



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品：纺织品及服装

陈作佳

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010001
(8621) 2032 8517
zuoja.chen@bocichina.com

奥康国际 2013 年报及 2014 年一季报点评

奥康国际(603001.CH/人民币 14.01, 未有评级)2013 年实现营业收入 27.96 亿元, 同比下滑 19.1%, 实现归属母公司净利 2.74 亿元, 同比下滑 46.6%, 合每股收益 0.68 元。公司 2014 年 1 季度实现营业收入 7.41 亿元, 同比下滑 11.21%; 实现归属母公司净利 1.00 亿元, 同比下滑 20.3%。公司 13 年业绩符合预期, 14 年 1 季度业绩略低于预期。我们调整公司 14-16 年每股盈利至 0.71 元、0.86 元和 0.92 元, 目前股价对应 21.1、17.3 和 16.1 倍市盈率。由于公司直营回收工作将于上半年结束, 我们认为公司下半年出现业绩拐点的概率较高, 建议在估值调整后积极关注。

渠道调整导致收入大幅下滑, 14 年下半年有望成为业绩拐点

公司 13 年收入下滑 19.1%至 27.96 亿元, 分渠道看, 我们估计公司直营收入同比增长 66.4%至约 10.8 亿元; 电商及团购收入同比增长 49.6%至约 4.1 亿元; 经销收入同比下滑 53.5%至约 10.5 亿元。报告期内公司积极调整渠道结构, 回收经销商门店 500 多家, 冲销加盟收入 1.5-2 亿元, 从而导致直营收入大幅增长而加盟收入大幅下滑。

分品类看, 男鞋、女鞋和皮具品类同比分别下滑 10.3%、30.4%和 7.9%, 主要原因是红火鸟、美丽佳人等以女鞋为主的小品牌下滑幅度较大。相比而言, 男鞋和皮具等传统强势品类体现较高的消费刚性。

14 年 1 季度, 公司收入下滑 11.2%至 7.41 亿元, 主要原因是直营终端相对低迷, 且回收部分经销商存货。我们预计公司 1 季度直营同店仍录得单位数下滑。

全年来看, 由于上半年浙东区域的渠道调整仍将持续, 我们认为公司届时业绩压力仍将较大, 但下半年出现拐点的可能性较高。考虑到该区域发货额和当前渠道状况, 我们预计该区域的回收将冲销公司收入 1.5-1.6 亿元, 占 13 年上半年收入的约 10%。

图表 1.奥康国际收入分渠道拆分

(人民币, 百万)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
直营渠道	225	301	381	499	650	1,081
同比增速(%)		33.6	26.7	30.9	30.3	66.4
直营团购及电商	84	58	64	130	274	410
同比增速(%)		(30.5)	10.3	102.9	110.1	49.6
经销	397	963	1,454	1,962	2,257	1,050
同比增速(%)		142.4	51.0	34.9	15.1	(53.5)
OEM/ODM	372	329	309	356	239	226
同比增速(%)		(11.5)	(6.2)	15.3	(32.9)	(5.4)
主营业务收入	1,078	1,651	2,208	2,947	3,420	2,767
同比增速(%)		53.2	33.7	33.5	16.1	(19.1)
其他业务收入	1	16	3	19	36	29
同比增速(%)		1,541.3	(80.1)	492.2	87.6	(19.4)
收入总额	1,079	1,667	2,211	2,966	3,456	2,796
同比增速(%)		54.5	32.6	34.1	16.5	(19.1)

资料来源：公司数据、中银国际估计

图表 2.男鞋和皮具品类稳定性较高

(人民币, 百万)	2009	2010	2011	2012	2013
男鞋	930	1,128	1,449	1,732	1,553
同比增速(%)		21.3	28.5	19.5	(10.3)
女鞋	692	962	1,279	1,422	990
同比增速(%)		39.0	33.0	11.2	(30.4)
皮具	29	117	219	265	244
同比增速(%)		304.5	87.3	21.0	(7.9)

资料来源: 公司数据、中银国际研究

毛利率、期间费用率大幅上升

公司 13 年毛利率水平同比上升 2.8 个百分点至 40.0%，主要原因是直营、电商等高毛利通路占比提升，若分渠道拆分，则公司各渠道毛利率变化不大。

报告期内公司销售和管理费用率分别上升 6.9 和 1.4 个百分点至 18.5% 和 7.5%。主要原因是直营门店数量增加，导致员工薪资、租赁费用和折旧摊销费用大幅上升。

随着直营化的推进，我们认为销售费用提升的趋势将在 14 年持续，但随着回购存货对收入的冲击结束，预计下半年起费用率水平将呈现好转。

图表 3.奥康国际销售费用率拆分

(人民币, 百万)	2009	2010	2011	2012	2013
广告费	50	81	88	93	61
费用率(%)	3.0	3.7	3.0	2.7	2.2
员工薪资	17	35	67	84	108
费用率(%)	1.0	1.6	2.3	2.5	3.9
销售人员数			2,003	2,102	2404
人均工资(千元)			33.5	39.9	44.9
同比增速				19.1	12.7
租赁费	5	32	83	107	174
费用率(%)	0.3	1.5	2.8	3.1	6.3
运输费	11	17	17	33	42
费用率(%)	0.7	0.8	0.6	1.0	1.5
业务宣传费	7	7	7	17	21
费用率(%)	0.4	0.3	0.2	0.5	0.8
资产折旧与摊销	9	3	4	18	37
费用率(%)	0.6	0.1	0.1	0.5	1.4
差旅费	3	4	5	4	5
费用率(%)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2
水电费	0	1	4	8	24
费用率(%)	0.0	0.1	0.1	0.2	0.9
业务招待费	1	1	2	2	1
费用率(%)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0
其他	4	7	17	37	46
费用率(%)	0.3	0.3	0.6	1.1	1.7
合计	107	189	294	403	519
费用率(%)	6.5	8.6	10.0	11.8	18.7

资料来源: 公司数据、中银国际研究

应收账款有所改善，直营化导致现金周转放缓

2013年公司现金周转天数由73天大幅上升至149天，考虑退货因素，则现金周转天数上升至118天。应收账款情况有所改善，但直营化因素导致公司存货周转天数大幅上升。

由于公司的应收账款主要系2012年上市后大力支持渠道开店所引致，故随着加盟渠道增长的放缓，我们预计公司应收账款将呈现逐级回落。

图表 4. 虽应收账款情况改善但直营化导致存货周转天数拉长

	2009	2010	2011	2012	2013	2013 (退货调整后)
应收账款周转天数	119	89	98	138	135	127
存货周转天数	41	64	55	57	109	81
应付账款周转天数	(81)	(111)	(104)	(122)	(95)	(89)
现金周转天数	79	42	49	73	149	118

资料来源：公司数据、中银国际研究

盈利预测与估值

终端运营成本的上升和电商冲击导致过往以加盟为核心的商业模式发展遭遇瓶颈，在行业总体增长放缓的背景下，我们认为行业投资逻辑应由资产扩张和渠道复制转向市场整合。男皮鞋行业产品同质化程度高、替代品少，且客户对货品的品质感和制造要求高，消费粘性大，故有望产生强势的整合者。

随着本阶段渠道调整的结束，我们认为公司业绩自14年下半年出现拐点的概率较高，我们调整公司14-16年每股盈利至0.71元、0.86元和0.92元，目前股价对应21.1、17.3和16.1倍市盈率，建议可在估值调整后积极关注。

图表 5. 奥康国际业绩摘要

(人民币, 百万)	2012年	2013年	同比变动(%)	12年第4季度	13年第4季度	同比变动(%)	13年1季度	14年1季度	同比变动(%)
营业收入	3,455	2,796	(19.1)	999	710	(28.9)	836	742	(11.2)
营业成本	2,171	1,677	(22.7)	612	427	(30.1)	499	448	(10.3)
毛利润	1,284	1,119	(12.9)	387	283	(26.8)	336	294	(12.5)
营业税及附加	24	18	(24.9)	6	5	(17.6)	7	6	(14.5)
销售费用	403	519	28.6	139	164	17.8	115	111	(3.5)
管理费用	213	211	(1.1)	65	54	(17.4)	59	48	(18.7)
息税前利润	643	371	(42.3)	177	61	(65.5)	156	130	(16.7)
财务费用	(26)	(19)	(27.9)	(9)	(2)	(76.2)	(8)	(3)	(65.5)
资产减值	24	45	93.2	15	45	194.3	0	15	
营业外收入	19	34	80.0	7	15	109.4	4	14	239.7
营业外支出	2	3	5.9	2	1	(24.0)	0	0	54.4
利润总额	661	375	(43.3)	176	31	(82.2)	167	131	(21.5)
所得税	148	101	(31.8)	30	15	(50.9)	42	31	(25.1)
净利润	513	274	(46.6)	146	17	(88.6)	126	100	(20.3)
少数股东权益	0	0		0	0		0	0	
归属上市公司股东净利润	513	274	(46.6)	146	17	(88.6)	126	100	(20.3)

资料来源：公司数据

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371