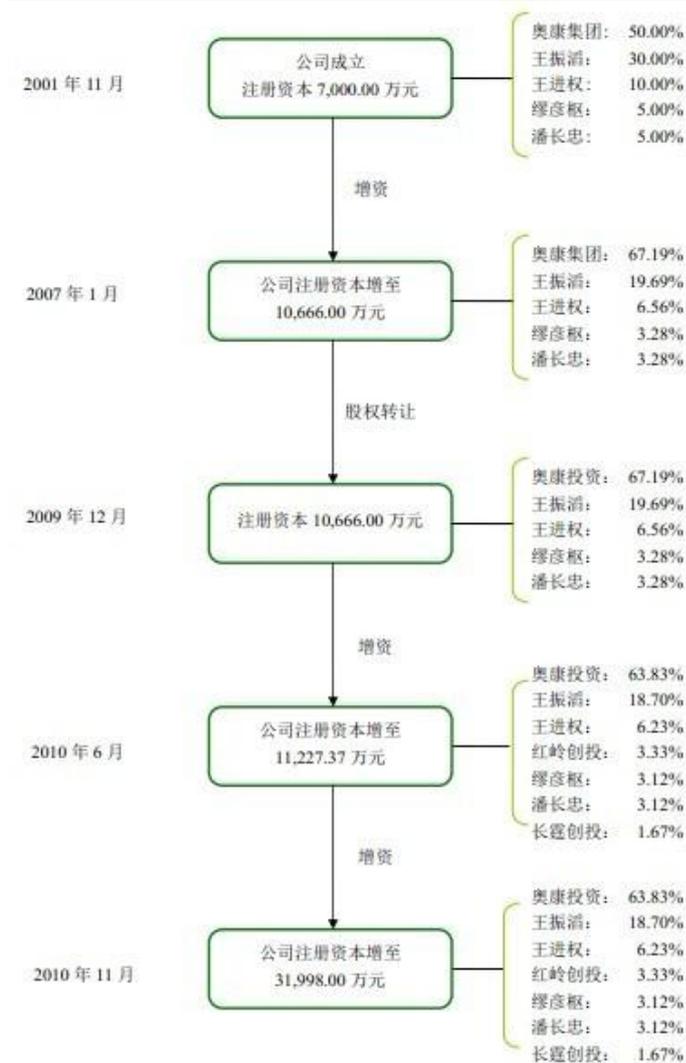
图 1: 公司上市前股本形成及变化图.....	4
图 3: 2010 年我国男皮鞋市场占有率.....	8
图 4: 2010 年华东地区男皮鞋市场占有率.....	8
图 5: 奥康鞋业经营模式示意图.....	9
图 6: 公司营销网络分布图.....	10
图 7: 未来公司信息化系统功能框架图.....	13

## 1. 公司概况

奥康鞋业股份有限公司是中国领先的皮鞋品牌企业之一，主要从事设计、开发、制造、分销和零售皮鞋及皮具。经过多年发展，公司建立了三大鞋业生产基地、两大研发中心、3000 多个营销网络，拥有奥康、康龙、美丽佳人、红火鸟四个自有品牌以及特许使用的 VALLEVERDE 品牌，形成了纵向一体化的经营模式。

公司于 2001 年正式设立，注册资本为 7,000 万元。通过三次增资及 2007 年的股权转让，公司形成上市前最终的股权结构，其中实际控制人奥康投资持股 63.83%，王振滔持股 18.70%，王进权持股 6.23%。

图 1：公司上市前股本形成及变化图



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

公司上市发行前总股本为 31,998 万股，上市后公司总股本将增至 40,098 万股，主要股东持股比例相应下降，如表 1 所示：

**表 1：公司上市前后股权结构变化**

	股份数（股）	股份比例（%）	股份数（股）	股份比例（%）
一、有限售条件的流通股	319,980,000	100.00	319,880,000	79.80
奥康投资	204,231,000	63.83	204,231,000	50.93
王振滔	59,850,000	18.70	59,850,000	14.93
王进权	19,950,000	6.23	19,950,000	4.98
红岭创投	10,666,000	3.33	10,666,000	2.66
缪彦枢	9,975,000	3.12	9,975,000	2.49
潘长忠	9,975,000	3.12	9,975,000	2.49
长霆投资	5,333,000	1.67	5,333,000	1.33
二、本次发行流通股	-	-	81,000,000	20.20
合计	319,980,000	100.00	400,980,000	100.00

