

下半年仍是投入高峰期，业绩明朗仍需等待

核心观点：

- **加盟转直营快于预期影响上半年业绩：**大环境不佳，经销商压力非常大，加盟主动转为直营比公司预想的要多、要快——上半年 300 多家加盟转为直营，把全年计划收直营全部完成了，直接冲减 9000 万收入；对于下半年，还会有多少家加盟转直营，公司尚不可预期。
- **电商发展略低于一点预期：**上半年计划 1.5 亿、实际 1.26 亿、同比增 65%；全年计划 4 亿。公司在考虑的是如何保护品牌、不能因为电商透支未来。未来计划奥康、康龙线上、线下同价；引入一些集团副牌，用于价格战。
- **上半年新开国际馆、名品店 16 家：**未来计划 2015 年 350 家，街店一种，为消费者提供更好的购物体验；国际馆单店收入 1000 万以上，名品店单店 500 万。
- **公司账上现金 14 亿、准备发中期汇票，还有大量银行贷款授予，是战略性资源储备：**一旦出现好的机会会考虑一些行业整合；除此之外，每年资金需求量挺大，把所有资金投向市场：一个是开店；二是配送，暂时是上海物流中心，已经投入 1 亿、还会有两亿投入，打算全国 7、8 个，暂时建 1 个；三是供应链。
- **虽然上半年业绩不佳，但较竞品生存环境还是要好很多，公司认为与资本市场着眼短期不同，自己考虑的更多是长期的东西，包括加盟转直营、开店建设等等。**
- **我们认为，下半年仍是公司投入高峰期（加盟转直营、开店建设、物流中心建设）；而对于加盟转直营、开店建设的最终运营结果仍需要观察；短期业绩存在压力，预计 2013 年收入增速 -7.7%，净利润增速 -15%（对应下半年收入增速 -7.6%，利润增速 -13%），EPS 分别为 1.09 元。**

奥康国际（603001.SH）

谨慎推荐 维持评级

分析师

马莉

☎：(8610) 6656 8489

✉：mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

特此鸣谢

杨岚：(8610) 8357 4539

(yanglan@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130112030156

花小伟：(8610) 8357 4523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130112090085

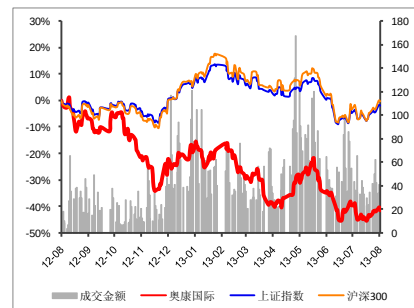
对本报告的编制提供信息

市场数据 2013.8.14

A 股收盘价（元）	14.10
A 股一年内最高价（元）*	21.86
A 股一年内最低价（元）*	13.77
上证指数	2068.00
市净率	1.54
总股本（万股）	40098
实际流通 A 股（万股）	11695
限售 A 股（万股）	28403
流通 A 股市值（亿元）	16.49

注：*价格未复权

相对指数表现图



资料来源：WIND 中国银河证券研究部

详细纪要:

一、公司介绍

1、上半年下滑主要原因:

上半年受到行业影响, Q2 是非常明显, 感受到行业周期相对滞后;

加盟转直营, 合营店, 超出预期的, 经销商压力也很大, 退出来货 9000 多万, 实际上上半年收入下降 2、3 个点, 利润也就是个位数下降。

2、接下来要做几件事情和已经做的几件事情:

毛利率上升原因: 直营比例提升导致整体综合毛利率上升; 不允许直接打折更多是促销的方法,

进入百货商场进度低于预期, 低迷市场环境中投入大风险大、团队组建需要进一步完善, 可能要亏损 1000 万

国际馆和名品店尝试, 小店模式在做, 1-6 月份开了 16 家 (主要是新开), 从实际情况看, 效果明显, 基本上结束摸索期, 接下来是推广期, 认为是一种新的模式、接下来会大力推广, 下半年会开 50-100 家类似的渠道, 是比较宽泛的计划, 自公司和经销商还是比较踊跃的, 是重要的发展方向。

电子商务总体还是不错的, 上半年 1.26 亿多, 同比增接近 64.7%, 和计划略有差异, 策略和去年对比发生了一些变化, 两个主品牌发展方向同款同价, 线上和线下产品不同导致冲击、未来希望同款同价、**推出一些副牌**, 以副牌做线上以更适应线上低价模式; 全年期望达到 4 亿。

二、Q&A

Q1: 收入拆分

品类维度: 男鞋收入 7.5 亿, 同比下降 4.8%; 女鞋收入 6.05 亿, 同比下降 11.4%; 皮具 1.25 亿

品牌维度: 奥康: 9.8 亿、下降 6.8%; 康龙 1.8 亿, 下降 19%; 红火鸟下降 28%; OEM 增 40% (主要是去年基数低、有个大客户退出, GEOX 一个品牌 8000 多万); 主品牌相对稳定, 红火鸟冲击最大, 关店也是最多的。

渠道维度: 直营 (含团购、网购): 7.2 亿, 同比增 80%; 直营专卖店, 有部分加盟转, 4.82 亿, 增 49%; 商场下降 42%; 团购 3000 多万。剩下就全是加盟,

Q2: 毛利率拆分

分品类毛利率：男鞋 43.3%、37.59%，女鞋：35.42%，增加 2.59 个点；皮具差 0.03%，持平

分渠道毛利率：直营专卖店：53.53%，从 59%下降 5.53%，经销商转直营采取扣点制，结算价是比较低的；百货商场 55.3%，去年 51.23%；团购：54.75%，增 12%，只有 3000 多万，关键看团队单位不同，波动比较大；网购 42.2%，去年 41.23%；经销商 33.4%，去年 22.9%；OEM 11.3%，下降 1.4 个百分点。

Q3：渠道数量

店铺总数少了 60 多家，奥康增加 10 多家店，主要是康龙和红火鸟是下降的。

国际馆和名品店是要大力开拓，到 2015 要开到 350 家，一旦开设成功，收入结构将会发生很大变化，国际馆 1000 万以上单店收入，名品店单店 500 万收入，这样的话将会达到 20 多亿。加盟和直营并重，以公司投入为主。

总直营店 1300 多家，增 330 家，其中收加盟 305 家，截至目前合营模式 500 多家；直营化很快，把全年计划干完了，下半年还会去做，看经销商意愿、看自己的管理能力，9-10 个月时间多了 600 多家直营店、对管理是个挑战，未来结合经销商意愿和公司管理能力，会做下去，关键看度如何把握，没有量化指标。

未来规划：还是要坚持一下，毕竟现在是尾部。

Q4：存货中原材料

原材料不是最高峰，今年接下来生产比原来还要提前一些，是多个大季产品纠结到一起，更多是时点原因，还有提前一些，备料是提前了。12H15400 万、12 末 4600 万。

从年末角度考虑春节问题、放假、盘点，存货是量比较少的时点。

Q5：同行生存状态

同行压力更多是生存压力；部分品牌出现大幅度关店。虽然奥康渠道净减少，但是奥康品牌渠道增加，公司压力和部分同行压力本质上不太相同，公司更多是考虑发展，而不是生存。

Q6：合营具体运作方式

经销商：租金和工资都由经销商支付，经销商地缘关系无论是租金和转让费都是比较低；地方税务也有优势。

公司：装修是公司负责，员工也是公司掌控；激励都是公司定的；存货完全可退、由公司承担。

对于经销商，保底+提成，保底是租金，提成大概 30%；还有全部保底（好的旺铺 50%都是国有）。

海澜之间开始，大家都在效仿。

Q7: 关于大店模式

大店模式有很长时间可走；不仅仅是集成店模式，用于改善购物环境，品牌概念已经淡化了，是品牌品类化。国际店和名品店最终属于是街边店，南方为主；北方也会适当支持。

Q8: 奥康几大业务构成及其发展方向

街店还是肯定会长期发展的，是主流渠道；百货商场形势好转后还会发展。目前做的一些尝试，和购物中心合作，只是一种尝试，不是奥康、康龙这些品牌，想建立的渠道品牌。百货商场这一波高速增长没抓上，街店是大本营，电商的形势一定要跟的上。

今年上半年做的比较失败的，进百货商场（原来计划全年 90 多家，今年只开了 10 多家，全年可能形成千万亏损）：（1）今年百货调整柜台率非常低，销售不稳定，不敢随便调整；（2）上海团队和原来设想出来一定偏差（独立团队、独立办公地点、独立供应链，毕竟是高端的东西）。公司三四线百货 800、900 家。

OEM 和团购基本不会有很大发展，维持在现有水平。

奥康直营化趋势是不会变化的，百丽已经完成直营化、达芙妮也基本完成。公司直营化是比较顺利的，今年上半年收了 305 家，去年到现在收了 600 多家。管理上的压力、大环境压力。不管现在多艰难，继续走下去。加盟收直营下半年究竟是多少，不可预期的。经销商压力确实很大，没想到今年影响这么大，心理上是没有准备的。特别是今年 Q2，售罄率还是偏低的，看到 7 月底 100 万双，总共做了不到 400 万双，到 8 月份卖的货肯定是亏的。

Q9: 电商发展

绝对额 1.26 亿（原计划上半年 1.5 亿，假定光棍节 1 亿，上下半年相同），增速 65%；就是价格战，打击线下，线上卖的都是便宜的、秒杀的；所有企业都在找 O2O 平衡点。线上 40% 的毛利率。均价：去年 200 多，光棍节平均 210 元。

下部分发展策略：按照今年计划冲 4 亿，有难度；下一步推出一些副品牌，供应链完善，推出一些品牌正常，流量共享，价格战以副品牌为主；奥康、康龙会同款同价；现在是不同款保护品牌。

总体上来讲，如何保护品牌是行业新的命题，不能因为电商透支未来。上半年电商受到一点点影响，但是全年还是期望可以做到 4 亿目标；今年上半年奥康客单价明显提升；目前电商品牌太多，培育期拉长。电商绝大多数是奥康贡献，说明消费者追求是品牌。

Q10: 关于资金使用

准备发中期汇票、大量银行贷款授予，是战略性资源储备，一旦出现好的机会会考虑一些行业整合。整合对象：肯定是皮鞋，适当有一定规模，1、2 亿收入没意义，非常高端品牌例外；时段没有合适不合适，关键是价格、互补性、整合难易度，最关键的是战略合适、能够被整合，整合不合是个负担。

公司账上现金 14 亿，每年资金需求量挺大，把所有资金投向市场：一个是大店；二是配送，暂时是上海物流中心、已经投入 1 亿、还会有两亿投入，打算全国 7、8 个，暂时建 1 个；三是供应链。

Q11: 今年上半年经营性现金流净额负，是行业特点

应收账款，经销商适当支持是必要的，毕竟跟了公司十多年了，周转速度下降

Q12: 与上游供应商合作

选择供应商标准：主要是质量，账期不是主要的，产能必须要达到一定量。

纳帕皮是偏高（兴业是最好的、价格也偏高）；在兴业订货量较大。

宏良产品不合适，全方位的东西，合作不是很好。

表 1: 奥康国际 (603001.SH) 逐季业绩增速 (万元)

指标	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2
营业总收入	69,461	69,117	94,594	79,969	81,838	83,852	99,853	83,568	65,627
同比				26.10%	17.82%	21.32%	5.56%	4.50%	-19.81%
营业成本	42,974	48,242	60,817	51,945	49,568	54,439	61,163	49,938	37,756
同比				23.50%	15.34%	12.85%	0.57%	-3.86%	-23.83%
销售费用	8,746	6,021	8,697	7,711	8,729	10,002	13,895	11,510	12,354
同比				29.54%	-0.20%	66.13%	59.76%	49.27%	41.53%
管理费用	4,217	4,513	4,647	4,649	4,452	5,737	6,487	5,868	5,126
同比				38.02%	5.58%	27.12%	39.59%	26.23%	15.15%
财务费用	241	234	204	128	-752	-1,091	-867	-759	-529
资产减值损失	-25	-98	364	0	808	0	1,544	0	0.0
营业利润	12,867	9,955	19,056	14,886	18,394	14,223	17,061	16,499	10,834
同比				28.95%	42.95%	42.87%	-10.47%	10.84%	-41.10%
加: 营业外收入	357	1,858	474	204	739	170	716	273	603
减: 营业外支出	(136)	16	55	43	22	(13)	191	24	63
利润总额	13,361	11,797	19,474	15,046	19,111	14,407	17,586	16,748	11,375
同比				0.40%	43.04%	22.12%	-9.70%	11.32%	-40.48%
减: 所得税	2,819	2,439	4,671	3,619	4,769	3,439	2,992	4,159	2,686
净利润	10,542	9,358	14,803	11,427	14,342	10,968	14,594	12,589	8,689
同比				3.53%	36.05%	17.21%	-1.42%	10.17%	-39.42%
母公司所有者净利润	10,542	9,358	14,803	11,427	14,342	10,968	14,594	12,589	8,689
同比				3.53%	36.05%	17.21%	-1.42%	10.17%	-39.42%
完全摊薄 EPS		0.29	0.46	0.36	0.36	0.27	0.36	0.31	0.22
盈利能力									
毛利率	38.13%	30.20%	35.71%	35.04%	39.43%	35.08%	38.75%	40.24%	42.47%
营业利润率	18.52%	14.40%	20.14%	18.61%	22.48%	16.96%	17.09%	19.74%	16.51%
销售净利润率	15.18%	13.54%	15.65%	14.29%	17.52%	13.08%	14.62%	15.06%	13.24%
所得税率	21.10%	20.68%	23.98%	24.05%	24.96%	23.87%	17.01%	24.83%	23.61%
费用控制能力									
销售费用率	12.59%	8.71%	9.19%	9.64%	10.67%	11.93%	13.92%	13.77%	18.82%
管理费用率	6.07%	6.53%	4.91%	5.81%	5.44%	6.84%	6.50%	7.02%	7.81%

