

奥康国际 (603001.SH)

服装行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

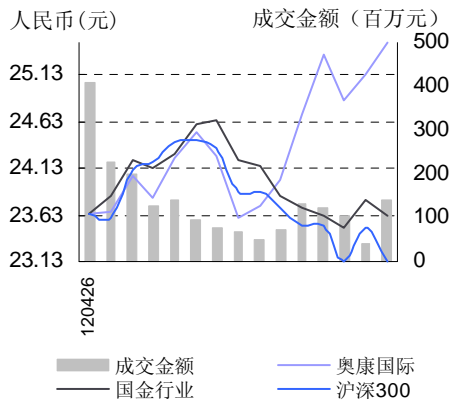
市价(人民币): 25.48元

目标(人民币): 32.42元

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)	10,216.97
年内股价最高最低(元)	25.48/23.61
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19



## 相关报告

- 《公司质地较好,扣非后业绩符合预期》, 2012.5.2
- 《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

## 公司未来一年将充分打造先发优势

## 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

## 投资逻辑

- 我们看好公司核心理由有两个: 1) 公司根基扎实, 质地很好, 奥康品牌建立、团队建成、渠道建设、品牌经营、产品设计、市场营销、供应链管理等方面比较完善和成型; 2) 未来能够保持较快的持续增长, 主要是鞋类市场竞争相对缓和、品牌地位相对稳定使得公司龙头作用明显, 公司将充分利用上市红利, 在未来一年内充分打造相较于竞争对手的先发优势。
- 公司根基扎实, 具备比较突出的竞争优势: 2011年奥康品牌市场占有率名列第一, 具备品牌知名度优势; 主品牌奥康渠道布局相对完善, 建立起渠道资源方面的优势; 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。
- 公司未来业绩增长的逻辑在于: 1) 鞋类市场竞争相对缓和、品牌地位相对稳定使得公司龙头作用明显; 2) 公司上市后, 依托上市红利, 将在未来一年中快速规模化发展, 较之于竞争对手, 打造出足够的先发优势。
- 公司未来一年将充分打造相较于竞争对手的先发优势: 品牌零售企业上市后将大幅提升品牌知名度, 公司目前所具备的资金实力, 在运营管理改善、终端渠道布局等方面, 能够发挥出“先发优势”, 强化公司在渠道、管理方面的竞争优势, 具体将体现在产品品类完善、多品牌建设、渠道结构优化、运营效率提高上。

## 盈利预测及投资建议

- 我们预计公司 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。
- 目标价 32.42 元: A 股上市公司中, 与公司业务接近的是星期六、七匹狼、九牧王、报喜鸟、希努尔、卡奴迪路, 我们以 6 家公司 2012 年平均估值 19.65 倍为基础, 给予公司 12 年 20 倍 PE 估值, 对应价格为 32.42 元, 维持买入评级。

## 风险

- 直营店建设不达预期的风险、新品牌建设周期过长的风险。
- 目前国内纺织服装消费增速放缓, 可能影响鞋类消费, 导致业绩低于预期。

## 内容目录

<b>公司根基扎实，具备比较突出的竞争优势</b> .....	<b>3</b>
公司品牌知名度高.....	3
公司的竞争优势在于品牌知名度及渠道资源.....	3
<b>依托上市红利，公司未来一年将充分打造先发优势</b> .....	<b>4</b>
龙头企业将获得更多的发展机遇.....	4
未来借助上市后的知名度提升、资金实力，优势将更加明显.....	4
公司业绩增长确定性较高，重蹈森马覆辙的可能性较小.....	5
<b>盈利预测及估值</b> .....	<b>5</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>7</b>
<b>附录：三张报表预测摘要</b> .....	<b>9</b>

