

内销势头良好 业绩符合预期

——奥康国际（603001）2012 年中报点评

2012 年 8 月 21 日

强烈推荐/维持

奥康国际

财报点评

谭可	纺织服装行业分析师	执业证书编号: S1480510120013
	010-6655 4011	

事件:

公司今日公布 2012 年中报, 实现营业收入 16.04 亿元, 同比增长 20.83%; 实现营业利润 3.33 亿元, 同比增加 36.33%; 归属于母公司净利润为 2.58 亿元, 同比增加 19.42%; 稀释后每股收益为 0.74 元。

公司分季度财务指标

指标	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业收入 (百万元)	0.00	634.17	694.61	0.00	0.00	799.69	818.38
增长率 (%)	-	-	-	-	-	26.10	17.82
毛利率 (%)	-	33.67	38.13	-	-	35.04	39.43
期间费用率 (%)	-	14.95	19.01	-	-	15.62	15.19
营业利润率 (%)	-	18.20	18.52	-	-	18.61	22.48
净利润 (百万元)	0.00	110.37	105.42	0.00	0.00	114.27	143.42
增长率 (%)	-	-	-	-	-	3.53	36.05
每股盈利 (季度, 元)	0.88	0.00	0.67	-0.67	1.43	-1.43	0.00
资产负债率 (%)	60.38	-	52.13	-	50.16	42.05	26.15
净资产收益率 (%)	0.00	-	11.26	-	0.00	8.84	4.28
总资产收益率 (%)	0.00	-	5.39	-	0.00	5.12	3.16

评论:

积极因素:

- 营业收入实现稳定增长。**2012 年1-6 月份, 公司主营业务收入同比增长了20.83%, 主要原因: 1) 继续开展营销渠道的建设, 截至6月末公司销售网点达到4,920 家, 较年初增加了408 家; 2) 电子商务及团购发展较快, 带动了收入的增长; 3) 公司加大了皮具的推广力度以及皮具店铺的开设, 促进了皮具增长。从产品销售结构来看, 男鞋营业收入78,723.83 万元, 较上年同期增长了22.28%, 所占比重为49.08%; 女鞋营业收入68,314.66 万元, 较上年同期增长了16.45%, 所占比重为42.59%; 皮具营业收入13,371.63 万元, 较上年同期增长了37.70%, 所占比重为8.33%, 皮具较上年同期有较大增长。分地区来看, 公司出口收入同比下降45.68%, 在国内各大区均保持较快增长, 其中主力华东地区同比增速25.18%, 其他大区同比增速基本都在30%以上, 华北、华中地区同比增速分别高达48%和49%。

- **毛利率同比提升。**公司2012年上半年毛利率较去年同期上升1.26个百分点至37.26%，主要受益于主打产品男鞋毛利率较去年同期上升2.96个百分点至37.59%；此外，皮具产品毛利率也同比大幅提升14.10个百分点至38.86%。
- **费用率显著下降。**公司2012年上半年三项费用率较去年同期显著下降1.67个百分点至15.40%，其中，销售费用率和管理费用率分别下降0.90和0.08个百分点至10.16%和5.62%；财务费用由于募集资金逐步到位产生利息收入，使得上半年财务费用率同比下降0.69个百分点至-0.39%。

消极因素：

- **营业外收入大幅减少。**公司上市前获得政府补贴导致2011年上半年营业外收入剧增，2012年由于不再有类似补贴，营业外收入同比大幅下降76.20%。
- **应收账款环比继续提升。**公司2012年上市后加强对加盟商在新品牌开拓方面的信贷支持力度，2季度末的应收账款较1季度末环比上升18.85%。
- **存货水平环比上升。**继2012年1季度末存货环比下降21.06%，2季度公司存货反向环比增长15.60%，一定程度与新货到库有关。

业务展望：

中低端男鞋市场受国外品牌冲击甚小；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，奥康定位的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。

公司将维持以加盟为主的渠道模式，坚持三、四线城市布局；区域上，除巩固原有的强势南方市场，将进一步加大挖掘北方市场力度。多品牌方面，五大品牌独立错位经营为公司打开成长空间，预计成熟品牌“奥康”将从3200多家增加到4500家，年均新开店约350家左右；“康龙”和“红火鸟”目前基数较低，未来增长点主要在突破优势省份，提高渠道覆盖广度，预计年均新开店分别约200和100家左右。

盈利预测

维持公司2012-2014年净利润分别为5.83、7.55和9.74亿元的盈利预测，同比增长27.49%、29.51%和28.90%。对应EPS分别为1.45、1.88和2.43元。

投资建议：

作为男鞋国内龙头，公司运营模式成熟、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。公司2012-2014年动态PE分别为17.53、13.54和10.50倍，参照目前男装2012年20倍动态PE水平，15%的溢价对应PE应在23倍以上，相较当前价格还有30%的空间，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

供应链能力不足导致女鞋业务进入调整。

表 1: 盈利预测关键指标 (2010A-2014E)

百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,211	2,966	3,886	4,926	6,144
(+/-)%	32.64%	34.15%	31.01%	26.78%	24.73%
经营利润 (EBIT)	420	571	812	1,037	1,328
(+/-)%	40.50%	36.02%	42.34%	27.59%	28.15%
净利润	280	457	583	755	974
(+/-)%	33.67%	63.33%	27.49%	29.51%	28.90%
每股净收益 (元)	0.88	1.43	1.45	1.88	2.43

资料来源: 东兴证券

表 2: 盈利预测表 (2010A-2014E)

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%

资料来源：东兴证券

表 3: 财务比率

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
盈利能力						
毛利率	29.07%	32.61%	34.56%	36.52%	38.44%	39.63%
营业利润率	15.51%	16.48%	18.01%	20.04%	20.46%	21.14%
净利率	12.57%	12.67%	15.42%	15.01%	15.33%	15.84%
净资产收益率	72.09%	38.86%	38.83%	16.00%	17.77%	19.36%
偿债能力						
流动比率	0.94	1.28	1.58	3.59	3.56	3.56
速动比率	0.78	0.93	1.21	3.14	3.09	3.09
资产负债率	79.57%	60.38%	50.16%	25.34%	26.00%	26.33%
成长能力						
营业收入增长率		32.64%	34.15%	31.01%	26.78%	24.73%
营业利润增长率		40.89%	46.64%	45.73%	29.47%	28.87%
净利润增长率		33.67%	63.33%	27.49%	29.51%	28.90%
净资产增长率		147.96%	63.47%	209.42%	16.57%	18.33%
营运能力						
应收帐款周转率		4.12	4.50	4.27	4.20	4.17
存货周转率		5.20	4.69	4.89	4.82	4.81
总资产周转率		1.36	1.42	1.07	0.93	0.98

资料来源：东兴证券

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。