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

表 2: 奥康国际 (603001.SH) 财务报表预测 (百万元)

资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
货币资金	406	526	2207	2592	2917	营业收入	2211	2966	3455	3190	3601
应收票据	11	5	7	6	6	营业成本	1490	1941	2171	1914	2088
应收账款	530	789	1300	1200	1354	营业税金及附加	15	19	24	23	26
预付款项	36	39	316	279	304	销售费用	189	294	403	491	594
存货	385	444	542	478	522	管理费用	115	167	213	236	299
其他流动资产	35	76	110	102	115	财务费用	32	8	-26	-61	-71
非核心资产	41	85	135	142	106	资产减值损失	6	2	24	23	26
固定资产	191	198	260	336	408	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	2	10	15	17	汇兑收益	0	0	0	0	0
无形资产	184	200	207	214	221	营业利润	364	534	646	565	640
长期待摊费用	6	42	66	81	45	营业外收支净额	7	62	16	16	16
资产总计	1819	2364	5095	5363	5970	税前利润	372	596	661	581	656
短期借款	307	180	64	64	64	减: 所得税	92	139	148	145	164
应付款项	671	843	1155	1018	1111	净利润	280	457	513	436	492
预收款项	1	15	23	21	24	归属于母公司的净利润	280	457	513	436	492
其他流动负债	119	148	248	218	238	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.88	1.43	1.28	1.09	1.23
应付债券	0	0	0	0	0	稀释每股收益	0.70	1.14	1.28	1.09	1.23
长期经营性负债	0	0	0	0	0	财务指标	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
负债合计	1098	1186	1489	1321	1437	成长性					
股本	320	320	401	401	401	营收增长率	32.6%	34.1%	16.5%	-7.7%	12.9%
资本公积	4	4	1930	1930	1930	EBIT 增长率	38.5%	35.4%	18.0%	-18.2%	12.9%
留存收益	397	854	1275	1711	2203	净利润增长率	39.8%	63.3%	12.2%	-15.1%	12.9%
少数股东权益	0	0	0	0	0	盈利性					
股东权益合计	721	1178	3606	4042	4533	销售毛利率	32.6%	34.6%	37.2%	40.0%	42.0%
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	销售净利率	12.7%	15.4%	14.9%	13.7%	13.7%
净利润	280	457	513	436	492	ROE	38.9%	38.8%	14.2%	10.8%	10.9%
折旧与摊销	26	39	62	30	37	ROIC	43.1%	34.5%	13.7%	9.4%	9.5%
经营活动现金流	319	278	3	442	327	估值倍数					
投资活动现金流	-271	-116	-205	-119	-72	PE	16.1	9.9	11.0	13.0	11.5
融资活动现金流	19	-25	1792	61	71	P/S	2.0	1.5	1.6	1.8	1.6
现金净变动	67	137	1590	384	326	P/B	6.3	3.8	1.6	1.4	1.2
期初现金余额	289	406	526	2207	2592	股息收益率	0.0%	1.6%	2.8%	0.0%	4.3%
期末现金余额	356	546	2117	2592	2917	EV/EBITDA	10.3	7.1	5.0	5.2	3.9

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉，纺织服装行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

雅戈尔 (600177.sh)、美邦服饰 (002269.sz)、鲁泰 A (000726.sz)、七匹狼 (002029.sz)、伟星股份 (002003.sz)、报喜鸟 (002154.sz)、罗莱家纺 (002293.sz)、富安娜 (002327.sz)、潮宏基 (002345.sz)、探路者 (300005.sz)、星期六 (002291.sz)、梦洁家纺 (002397.sz)、森马服饰 (002563.sz)、搜于特 (002503.sz)、华斯股份 (002494.sz)、希努尔 (002485.sz)

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn