

公司拟推员工持股计划，员工、高管利益与股东趋于一致

核心观点：

- **公司今日发布三季报，业绩符合预期：**（1）2014Q1-Q3 营业收入 20.97 亿元，同比增 0.6%；营业利润 2.32 亿，同比降 29.5%；净利润 1.86 亿，同比降 28%；扣非后净利润 1.56 亿，同比降 37.7%；每股收益为 0.46 元。（2）2014 年 Q3 收入 6.46 亿，同比增 8.85%；营业利润 0.39 亿，同比降 36.87%；净利润 0.27 亿，同比降 38.92%。
- **加盟转直营渠道调整逐步到位，Q3 新增国际馆和名品店 30 余家。**2014 年 Q3 末总渠道数约 4500 家左右，较 H1 净减少 100 余家，其中新增国际馆和名品店 30 余家，目前公司集合店约 160 余家，为期两年的加盟转直营的渠道调整基本结束。摆脱了渠道调整的拖累，收入自 Q2 单季已经转正。我们预计受益于去年低基数的影响（收入 0.7 亿），2014 年 Q4 收入有望达到 8 亿左右（同比增 13%），全年收入 28-29 亿，同比微增。
- **Q3 毛利率大幅下滑源于终端折扣力度加大。**Q1-Q3 毛利率较去年同期下降 4.4 个百分点至 35.7%，其中 Q3 单季毛利率同比降 5.49 个百分点至 31.68%，主要源于终端需求不佳导致的折扣力度加大。Q1-Q3 销售费用同比下降 9.7% 至 3.21 亿，管理费用同比增 4.4% 至 1.50 亿，我们估计销售费用下降主要源于公司直营化进程基本结束，租赁费的大幅下降。从单季看，Q3 销售费用同比降 17.24% 至 0.96 亿，管理费用同比增 10.48% 至 0.52 亿。
- **现金流较去年同期有所改善。**2014 年 Q1-Q3 经营性现金流净额 -1.03 亿（去年同期 -2.60 亿）。主要是存货 9.40 亿（较去年同期增加 1.65 亿，较年初增 1.06 亿），周转天数从去年同期 142 天提升至目前的 180 天，存货大幅增加是公司大力发展直营化，店铺铺货增加所致。应收账款 10.63 亿，（较去年同期减少 1.11 亿，较年初增加 0.30 亿），主要源于公司在 13 年下半年加大直营化，14 年 H1 基本完成渠道调整。
- **公司拟推员工持股计划，员工、高管利益与股东趋于一致。**公司同时披露计划筹集资金 13,300 万元（董事、监事、高管出资 2,800 万元）成立员工持股计划-优势企业持股计划 1 号。出资员工共计 51 人，其中高管 9 人。优势企业持股计划 1 号份额上限为 2.66 亿份，按照 1:1 的比例设立优先级份额和次级份额，主要投资范围为购买和持有**奥康国际股票**。草案中规定员工持股计划在股东大会通过决议后的**6 个月内通过二级市场购买**（包括但不限于大宗交易，协议转让）的方式完成标的股票的购买。优势企业持股计划 1 号的**锁定期为 12 个月**，持股计划的存续期为 36 个月。
- **投资建议：**我们认为公司最艰难的阶段已经过去，下半年直营化带来的一系列影响正在逐步消除，考虑到去年 H2 的基数较低，以及公司今年集合店开拓的计划（100-200 家），结合目前

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

杨岚：(8610) 8357 4539

(yanglan@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130514050004

花小伟：(8610) 8357 4523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130514050002

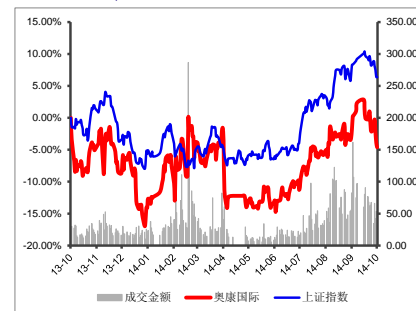
市场数据

2014.10.24

A 股收盘价（元）	15.07
A 股一年内最高价（元）*	16.47
A 股一年内最低价（元）*	13.02
上证指数	2302
市净率	1.59
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）	17.62

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

终端环境，我们预计 2014、2015 年收入规模为 29 亿、31 亿，同比增 4%、7%，净利润规模分别为 2.48 亿、2.56 亿，同比降 10，同比增 4.2%（对应 14 年 Q4 收入约 8 亿，净利润 0.6 亿），14、15 年 EPS 分别为 0.62、0.64 元，当前股价对应 PE 为 24、23 倍，维持谨慎推荐评级。

表 1: 奥康国际 (603001.SH) 逐季业绩增速 (万元)

