证券研究报告—深度报告

纺织服装及日化

服装Ⅱ

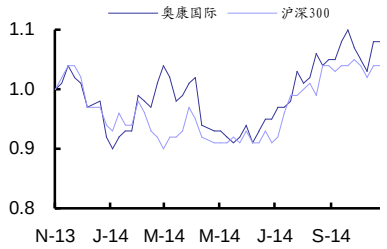
奥康国际(603001)

买入

合理估值: 23 元 昨收盘: 16.57 元 （调高评级）

2014 年 11 月 12 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	401/117
总市值/流通(百万元)	6,644/1,938
上证综指/深圳成指	2,470/8,313
12 个月最高/最低(元)	16.88/12.81

相关研究报告:

《奥康国际-603001-2014 年中报点评：收入拐点确立，调整仍将继续》 ——2014-08-14

《奥康国际-603001-2012 年三季报点评：稳健增长，确定性强》 ——2012-10-30

证券分析师：朱元

电话： 021-60933162

E-MAIL： zhuyuan2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513070005

联系人：郭陈杰

电话： 021-60875168

E-MAIL： guocj@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

深度报告

经营拐点渐近，员工持股彰显信心

- **行业竞争形势渐趋于明朗，看好未来发展潜力**

  行业格局已逐步由“金字塔”型向“纺锤形”型演变且目前竞争形势渐趋于明朗,行业竞争正向前几大品牌集中。此外男鞋受外资品牌冲击相对较小,奥康作为国内男鞋龙头,将充分受益于行业低谷期的集中度提升以及竞争格局的变化。

- **公司经营有望稳步恢复，经营拐点已现**

  公司在经营调整以及模式转型方面始终走在行业前列，随着转直营的调整策略接近尾声，调整效果正在逐步显现，同时通过对经销商的扶持以及库存的集中消化，库存压力逐步下降。目前，公司业绩拐点已经基本确立,未来随着终端零售的恢复以及国际馆建设的加快，公司经营有望稳步恢复，进入较快发展阶段。

- **长期战略方向：O2O 消费模式+个性化定制，规模化生产**

  中长期来看,我们也看到公司在 O2O 与个性化定制、规模化生产方面的积极探索与布局,我们看好男鞋消费天然的 O2O 属性,而个性化定制将是未来发展的必然趋势,但对供应链的要求极高；随着大数据及 3D 打印技术的应用，我们也看到公司在供应链建设以及产品研发等方面的不断努力，一旦具备大规模推广的基础，将具有巨大的应用潜力，同时也将为带来更加极致的购物体验。

- **推出员工持股计划，彰显未来发展信心**

  公司于近期推出员工持股计划，参与对象覆盖公司 51 名高管及员工，该计划认购规模达到 1.33 亿元，锁定期 1 年。本次计划最大亮点在于采用份额分级结构放大员工购买股份损益，充分彰显其对公司未来发展信心，激励作用显著。

- **风险提示**

  终端零售环境持续低迷；行业调整期较长复苏缓慢；国际店开店速度不及预期。

- **调高评级至“买入”，合理估值 23 元**

  公司作为国内鞋企龙头，有望受益于行业低谷期的集中度提升以及竞争格局的变化，龙头优势更加突出。同时，通过国际馆等新渠道模式的推进也将进一步打开外延空间，未来经营有望稳步恢复，经营拐点已现，公司近期新推出员工持股计划，彰显未来发展信心.另外中长期来看公司在 O2O 及个性化定制、标准化生产方面的推进也值得期待。调整 14~16 年盈利预测至 0.59/0.78/0.99 元，调高评级至“买入”，公司合理估值 23 元，对应 15 年 PE 30X。

盈利预测和财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	3,455	2,796	2,836	3,184	3,517
(+/-%)	*16.5%*	*-19.1%*	*1.4%*	*12.2%*	*10.5%*
净利润(百万元)	513	274	238	312	396
(+/-%)	*12.2%*	*-46.6%*	*-13.3%*	*31.0%*	*27.0%*
摊薄每股收益(元)	1.28	0.68	0.59	0.78	0.99
EBIT Margin	18.4%	12.8%	12.4%	12.6%	14.0%
净资产收益率(ROE)	14.2%	7.4%	6.2%	7.9%	9.7%
市盈率(PE)	12.9	24.2	27.9	21.3	16.8
EV/EBITDA	14.5	18.9	20.0	17.5	14.4
市净率(PB)	1.8	1.8	1.7	1.7	1.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

公司简介：品牌价值突出的国内鞋业龙头 4
品牌价值持续提升，坚持差异化的多品牌策略 4
男鞋仍是未来发展重心，女鞋积极寻求突破 5
行业竞争形势渐趋于明朗，看好未来发展潜力 6
行业格局受外资影响较小，竞争格局有利于龙头企业发展 6
男鞋细分化需求有待挖掘，未来潜力依然巨大 7
公司经营有望稳步恢复，国际馆打开外延空间 9
渠道调整接近尾声，经营拐点基本确立 9
定增募资加快国际馆建设，外延空间有望打开 11
资金状况保持良好，为外延并购提供可能 13
中长期来看：O2O 模式+个性化定制，规模化生产 14
男鞋具有天然的 O2O 属性，互联网思维决定推广高度 14
个性化定制将是大势所趋，供应链改造为规模化生产提供可能 14
推出员工持股计划，彰显未来发展信心 16
本次持股计划覆盖公司主要高管及中坚力量 16
分级结构放大损益，激励作用显著 16
盈利预测及估值 17
盈利预测 17
绝对法估值 17
相对法估值 18
调高评级至“买入” 18
风险提示 18
附表：财务预测与估值 19
国信证券投资评级 20
分析师承诺 20
风险提示 20
证券投资咨询业务的说明 20

图表目录

图 1: 公司营业收入及增速 5
图 2: 公司净利润及增速 5
图 3: 公司营业收入分产品结构 5
图 4: 公司毛利分产品结构 5
图 5: 2003 年以来国内皮鞋产量及增速 6
图 6: 国内皮鞋制造收入及增速 6
图 7: 国内皮鞋制造利润及增速 6
图 8: 男鞋市场竞争格局演变 7
图 9: 世界主要国家及地区人均鞋类消费数量 8
图 10: 公司直营店占比提升显著 9
图 11: 公司渠道收缩速度逐步放缓 9
图 12: 公司单季度营收从 Q2 开始恢复正增长 10
图 13: 公司单季度盈利下滑幅度仍然较大 10
图 14: 公司毛利率受去库存影响较大 10
图 15: 公司 Q3 存货规模有所增加 10
图 16: 温州五马国际馆内部展示 11
图 17: 上海宝山国际馆内部展示 11
图 18: 公司国际馆模式推进有望加快 12
图 19: 国际馆项目投入估算（万元） 12
图 20: 休闲鞋在男鞋需求中占比较高 12
图 21: 公司资金状况较为良好（货币资金+其他流动资产） 13
图 22: 公司资产负债率水平较低 13
图 23: 电商模式创新必须迎合消费者真实需求的变化 14
图 24: 个性化定制大幅提升消费者购买效率 15
图 25: 传统的人工磨楦方式 15
图 26: 未来 3D 技术将在皮鞋生产中应用 15

表 1: 公司差异化的多品牌策略 4
表 2: 各收入水平下对不同价位鞋类产品的购买比例 8
表 3: 公司两种类型国际馆比较 11
表 4: 公司员工持股计划持有人情况 16
表 3: 分品牌盈利预测 17
表 4: 绝对估值的主要假设 17
表 5: 资本成本假定 18
表 6: 估值结果 18

公司简介：品牌价值突出的国内鞋业龙头

品牌价值持续提升，坚持差异化的多品牌策略

公司是全国最大的皮鞋生产与零售商之一，总部位于浙江省永嘉县，在多年发展过程中，通过持续的商业模式创新及品牌营销获得消费者的高度认可，品牌价值持续提升，在“2014 年品牌价值榜”中以品牌价值 155.29 亿元蝉联鞋制品首位。

公司主营男鞋、女鞋以及皮具三大类产品，其中男鞋已在全国市场建立显著的领先优势，市场占有率位居全国第一名，而女鞋经过多年的发展也已具备一定影响力，皮具则主要包括皮箱、皮夹等产品。

公司始终坚持以差异化为核心的多品牌策略，通过品牌风格、目标人群以及产品价格的差异化满足不同细分市场需求，提升消费者覆盖力度。公司旗下目前已拥有“奥康”、“康龙”、“红火鸟”、“美丽佳人”、“万利威德”五大鞋类品牌以及新成立的“LOAD MAX”渠道品牌，其中主打品牌“奥康”已是全国性知名品牌，在规模及影响力方面优势突出。

表 1：公司差异化的多品牌策略

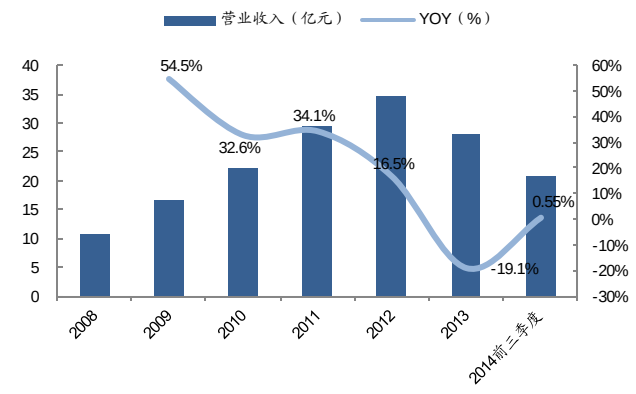
品牌名称	品牌 LOGO	品牌定位	目标人群	价格主区间
奥康	AOKANG 奥康	中档时尚商务鞋	20~45 岁商务人群	300~500
康龙	KANGLONG	中档休闲鞋	20~30 岁都市休闲人群	300~500
红火鸟	REDESS 红火鸟	中档流行潮鞋	18~35 岁年轻人群	200~300
美丽佳人	MeiRie'S Premium	中高档优雅女鞋	20~35 岁时尚女性白领	400~800
万利威德	VALLEVERDE EST. 1969	中高档经典时尚鞋	25~40 岁成功人群	1000~3000
LOAD MAX	LOAD MAX	时尚鞋履配饰品集成店	18~35 岁年轻时尚人群	300~500

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

受行业增长放缓及终端零售持续低迷的不利影响，公司在 2013 年加快渠道调整，通过关店及加盟转直营的方式渠道规模收缩明显，收入及盈利规模均明显下滑，2013 年实现收入 27.96 亿元，净利润 2.74 亿元，下滑幅度分别达 19.1%与 46.6%。

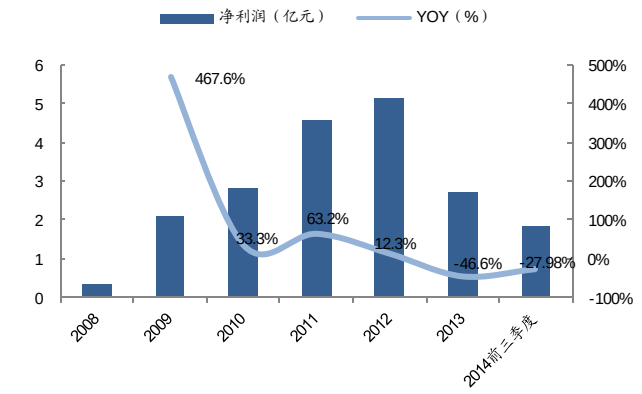
从 2014 年前三季度看，公司渠道调整仍在进行，但国际馆等新渠道模式的快速扩张使公司收入端已呈现企稳，而在去库存的阶段下，对利润端带来的压力依然明显，今年前三季度盈利继续呈现下滑，但下滑幅度已有所收窄，其中主要与今年前三季度促销力度加大（毛利率下滑）以及资产减值损失计提较多有关。

图 1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司净利润及增速

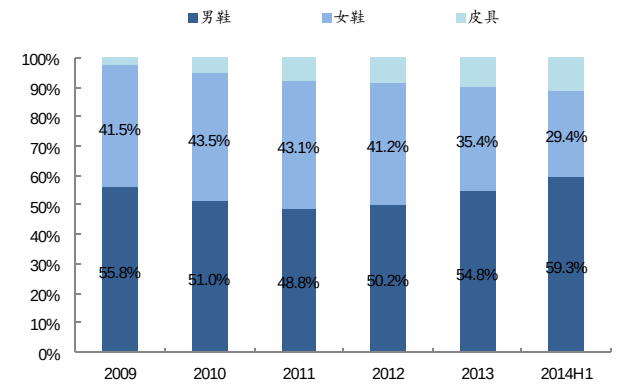


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

男鞋仍是未来发展重心，女鞋积极寻求突破

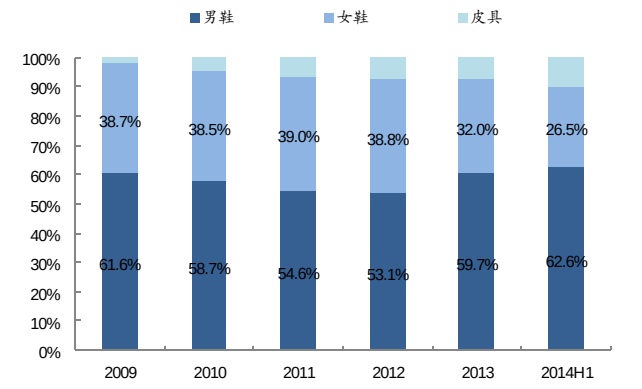
长期以来，公司在男鞋市场始终保持显著的领先优势，同时男鞋业务无论从收入端还是毛利贡献，都是公司经营业绩的主要来源。从 2014H1 来看，男鞋销售规模占比达到 59.3%，且近年来呈现持续提升态势，毛利贡献占比亦达到 62.6%。相比之下，公司在女鞋方面的市场地位并不如男鞋突出，在行业调整期受影响相对较大，销售占比呈现收缩态势。

图 3：公司营业收入分产品结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司毛利分产品结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

从市场格局看，国内男鞋竞争相对分散，尤其是在消费者覆盖最广的中档鞋市场，集中度仍然不高。因此，对于公司而言，通过充分发挥自身男鞋的竞争优势，在行业集中度提升过程中，有望迎来新的发展契机，男鞋也仍将是公司未来的发展重心。

女鞋方面，国内女鞋市场格局相对稳定，集中度较高，百丽国际、达芙妮以及部分国际品牌已在一二线市场树立领先优势，公司女鞋与红蜻蜓等品牌定位相似，主打三四线市场。虽然目前女鞋市场整体形势并不乐观，但公司仍希望在此期间不断提升内在基础，通过加大资源投入，在团队、渠道及模式等方面积极寻求突破，挖掘新的发展动力，从行业发展来看公司女鞋仍有很大提升空间。

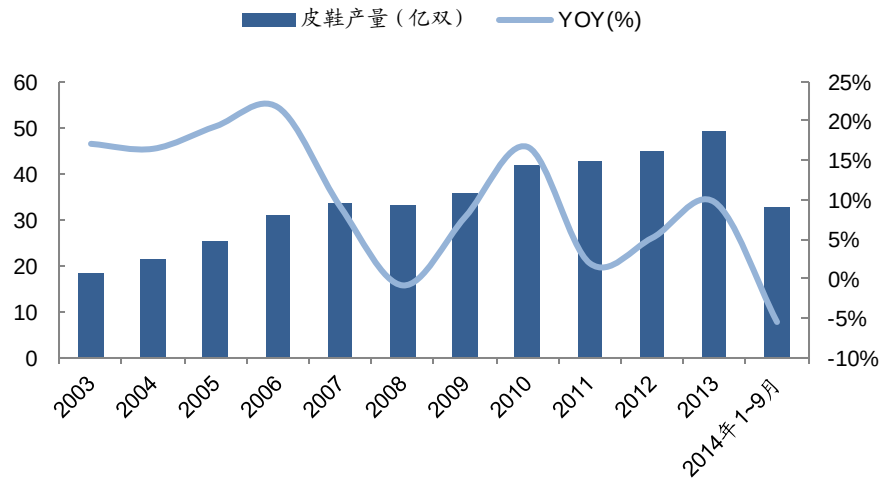
行业竞争形势渐趋于明朗，看好未来发展潜力

行业格局受外资影响较小，竞争格局有利于龙头企业发展

随着宏观经济的快速发展以及居民可支配收入的持续提升，国内皮鞋行业在自上世纪 90 年代中期以来保持着较为快速的增长态势，2013 年皮鞋产量达到 49.25 亿双，2003~2013 年复合增速达到 10.5%，同时国内皮鞋制造收入及利润也分别达到 4230 亿元与 291 亿元，2003~2013 年复合增速分别为 18.3%与 26.4%。

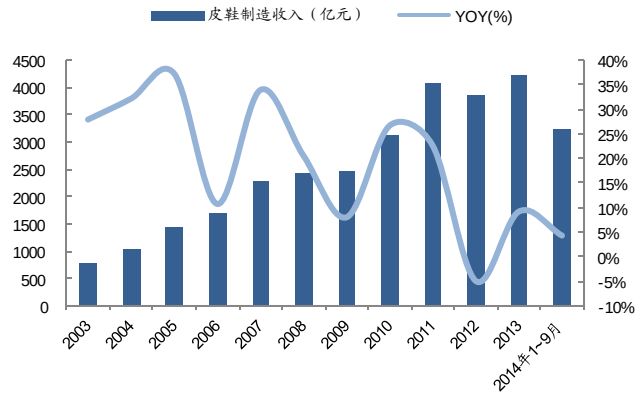
从近几年的发展来看，受制于上游原料端价格上涨以及下游消费市场需求疲软的共同影响，国内皮鞋行业在 2011 年之后增长速度明显放缓，无论是皮鞋产量增速，还是行业收入及利润增速，均处在低位震荡阶段，行业发展依然面临一定挑战。

图 5: 2003 年以来国内皮鞋产量及增速



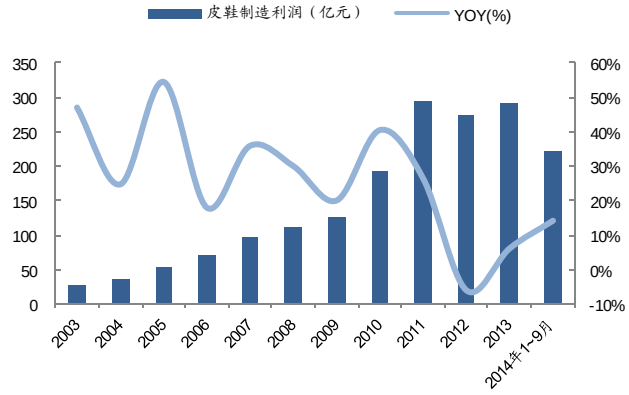
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 6: 国内皮鞋制造收入及增速



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 7: 国内皮鞋制造利润及增速



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

在国内鞋服市场中，男鞋步入调整相对较晚，大规模去库存是从 2013 年开始，除了在渠道方面采取关店、合并等调整方式外，以价格战为代表的大规模促销也频频出现。在行业调整阶段下，市场竞争要素也在发生变化，过去粗放式的渠道扩张已无法进一步支撑品牌企业的持续发展，竞争要素正在向产品研发、品牌建设以及供应链等核心能力转移。

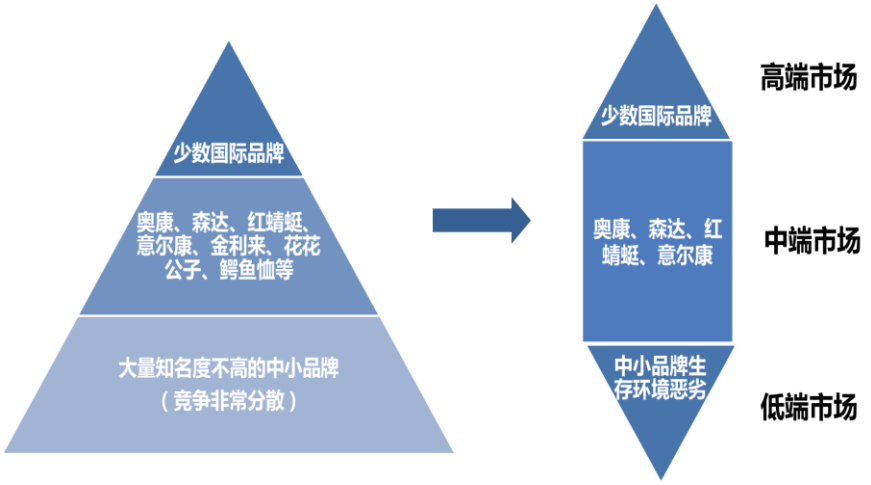
从市场竞争格局来看，经过这一轮行业洗牌，已逐步由“金字塔”型向“纺锤形”型演变并且目前竞争形势正趋于明朗。

一方面，在过去男鞋“金字塔”型的市场结构中，低端市场拥有最大的市场容量，但其中主要充斥着大量不知名品牌，竞争主要以价格和规模为主。随着消费升级的推动，消费者的品牌意识迅速提升，中端市场已成为市场结构中的主要部分，而对于低端市场的不知名品牌，则面临规模萎缩甚至淘汰的局面。

另一方面，在这轮行业调整中，中端市场各个品牌间分化更加明显，行业竞争主要向奥康、红蜻蜓、意尔康三家企业集中，同时经过渠道的激励竞争后，未来并不排除由三家进一步向两家集中的可能。在这种相对稳定的竞争格局下，奥康作为国内男鞋第一品牌，龙头优势也将更加突显。

同时，男鞋作为鞋服行业中受外资品牌冲击最小的细分市场之一，这种独特的行业格局优势也为本土龙头企业的长期发展提供了重要保障，未来发挥空间依然巨大。

图 8: 男鞋市场竞争格局演变



资料来源：中华商业信息中心、国信证券经济研究所整理

男鞋细分化需求有待挖掘，未来潜力依然巨大

从短期来看，如果宏观经济能够企稳并带来终端消费的复苏，皮鞋作为刚性需求，仍然具备较大的向上弹性；如果从中长期看，随着居民收入提升以及城市化进程加快，消费升级仍将是推动行业持续发展的主要动力，未来的市场发展潜力依然巨大。

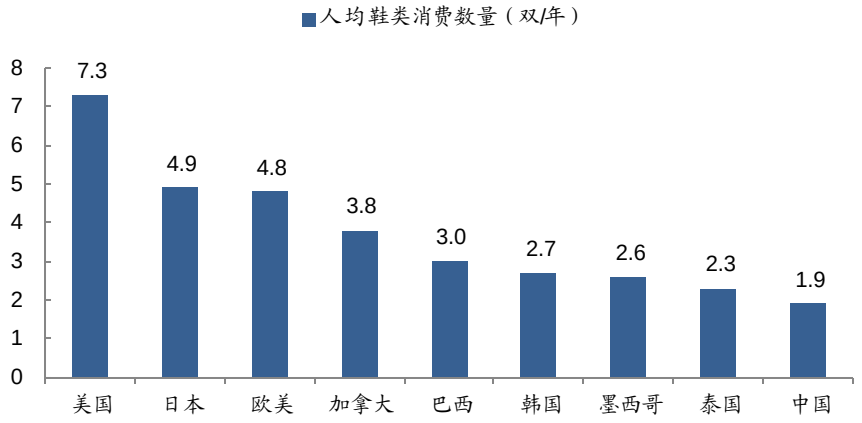
如果从男鞋市场来看，未来的增长空间将主要来自两个方面：

1）细分化、个性化需求推动人均消费量提升

从人均鞋类消费量考虑，目前中国与世界主要国家及地区相比差距仍然较大。根据国家统计局的数据，全国人均鞋类人均消费 1.9 双/年，其中城市居民人均

消费也仅为 2.5 双/年，相比于美国的 7.3 双/年以及日本的 4.9 双/年仍有很大的提升空间。

图 9: 世界主要国家及地区人均鞋类消费数量



资料来源：国家统计局、中国行业企业信息发布中心、国信证券经济研究所整理

同时，相比于女性较高的鞋类消费量，男性人均消费水平则非常有限，仅为 1~2 双/年，这与男性较为传统的消费观念密切相对，对产品舒适性、耐磨性、实用性的注重使其在鞋类消费上更趋于谨慎，平均每双鞋使用期长达半年以上。

随着追求个性化的消费时代逐步来临，男性对个人仪表及穿着配饰的要求会不断提高，对皮鞋的细分化需求也将日益突显，尤其是对于年轻白领人群。在日常工作场合穿休闲鞋，以及在周末休息时间穿懒人鞋，又或者在参加正式会议的场合穿商务鞋甚至是户外散步、健身时的运动鞋，不同场合下搭配不同类型的皮鞋，这将是未来推动男鞋消费量大幅提升的重要动力。

2）消费升级趋势下主力价格区间的持续上移

对于男鞋市场，目前国内呈现明显的两极分化态势，中低档产品主要集中在 500 元以下的价格带，而以意大利等国际品牌为代表的高档产品价位则在几千元甚至达到上万元。相对而言，从 500~1000 元的价格区间内产品覆盖度仍然很低，仅少数男鞋品牌能在此价格区间内获得消费者的认可。

因此，我们认为未来 500~1000 元的男鞋产品将是最具挖掘潜力的部分。一方面，在消费升级的大趋势下，消费者对男鞋的价格敏感度在逐步下降，而对产品功能、品牌及设计等方面更加看重，这为 500~1000 元产品的发展提供了巨大的需求空间。

另一方面，部分优势企业在品牌力方面已具备较强基础，关键在于产品设计及体验方面需要充分把握消费者的需求变化，无论从产品外形，还是内在装着体验，产品的升级将加快男鞋主力价格区间的持续上移。

表 2: 各收入水平下对不同价位鞋类产品的购买比例

家庭收入规模	5 万元以下	5~10 万	10~20 万	20~30 万	30~50 万	50 万元以上
500 元以下	74%	72%	56%	43%	32%	26%
500~1000 元	22%	25%	37%	50%	52%	54%
1000 元以上	4%	3%	7%	7%	15%	20%

资料来源：中华商业信息中心、国信证券经济研究所整理

公司经营有望稳步恢复，国际馆打开外延空间

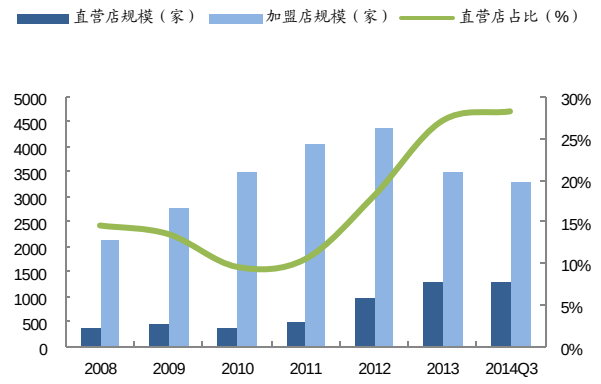
渠道调整接近尾声，经营拐点基本确立

随着市场增速的放缓，公司率先在行业内开始经营调整且在转型方面始终走在前列，其中最核心的调整策略就是加盟转直营。公司转直营策略开始于 2012 年底，通过 3~4 家小店合并为 1 家大店并收编为直营的方式，对终端渠道进行大规模调整。从 2013 年来看，实现转直营的门店规模已累计达到 800 多家（2012 年 300 家，2013 年 500 多家），直营店数量达到 1300 多家，实现转直营的门店主要分布于南方区域。

转直营策略是公司寻求模式转型的关键步骤，通过渠道的优化调整，整体布局更加合理，经营能力获得提升，并为未来的品牌升级及 O2O 转型奠定良好基础。同时，通过转直营策略，经销商的经营压力也获得释放，双方可充分发挥各自优势进行合作经营。预计加盟转直营在今年下半年会基本结束，而上半年公司仍在调整阶段，转直营规模在 200 家左右。

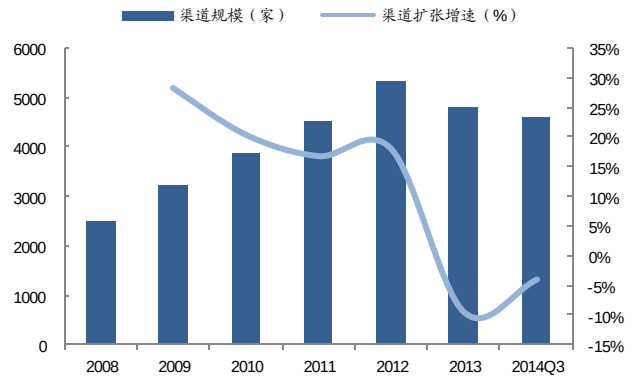
随着转直营的结束，公司近两年大规模的渠道调整也将接近尾声，目前公司共拥有直营店规模 1300 多家，加盟店规模 3300 多家。转直营带来公司直营店比例的持续攀升，目前直营店占比已达 28%，而在收入方面，公司直营收入在线下渠道中的占比也已达 50%以上。

图 10：公司直营店占比提升显著



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 11：公司渠道收缩速度逐步放缓



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

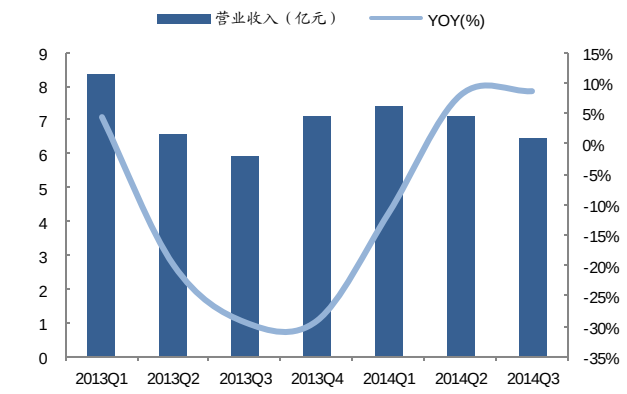
从收入端来看，公司单季度营收从今年 Q2 开始已恢复正增长（+8.1%），并在 Q3 继续保持 8.8%的增长，收入增速逐季改善且 14 年前三季度收入增长已转正，收入拐点基本确立。

我们认为，公司收入端的恢复主要来自两个方面：

一方面，加盟转直营效果正逐步显现，直营比例提升的同时，同店增长保持良好，受益于门店体验提升及产品改善，大店（包括国际馆）在竞争力方面显著领先于周边小店，引流优势愈加突出。

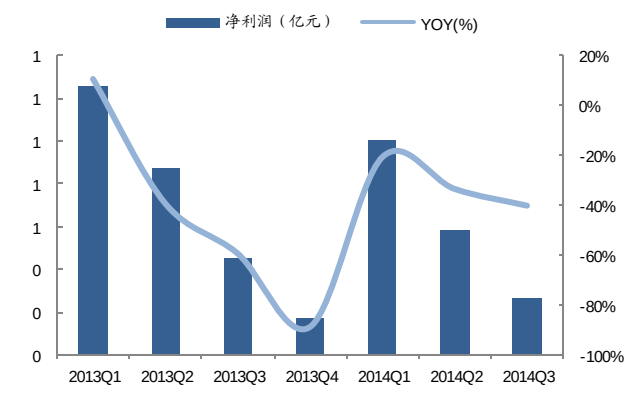
另一方面，经过近两年的调整，在公司对经销商较大力度的扶持下，终端零售已开始呈现企稳迹象，渠道库存规模逐步下降，经销商信心也有所恢复，整体经营已经见底。

图 12：公司单季度营收从 Q2 开始恢复正增长



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 13：公司单季度盈利下滑幅度仍然较大



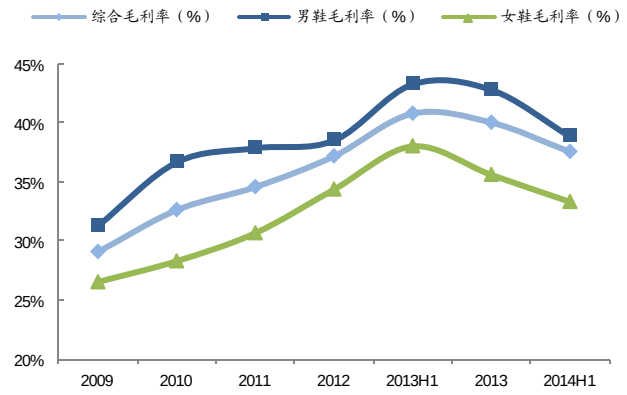
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

从盈利表现来看，公司单季度净利润继续呈现较大幅度的波动，且下滑幅度相对较大，Q3 单季度下滑 38.9%（前三季度下滑 28.0%），业绩下滑主要受促销力度加大以及资产减值损失计提较多所拖累。从财务角度来看，促销虽然对毛利率造成较大影响，但仍是公司积极去库存、去杠杆的战略选择，而对资产减值损失的计提，则更多是出于财务的谨慎性原则。

可以看到，公司自身的经营调整主要分为两个阶段，从 2012、2013 年的加盟转直营到今年大规模的集中去库存。考虑到渠道收编后自身库存的增加，以及对经销商的扶持下公司收回库存在直营店销售，致使存货规模从去年开始持续增加。

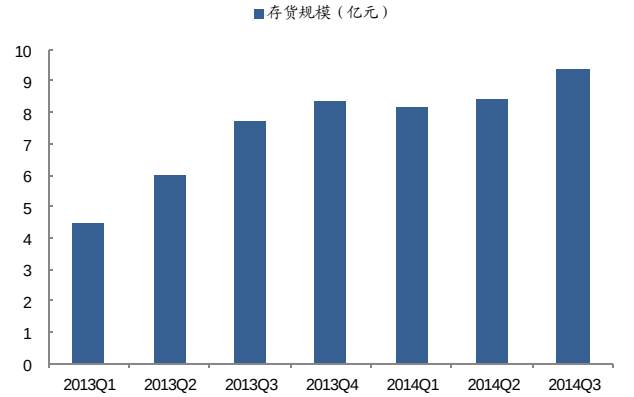
因此，公司今年的主要任务在于对过去两年库存的集中消化，从目前来看，加大促销力度带来较好的效果，上半年存货规模保持平稳。虽然 Q3 存货规模有所增加，我们认为主要与下半年国际馆开店速度加快导致铺货增加有关。

图 14：公司毛利率受去库存影响较大



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 15：公司 Q3 存货规模有所增加



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

未来随着终端零售的恢复以及新渠道扩张的加快，公司经营有望稳步恢复，而渠道调整接近尾声，以及今年对过去库存的集中消化，明后年的库存压力有望逐步缓解，毛利率以及利润端的压力也将获得释放。

定增募资加快国际馆建设，外延空间有望打开

奥康国际馆（名品馆）是公司在渠道转型方面的重大创新，通过对产品及服务的整合为消费者提供一站式的购物体验，并且根据消费者的生活方式将店铺分为优雅商务区、假日休闲区、时尚精品区等，能够满足不同层次的消费需求（产品价格从几百到数千元）。从产品来看，国际馆主要是以鞋类为主的多品牌、多品类集合门店，除了公司自有品牌“奥康”、“康龙”、“红火鸟”、“美丽佳人”、“VALLEVRDE”等，还引进 MARTINELLI 等欧洲知名品牌入驻。