资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

## 2. 公司市场定位

### 2.1 定位中低端男鞋品牌

公司作为国内领先的鞋业制造商和零售商，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的市场经营策略，紧紧围绕对不同消费者不同需求进行差异化满足的原则，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不断提升品牌形象，满足各类细分市场需求。

**表 2：公司旗下三品牌定位概况**

品牌	奥康	康龙	红火鸟	美丽佳人	万利威德
品牌类型	商务皮鞋	休闲皮鞋	休闲皮鞋	休闲女鞋	休闲皮鞋
品牌风格	商务时尚	休闲时尚	年轻时尚	前卫时尚	尊贵时尚
年龄定位	20-45 岁商务人群	20-35 岁休闲人群	18-35 岁年轻人群	20-35 岁前卫女性	25-40 岁成功富裕人群
一般价格	300-500 元	300-500 元	200-300 元	400-800 元	1000-3000 元

资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

**表 3：奥康鞋业品牌定位具体情况**

品牌定位	核心内容	核心内容诠释
战略目标	中国鞋业第一品牌	男鞋市场占有率全国第一，女鞋市场占有率力争达到前三名
品牌定位	商务时尚	商务活动介于正式与非正式场合穿着，融合品位与时尚
人群定位	白领族、打拼族	
市场定位	中档男女鞋	中档次、高品质、追求外观时尚、穿着舒适的男女鞋
价格定位	中档价位	形象产品：500-800 元

主打产品：300-500元 竞争产品：200-300元

设计理念 简单多变 以简洁满足商务，以多变、适配服饰的特性诠释时尚

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

**表 4：康龙品牌定位具体情况**

品牌定位	核心内容	核心内容诠释
战略目标	中国休闲鞋专家	专对中国人的脚型进行开发，并聘请知名设计师开发功能款
品牌定位	都市休闲	帮助都市人群在精神上获得休闲与放松，调整生活态度
人群定位	20-30岁中高收入阶层	他们追逐名牌并关注生活与事业的和谐
市场定位	中档男女休闲	中档次、高品质、追求外观时尚、穿着舒适的男女鞋
价格定位	中档价位	形象产品：500-800元 主打产品：300-500元 竞争产品：200-300元
设计理念	舒适时尚	采用优质真皮为原料，配以超轻、弹力、耐磨、防滑鞋底

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

**表 5：红火鸟品牌定位具体情况**

品牌定位	核心内容	核心内容诠释
战略目标	平价时尚特色品牌	用平价的时尚和多变的产品更新塑造特色产品
品牌定位	流行趋势的追随者	紧跟服饰流行趋势，塑造低价位、高质量、时尚的服饰搭配鞋
人群定位	打拼族	既受时尚潮流的影响，又无力承载高昂的消费支出的群体
市场定位	中端偏低鞋品	中档次偏低、外观时尚
价格定位	中低价位	主打产品：200-300元 竞争产品：160-230元
设计理念	流行、变化	模仿流行趋势，紧跟大牌流行鞋款

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

**表 6：美丽佳人品牌定位具体情况**

品牌定位	核心内容	核心内容诠释
战略目标	知性时尚女鞋	成为中档时尚市场的知名品牌
品牌定位	知性时尚	知性，有内涵、有主张，引领时尚潮流，兼具品味和气质
人群定位	时尚女性白领	注重物有所值的购物心理，成熟、理性、睿智、大气
市场定位	中档男女鞋	中档次、高品质、追求外观时尚、穿着舒适的女鞋
价格定位	中档价位	形象产品：600-1000元 主打产品：400-600元 竞争产品：300-500元
设计理念	简约雅致	舒适、简约、职业、成熟的同时不乏时尚

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

**表 7：万利威德品牌定位具体情况**

品牌定位	核心内容	核心内容诠释
战略目标	知名国际时尚品牌	成为中高档市场的国际品牌
品牌定位	仿生换气鞋	源自视窗与 1969 年意大利步行科技关于仿生换气的科技支撑，纯正的意大利血统加以设计师对时尚的敏锐洞察
人群定位	时尚白领、成功人士	注重物有所值，成熟、理性、睿智、大气
市场定位	中高档男女鞋	高档次、高品质
价格定位	中高档价位	主打产品：800-1500 元

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

## 2.2 目标市场容量巨大、增速可观

首先，我国皮鞋行业拥有潜力巨大的国内市场。皮鞋是人们日常生活必需的消费品，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，在鞋业消费市场上亚洲地区消费鞋子的比例占 40%。根据 Deutsche Bank 2009 年发布的报告表明，中国人均鞋类年平均消费 1.9 双，远远低于发达国家平均水平（5 双左右），人口红利、居民可支配收入持续增长和不断提高的城市化三大因素将保证我国鞋业市场的快速增长。

其次，中国皮鞋在国际市场的发展前景也较为可观。自 20 世纪 80 年代以来，中国制鞋业发展迅速，目前鞋类产品产量、出口均居世界第一。自 2002 年到 2008 年，我国皮鞋出口额年均复合增长率为 12.6%，2009 年受金融危机的影响皮鞋出口量有所减少，而随着 2010 年全球经济形势的好转，我国皮面皮鞋出口达到了 10 亿双，104.5 亿美元，同比分别增长 13.6% 和 25.0%。（数据来源：中国皮革网）

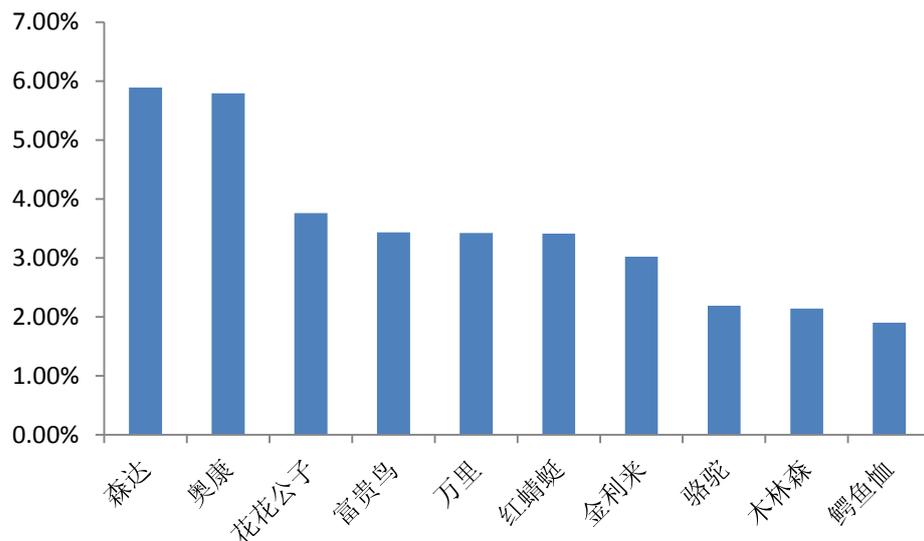
目前我国女装实现的年零售金额超过 3,000 亿，零售量超过 40 亿件，市场容量巨大。根据中华全国商业信息中心的统计，2010 年前三季度，全国重点大型零售企业女装零售额同比增长 28.28%，增速比上年同期高出 5.54 个百分点，比 2009 年全年增速水平高出 2.73 个百分点。零售量方面，2010 年前三季度，女装零售量同比增长 14.43%，比上年同期高出 7.96 个百分点，而与前几年全年水平相比较，零售量增速更是 2007 年以来的最高增速。

## 2.3 领先品牌 市场份额居首

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，公司主要定位于中端市场，这一市场的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，对价格比较敏感。目前国内皮鞋终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。而奥康鞋业在男皮鞋市场，特别是在华东地区的男皮鞋市场中占有巨大优势。

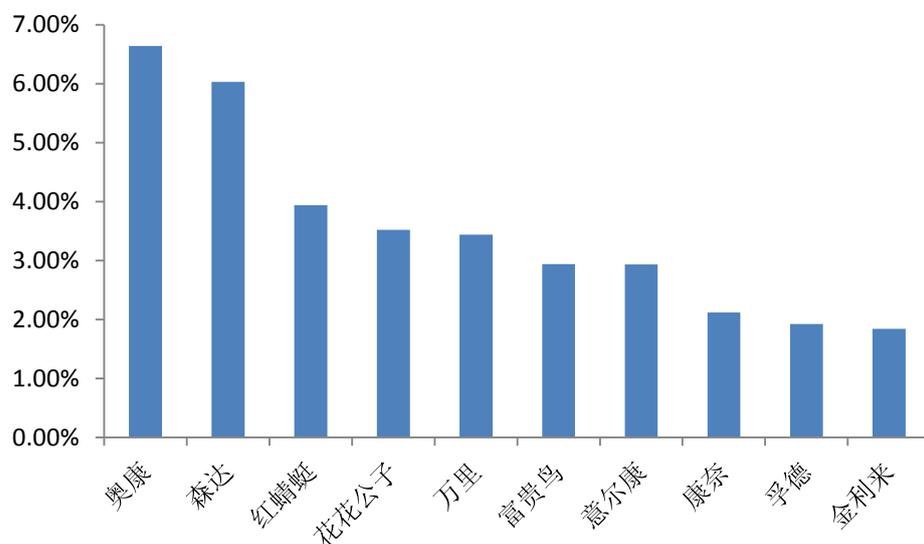
根据中国行业企业信息发布中心(CIIC)发布的消费品市场重点调查报告显示,2010年我国男鞋市场份额中,森达、奥康的市场份额超过5%,而在华东地区,奥康男皮鞋的市场优势最为明显,为6.64%,高居市场占有率第一名。

图 3: 2010 年我国男皮鞋市场占有率



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

图 4: 2010 年华东地区男皮鞋市场占有率



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

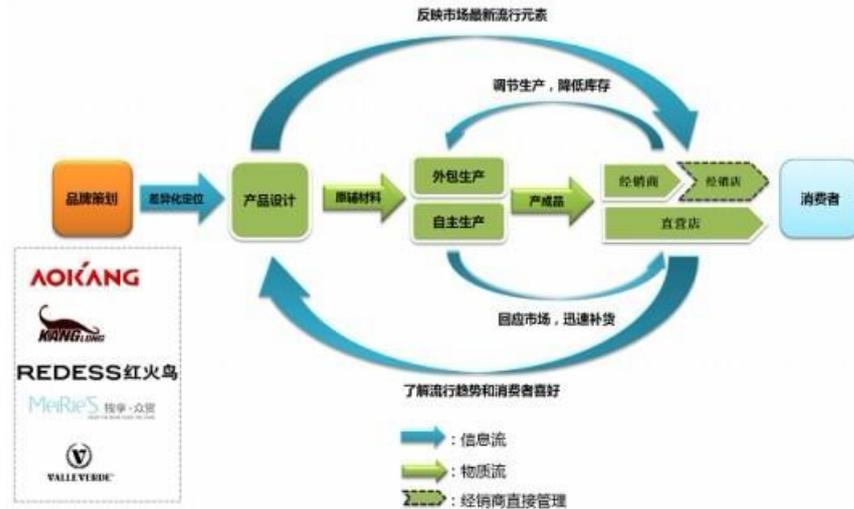
### 3. 公司运营模式特征

公司采取纵向一体化的经营模式,以自有品牌运营为核心,研发设计与渠道经营为两翼,这种成熟的运营模式将有力支撑自身定位。

### 3.1 纵向一体化的业务模式

公司业务涉及皮鞋皮具的品牌策划、产品设计、生产、经销零售等产业链上的各个环节，并通过分销管理系统、ERP 管理系统等整合各个环节的信息资源，为各业务运营阶段增值。

图 5：奥康鞋业经营模式示意图



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

通过这种业务模式，公司实现了对产业链各个环节的直接、及时和有效控制。

### 3.2 自主生产与外包生产相结合的生产模式

在自主生产方面，公司推行全生产过程的质量保证体系，通过订单式计划生产、垂直式的组织架构、“后拉式”派工作业、产前试作等举措实现精益化生产。

在外包生产方面，公司主要通过市场调查、同行或生产商推荐、潜在外包商自荐等途径获取潜在外包厂商信息，并对其进行评估，把符合公司标准的纳入储备名录。根据与外包厂商的合作情况，在每季产品结束后，公司通过对外包厂商的质量控制、生产效率、交期保障、售后服务等方面进行综合评估，并根据评估结果将其分为不同等级，综合各方面因素选择最适合的外包厂商组织生产。

### 3.3 立体的营销体系

公司采取以“经销+直营”为主的销售模式，同时以团购、OEM/ODM 和网上直销为辅的销售模式。

表 8：经销、直营模式对比

项目	直营模式		经销模式
	独立店	商场店	经销商
店铺来源	公司区域销售公司设立	公司区域销售公司向商场租赁	经销商设立

销售方式	直接向消费者零售	直接向消费者零售	经销商通过经销店向消费者零售
产品定价	公司以零售终端价的一定折扣同区域销售公司销售，再由区域销售公司及其店铺以终端零售价向消费者零售	同独立店	公司以零售终端价的一定折扣同经销商销售，经销商再以一定价格通过经销店向消费者零售
促销政策	公司统一制定促销政策	同时执行公司和商场的促销政策	整体促销政策由公司制定，对于个别促销，在取得公司同意的情况下由经销商自行决定
日常管理	公司及区域销售公司负责	同独立店	经销商负责
贷款结算	直接向消费者开票结算	与商场分成结算	在一定信用期下地赊销
终端发票	公司区域销售公司或独立店提供	商场提供	经销商提供

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

公司以华东市场为营销网络发展重点截至 2011 年 12 月 31 日，公司共有销售终端 4512 家，其中直营独立店 161 家，直营商场店中店 316 家，经销终端 4035 家，已经遍布除台湾、香港、澳门之外的所有省、自治区和直辖市，形成了全国性的营销网络。

图 6：公司营销网络分布图



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

为进一步开拓市场，增加销售收入，公司还推出了团体消费业务，主要面向各企事业单位和社会团体，目前已经推出了警用皮鞋团购业务、企业劳保皮鞋团购业务、企事业单位的职业皮鞋团购业务。

在出口（OEM/ODM）方面，国外品牌商提供面、辅料或由公司自主提供面、辅料，公司按照其款式要求、规格质量和技术标准加工皮鞋产品，并出口销售给国外品牌商，目前公司主要合作的国外品牌商有 GEOX、WORTMANN、JIMLAR、GIRZA 等。

在网上直销方面，2008 年公司决定开拓 B2C 电子商业业务，设立“奥康网络商城”，公司旗下五大品牌集体亮相，产品品种、款式达 1000 余种，实现了网上销售和网下销售互补，形成了立体营销体系。

### 3.4 一流的信息及物流系统

公司通过 DRP 分销系统和 PORTAL 信息化管理系统实现了与经销商的动态信息共享，能够及时了解各批货物的运输、存储、销售等动态情况；公司通过专业的皮鞋生产 ERP 管理系统，实现了从生产订单到财务结算的流程化统一管理，使经营决策人员能够随时掌握各种内、外部相关信息。

公司财务小批量、多批次、多品种策略，每年度实行八次订货，比常规多出一倍，以提高对市场的快速反应能力。目前公司可以保证在订货后 3-5 天内实现下单，15 至 20 天内实现生产出货，大大缩减了产品在企业的时间，占据市场先机。实时单品动态跟踪与分析，能有效利用商品调剂、商品调价和商品促销手段，加快商品销售速度，有效实现资金周转。

## 4. 募集资金项目

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股（A 股）不超过 8,100 万股，占发行后总股本不超过 21%。

**表 9：公司募投项目拟投资金额**

项目名称	总投资额（万元）	拟投入募集资金（万元）
营销网络建设	87,625	87,625
信息化系统建设项目	9,610	9,610
研发中心技改项目	5,001	5,001
合计	102,236	102,236

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

### 4.1 营销网络建设

根据公司营销网络的现有基础条件和未来发展目标，项目拟开设 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，共计建设 348 个个店铺。

**表 10：营销网络建设项目概况**

项目	计划店 铺数	购买店数	购买面积 (平方米)	租用、合作、 联营店数	租用、合作、联营 面积(平方米)
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：招股说明书，东兴证券研究所

### (1) 新建直营店的分类及功能划分

**表 11：新建直营店的分类及功能划分**

项目	店铺面积	功能介绍	经营要求
旗舰店	面积>250 平方米， 门面宽度>10 米	最高级别的全品牌形象展示店，处于地级以上城市的主要商业地段，成为品牌营销的窗口	全品牌经营，搭配皮具产品
形象店	面积>150 平方米， 门面宽度>8 米	突显品牌高级形象，在省级区域起到品牌辐射作用，成为该品牌在当地市场品牌形象竞争力的主要载体	单或多品牌经营，搭配皮具产品
标准店	面积 60-120 平方米	单一品牌在各线城市的标准渠道，渗透于各级商业地段，能够充分展示该品牌形象	单品牌经营，搭配皮具产品
商场店中店	面积 30-50 平方米	-开设在商场或大型卖场内，填补现有营销网络的市场空白，依托商场或卖场的人气实现销售目标	单品牌经营，搭配皮具产品

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

### (2) 项目投资概算

本项目预算总投资 87,625 万元，其中项目建设投资 76,105 万元，铺底流动资金 11,520 万元，具体如下：

**表 12：公司营销网络项目投资概算（单位万元）**

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：招股说明书，东兴证券研究所

### (3) 项目建设进度安排

项目在 2011 年正式启动，各类店铺同步进行，分两年逐步设立完毕。其中第一年开设 139 家，占预计开设总数的 40%，剩余 209 家将在第二年开设，具体如下：

**表 13: 公司项目整体投资进度安排**

年份	地点	数量	预计选址安排城市
T	旗舰店	5	上海、山东济南、安徽合肥、江苏南京、江西南昌共 5 家
T	形象店	14	浙江 2 家，以及其他地区共 14 家
T	标准店	48	浙江 7 家，以及各省新店共 48 家
T	商场店中店	72	北京 10 家，上海 10 家，以及各重点城市共 72 家
T+1	旗舰店	7	福建福州、湖北武汉、四川成都、广东广州、北京、湖南长沙、浙江杭州
T+1	形象店	22	浙江 1 家，以及其他地区共 22 家
T+1	标准店	72	浙江 3 家，以及各省新店共 72 家
T+1	商场店中店	108	-北京 5 家，上海 5 家，以及各重点城市共 108 家

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

## 4.2 信息化系统建设项目

本项目投资预算总额为 9,610 万元，其中建设投资 9,483 万元，安装工程和培训费 127 万元。根据公司信息化管理的现状和未来需求，本项目拟主要完成以下建设内容：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、三位鞋样设计系统、企业门户网站、电子商务网站和客户邮件系统。建成后，公司信息化系统功能框架图如下：

**图 7: 未来公司信息化系统功能框架图**


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

本项目于 2011 年 7 月正式启动，分 24 个月逐步完成，具体进度如下：

表 14: 信息化系统建设进度安排

项目实施内容	2011 年		2012 年		2013 年			
	7-9 月	10-12 月	1-3 月	4-6 月	7-9 月	10-12 月	1-3 月	4-6 月
项目筹备				-				
设备招标并签订采购合同								
机房装修								
机房设备安装及调试								
电面终端设备安装及调试								
基础、网络、容灾平台								
系统、网站、安全平台								
ERP 系统								
三位鞋样设计系统								
BI 系统								
系统集成								
信息化试运行								
项目建成投入使用								

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

### 4.3 研发中心技改项目

本项目预计总投资金额为 5,001 万元，将在现有研发中心公司基础上进行规模扩建和新设备的购置，建设的主要内容：（1）扩建现有的研发中心，以目前的市级鞋类设计院为基础，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 平米扩大至 8,400 平米；（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。

表 15: 研发中心技改项目投资概算

名称	第一年（万元）	第二年（万元）	合计（万元）
鞋类设计研究院技改工程（装修费用）	1,680.00	-	1,680.00
设备购置	2,322.10	998.90	3,321.00
合计	4,002.10	998.90	5,001.00