指标	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3
营业总收入	81,838	83,852	99,853	83,568	65,627	593.8	710.4	742.0	709.0	646.3
同比	17.82%	21.32%	5.56%	4.50%	-19.81%	-29.18%	-28.85%	-11.21%	8.04%	8.85%
营业成本	49,568	54,439	61,163	49,938	37,756	373.1	427.4	447.7	458.5	441.6
同比	15.34%	12.85%	0.57%	-3.86%	-23.83%	-31.47%	-30.13%	-10.34%	21.44%	18.36%
销售费用	8,729	10,002	13,895	11,510	12,354	116.3	163.7	111.0	113.2	96.3
同比	-0.20%	66.13%	59.76%	49.27%	41.53%	16.28%	17.78%	-3.53%	-8.34%	-17.24%
管理费用	4,452	5,737	6,487	5,868	5,126	47.3	53.6	47.7	50.3	52.3
同比	5.58%	27.12%	39.59%	26.23%	15.15%	-17.48%	-17.38%	-18.72%	-1.83%	10.48%
财务费用	-752	-1,091	-867	-759	-529	-3.7	-2.1	-2.6	-6.4	-1.3
资产减值损失	808	0	1,544	0	0.0	0.0	45.4	15.1	24.0	23.7
营业利润	18,394	14,223	17,061	16,499	10,834	61.4	27.3	123.8	69.2	38.8
同比	42.95%	42.87%	-10.47%	10.84%	-41.10%	-56.80%	-84.00%	-24.97%	-36.12%	-36.87%
加: 营业外收入	739	170	716	273	603	1.6	5.5	8.0	11.4	2.2
减: 营业外支出	22	(13)	191	24	63	0.3	1.4	0.4	5.0	0.4
利润总额	19,111	14,407	17,586	16,748	11,375	62.8	31.3	131.5	75.6	40.6
同比	43.04%	22.12%	-9.70%	11.32%	-40.48%	-56.42%	-82.19%	-21.51%	-33.57%	-35.32%
减: 所得税	4,769	3,439	2,992	4,159	2,686	18	15	31	18	13
净利润	14,342	10,968	14,594	12,589	8,689	44.8	16.6	100.3	57.8	27.4
同比	36.05%	17.21%	-1.42%	10.17%	-39.42%	-59.12%	-88.61%	-20.31%	-33.43%	-38.92%
母公司所有者净利润	14,342	10,968	14,594	12,589	8,689	44.8	16.6	100.3	57.8	27.4
同比	36.05%	17.21%	-1.42%	10.17%	-39.42%	-59.12%	-88.61%	-20.31%	-33.43%	-38.92%
完全摊薄 EPS	0.36	0.27	0.36	0.31	0.22	0.11	0.00	0.25	0.00	0.00
盈利能力										
毛利率	39.43%	35.08%	38.75%	40.24%	42.47%	37.17%	39.85%	39.65%	35.33%	31.68%
营业利润率	22.48%	16.96%	17.09%	19.74%	16.51%	10.35%	3.84%	16.69%	9.76%	6.00%
销售净利润率	17.52%	13.08%	14.62%	15.06%	13.24%	7.55%	2.34%	13.52%	8.16%	4.24%
所得税率	24.96%	23.87%	17.01%	24.83%	23.61%	28.59%	46.95%	23.69%	23.46%	32.57%
费用控制能力										
销售费用率	10.67%	11.93%	13.92%	13.77%	18.82%	19.59%	23.03%	14.97%	15.97%	14.89%
管理费用率	5.44%	6.84%	6.50%	7.02%	7.81%	7.97%	7.54%	6.43%	7.10%	8.09%

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	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	利润表 (百万元)	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
货币资金	526	2207	1293	2039	2176	营业收入	2966	3455	2796	2908	3112
应收票据	5	7	1	0	0	营业成本	1941	2171	1677	1890	2023
应收账款	789	1300	1033	1120	1185	营业税金及附加	19	24	18	29	31
预付款项	39	316	197	223	226	销售费用	294	403	519	494	535
其他应收款	22	43	60	37	67	管理费用	167	213	211	206	221
存货	444	542	834	884	955	财务费用	8	-26	-19	-63	-67
其他流动资产	54	52	500	450	460	资产减值损失	2	24	45	50	45
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资收益	0	0	18	10	10
固定资产	198	260	264	157	45	营业利润	534	646	362	311	333
在建工程	2	10	127	115	105	营业外收支净额	62	16	13	19	11
无形资产	200	207	198	203	210	税前利润	596	661	375	330	344
长期待摊费用	42	66	114	0	0	减: 所得税	139	148	101	83	86
资产总计	2364	5095	4779	5329	5528	净利润	457	513	274	248	258
预收款项	15	23	65	26	71	归属于母公司净利润	457	513	274	248	258
应付职工薪酬	32	40	41	43	46	基本每股收益	1.43	1.37	0.68	0.62	0.64
应交税费	72	107	70	72	77	稀释每股收益	1.43	1.37	0.68	0.62	0.64
其他应付款	43	100	142	148	158	财务指标	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	34.15%	16.50%	-19.07%	4.00%	7.00%
长期借款	0	0	0	0	0	营业利润增长率	46.64%	20.85%	-43.92%	-14.06%	7.12%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	63.33%	12.22%	-46.57%	-9.70%	4.17%
负债合计	1186	1489	1059	1361	1303	销售毛利率	34.56%	37.16%	40.01%	35.00%	35.00%
股东权益合计	1178	3606	3720	3967	4225	销售净利率	15.42%	14.86%	9.81%	8.52%	8.29%

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、杨岚、花小伟，纺织服装行业分析师。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：

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 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

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn