

评级：强烈推荐（首次评级）
纺织服装
公司深度报告

证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003

电话：0755-82485024

邮件：lvlihua@fscs.cn

奥康国际(603001)：“品牌+渠道”筑就“价值空间”

投资要点：

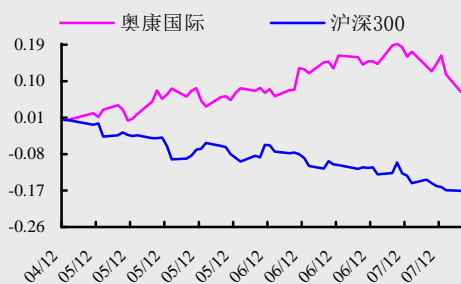
交易数据

| | |
|-------------|--------|
| 上一日交易日股价（元） | 25.29 |
| 总市值（百万元） | 10,141 |
| 流通股本（百万股） | 65 |
| 流通股比率（%） | 16.16 |

资产负债表摘要（03/12）

| | |
|-----------|-------|
| 股东权益（百万元） | 1,292 |
| 每股净资产（元） | 3.22 |
| 市净率（倍） | 7.85 |
| 资产负债率（%） | 42.05 |

公司与沪深300指数比较



相关报告

- 首次给予“强烈推荐”评级：**我们首次将奥康国际纳入我们股票池，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 22倍，隐含22.7%的上行空间。我们预计未来公司维持稳健增长，主要归功于国内中低收入族群购买力提高，公司品牌知名度提升、供应链掌控弹性增强、毛利率持续提升、终端渠道拓展及渗透速度较快；预测2012~2014年营业收入分别实现38.23亿元、47.25亿元、57.42亿元，增长率分别为28.9%、23.6%、21.5%；归属于母公司股东的净利润分别为5.67亿元、7.07亿元、8.77亿元，增长率分别为23.9%、24.8%、24.1%；EPS分别为1.41元、1.76元、2.19元，当前股价对应下的PE分别为17.9倍、14.3倍、11.6倍。
- 市场竞争优势突出：**公司为国内领先的皮鞋运营商和零售商，依托温州产业集群优势，采用纵向一体化经营模式，有效提高供应链弹性，具有多品牌错位经营、覆盖中高端消费群体的品牌优势；直营与经销相结合为主，团购、OEM/ODM和网上直销为辅的渠道优势；百人研发团队、每季开发3千新款的研发设计优势；稳健进取、重视培训的管理优势。其中，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。
- 多品牌策略提升价值链：**公司自1988年起开始经营皮鞋生产，早期以OEM/ODM的经营模式为国外知名品牌做皮鞋贴牌加工业务，目前仍为意大利GEOX在亚洲的生产基地之一；2006年公司开始涉足品牌和渠道建设，现拥有“奥康”、“康龙”、“红火鸟”、“美丽佳人”、“万利威德”等五大自有品牌，其中“奥康”是公司第一战略性品牌，创立于1988年，定位为商务时尚，售价约300~500元；“康龙”售价和“奥康”相当，但定位于休闲时尚；“红火鸟”定位年轻时尚，价格更便宜，约200~300元；“美丽佳人”则以女性前卫人群为目标，售价为400~800元；“万利威德”为2010年收购意大利万利威德在中国的永久性商标权，是公司高端化、国际化品牌，定位尊贵时尚，售价在1000~3000元之间。



- **终端渠道扩张提速：**截止 2011 年底，公司拥有销售终端 4512 家，2012 年通过上市借力资本市场，预计外延提速至 50%以上，全年新增鞋店约 1000 家（2011 年新增店 643 家），其中“奥康”鞋店约占 30%~40%，外延市场仍以南方区域的地级市为主。从各品牌扩张看，“奥康”、“康龙”和“红火鸟”以街边店为主，“美丽佳人”和“万利威德”则以商场渠道为主。2011 年“奥康”鞋店约 3262 家，占全部鞋店总数量的比例 72.3%，预计未来约增至 4500 家；“康龙”和“红火鸟”已进入品牌高速发展期，2011 年底两鞋店分别为 638 家、463 家，预计 2012 年外延速度要快于“奥康”。另外，公司倡导加盟商“小店换大店”，即将目前单店 50~60 m² 升级为单店 100 m² 左右，该举措亦有助于进一步拓宽外延空间，提升品牌整体形象。
- **未来毛利率提升空间大：**我们预计未来毛利率仍将保持上升趋势，一是，从销售规模看，随着品牌知名度和美誉度的提升，品牌附加值提升，销量快速上升，2011 年销量较 2008 年翻一番之多；预计 IPO 募投项目之营销网络建设项目达产后，总销量将达 2400 万双，在即定成本结构和费用结构下，规模效益愈发显著。二是，从产品结构看，约有 60%属盈利性产品，以价跑量，价格竞争性力量的持续作用保持毛利率水平；约 20%属形象产品，定价偏 800 元以上；约 20%属防御竞争对手的护城河。三是，从渠道终端看，2011 年直营店有 477 家，经营面积 3.18 万 m²，而 IPO 募投项目则将新增 348 家直营终端，新增经营面积 2.84 万 m²；直营渠道覆盖面不断扩大，毛利率较低的 OEM/ODM 销售比例不断下降，提高整体毛利率水平。四是，从供应链资源看，精减细化外协厂，指定原材料价供应商，不断增强上游资源的掌控力，提高议价能力，有效降低采购成本。
- **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 | 3823 | 4725 | 5742 |
| 收入同比(%) | 34.1% | 28.9% | 23.6% | 21.5% |
| 归属母公司净利润 | 457 | 567 | 707 | 878 |
| 净利润同比(%) | 63.3% | 23.9% | 24.8% | 24.1% |
| 毛利率(%) | 34.6% | 35.2% | 36.3% | 37.1% |
| ROE(%) | 38.8% | 15.6% | 16.3% | 16.8% |
| 每股收益(元) | 1.14 | 1.41 | 1.76 | 2.19 |
| P/E | 29.34 | 17.89 | 14.33 | 11.55 |
| P/B | 8.61 | 2.79 | 2.34 | 1.94 |
| EV/EBITDA | 18.04 | 13.46 | 10.89 | 8.68 |

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所



目 录

| | | |
|----------|------------------------------|-----------|
| 1 | 国内领先的皮鞋运营商和零售商 | 5 |
| 1.1 | 民营企业，王振滔直、间接持股 60.77% | 5 |
| 1.2 | 专营鞋业，“奥康”男皮鞋市占率全国之首 | 5 |
| 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 | 13 |
| 3.1 | 品牌优势：多品牌错位经营，覆盖中高端消费 | 13 |
| 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 | 21 |
| 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 | 22 |
| 5 | 给予“强烈推荐”投资评级 | 22 |
| 5.1 | 盈利预测 | 22 |
| 5.2 | 投资评级 | 24 |
| 6 | 风险因素 | 24 |



图 表

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1 公司目前股权结构..... | 5 |
| 图表 2 公司渠道终端总数量..... | 6 |
| 图表 3 公司主营业务分产品构成比例..... | 6 |
| 图表 4 公司主营业务分渠道构成比例..... | 6 |
| 图表 5 营业收入及增长率..... | 7 |
| 图表 6 净利润及增长率..... | 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..... | 11 |
| 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 营业收入及毛利率预测..... | 22 |
| 图表 43 可比公司估值水平..... | 24 |
| 图表 44 财务报表预测..... | 25 |



1 国内领先的皮鞋运营商和零售商

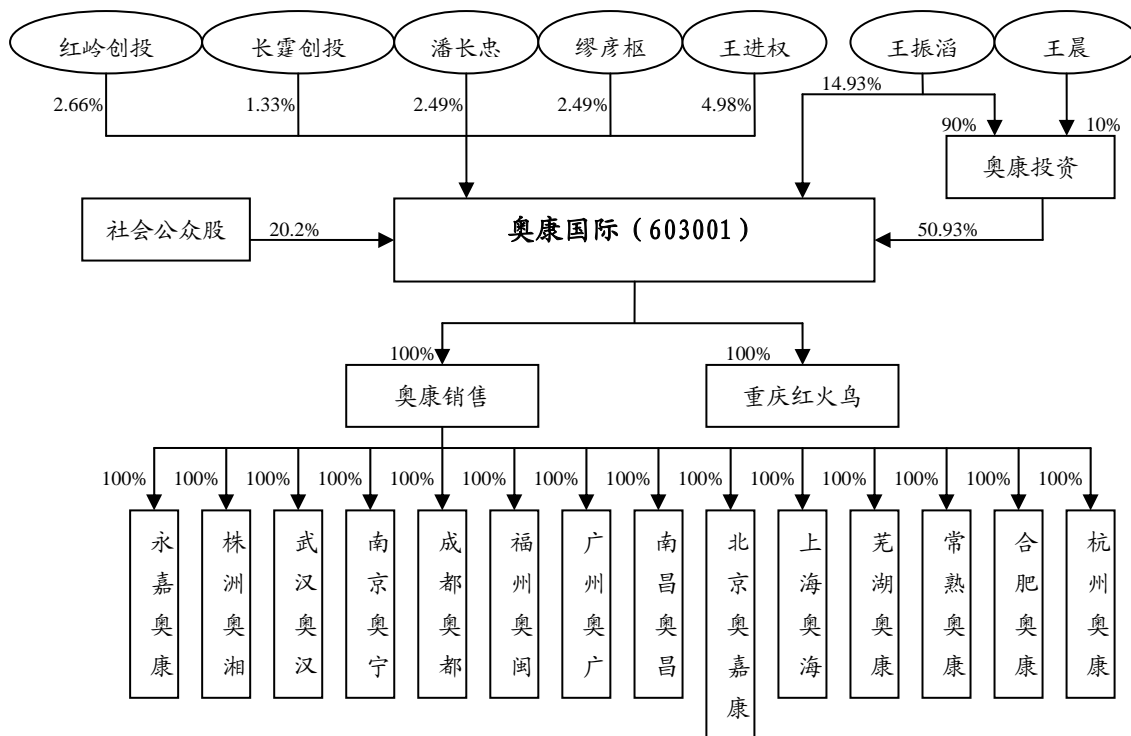
1.1 民营企业，王振滔直、间接持股 60.77%

公司前身为永嘉鞋厂，成立于 1988 年；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。

公司控股股东为奥康投资，主要从事地产、生物制药等行业的投资管理，其持有公司 50.93% 股权，

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 14.93% 股权，直接和间接共持有公司共 60.77% 股权；同时，王振滔之弟王进权还持有公司 4.98% 的股份。

图表 1 公司目前股权结构



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

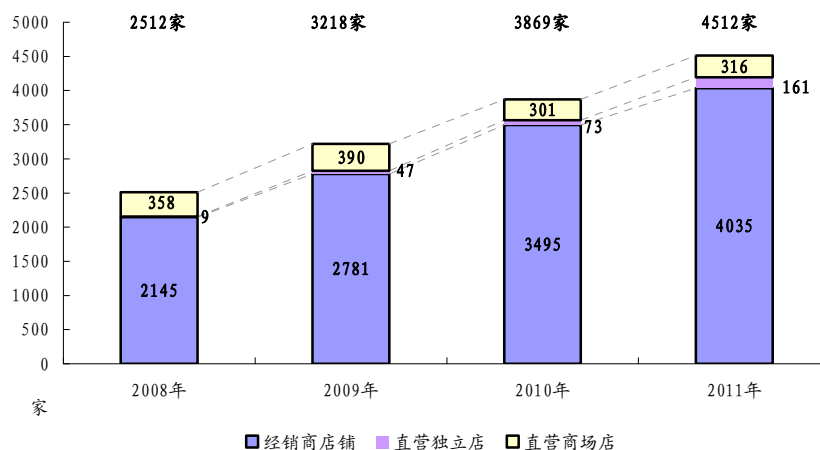
1.2 专营鞋业，“奥康”男皮鞋市占率全国之首

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，旗下拥有“奥康”、“康龙”、“红火鸟”、“美丽佳人”、“万利威德”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



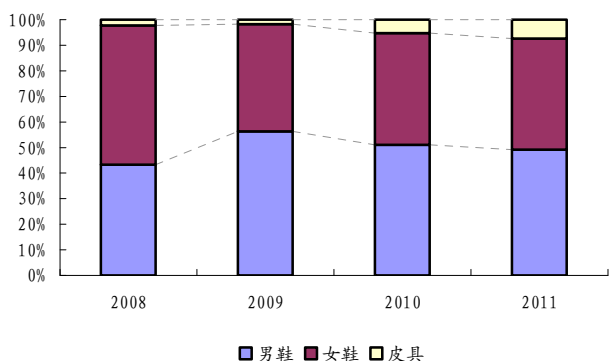
中华东地区市占率 4.3%，排名第 4 位。

图表 2 公司渠道终端总数量



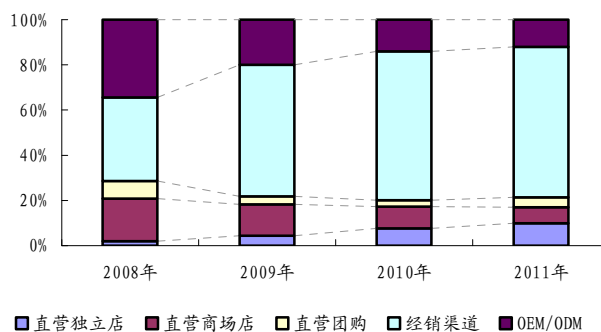
资料来源：公司招股说明书、第一创业证券研究所

图表 3 公司主营业务分产品构成比例



资料来源：公司招股说明书、第一创业证券研究所

图表 4 公司主营业务分渠道构成比例



资料来源：公司招股说明书、第一创业证券研究所

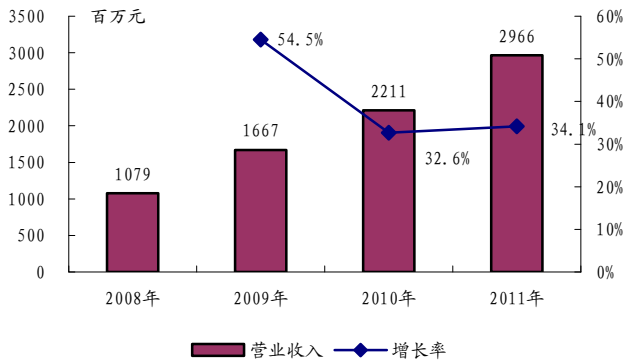
从渠道建设看，目前已在全国拥有成熟的渠道布局，截止 2011 年 12 月 31 日，直营店有 477 家（直营独立店 161 家、直营商场店 316 家）、经销店铺有 4035 家，共 4512 家，终端平均经面 69.3 m²。

公司年开店高峰期一般集中在 6~10 月，该四个月占全年开店总数量的 40%~50%。据此，我们预计 2012 年上半年新增店数约 250 家左右，全年预计新增店数在 1000 家左右。

从业绩层面看，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 年上半年直营店收入增长（3 年以上成熟门店）预计在 10%-15%。

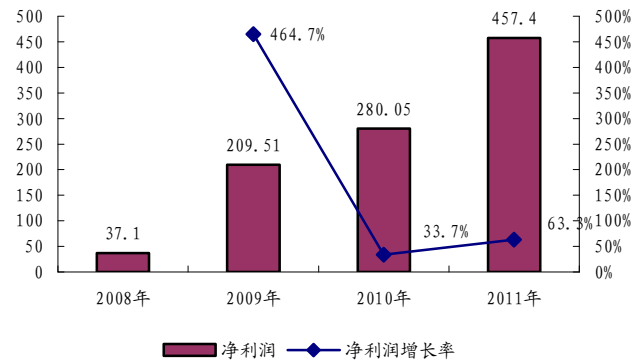


图表 5 营业收入及增长率



资料来源：公司招股说明书、第一创业证券研究所

图表 6 净利润及增长率



资料来源：公司招股说明书、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

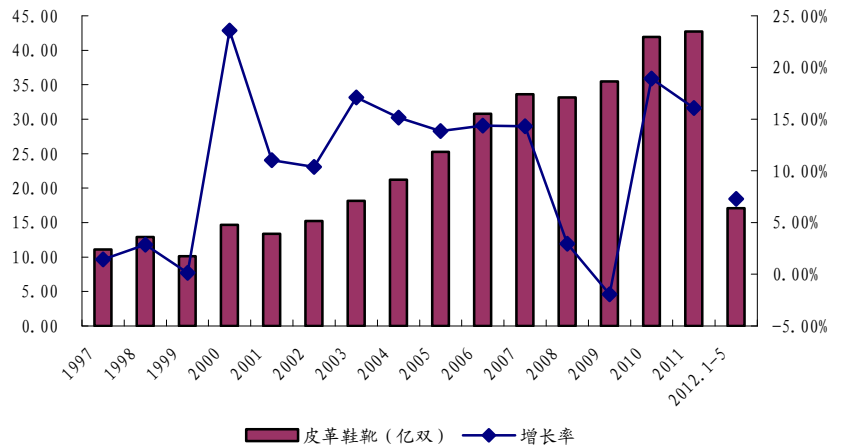
| 产业群 | 制造基地 | 品牌代表 | 特点 |
|------|---------------|------------------------------|--|
| 广东鞋业 | 东莞 | 百丽、星期六、兽王、新虎威 | 全球最大的鞋业生产基地，世界鞋都，世界上 65%左右的高档鞋或名鞋都出自此，其中运动鞋产量占据全球 1/4 |
| 温州鞋业 | 温州、台州 | 奥康、康奈、红蜻蜓、意尔康、吉尔达 | 鞋类生产占全国总量 25%，占全球总量 1/8 |
| 晋江鞋业 | 晋江 | 安踏、特步、361、乔丹、美克、富贵鸟、木林森 | 全国重要的制鞋基地和世界旅游运动鞋生产基地，晋江运动、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，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，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%。



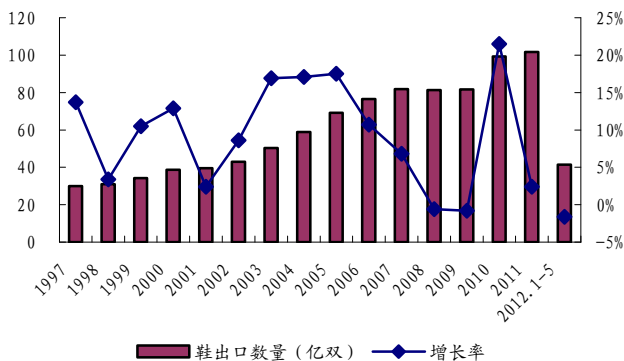
图表 8 我国皮革鞋靴生产量情况



资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所

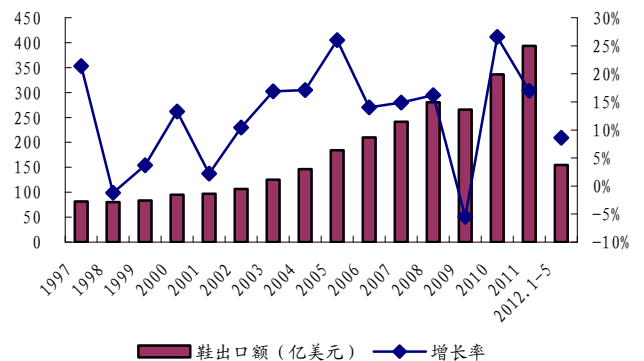
我国皮鞋出口的主要国家和地区是欧盟和美国, 其中欧盟是世界最大的鞋类进口商, 2010 年总进口量为 28.39 亿双, 有 16.1 亿双进口自中国, 2.2 亿双来自越南。2011 年我国皮鞋出口 101.7 亿双, 同比增长 2.4%; 2012 年 1~5 月, 受欧美等国家消费需求萎缩等因素影响, 我国鞋类出口量仅 41.43 亿双, 同比下降-1.6%; 出口金额 154.83 亿美元, 同比增长 8.6%,

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

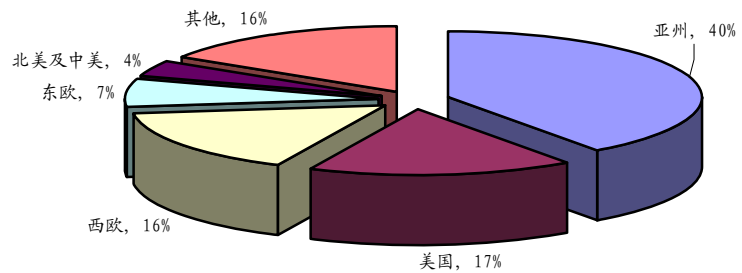


资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所

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。

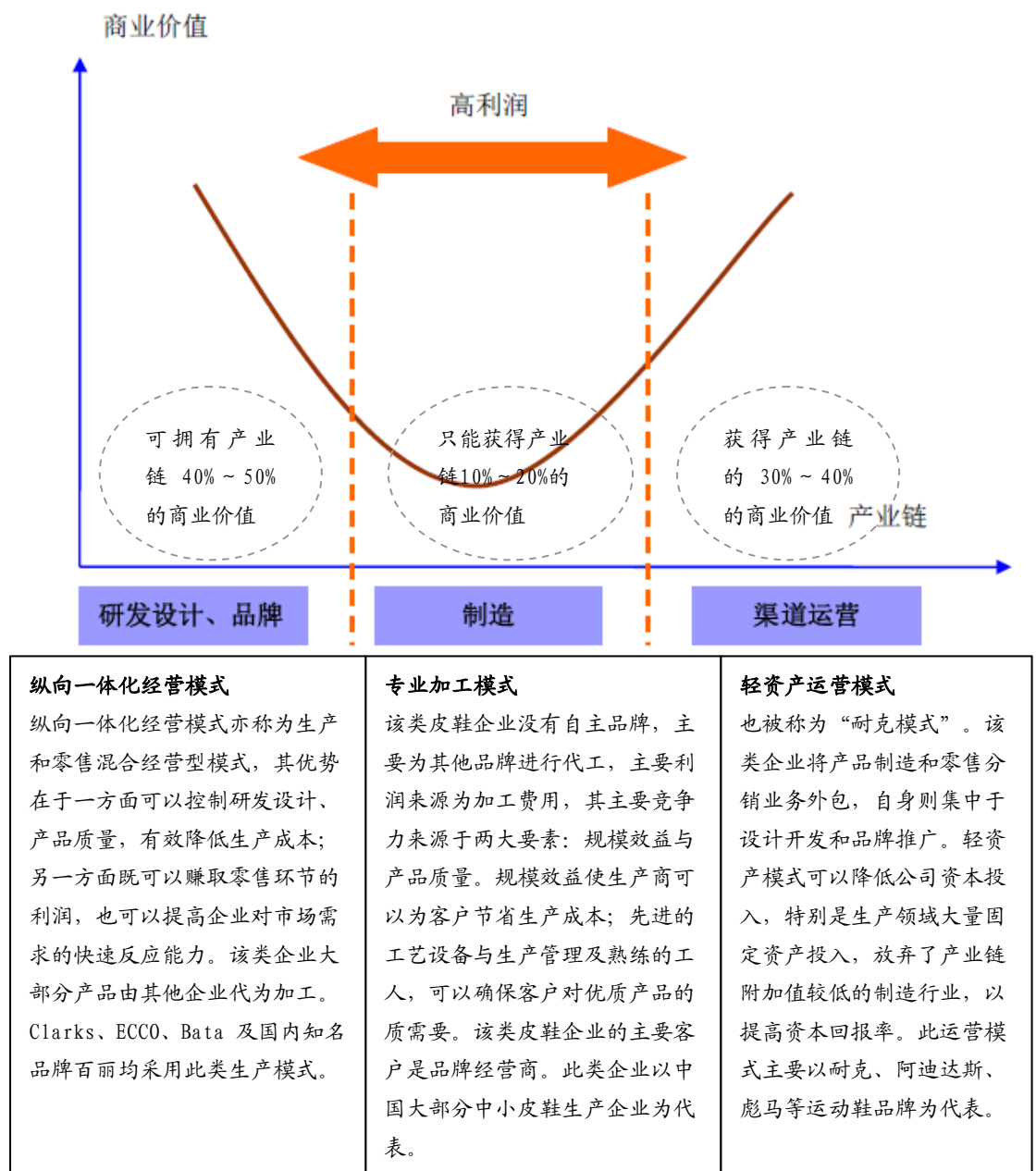
2.2 中国鞋业从制造到品牌横渡

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：公司招股说明书、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 |
|---|-------|-------|---|--|
|  (其乐) | 英国 | 纵向一体化 | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 让舒适的 Clarks 皮鞋与你一起步行; ➢ 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"> ➢ 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。 ➢ 上海永旭鞋业有限公司为 CLARKS 皮鞋全球定点加工企业 |
|  (爱步) | 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。 |
|  (马飞仕图) | 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。 | |
|  (拔佳) | 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 |
|  (暇步士) | 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。 | |

SKAP

法国

纵向
一体化

- 时尚却不随潮流变迁;
- 拥有专利的减震、换气、按摩功能。

(圣伽步)

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

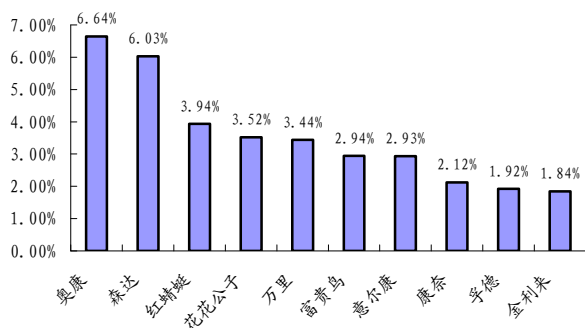
随着有效消费需求的释放和消费升级, 国内皮鞋行业品牌竞争和市场细分时代已经来临。这种品牌和市场细分不仅仅局限于品种、档次、区域的进一步细分, 更表现在以产品风格和消费群细分为特点的深度细分。在此背景下, 未来鞋类企业将逐步调整产品结构, 提高产品质量和档次, 提高产品附加值。

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。

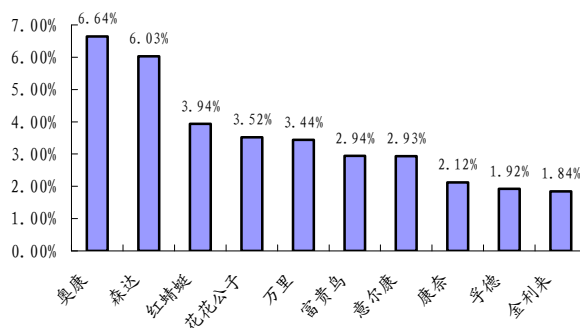
国内低端市场容量大, 但竞争激烈, 大量作坊式小厂参与竞争。毛利率低, 靠规模出效益。消费者对价格敏感, 对品牌的关注度不高。

图表 14 我国男皮鞋市场 2010 年占有率 TOP10



资料来源: 公司招股说明书、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: 公司招股说明书、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 |
| 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 | 何灵、谢娜、李维嘉、杜海涛、吴昕、韩国艺人李承炫、李妍智 |
| 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。

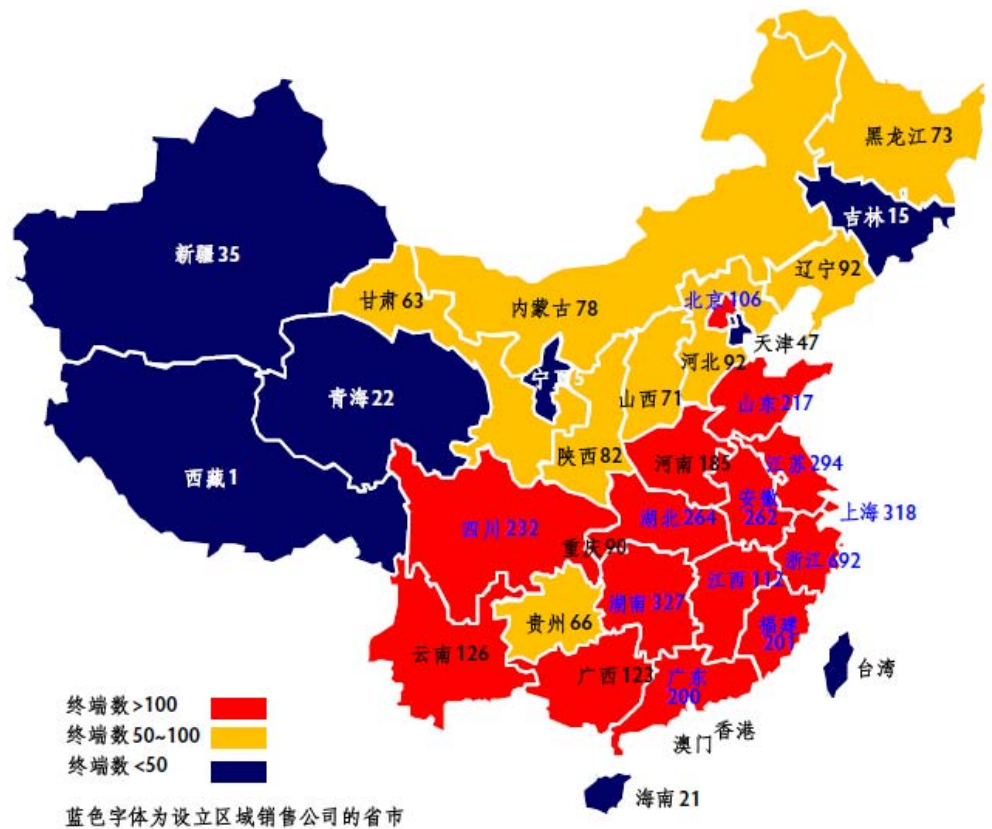
在网络布局方面，公司在市场调研与规划的基础上，集中资源，重点突破，实施了“1+N”（“1”代表旗舰店或形象店，“N”代表标准店）的市场策略，形成品牌规模效应，打造品牌从领先到领导，从强势到垄断，实现品牌在当地区域的第一目标。

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：公司招股说明书、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； ➢ 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 | 体育营销 | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 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》 | ➢ 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》 | ➢ 与东南卫视合作《奥康 Office 时尚达人》，收视率较高。 |
| 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：公司招股说明书、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

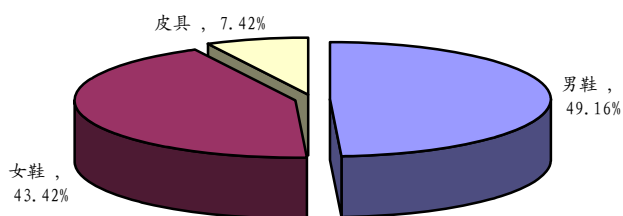
公司营业收入包括主营业务收入和其他业务收入，主营业务收入主要来自于男鞋、女鞋和皮具，合计占比 99% 之多，其他业务收入则主要为原材料销售收入，占比不及 1%。

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。

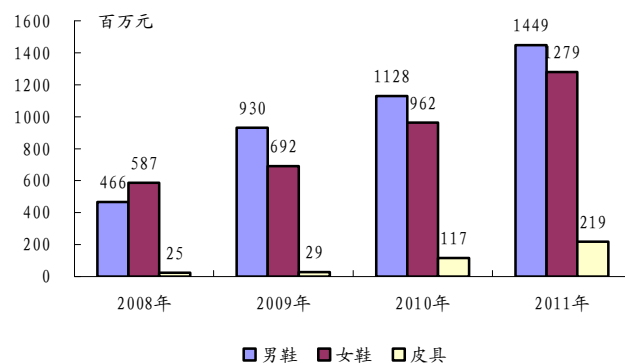
分产品看，2011 年男鞋、女鞋和皮具实现收入分别为 14.49 亿元、12.79 亿元、2.18 亿元，占主营收入比重分别为 49.16%、43.42%、7.42%，2009~2011 年该三类产品复合增长率分别为 24.8%、36.01%、275.07%。皮具增长迅速，2010 年、2011 年增长率分别达 304.5%、87.05%，但目前该产品占主营比重仍较小，预计未来占比将达到 20%。

图表 19 按产品结构分 - 2011 年主营业务收入构成



资料来源：公司招股说明书、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

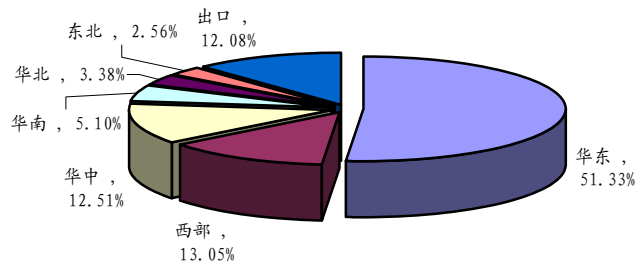


资料来源：公司招股说明书、第一创业证券研究所



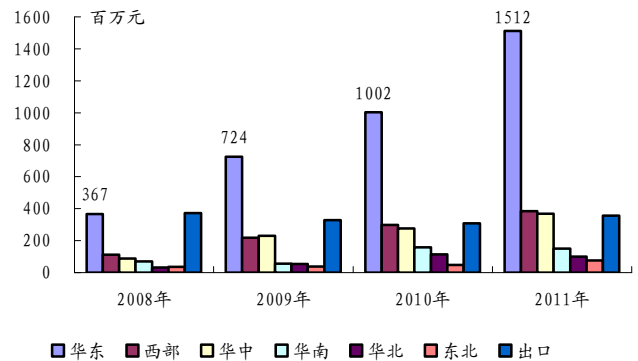
分地区看，公司主营收入主要来源于华东、华中、西部三大区域，2011年该三大区域占主营收入比重达76.88%，其中华东占主营收入比达51.33%。

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

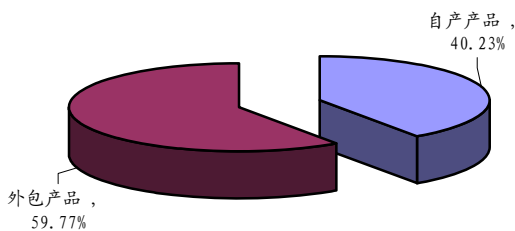
图表 22 按地区分 - 主营业务收入情况



资料来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所

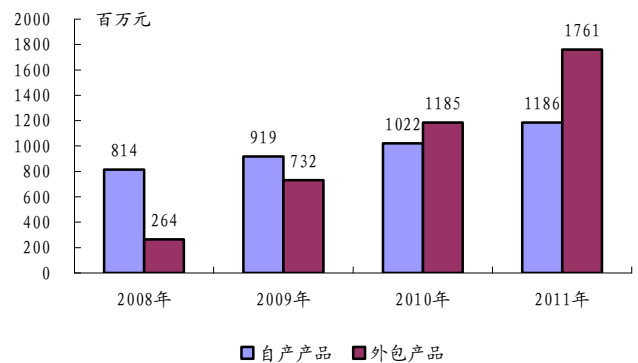
按采购渠道分，公司作为品牌运营商，外包产品的比例逐年增加，2011年占比增长到59.77%，实现收入17.61亿元；自产产品的占比则下降至为40.23%，实现收入11.86亿元。

图表 23 按采购渠道分 - 2011 年主营业务收入构成



资料来源：公司招股说明书、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：公司招股说明书、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%。

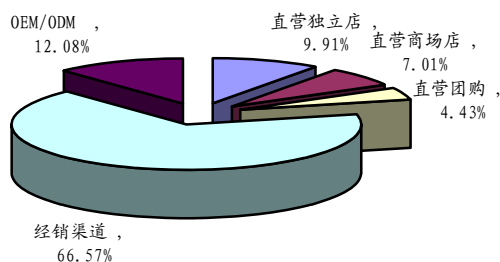
直营渠道中，公司着力发展直营独立店，2010年、2011年直营独立店收入分别为1.68亿元、2.92亿元，同比分别增长135.48%、73.64%。

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



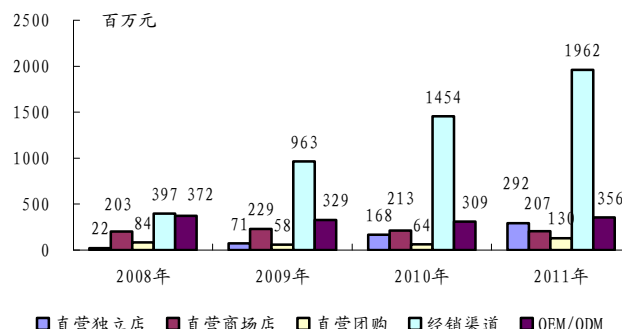
业务起到很大作用，通过代工，可以学习国际领先的管理模式、国际鞋业流行趋势，目前公司 OEM/ODM 业务有 7 个品牌。

图表 25 按销售渠道分 - 2011 年主营业务收入构成



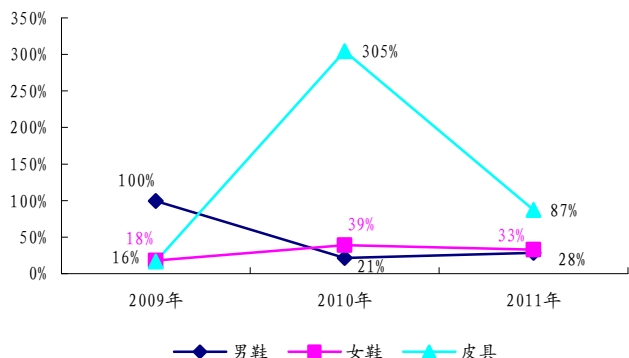
资料来源：公司招股说明书、第一创业证券研究所

图表 26 按销售渠道分 - 主营业务收入情况



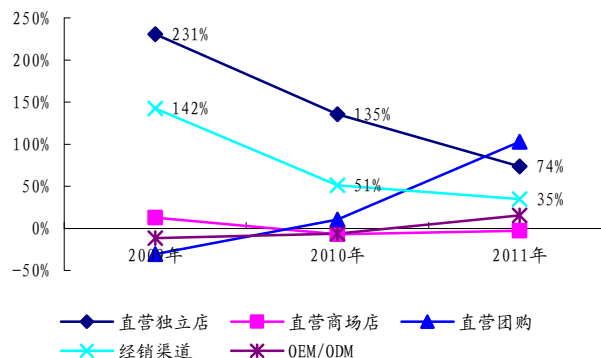
资料来源：公司招股说明书、第一创业证券研究所

图表 27 按产品结构分 - 主营业务收入增长情况



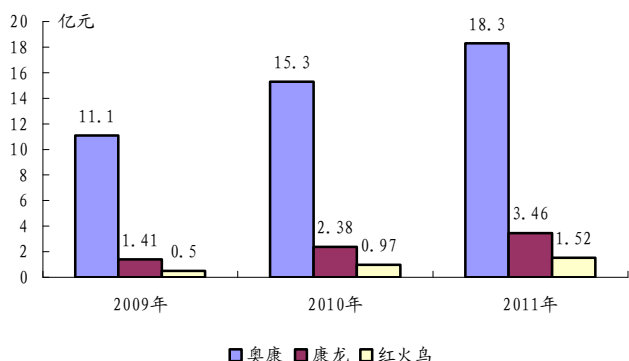
资料来源：公司招股说明书、第一创业证券研究所

图表 28 按销售渠道分 - 主营业务收入增长情况



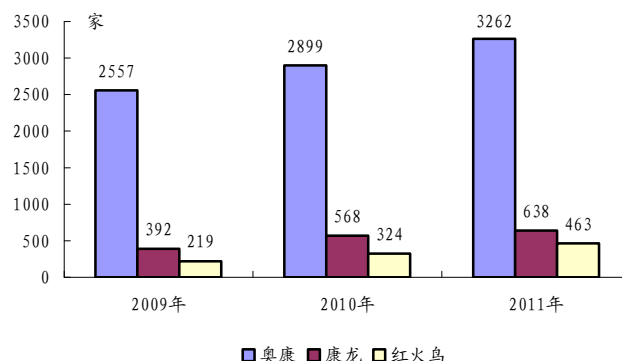
资料来源：公司招股说明书、第一创业证券研究所

图表 29 奥康、康龙、红火鸟三品牌销售额



资料来源：公司 IPO 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

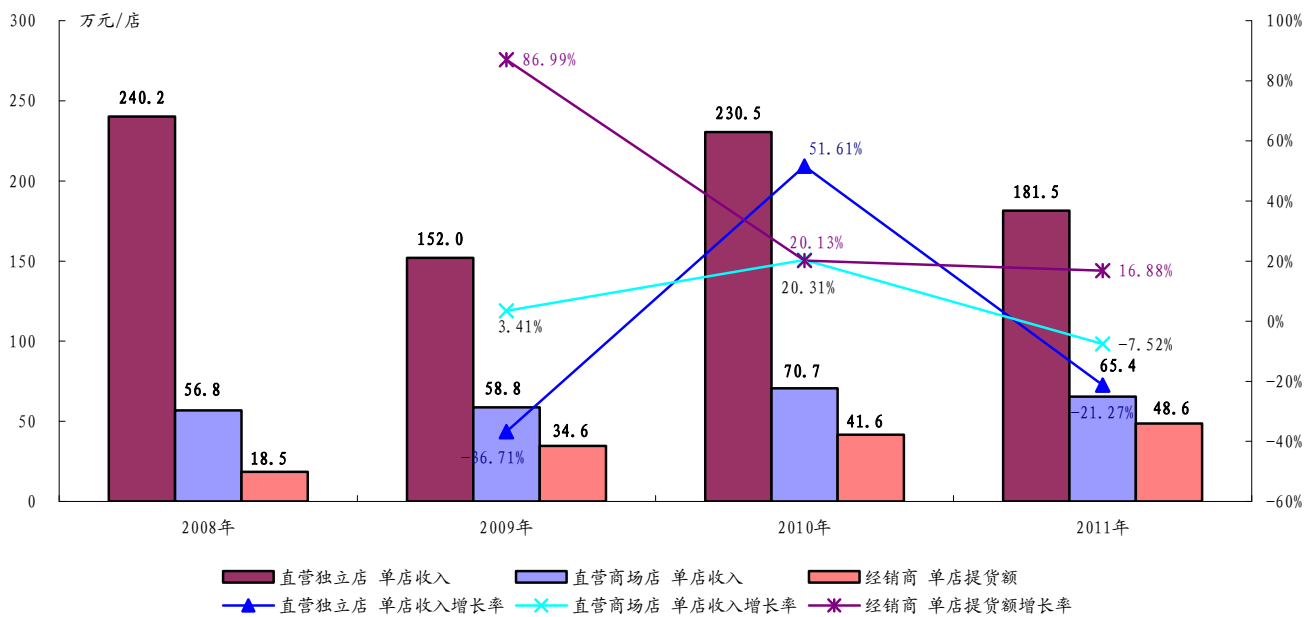


资料来源：公司 IPO 路演、第一创业证券研究所

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%。



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：公司招股说明书、第一创业证券研究所

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，我们认为未来毛利率持续增长空间大，主要基于：

一是，从销售规模看，随着品牌知名度和美誉度的提升，品牌



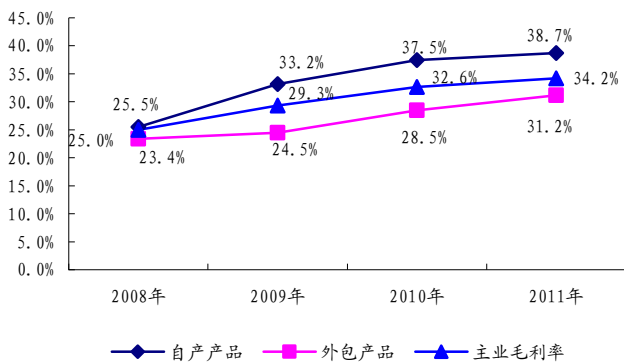
附加值提升，销量快速上升，2011年销量较2008年翻一番之多；预计IPO募投项目之营销网络建设项目达产后，总销量将达2400万双，规模效益愈发显著。

二是，从产品结构看，约有60%属盈利性产品，以价跑量；约20%属形象产品，定价偏800元以上；约20%属防御竞争对手的护城河。

三是，从渠道终端看，2011年直营店有477家，经营面积3.18万m²，而IPO募投项目则将新增348家直营终端，新增经营面积2.84万m²；直营渠道覆盖面不断扩大，毛利率较低的OEM/ODM销售比例不断下降，提高整体毛利率水平。

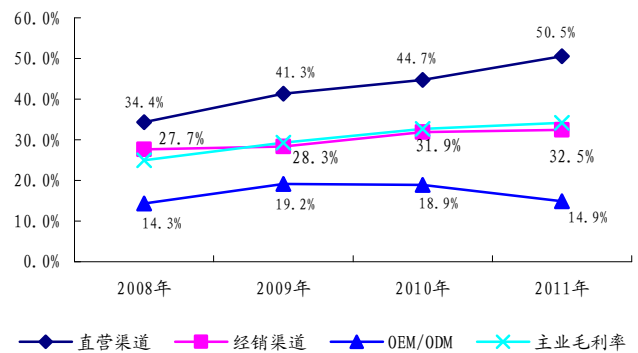
四是，从供应链资源看，精减细化外协厂，指定原材料供应商，不断增强上游资源的掌控力，提高议价能力，有效降低采购成本。

图表 32 按采购渠道分 - 毛利率变动情况



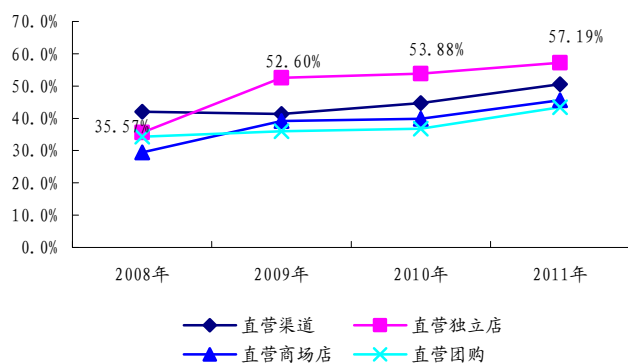
资料来源：公司招股说明书、第一创业证券研究所

图表 33 按销售渠道分 - 毛利率变动情况



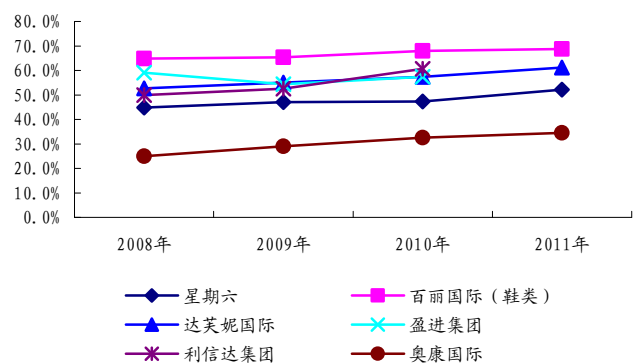
资料来源：公司招股说明书、第一创业证券研究所

图表 34 直营各渠道毛利率变动情况



资料来源：公司招股说明书、第一创业证券研究所

图表 35 同行业上市公司毛利率比较



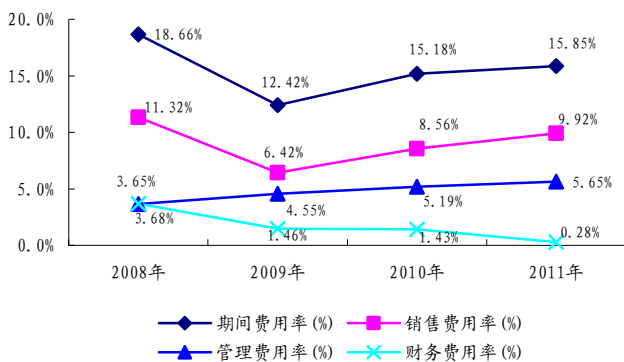
资料来源：公司招股说明书、第一创业证券研究所



4.1.3 期间费用率不断增长：规模扩大、营销加大

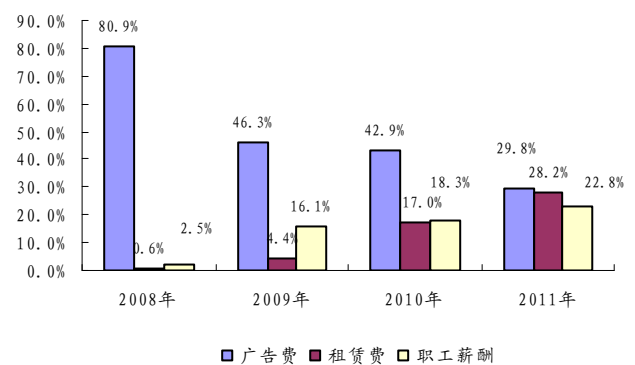
在毛利率逐年上升的同时，公司期间费用率也在增长，2011年期间费用率 15.85%，同比上升了 0.67 个百分点；其中销售费用率 9.92%、管理费用率 5.65%，分别同比增长了 1.36、0.46 个百分点，主要原因是随着规模的扩大、营销力度加大等影响，广告费、租赁费、职工薪酬这三项费用增长较快，2011 年占销售费用比合计达 80.81%，其中广告费占比逐年迅速下降，而租赁费和职工薪酬随着网络规模的不断扩大，占比相应上升。

图表 36 期间费用率及构成情况



资料来源：公司招股说明书、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

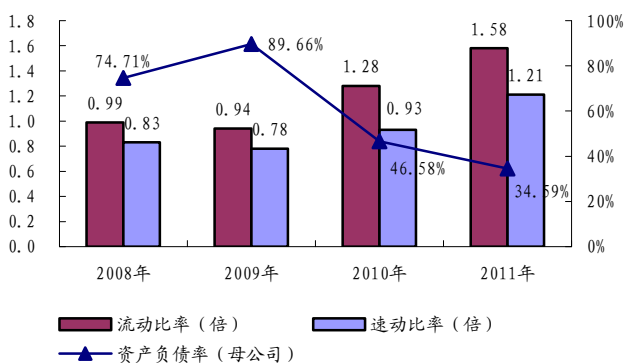


资料来源：公司招股说明书、第一创业证券研究所

4.2 偿债能力：利息保障倍数大，偿债能力较强

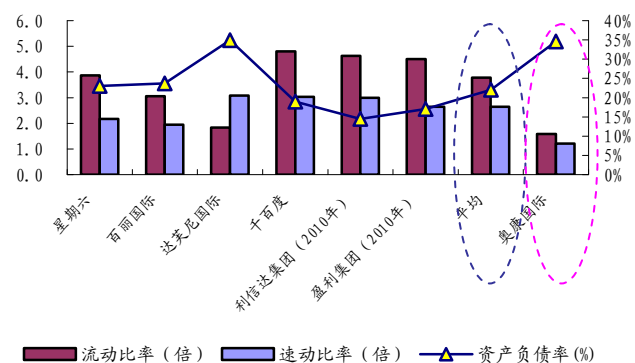
2011 年公司流动比率、速动比率、资产负债率分别为 1.58 倍、1.21 倍、34.59%，利润保障倍数逐年增长至 48.16 倍，反映了公司偿债能力较强，能够保证公司正常经营运转。

图表 38 流动比率、速动比率和资产负债率



资料来源：公司招股说明书、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：公司招股说明书、第一创业证券研究所

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。

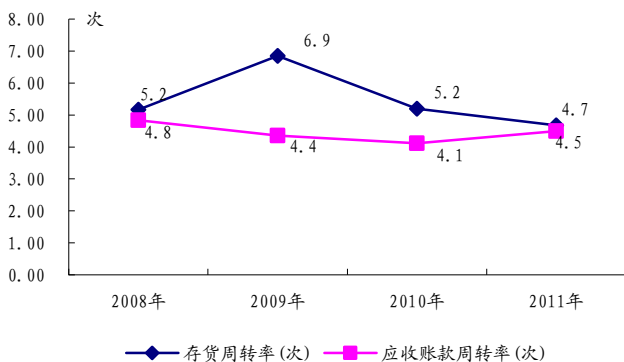
4.3 营运能力：存货周转率保持较高水平

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。

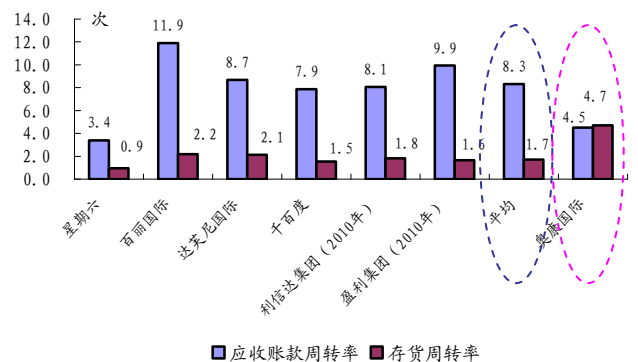
存货周转率高于同行业上市公司平均水平，主要原因是销售渠道不同所致，可比公司主要以商场销售渠道为主，商场存货属于自有存货，周转较慢，而公司主要是经销渠道销售占比较大，发出货物的同时即确认实现收入；同时公司采取订单生产、采购，存货周转流动较快。

图表 40 应收账款周转率和存货周转率变动情况



资料来源：公司招股说明书、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：公司招股说明书、第一创业证券研究所

5 给予“强烈推荐”投资评级

5.1 盈利预测

图表 42 营业收入及毛利率预测

| | 2008A | 2009A | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|-------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 直营独立店(家) | 9 | 47 | 73 | 161 | 251 | 341 | 421 |
| 新增 | | 38 | 26 | 88 | 90 | 90 | 80 |
| 店效(百万元/家) | 2.40 | 1.52 | 2.30 | 1.81 | 1.67 | 1.84 | 2.02 |
| YOY | | -36.71% | 51.61% | -21.27% | -8.00% | 10.00% | 10.00% |
| 营业收入(百万元) | 21.62 | 71.46 | 168.26 | 292.17 | 419.05 | 626.24 | 850.48 |



| | | | | | | | |
|--------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | YOY | 230.51% | 135.48% | 73.64% | 43.43% | 49.44% | 35.81% |
| 毛利率 | | 52.60% | 53.88% | 57.19% | 57.50% | 57.80% | 58.00% |
| 毛利额(百万元) | 9.09 | 37.58 | 90.66 | 167.10 | 240.96 | 361.97 | 493.28 |
| 直营商场店(家) | 358 | 390 | 301 | 316 | 406 | 496 | 576 |
| | 新增 | 32 | -89 | 15 | 90 | 90 | 80 |
| 店效(百万元/家) | 0.57 | 0.59 | 0.71 | 0.65 | 0.62 | 0.68 | 0.75 |
| | YOY | 3.41% | 20.31% | -7.52% | -5.00% | 10.00% | 10.00% |
| 营业收入(百万元) | 203.49 | 229.23 | 212.85 | 206.67 | 252.25 | 338.99 | 433.03 |
| | YOY | 12.65% | -7.14% | -2.91% | 22.06% | 34.38% | 27.74% |
| 毛利率 | | 39.13% | 39.81% | 45.64% | 45.80% | 46.20% | 46.50% |
| 毛利额(百万元) | 72.38 | 89.70 | 84.74 | 94.32 | 115.53 | 156.61 | 201.36 |
| 直营团购 | | | | | | | |
| 营业收入(百万元) | 83.86 | 58.29 | 64.28 | 130.40 | 143.44 | 157.78 | 173.56 |
| | YOY | -30.49% | 10.28% | 102.85% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 毛利率 | 29.40% | 35.99% | 36.83% | 43.42% | 43.60% | 44.20% | 44.50% |
| 毛利额(百万元) | 24.66 | 20.98 | 23.67 | 56.61 | 62.54 | 69.74 | 77.24 |
| 直营店合计(家) | 367 | 437 | 374 | 477 | 657 | 837 | 997 |
| | 新增 | 70 | -63 | 103 | 180 | 180 | 160 |
| 店效(百万元/家) | 0.84 | 0.82 | 1.19 | 1.32 | 1.24 | 1.34 | 1.46 |
| | YOY | -2.43% | 44.98% | 10.77% | -5.99% | 8.19% | 8.92% |
| 营业收入(百万元) | 308.97 | 358.97 | 445.40 | 629.24 | 814.75 | 1,123.01 | 1,457.07 |
| | YOY | 16.18% | 24.08% | 41.27% | 29.48% | 37.84% | 29.75% |
| 毛利率 | 34.35% | 41.30% | 44.70% | 50.54% | 51.43% | 52.39% | 52.97% |
| 毛利额(百万元) | 106.13 | 148.26 | 199.07 | 318.04 | 419.03 | 588.32 | 771.87 |
| 经销店铺(家) | 2145 | 2781 | 3495 | 4035 | 4855 | 5355 | 5855 |
| | 新增 | 636 | 714 | 540 | 820 | 500 | 500 |
| 营业收入(百万元) | 397.18 | 962.86 | 1,453.69 | 1,961.64 | 2,596.31 | 3,150.07 | 3,788.61 |
| 单店提货额(百万元/家) | 0.19 | 0.35 | 0.42 | 0.49 | 0.53 | 0.59 | 0.65 |
| | YOY | 86.99% | 20.13% | 16.88% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 毛利率 | 27.66% | 28.32% | 31.86% | 32.47% | 32.80% | 33.20% | 33.50% |
| 毛利额(百万元) | 109.85 | 272.68 | 463.09 | 636.85 | 851.59 | 1,045.82 | 1,269.19 |
| OEM/ODM | | | | | | | |
| 营业收入(百万元) | 371.66 | 328.84 | 308.60 | 355.96 | 391.56 | 430.71 | 473.79 |
| | YOY | -11.52% | -6.16% | 15.35% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 毛利率 | 14.32% | 19.15% | 18.90% | 14.86% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 毛利额(百万元) | 53.21 | 62.98 | 58.33 | 52.89 | 58.73 | 64.61 | 71.07 |
| 合计店铺数(家) | 2,512 | 3,218 | 3,869 | 4,512 | 5,512 | 6,192 | 6,852 |
| | 新增 | 706 | 651 | 643 | 1,000 | 680 | 660 |
| 主营收入合计(百万元) | 1,077.80 | 1,650.68 | 2,207.69 | 2,946.84 | 3,802.62 | 4,703.80 | 5,719.47 |
| | YOY | 53.15% | 33.74% | 33.48% | 29.04% | 23.70% | 21.59% |
| 主营毛利额合计(百万元) | 269.18 | 483.91 | 720.49 | 1,007.78 | 1,329.35 | 1,698.75 | 2,112.13 |
| 主营毛利率 | 24.97% | 29.32% | 32.64% | 34.20% | 34.96% | 36.11% | 36.93% |
| 其他业务收入(百万元) | 0.97 | 16.17 | 3.21 | 19.05 | 20.00 | 21.00 | 22.05 |
| | YOY | 1570.47% | -80.16% | 493.95% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 其他业务毛利率 | 12.20% | 3.53% | 13.20% | 90.06% | 90.00% | 90.00% | 90.00% |



| | | | | | | | |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 其他业务毛利额 (百万元) | 0.12 | 0.57 | 0.42 | 17.15 | 18.00 | 18.90 | 19.84 |
| 营业收入 (百万元) | 1,078.77 | 1,666.85 | 2,210.90 | 2,965.88 | 3,822.62 | 4,724.80 | 5,741.52 |
| | <i>YOY</i> | <i>54.51%</i> | <i>32.64%</i> | <i>34.15%</i> | <i>28.89%</i> | <i>23.60%</i> | <i>21.52%</i> |
| 毛利额 (百万元) | 269.30 | 484.48 | 720.91 | 1,024.93 | 1,347.35 | 1,717.65 | 2,131.97 |
| 综合毛利率 | 24.96% | 29.07% | 32.61% | 34.56% | 35.25% | 36.35% | 37.13% |

资料来源: 公司公告、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 38.23 亿元、47.25 亿元、57.12 亿元, 增长率分别为 28.9%、23.6%、21.5%; 归属于母公司股东的净利润分别为 5.67 亿元、7.07 亿元、8.77 亿元, 增长率分别为 23.9%、24.8%、24.1%; EPS 分别为 1.41 元、1.76 元、2.19 元, 当前股价对应下的 PE 分别为 17.9 倍、14.3 倍、11.6 倍。

5.2 投资评级

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 22 倍, 则对应价格为 31.02, 隐含 22.75% 的上行空间。鉴于国内中低收入族群购买力提高, 公司品牌知名度提升、供应链掌控弹性增强、毛利率持续提升、终端渠道拓展及渗透速度较快, 首次给予“强烈推荐”投资评级。

图表 43 可比公司估值水平

| 证券简称 | 股价(元) | EPS | | | PE | | |
|-----------|-------|------|------|------|--------------|--------------|--------------|
| | | 2011 | 2012 | 2013 | 2011 | 2012 | 2013 |
| 星期六 | 6.37 | 0.27 | 0.32 | 0.39 | 23.59 | 19.91 | 16.33 |
| 七匹狼 | 25.7 | 0.86 | 1.15 | 1.6 | 29.88 | 22.35 | 16.06 |
| 九牧王 | 25.7 | 0.9 | 1.18 | 1.26 | 28.56 | 21.78 | 20.40 |
| 报喜鸟 | 13.25 | 0.62 | 0.83 | 1.08 | 21.37 | 15.96 | 12.27 |
| 搜于特 | 24.16 | 0.6 | 0.85 | 1.19 | 40.27 | 28.42 | 20.30 |
| 均值 | | | | | 28.73 | 21.68 | 17.07 |

资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所

6 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 44 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 | 4070 | 4693 | 5532 | 营业收入 | 2966 | 3823 | 4725 | 5742 |
| 现金 | 526 | 2421 | 2679 | 3106 | 营业成本 | 1941 | 2477 | 3009 | 3612 |
| 应收账款 | 789 | 956 | 1181 | 1435 | 营业税金及附加 | 19 | 23 | 28 | 34 |
| 其他应收款 | 22 | 27 | 33 | 40 | 营业费用 | 294 | 382 | 510 | 620 |
| 预付账款 | 39 | 50 | 60 | 72 | 管理费用 | 167 | 229 | 307 | 390 |
| 存货 | 444 | 553 | 671 | 806 | 财务费用 | 8 | -24 | -51 | -58 |
| 其他流动资产 | 60 | 64 | 68 | 73 | 资产减值损失 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 485 | 821 | 1145 | 1456 | 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 | 432 | 679 | 923 | 营业利润 | 534 | 735 | 921 | 1143 |
| 无形资产 | 200 | 216 | 233 | 250 | 营业外收入 | 63 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 87 | 173 | 234 | 283 | 营业外支出 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 2364 | 4891 | 5838 | 6988 | 利润总额 | 596 | 735 | 921 | 1143 |
| 流动负债 | 1186 | 1257 | 1497 | 1769 | 所得税 | 139 | 171 | 214 | 266 |
| 短期借款 | 180 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 457 | 564 | 706 | 877 |
| 应付账款 | 377 | 495 | 602 | 722 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 629 | 762 | 895 | 1047 | 归属母公司净利润 | 457 | 567 | 707 | 878 |
| 非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 543 | 727 | 899 | 1128 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 1.43 | 1.41 | 1.76 | 2.19 |
| 其他非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 负债合计 | 1186 | 1257 | 1497 | 1769 | 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 | 1885 | 1885 | 1885 | 营业收入 | 34.1% | 28.9% | 23.6% | 21.5% |
| 留存收益 | 854 | 1347 | 2055 | 2933 | 营业利润 | 46.6% | 37.6% | 25.3% | 24.1% |
| 归属母公司股东权益 | 1178 | 3634 | 4341 | 5219 | 归属于母公司净利润 | 63.3% | 23.9% | 24.8% | 24.1% |
| 负债和股东权益 | 2364 | 4891 | 5838 | 6988 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 (%) | 34.6% | 35.2% | 36.3% | 37.1% |
| 现金流量表 | | | | | 净利率 (%) | 15.4% | 14.8% | 15.0% | 15.3% |
| | | | | | ROE (%) | 38.8% | 15.6% | 16.3% | 16.8% |
| 单位: 百万元 | | | | | ROIC (%) | 50.1% | 43.8% | 38.5% | 37.5% |
| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 偿债能力 | | | | |
| 经营活动现金流 | 278 | 479 | 523 | 686 | 资产负债率 (%) | 50.2% | 25.7% | 25.6% | 25.3% |
| 净利润 | 457 | 564 | 706 | 877 | 净负债比率 (%) | 15.17% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 折旧摊销 | 0 | 16 | 29 | 43 | 流动比率 | 1.58 | 3.24 | 3.14 | 3.13 |
| 财务费用 | 8 | -24 | -51 | -58 | 速动比率 | 1.20 | 2.78 | 2.67 | 2.66 |
| 投资损失 | -0 | 0 | 0 | 0 | 营运能力 | | | | |
| 营运资金变动 | 0 | -83 | -166 | -181 | 总资产周转率 | 1.42 | 1.05 | 0.88 | 0.90 |
| 其他经营现金流 | -188 | 5 | 4 | 5 | 应收账款周转率 | 4.50 | 4.38 | 4.42 | 4.39 |
| 投资活动现金流 | -116 | -316 | -317 | -317 | 应付账款周转率 | 5.23 | 5.68 | 5.48 | 5.45 |
| 资本支出 | 97 | 300 | 300 | 300 | 每股指标 (元) | | | | |
| 长期投资 | -20 | -0 | 0 | 0 | 每股收益 (最新摊薄) | 1.14 | 1.41 | 1.76 | 2.19 |
| 其他投资现金流 | -39 | -16 | -17 | -17 | 每股经营现金流 (最新摊薄) | 0.69 | 1.19 | 1.30 | 1.71 |
| 筹资活动现金流 | -25 | 1733 | 51 | 58 | 每股净资产 (最新摊薄) | 2.94 | 9.06 | 10.83 | 13.02 |
| 短期借款 | -127 | -180 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 29.34 | 17.89 | 14.33 | 11.55 |
| 普通股增加 | 0 | 81 | 0 | 0 | P/B | 8.61 | 2.79 | 2.34 | 1.94 |
| 资本公积增加 | 0 | 1881 | 0 | 0 | EV/EBITDA | 18.04 | 13.46 | 10.89 | 8.68 |
| 其他筹资现金流 | 103 | -50 | 51 | 58 | | | | | |
| 现金净增加额 | 140 | 1895 | 258 | 427 | | | | | |

资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所

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