## 图表目录

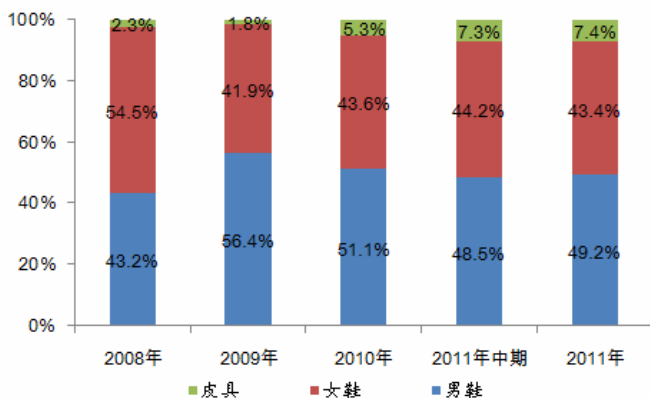
图表 1: 公司历年男鞋、女鞋、皮具的收入占比.....	3
图表 2: 公司历年不同销售模式的收入占比.....	3
图表 3: 公司历年终端门店的分类及数量.....	3
图表 4: 三大品牌收入在主营业务收入中的历年占比情况.....	3
图表 5: 可比公司估值水平.....	6
图表 6: 业务拆分.....	7
图表 7: 销售预测.....	8

## 公司根基扎实，具备比较突出的竞争优势

### 公司品牌知名度高

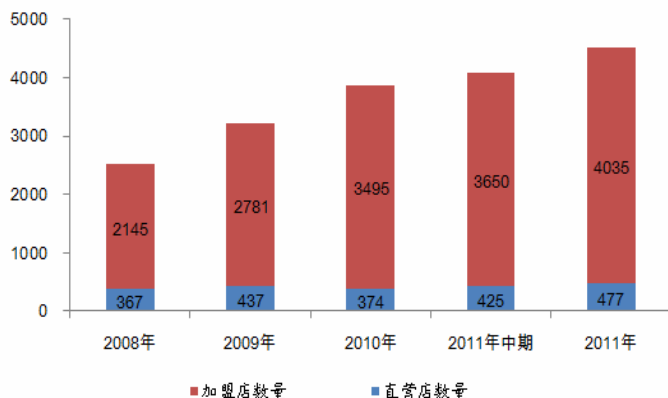
- **公司龙头地位突出，品牌知名度高：**2011年实现营业收入29.66亿，营业利润5.346亿、净利润4.57亿，2011年奥康在中国男鞋市场的占有率名列第一。
- 公司的品牌知名度和美誉度较高，通过近20年的形象积累和品质沉淀，在全国消费者心目中具备很好的口碑；因浙江温州以男鞋业发达著称，公司的品牌形象也因此偏“男性化”，但公司2011年男鞋、女鞋、皮具的收入比例约为49:44:7，未来也将保持男女鞋均衡发展的态势。
- **公司渠道模式以分销为主，2011年加盟渠道的收入占比为67%，未来公司的多品牌化发展将通过不同的渠道模式来承载：**主品牌奥康、休闲品牌康龙、休闲时尚品牌红火鸟均定位中档，未来将继续通过分销的模式，以“农村包围城市”的方式，在中型城市（市级）增加店铺密集度，在小城市（县级）开大店，进行快速的外延式扩张；定位中高档的美丽佳人（自有品牌）、万利威德（代理品牌）以商场渠道为模式，提升公司的整体品牌形象，公司未来也将考虑再代理国际品牌，学习国际品牌的终端运营经验、提升公司整体的形象、增强商场谈判能力；目前公司终端门店共计4512家，从发展趋势上看，定位中档的三大品牌未来仍然公司业绩的主要来源。

图表1：公司历年男鞋、女鞋、皮具的收入占比



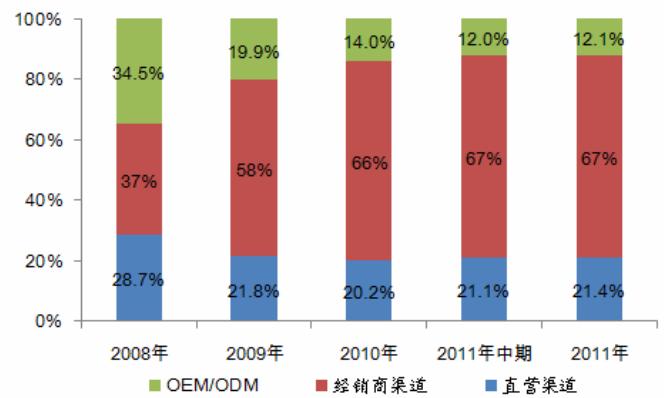
来源：国金证券研究所、公司年报

图表3：公司历年终端门店的分类及数量

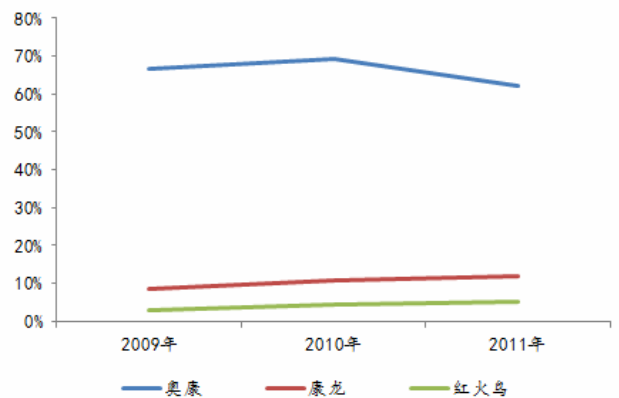


来源：国金证券研究所

图表2：公司历年不同销售模式的收入占比



图表4：三大品牌收入在主营业务收入中的历年占比情况



### 公司的竞争优势在于品牌知名度及渠道资源

- **突出的营销实力带来较高的品牌知名度：**公司布局全国的销售网络、持续投入并不断提升的研发设计能力、稳健的管理团队推动公司品牌知名度不

断提升，但与竞争对手真正能够拉开距离，且最具特色的竞争优势，在于公司营销方面的创新能力。公司在营销方面的核心优势有四点，1) 抓住了奥运会赞助的机会，迅速拉开与竞争对手之间的距离，在全国范围内广泛提升了品牌知名度；2) 策划能力强，尤其擅长抓住社会热点进行营销；3) 擅长挖掘各类广告资源，如在娱乐营销领域不断追踪热点，进行新的尝试；4) 重视媒体关系的积累。

- **渠道布局相对较广，运营经验较为丰富：**公司销售网络相对完善，利用经销与直营相结合的模式，有效地整合了资源，形成庞大的销售网络，实现规模经营和快速扩张。目前公司在全国各地的销售网点为 4512 家，在华东市场占据绝对优势。成熟的营销网络运营体系拉动公司盈利能力不断增强，形成公司的先发优势。**销售网络是企业赢得市场的关键，以经销模式为主是公司的战略选择：**公司 1) 以抢占市场份额为主导，采用最迅速最有效的经销模式，集中资源扶持经销渠道，在全国重点消费市场区域快速完成营销网络的布点，提高市场占有率；2) 在渠道拓展上，“打造区域第一”是市场开拓的核心方针，以“1+N”（“1”代表旗舰店或形象店，“N”代表标准店）的市场策略大力鼓励经销商开店，形成品牌规模效应。

### 依托上市红利，公司未来一年将充分打造先发优势

我们看好公司的未来发展，其业绩增长的逻辑在于：1) 鞋类市场竞争相对缓和、品牌地位相对稳定使得公司龙头作用明显；2) 公司上市后，依托上市红利，将在未来一年中快速规模化发展，较之于竞争对手，打造出足够的先发优势。

#### 龙头企业将获得更多的发展机遇

- 鞋品行业发展阶段滞后于服务行业约 5 年，竞争程度尚未到达服装行业那般激烈，鞋企相对于服装企业而言，具备一定的“后发优势”，龙头企业的自身发展、运营经验的基础上，能够具备更多的资源和途径来学习服装企业的发展经验，提升品牌形象，改善企业的运营效率。
- 相对于服装行业的快速时尚趋势，鞋类产品功能性特点显著，品牌的消费者口碑需要企业在品质方面的持续投入来积累和沉淀，龙头企业在逐渐激烈的行业竞争背景下，能够发挥更多资源及规模优势，维护并提升品牌知名度，获得更多发展机遇，龙头地位更加稳固。
- **公司品牌知名度高：**根据市场调研数据显示，目前市场上在品牌认知度方面，百丽排在第一位，奥康凭借一直以来在品牌形象塑造方面的努力，以 32.1% 的提及率排在第二位；公司目前已稳居龙头地位，无论是奥康，还是以男装休闲细分分子行业的康龙，从统计数据及口碑来看，品牌知名度已经领先。
- **龙头地位相对稳固：**鞋类产品同质化较强、功能性强，且消费者对于“撞鞋”反感度远低于服装，因此包括百丽和公司在内的鞋类品牌企业基本采取相对较低的首单率，尽量高的补单率来应对市场变化、顺应时尚需求，而提高补单率、缩短补单周期是对公司整体经营实力的考验，需要相当长时间在内部管理、渠道建设和管控、供应链管理、信息系统等等环节上做出巨大努力才能取得成效，因此鞋类品牌龙头地位一旦建立后，相对稳固。

#### 未来借助上市后的知名度提升、资金实力，优势将更加明显

- **公司未来一年将充分打造先发优势：**品牌零售企业上市后将大幅提升品牌知名度，公司目前所具备的资金实力，在运营管理改善、终端渠道布局等方面，能够发挥出“先发优势”，强化公司在渠道、管理方面的竞争优势，具体将体现在产品品类完善、多品牌建设、渠道结构优化、运营效率提高上。
- **探索女鞋及皮具的发展：**1) 女鞋行业的市场容量是男鞋的三倍，公司为抓住市场机遇，未来将继续探索女鞋，尤其是高端女鞋品牌美丽佳人的经营模式；2) 拓展皮具配饰等，如在店铺门口与收银台之间的中



- 间地段，公司将放置钱夹、皮带等皮具，连带销售；3) 增加小配件方面的销售，如鞋油、鞋垫等高毛利但又不占据额外空间的产品。
- **从多品牌结构来看，以主品牌奥康的现有渠道资源为平台，以康龙和万利威德为起点的渠道倍增之路将充分受益于品牌协调效益、规模效应：**公司 1) 主品牌奥康进入成熟期，未来将稳健经营奥康品牌；2) 加快康龙等品牌的渠道布局，2001 年公司推出康龙品牌，很快进入高速增长期，导致货源、管理难度加大，公司吸取经验，此后采用“蛛网”模式进行区域扩张，精耕细作一个空白区域后，再进入另一个市场，即使奥康品牌目前只覆盖了上海、浙江、湖南、湖北、江西、江苏、安徽 7 个省份，康龙依托成功的休闲男鞋定位和共振的品牌营销策划，2011 年网点数量较 2008 年增长 187%，成为公司未来增长的主要推动力，未来其他品牌在此发展模式下，增长潜力巨大；3) 代理国际品牌，学习高端品牌的经营与管理经营，提升自有品牌的经营实力。
  - **渠道结构优化：**1) 以渠道拓展区域看，公司目前 40%的渠道和 51%的收入来自华东地区，相比百丽在华东、华南、华北自营渠道均匀分布格局，随着公司稳打稳扎的异地市场扩张策略实施，未来公司市场拓展的空间大；2) 从店铺平均面积 69 平方米来看，小店换大店计划将明显提升店效，公司未来将激励加盟商将原有的小店（60 平米左右）用来开设康龙或红火鸟，再另寻大店（100 平米左右）开设奥康品牌，快速增加总营业面积，店铺面积的增加将直接带动店效的提升，拉动公司未来业绩的增长；3) 2012 年一季度，公司新增店铺数量约为 200 家。
  - **注重内生性增长，提高店铺运营能力：**为进一步强化二、三线城市的网络覆盖率，公司将在未来两年内通过购买或租赁的方式开设 120 家直营标准店和 180 家商场店中店，以此来强化公司的市场占有率及竞争实力，之前公司在终端管理上面经验不足，随着直营专卖店的不断增加，经验更加丰富，以此指导加盟商提高终端销售能力，提高店铺的运营能力。
  - 市场的竞争集中体现于管理团队的集体作战能力上，我们认为公司根基扎实，管理团队较为稳定，企业文化非常突出，集中表现为管理层对企业的归属感较强，我们认为管理层的和谐稳定，非常有利于公司上市后大规模的扩张发展。

#### 公司业绩增长确定性较高，重蹈森马覆辙的可能性较小

森马 11 年上市后业绩低于预期，而做为同城企业，市场也有所担心。我们认为导致森马业绩增速下滑的主要原因有三点：

- 中低端休闲服竞争惨烈。由于产品同质化强，而外延式扩张空间随着众多企业之前疯狂的扩张而减小，面对美邦、H&M、ZARA 以及国内其它品牌的竞争，行业整合已经进行中，再加上 11 年以来经济增速放缓对消费的影响，森马发展速度无疑受到不利影响；
- 巴拉巴拉仍处于建设期，投入较大。童装市场发展很快，但受益最大的是成人服装品牌的童装延伸系列，而单独的童装品牌由于成人购买群体的消费习惯（买的不用，用的不买；由于小孩生长迅速，购买频率低等），导致品牌建设不是一帆风顺；
- 网购的冲击。我们认为网购服装，对于标准化服装（如中低档西服和衬衫类）以及中低档服装（无所谓试穿，买的就是流行）冲击较大。

对比森马，我们认为公司面临的市场环境不一样，鞋类市场竞争不如休闲服激烈，而且公司之前一直谨慎经营，康龙休闲鞋也是充分考虑风险的情况下，稳步推进，因此，我们认为公司重蹈覆辙的可能性较小。

#### 盈利预测及估值

- **盈利预测假设：**

- 公司募集资金项目重点建设直营体系，我们根据募投规划，预计 2012-2014 年直营独立店分别新增 70 家、110 家、80 家；直营商场店分别新增 80 家、110 家、90 家；经销店铺未来三年分别增加 700 家、700 家、800 家。
  - 根据公司历史上的店效情况及未来规划，参考公司未来的开店速度及店铺盈利周期，我们预计 2012-2014 年直营独立店店效分别为 180 万元/家、185 万元/家、190 万元/家；直营商场店店效分别为 70 万元/家、75 万元/家、80 万元/家；考虑到公司未来将加大对经销店铺运营的效率及终端零售能力，我们预计经销店铺店效分别为 54 万元/家、58 万元/家、65 万元/家。
  - 随着公司品牌知名度的不断提升，我们预计终端体系的盈利能力将有所提高，但考虑到新品牌的市场拓展需要一定的扶持，我们保守估计 2012-2014 年直营体系毛利率分别为 54%、54%、54%；加盟体系毛利率分别为 35%、35%、35%。
  - 直营团购的规模较小，成功上市将提升品牌的知名度，预计未来公司直营团购业务将仍以较高的速度增长，但考虑到团购业务的不稳定性，我们保守估计未来三年公司直营团购的收入增速分别为 60%、60%、60%。
  - 公司战略上以内销为主，但仍然非常重视 OEM/ODM 带来的设计、技术、运营、零售等方面的经验学习，我们预计未来此业务收入增速将保持在 15%，毛利率保守预计保持在 15%。
  - 男鞋企业规模优势明显，未来公司将一方面加大对渠道建设的投入力度，另一方面将继续强化品牌实力的提升，预计费用支出的变动情况匹配其收入增长，预计 2012-2014 年营业费用率、管理费用率分别稳定在 9.5%、5.5%。
- **盈利预测和估值**
- 我们预计公司 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。
  - **目标价 32.42 元：**A 股上市公司中，与公司业务接近的是星期六、七匹狼、九牧王、报喜鸟、希努尔、卡奴迪路，我们以 6 家公司 2012 年平均估值 19.65 倍为基础，给予公司 12 年 20 倍 PE 估值，对应价格为 32.42 元，维持买入评级。

图表5：可比公司估值水平

	股价	EPS (元)			PE (倍)		
	(元)	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
星期六	7.66	0.30	0.34	0.37	25.53	22.60	20.48
七匹狼	24.92	1.42	1.92	2.50	17.58	12.95	9.98
九牧王	24.45	1.18	1.53	1.98	20.72	15.98	12.35
报喜鸟	12.25	0.87	1.16	1.44	14.08	10.57	8.51
希努尔	11.73	0.81	1.04	1.25	14.48	11.28	9.35
卡奴迪路	39.90	1.56	2.10	2.67	25.53	18.97	14.95
<b>平均估值</b>					<b>19.65</b>	<b>15.39</b>	<b>12.60</b>

来源：国金证券研究所、同花顺；股价为 2012 年 5 月 18 日收盘价

图表6: 业务拆分

	2008	2009	2010	1H11	2011	2012E	2013E	2014E
<b>直营体系</b>								
<b>直营独立店</b>								
门店净增		38	26		88	70	110	80
门店数	9	47	73	116	161	231	341	421
同比增长		422.22%	55.32%		120.55%	43.48%	47.62%	23.46%
店效 (万元/家)	240.22	152.03	230.50	100.04	181.47	180.00	185.00	190.00
同比增长		-36.71%	51.61%		-21.27%	-0.81%	2.78%	2.70%
销售额 (万元)	2,161.96	7,145.50	16,826.16	11,604.17	29,216.94	41580	63085	79990
同比增长		230.51%	135.48%		73.64%	42.31%	51.72%	26.80%
毛利率	34.35%	41.30%	44.70%	53.57%	50.54%	54.00%	54.00%	54.00%
毛利额	742.63	2951.09	7521.29	6216.35	14766.24	22453.20	34065.90	43194.60
<b>直营商场店</b>								
门店净增		32	-89		15	80	110	90
门店数	358	390	301	309	316	396	506	596
同比增长		8.94%	-22.82%		4.98%	25.32%	27.78%	17.79%
店效 (万元/家)	56.84	58.78	70.72	38.03	65.40	70.00	75.00	80.00
同比增长		3.41%	20.31%		-7.52%	7.03%	7.14%	6.67%
销售额 (万元)	20,348.70	22,922.91	21,285.49	11,749.80	20,666.68	27720	37950	47680
同比增长		12.65%	-7.14%		-2.91%	34.13%	36.90%	25.64%
毛利率	34.35%	41.30%	44.70%	53.57%	50.54%	54.00%	54.00%	54.00%
毛利额	6989.78	9467.16	9514.61	6294.37	10444.94	14968.80	20493.00	25747.20
<b>直营团购</b>								
销售额 (万元)	8,386.18	5,828.86	6,428.30	4,715.98	13,040.00	20864	33382.4	53411.84
同比增长		-30.49%	10.28%		102.85%	60.00%	60.00%	60.00%
毛利率	34.35%	41.30%	44.70%	53.57%	50.54%	54.00%	54.00%	54.00%
毛利额	2880.65	2407.32	2873.45	2526.35	6590.42	11266.56	18026.50	28842.39
<b>加盟体系</b>								
<b>经销商店铺</b>								
门店净增		636	714		540	700	700	800
门店数	2145	2781	3495	3650	4035	4735	5435	6235
同比增长		29.65%	25.67%		15.45%	17.35%	14.78%	14.72%
店效 (万元/家)	18.52	34.62	41.59	24.33	48.62	54.00	58.00	65.00
同比增长		86.99%	20.13%		16.88%	11.08%	7.41%	12.07%
销售额 (万元)	39,717.58	96,286.41	145,369.43	88,786.41	196,163.86	255690	315230	405275
同比增长		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%
毛利额	10985.88	27268.31	46314.70	30285.04	63694.41	89491.50	110330.50	141846.25
<b>其他</b>								
<b>OEM/ODM</b>								
销售额 (万元)	37,166.06	32,884.48	30,859.54	15,899.19	35,596.25	40935.69	47076.041	54137.45
同比增长		-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%
毛利额	5322.18	6297.38	5832.45	2526.38	5289.60	6140.35	7061.41	8120.62
门店总数	2512	3218	3869	4075	4512	5362	6282	7252
主营业务收入合计	107780	165068	220769	132756	294684	386790	496723	640494
同比增长		53.15%	33.74%		33.48%	31.26%	28.42%	28.94%
主营业务毛利率	24.98%	29.32%	32.64%	36.04%	34.20%	37.31%	38.25%	38.68%
主营业务毛利额	26921.13	48391.26	72056.51	47848.50	100785.61	144320.41	189977.30	247751.06

来源: 国金证券研究所

### 风险提示

- 直营店建设不达预期的风险。
- 新品牌建设周期过长的风险。

- 目前国内纺织服装消费增速放缓，可能影响鞋类消费，导致业绩可能低于预期。

图表7: 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%
<b>销售总收入(百万元)</b>	<b>1077.80</b>	<b>1650.68</b>	<b>2207.69</b>	<b>1327.56</b>	<b>2946.84</b>	<b>3867.90</b>	<b>4967.23</b>	<b>6404.94</b>
<b>销售总成本(百万元)</b>	<b>808.59</b>	<b>1166.77</b>	<b>1487.12</b>	<b>849.07</b>	<b>1938.98</b>	<b>2424.69</b>	<b>3067.46</b>	<b>3927.43</b>
<b>毛利(百万元)</b>	<b>269.21</b>	<b>483.91</b>	<b>720.57</b>	<b>478.48</b>	<b>1007.86</b>	<b>1443.20</b>	<b>1899.77</b>	<b>2477.51</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>24.98%</b>	<b>29.32%</b>	<b>32.64%</b>	<b>36.04%</b>	<b>34.20%</b>	<b>37.31%</b>	<b>38.25%</b>	<b>38.68%</b>

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	1,667	2,211	2,966	3,868	4,967	6,405	货币资金	289	406	526	2,899	3,116	3,638
增长率		32.6%	34.1%	30.4%	28.4%	28.9%	应收款项	554	555	816	988	1,337	1,811
主营业务成本	-1,182	-1,490	-1,941	-2,425	-3,067	-3,927	存货	189	385	444	531	756	1,076
%销售收入	70.9%	67.4%	65.4%	62.7%	61.8%	61.3%	其他流动资产	37	57	93	50	63	81
毛利	484	721	1,025	1,443	1,900	2,478	流动资产	1,068	1,403	1,879	4,469	5,273	6,607
%销售收入	29.1%	32.6%	34.6%	37.3%	38.2%	38.7%	%总资产	75.1%	77.1%	79.5%	88.4%	87.7%	88.8%
营业税金及附加	-11	-15	-19	-24	-31	-40	长期投资	0	0	7	8	7	7
%销售收入	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	188	191	200	376	536	630
营业费用	-107	-189	-294	-367	-472	-608	%总资产	13.2%	10.5%	8.4%	7.4%	8.9%	8.5%
%销售收入	6.4%	8.6%	9.9%	9.5%	9.5%	9.5%	无形资产	151	190	241	198	195	193
管理费用	-76	-115	-167	-213	-273	-352	非流动资产	355	416	485	584	740	832
%销售收入	4.5%	5.2%	5.6%	5.5%	5.5%	5.5%	%总资产	24.9%	22.9%	20.5%	11.6%	12.3%	11.2%
息税前利润 (EBIT)	290	402	545	839	1,123	1,476	<b>资产总计</b>	<b>1,423</b>	<b>1,819</b>	<b>2,364</b>	<b>5,053</b>	<b>6,013</b>	<b>7,439</b>
%销售收入	17.4%	18.2%	18.4%	21.7%	22.6%	23.1%	短期借款	474	307	180	0	0	0
财务费用	-24	-32	-8	15	19	14	应付款项	562	719	901	1,084	1,219	1,561
%销售收入	1.5%	1.4%	0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.2%	其他流动负债	96	72	105	212	269	337
资产减值损失	-8	-6	-2	0	0	0	流动负债	1,132	1,098	1,186	1,296	1,487	1,898
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<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>
营业利润	259	364	534	854	1,142	1,490	<b>普通股股东权益</b>	<b>291</b>	<b>721</b>	<b>1,178</b>	<b>3,757</b>	<b>4,526</b>	<b>5,540</b>
营业利润率	15.5%	16.5%	18.0%	22.1%	23.0%	23.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-1	7	62	0	0	0	<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>6,013</b>	<b>7,439</b>
税前利润	258	372	596	854	1,142	1,490	<b>比率分析</b>						
利润率	15.5%	16.8%	20.1%	22.1%	23.0%	23.3%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-58	-91	-139	-204	-273	-356	<b>每股指标</b>						
所得税率	22.3%	24.6%	23.3%	23.9%	23.9%	23.9%	每股收益	1.879	0.875	1.429	1.621	2.168	2.829
净利润	200	280	457	650	869	1,134	每股净资产	2.725	2.252	3.682	9.369	11.287	13.816
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	-0.890	0.998	0.869	1.803	1.263	1.948
归属于母公司的净利润	200	280	457	650	869	1,134	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.200	0.250	0.300
净利率	12.0%	12.7%	15.4%	16.8%	17.5%	17.7%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	68.95%	38.86%	38.83%	17.30%	19.34%	20.59%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	14.08%	15.40%	19.35%	12.87%	14.53%	15.31%
净利润	200	280	457	650	869	1,134	投入资本收益率	29.51%	29.50%	30.78%	16.99%	19.02%	20.39%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	24	33	41	37	52	68	主营业务收入增长率	54.51%	32.64%	34.15%	30.41%	28.42%	28.94%
非经营收益	14	14	10	42	0	0	EBIT增长率	188.39%	38.52%	35.42%	53.96%	33.95%	31.42%
营运资金变动	-333	-8	-231	-6	-415	-421	净利润增长率	363.04%	39.75%	63.33%	42.12%	33.72%	30.50%
<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>	总资产增长率	14.66%	27.83%	29.96%	113.77%	18.41%	23.82%
资本开支	-8	-271	-97	-171	-209	-160	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	0	-20	-1	0	0	应收账款周转天数	83.8	88.5	81.2	90.0	95.0	100.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	53.3	70.2	77.9	80.0	90.0	100.0
<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>	应付账款周转天数	80.7	84.9	69.8	60.0	60.0	60.0
股权募资	0	150	0	2,009	0	0	固定资产周转天数	41.1	31.5	24.3	30.5	35.5	32.9
债权募资	152	-56	-32	-180	0	1	<b>偿债能力</b>						
其他	94	-75	11	-6	-80	-100	净负债/股东权益	63.63%	-13.65%	-29.36%	-77.18%	-68.65%	-65.47%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>247</b>	<b>18</b>	<b>-21</b>	<b>1,823</b>	<b>-80</b>	<b>-99</b>	EBIT利息保障倍数	12.0	12.7	64.8	-54.6	-60.4	-106.8
<b>现金净流量</b>	<b>144</b>	<b>67</b>	<b>140</b>	<b>2,374</b>	<b>217</b>	<b>522</b>	资产负债率	79.57%	60.38%	50.16%	25.65%	24.86%	25.63%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	2	2	2	2
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-05-02	买入	24.04	N/A

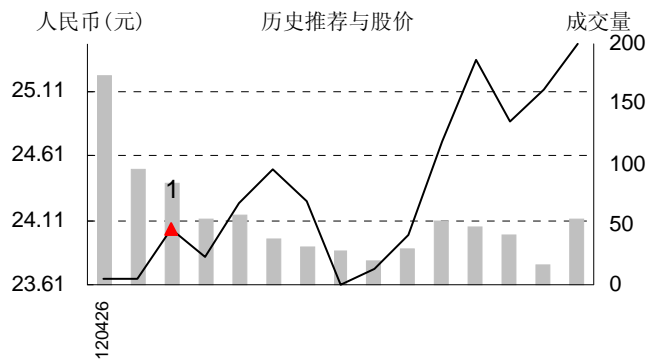
来源：国金证券研究所

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