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

我们对公司盈利预测假设如下：

- 1) 预计 2012-2014 年，直营终端分别新增 160、180 和 200 家，其中，独立店分别新增 80、100 和 120 家，商场店 3 年均新增 80 家；经销店 3 年分别新增 700 家；
- 2) 2012-2014 年，直营和商场单店收入分别增长 5.00%；加盟店单店提货金额分别增长 15.00%、10.00%和 10.00%；
- 3) 2012-2014 年直营团购收入分别增长 30.00%、30.00%和 15.00%；
- 4) 2012-2014 年 OEM/ODM 业务分别增长-5.19%、0.00%和 4.00%
- 5) 2012-2014 年直营业务毛利率分别为 54.59%、57.32%和 59.04%；加盟业务毛利率分别为 33.11%、33.78%和 34.11%；OEM/ODM 毛利率分别为 15.00%、15.00%和 14.00%。

**表 16: 盈利预测假设**

直营渠道	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>直营终端家数合计</b>	437	374	477	637	817	1017
新增家数		-63	103	160	180	200
独立店	47	73	161	241	341	461
商场店	390	301	316	396	476	556
<b>单店收入(万元)</b>						
独立店	152.03	230.50	181.47	190.55	200.07	210.08
YOY		51.61%	-21.27%	5.00%	5.00%	5.00%
商场店	58.78	70.72	65.40	68.67	72.10	75.71
YOY		20.31%	-7.52%	5.00%	5.00%	5.00%
直营团购	5,828.86	6,428.30	13,040.00	16,952.00	22,037.60	25,343.24
YOY		10.28%	102.85%	30.00%	30.00%	15.00%
<b>直营收入(万元)</b>	<b>35,897.27</b>	<b>44,539.95</b>	<b>62,923.62</b>	<b>90,067.10</b>	<b>124,584.06</b>	<b>164,282.94</b>
加盟渠道	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经销店家数	2,781	3,495	4,035	4,735	5,435	6,135
新增家数		714	540	700	700	700
经销店单店提货金额(万元)	34.62	41.59	48.62	55.91	61.50	67.65
YOY		20.13%	16.90%	15.00%	10.00%	10.00%
<b>加盟收入(万元)</b>	<b>96,278.22</b>	<b>145,357.05</b>	<b>196,181.70</b>	<b>264,748.06</b>	<b>334,275.87</b>	<b>415,061.77</b>
OEM/ODM	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
OEM/ODM 销量	273.37	245.53	277.28	270.00	270.00	270.00
OEM/ODM 单价	120.29	125.69	128.38	125.00	125.00	130.00
OEM/ODM 收入(万元)	32,884.48	30,859.54	35,596.25	33,750.00	33,750.00	35,100.00

主营业务收入合计	165,059.97	220,756.54	294,701.57	388,565.15	492,609.93	614,444.71
YOY		33.74%	33.50%	31.85%	26.78%	24.73%
<b>毛利率</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
直营业务毛利率	41.30%	44.70%	50.54%	54.59%	57.32%	59.04%
加盟业务毛利率	28.32%	31.86%	32.47%	33.11%	33.78%	34.11%
OEM/ODM 毛利率	19.15%	18.90%	14.86%	15.00%	15.00%	14.00%
综合毛利率	29.32%	32.64%	34.20%	36.52%	38.44%	39.63%

资料来源：东兴证券研究所

预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.45、1.88 和 2.43 元，对应 22-25.5 的上市定价区间，2012 年动态 PE 区间在 15.13-17.53 倍。公司所处的中低端男鞋市场受国外品牌冲击甚小且男鞋由于品牌承载力较强，知名度高的品牌会有一定先发优势。由于款式差异较女鞋小，对终端市场反应力低于女鞋，因此对能力的要求也低于女鞋，目前以加盟为主的渠道模式是合理的。总体来看，中低端男鞋所面临竞争压力较女鞋小，以当下的模式和营运能力还能享有一段时间的快速增长。

公司作为男鞋国内龙头，运营模式成熟和品牌影响力广泛，上市红利有望进一步强化其龙头地位，作为唯一一家上市男鞋品牌，应享有较男装更高的溢价。目前男装 2012 年普遍动态 PE 在 20 倍左右，15%的溢价对应 PE 应在 23 倍以上，相较上市价格上限就有 30%的空间，建议投资者积极申购。

## 6. 风险提示

由于男女鞋品类在运营模式上的较大差异，品牌不宜盲目跨品类发展；

公司目前终端规模较大，未来外延空间逐渐有限，对供应链反应力等内功要求提升。

**表 17: 盈利预测表**

利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	2,210.90	2,965.88	3,885.65	31.01%	4,926.10	26.78%	6,144.45	24.73%
营业成本	1,489.98	1,940.95	2,466.68	27.09%	3,032.33	22.93%	3,709.48	22.33%
营业费用	189.27	294.16	388.57	32.09%	541.87	39.45%	675.89	24.73%
管理费用	114.76	167.46	225.37	34.58%	320.20	42.08%	430.11	34.33%
财务费用	31.68	8.41	0.68	-91.87%	-8.62	N/A	-10.02	N/A
投资收益	0.00	0.02	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	364.31	534.22	778.52	45.73%	1,007.97	29.47%	1,299.00	28.87%
利润总额	371.55	596.18	777.52	30.42%	1,006.97	29.51%	1,298.00	28.90%
所得税	91.50	138.78	194.38	40.07%	251.74	29.51%	324.50	28.90%
净利润	280.05	457.40	583.14	27.49%	755.23	29.51%	973.50	28.90%
归属母公司所有者的净利润	280.05	457.40	583.14	27.49%	755.23	29.51%	973.50	28.90%
NOPLAT	298.48	416.32	584.40	40.37%	749.51	28.25%	966.73	28.98%
资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	405.53	525.75	2,674.39	408.68%	3,072.23	14.88%	3,609.24	17.48%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	530.46	788.75	1,033.35	31.01%	1,310.05	26.78%	1,634.06	24.73%
预付款项	36.40	39.26	42.90	9.27%	47.38	10.43%	52.85	11.55%
存货	384.71	443.87	564.10	27.09%	693.45	22.93%	848.31	22.33%
流动资产合计	1,403.05	1,878.87	4,444.93	136.57%	5,308.67	19.43%	6,394.86	20.46%
非流动资产	415.78	484.82	437.72	-9.71%	433.55	-0.95%	430.50	-0.70%
资产总计	1,818.82	2,363.69	4,882.65	106.57%	5,742.22	17.60%	6,825.36	18.86%
短期借款	307.18	179.81	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	364.79	377.21	472.81	25.34%	581.23	22.93%	711.03	22.33%
预收款项	0.89	14.99	14.99	0.00%	14.99	0.00%	14.99	0.00%
流动负债合计	1,098.12	1,185.59	1,237.33	4.36%	1,492.72	20.64%	1,797.06	20.39%
非流动负债	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	720.70	1,178.10	3,645.32	209.42%	4,249.50	16.57%	5,028.30	18.33%
净营运资本	304.92	693.29	3,207.60	362.67%	3,815.95	18.97%	4,597.80	20.49%
投入资本 IC	622.35	825.16	970.93	17.67%	1,177.28	21.25%	1,419.07	20.54%
现金流表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	280.05	457.40	583.14	27.49%	755.23	29.51%	973.50	28.90%
折旧摊销	23.61	28.12	0.00	N/A	37.17	N/A	39.35	5.86%
净营运资金增加	368.85	388.36	2,514.31	547.41%	608.35	-75.80%	781.85	28.52%

经营活动产生现金流	319.49	278.00	470.21	69.14%	574.76	22.23%	759.49	32.14%
投资活动产生现金流	-270.78	-116.20	-24.50	N/A	-34.50	N/A	-37.80	N/A
融资活动产生现金流	18.66	-24.80	1,702.93	N/A	-142.43	N/A	-184.68	N/A
现金净增(减)	67.36	137.00	2,148.64	1468.35%	397.84	-81.48%	537.01	34.98%

## 分析师简介

---

### 谭可

纺织服装行业研究员，2007 年加盟东兴证券研究所，曾外派香港研究港股消费板块。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。