

奥康国际 (603001.SH)

服装行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

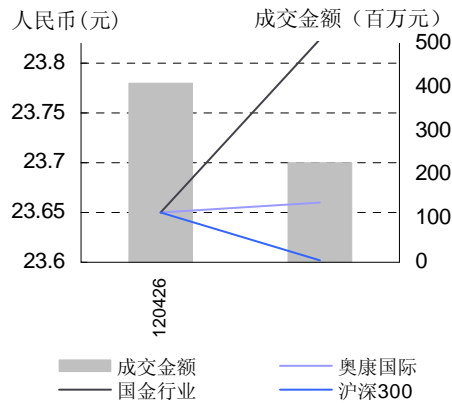
市价(人民币): 23.66元

## 公司质地较好, 扣非后业绩符合预期

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	64.80
总市值(百万元)	9,487.19
年内股价最高最低(元)	23.66/23.65
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19



### 相关报告

1. 《先发优势明显、营销实力突出的男鞋龙头企业》, 2012.4.12

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002  
(8621)61038278  
zhangbin@gjzq.com.cn

焦娟 联系人  
(8621)61038269  
jiaoj@gjzq.com.cn

### 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.875	1.429	1.621	2.168	2.829
每股净资产(元)	2.25	3.68	9.37	11.29	13.82
每股经营性现金流(元)	1.00	0.87	1.80	1.26	1.95
市盈率(倍)	N/A	N/A	14.59	10.91	8.36
行业优化市盈率(倍)	26.61	26.41	26.41	26.41	26.41
净利润增长率(%)	39.75%	63.33%	42.12%	33.72%	30.50%
净资产收益率(%)	38.86%	38.83%	17.30%	19.34%	20.59%
总股本(百万股)	319.98	319.98	400.98	400.98	400.98

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

■ **2012年度第一季度业绩:** 实现营业收入、净利润、EPS 分别为 8.00 亿元、1.14 亿元、0.36 元, 分别同比增长 26.10%、3.53%、3.53%。扣除非经常性损益后, 一季度净利润同比增长 39.20%, 业绩符合预期。

### 经营分析

- **经营性业绩符合预期, 收入增速 26%, 扣非后净利润增速 39%:** 受去年同期, 政府补助等非经常性收益 3000 余万元计入报表的影响, 一季度净利润增速 3.53%, 扣除非经常性损益后净利润增速 39%, 业绩符合预期。
  - **鞋品行业竞争格局相对稳定, 公司的龙头地位及品牌影响力, 带来相对稳健的营收增速。**
  - **盈利能力提升, 费用率略有提高:** 毛利率同比提高 1.37 个百分点; 期间费用同比提高 0.66 个百分点, 其中销售费用率、管理费用率分别同比提高 0.26、0.50 个百分点, 均处于正常波动范围内。
- **资产质量稳定:** 一季度应收账款、存货额较年初分别增长 13.31%、-21.06%, 均为凉鞋集中发货带来的正常波动。
- **经营性的现金流量净额-1.5 亿元, 主要原因:** 1) 政府补助减少导致其他与经营活动有关的现金收入同比减少 54%; 2) 采购规模扩大、票据到期集中支付带来的购买商品、接受劳务支付的现金, 较上年同期增加 63%。
- **公司质地相对较好, 竞争优势突出:** 主品牌奥康以加盟模式, 基本完成了全国范围内的渠道布局, 建立起渠道资源方面的先发优势; 公司最为突出的实力在于营销策划, 已建立起了四大营销优势, 迅速拉高了品牌形象; 公司依托身处温州的产业集群优势, 渠道、品牌方面的先发优势, 深耕产业链, 补单速度较快且继续改善, 在竞争中将赢得更主动的地位。

### 盈利预测、投资建议

- 我们积极推荐, 认为公司未来的业绩增长, 核心在于利用已有龙头地位, 继续强化其竞争优势, 尤其是在多品牌经营、渠道结构优化等方面。预计公司 2012-2014 年分别实现销售收入 38.68 亿、49.67 亿、64.05 亿元, 分别同比增长 30.41%、28.42%、28.94%; 实现归属于母公司净利润分别为 6.50 亿、8.69 亿、11.34 亿元, 分别同比增 42.12%、33.72%、30.50%, 对应 EPS (摊薄) 分别为 1.621 元、2.168 元、2.829 元。维持买入评级。

图表1: 销售预测

项 目	2008	2009	2010	1H11	2011	2012E	2013E	2014E
<b>直营</b>								
销售收入(百万元)	308.97	358.97	445.40	280.70	629.24	901.64	1,344.17	1,810.82
增长率(YOY)		16.18%	24.08%		41.27%	43.29%	49.08%	34.72%
毛利率	34.35%	41.30%	44.70%	53.57%	50.54%	54.00%	54.00%	54.00%
销售成本(百万元)	202.84	210.72	246.31	130.33	311.22	414.75	618.32	832.98
增长率(YOY)		3.88%	16.89%		26.36%	33.27%	49.08%	34.72%
毛利(百万元)	106.13	148.26	199.09	150.37	318.02	486.89	725.85	977.84
增长率(YOY)		39.69%	34.29%		59.73%	53.10%	49.08%	34.72%
占总销售额比重	28.67%	21.75%	20.17%	21.14%	21.35%	23.31%	27.06%	28.27%
占主营业务利润比重	39.42%	30.64%	27.63%	31.43%	31.55%	33.74%	38.21%	39.47%
<b>加盟</b>								
销售收入(百万元)	397.18	962.86	1,453.69	887.86	1,961.64	2,556.90	3,152.30	4,052.75
增长率(YOY)		142.43%	50.98%		34.94%	30.35%	23.29%	28.56%
毛利率	27.66%	28.32%	31.86%	34.11%	32.47%	35.00%	35.00%	35.00%
销售成本(百万元)	287.32	690.18	990.55	585.01	1,324.69	1,661.99	2,049.00	2,634.29
增长率(YOY)		140.22%	43.52%		33.73%	25.46%	23.29%	28.56%
毛利(百万元)	109.86	272.68	463.15	302.85	636.94	894.92	1,103.31	1,418.46
增长率(YOY)		148.21%	69.85%		37.53%	40.50%	23.29%	28.56%
占总销售额比重	36.85%	58.33%	65.85%	66.88%	66.57%	66.11%	63.46%	63.28%
占主营业务利润比重	40.81%	56.35%	64.28%	63.29%	63.20%	62.01%	58.08%	57.25%
<b>OEM/ODM</b>								
销售收入(百万元)	371.66	328.84	308.60	158.99	355.96	409.36	470.76	541.37
增长率(YOY)		-11.52%	-6.16%		15.35%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	14.32%	19.15%	18.90%	15.89%	14.86%	15.00%	15.00%	15.00%
销售成本(百万元)	318.44	265.87	250.27	133.73	303.07	347.95	400.15	460.17
增长率(YOY)		-16.51%	-5.87%		21.10%	14.81%	15.00%	15.00%
毛利(百万元)	53.22	62.97	58.32	25.26	52.90	61.40	70.61	81.21
增长率(YOY)		18.32%	-7.38%		-9.31%	16.08%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	34.48%	19.92%	13.98%	11.98%	12.08%	10.58%	9.48%	8.45%
占主营业务利润比重	19.77%	13.01%	8.09%	5.28%	5.25%	4.25%	3.72%	3.28%
销售总收入(百万元)	1077.80	1650.68	2207.69	1327.56	2946.84	3867.90	4967.23	6404.94
销售总成本(百万元)	808.59	1166.77	1487.12	849.07	1938.98	2424.69	3067.46	3927.43
毛利(百万元)	269.21	483.91	720.57	478.48	1007.86	1443.20	1899.77	2477.51
平均毛利率	24.98%	29.32%	32.64%	36.04%	34.20%	37.31%	38.25%	38.68%

来源: 国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,667</b>	<b>2,211</b>	<b>2,966</b>	<b>3,868</b>	<b>4,967</b>	<b>6,405</b>
增长率		32.6%	34.1%	30.4%	28.4%	28.9%
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,182</b>	<b>-1,490</b>	<b>-1,941</b>	<b>-2,425</b>	<b>-3,067</b>	<b>-3,927</b>
%销售收入	70.9%	67.4%	65.4%	62.7%	61.8%	61.3%
<b>毛利</b>	<b>484</b>	<b>721</b>	<b>1,025</b>	<b>1,443</b>	<b>1,900</b>	<b>2,478</b>
%销售收入	29.1%	32.6%	34.6%	37.3%	38.2%	38.7%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-11</b>	<b>-15</b>	<b>-19</b>	<b>-24</b>	<b>-31</b>	<b>-40</b>
%销售收入	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>营业费用</b>	<b>-107</b>	<b>-189</b>	<b>-294</b>	<b>-367</b>	<b>-472</b>	<b>-608</b>
%销售收入	6.4%	8.6%	9.9%	9.5%	9.5%	9.5%
<b>管理费用</b>	<b>-76</b>	<b>-115</b>	<b>-167</b>	<b>-213</b>	<b>-273</b>	<b>-352</b>
%销售收入	4.5%	5.2%	5.6%	5.5%	5.5%	5.5%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>290</b>	<b>402</b>	<b>545</b>	<b>839</b>	<b>1,123</b>	<b>1,476</b>
%销售收入	17.4%	18.2%	18.4%	21.7%	22.6%	23.1%
<b>财务费用</b>	<b>-24</b>	<b>-32</b>	<b>-8</b>	<b>15</b>	<b>19</b>	<b>14</b>
%销售收入	1.5%	1.4%	0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.2%
<b>资产减值损失</b>	<b>-8</b>	<b>-6</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>259</b>	<b>364</b>	<b>534</b>	<b>854</b>	<b>1,142</b>	<b>1,490</b>
营业利润率	15.5%	16.5%	18.0%	22.1%	23.0%	23.3%
<b>营业外收支</b>	<b>-1</b>	<b>7</b>	<b>62</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>258</b>	<b>372</b>	<b>596</b>	<b>854</b>	<b>1,142</b>	<b>1,490</b>
利润率	15.5%	16.8%	20.1%	22.1%	23.0%	23.3%
<b>所得税</b>	<b>-58</b>	<b>-91</b>	<b>-139</b>	<b>-204</b>	<b>-273</b>	<b>-356</b>
所得税率	22.3%	24.6%	23.3%	23.9%	23.9%	23.9%
<b>净利润</b>	<b>200</b>	<b>280</b>	<b>457</b>	<b>650</b>	<b>869</b>	<b>1,134</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>200</b>	<b>280</b>	<b>457</b>	<b>650</b>	<b>869</b>	<b>1,134</b>
净利率	12.0%	12.7%	15.4%	16.8%	17.5%	17.7%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>净利润</b>	<b>200</b>	<b>280</b>	<b>457</b>	<b>650</b>	<b>869</b>	<b>1,134</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>24</b>	<b>33</b>	<b>41</b>	<b>37</b>	<b>52</b>	<b>68</b>
<b>非经营收益</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>10</b>	<b>42</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-333</b>	<b>-8</b>	<b>-231</b>	<b>-6</b>	<b>-415</b>	<b>-421</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-95</b>	<b>319</b>	<b>278</b>	<b>723</b>	<b>506</b>	<b>781</b>
<b>资本开支</b>	<b>-8</b>	<b>-271</b>	<b>-97</b>	<b>-171</b>	<b>-209</b>	<b>-160</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-20</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-8</b>	<b>-271</b>	<b>-116</b>	<b>-172</b>	<b>-209</b>	<b>-160</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>150</b>	<b>0</b>	<b>2,009</b>	<b>-30</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>152</b>	<b>-56</b>	<b>-32</b>	<b>-180</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他</b>	<b>94</b>	<b>-75</b>	<b>11</b>	<b>-6</b>	<b>-80</b>	<b>-100</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>247</b>	<b>18</b>	<b>-21</b>	<b>1,823</b>	<b>-110</b>	<b>-99</b>
<b>现金净流量</b>	<b>144</b>	<b>67</b>	<b>140</b>	<b>2,374</b>	<b>187</b>	<b>522</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>货币资金</b>	<b>289</b>	<b>406</b>	<b>526</b>	<b>2,899</b>	<b>3,086</b>	<b>3,608</b>
<b>应收款项</b>	<b>554</b>	<b>555</b>	<b>816</b>	<b>988</b>	<b>1,337</b>	<b>1,811</b>
<b>存货</b>	<b>189</b>	<b>385</b>	<b>444</b>	<b>531</b>	<b>756</b>	<b>1,076</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>37</b>	<b>57</b>	<b>93</b>	<b>50</b>	<b>63</b>	<b>81</b>
<b>流动资产</b>	<b>1,068</b>	<b>1,403</b>	<b>1,879</b>	<b>4,469</b>	<b>5,243</b>	<b>6,576</b>
%总资产	75.1%	77.1%	79.5%	88.4%	87.6%	88.8%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
<b>固定资产</b>	<b>188</b>	<b>191</b>	<b>200</b>	<b>376</b>	<b>536</b>	<b>630</b>
%总资产	13.2%	10.5%	8.4%	7.4%	9.0%	8.5%
<b>无形资产</b>	<b>151</b>	<b>190</b>	<b>241</b>	<b>198</b>	<b>195</b>	<b>193</b>
<b>非流动资产</b>	<b>355</b>	<b>416</b>	<b>485</b>	<b>584</b>	<b>740</b>	<b>832</b>
%总资产	24.9%	22.9%	20.5%	11.6%	12.4%	11.2%
<b>资产总计</b>	<b>1,423</b>	<b>1,819</b>	<b>2,364</b>	<b>5,053</b>	<b>5,983</b>	<b>7,409</b>
<b>短期借款</b>	<b>474</b>	<b>307</b>	<b>180</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>562</b>	<b>719</b>	<b>901</b>	<b>1,084</b>	<b>1,219</b>	<b>1,561</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>96</b>	<b>72</b>	<b>105</b>	<b>212</b>	<b>269</b>	<b>337</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,132</b>	<b>1,098</b>	<b>1,186</b>	<b>1,296</b>	<b>1,487</b>	<b>1,898</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>1,132</b>	<b>1,098</b>	<b>1,186</b>	<b>1,296</b>	<b>1,487</b>	<b>1,899</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>291</b>	<b>721</b>	<b>1,178</b>	<b>3,757</b>	<b>4,496</b>	<b>5,510</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,423</b>	<b>1,819</b>	<b>2,364</b>	<b>5,053</b>	<b>5,983</b>	<b>7,409</b>

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.879	0.875	1.429	1.621	2.168	2.829
每股净资产	2.725	2.252	3.682	9.369	11.212	13.741
每股经营现金净流	-0.890	0.998	0.869	1.803	1.263	1.948
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.200	0.250	0.300
<b>回报率</b>						
净资产收益率	68.95%	38.86%	38.83%	17.30%	19.34%	20.59%
总资产收益率	14.08%	15.40%	19.35%	12.87%	14.53%	15.31%
投入资本收益率	29.51%	29.50%	30.78%	16.99%	19.02%	20.39%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	54.51%	32.64%	34.15%	30.41%	28.42%	28.94%
EBIT增长率	188.39%	38.52%	35.42%	53.96%	33.95%	31.42%
净利润增长率	363.04%	39.75%	63.33%	42.12%	33.72%	30.50%
总资产增长率	14.66%	27.83%	29.96%	113.77%	18.41%	23.82%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	83.8	88.5	81.2	90.0	95.0	100.0
存货周转天数	53.3	70.2	77.9	80.0	90.0	100.0
应付账款周转天数	80.7	84.9	69.8	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	41.1	31.5	24.3	30.5	35.5	32.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	63.63%	-13.65%	-29.36%	-77.18%	-68.65%	-65.47%
EBIT利息保障倍数	12.0	12.7	64.8	-54.6	-60.4	-106.8
资产负债率	79.57%	60.38%	50.16%	25.65%	24.86%	25.63%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	0

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B