国际馆可分为总店以及一般国际馆两种类型，其中总店经营面积达到 500~800 平米，将主要分布于一二线经济发展城市的重要商圈。如果从国际馆的开发级别来看，将按照 1.0、2.0 以及 3.0 的形式进行划分，目前已开发的门店均属于 1.0，未来新开发的总店将陆续升级为 2.0 形式，在产品及服务体验方面将进一步丰富化、便捷化。

表 3：公司两种类型国际馆比较

	经营面积（平米）	渠道分布	品牌集中	提供服务
总店	500~800	一二线城市重要商圈等	自有品牌及国际知名品牌	O2O 消费、高级定制
一般国际馆	200~500	一线城市二级商圈及二线城市核心商圈等	自有品牌及国际知名品牌	/

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 16：温州五马国际馆内部展示

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

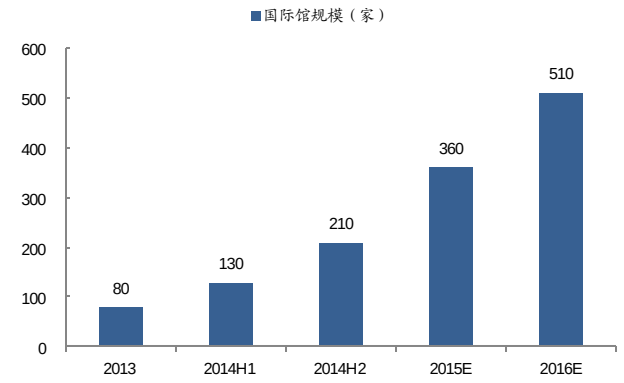
图 17：上海宝山国际馆内部展示

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

公司国际馆模式推进开始于 2013 年初，首家奥康国际馆在温州五马街开业，截止目前，公司已开业国际馆数量达 170 家左右，其中今年已开业达 90 家（Q3 约 40 家），下半年整体开店速度较上半年进一步加快（预计 Q4 将开业 40~60 家）。同时，公司计划在未来两年继续新增 300 家以上的国际馆，外延扩张有望加快。

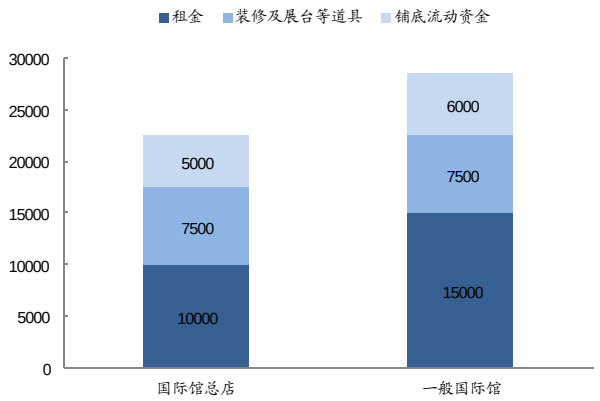
为支持国际馆模式推进，公司于今年 5 月发布定增预案，拟向大股东奥康投资及汇康资产管理计划（汇添富基金负责管理）募资 4.017 亿元，募集资金将用于未来三年新建国际馆 150 家（其中总店 50 家）。从项目投入来看，租金部分投入占比最大，达到 50%左右，其余分别是装修及展台等道具投入以及铺底的流动资金。

图 18: 公司国际馆模式推进有望加快



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 19: 国际馆项目投入估算（万元）



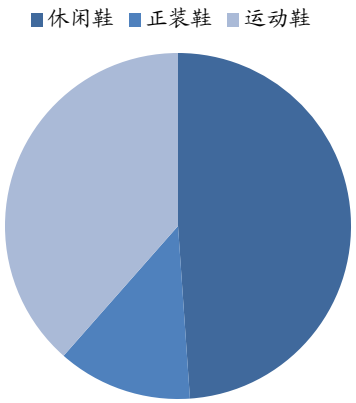
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

我们认为，国际馆在行业内具有显著的差异化优势，且盈利能力较强，未来随着国际馆外延扩张的加快以及规模占比的提升，对公司业绩的贡献也愈加明显。公司国际馆模式其竞争优势主要体现在三个方面：

1）渠道定位更加契合消费者对休闲时尚的追求

国际馆无论是门店面积，还是品牌丰富度，都能给予消费者良好的购物体验，并且通过引入国际知名品牌能够让消费者更近距离感受到国际最新潮、最时尚的感觉。同时，随着男士对休闲生活的注重，男士休闲鞋需求已成为其鞋类消费的重要选择，公司的休闲品牌结合国际馆高端舒适的购物环境，也有望获得较好的发展机遇。

图 20: 休闲鞋在男鞋需求中占比较高



资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

2）强大的品牌力是大店化模式的重要支撑

随着门店走向大店化、高端化，品牌与门店之间的匹配也将成为关键问题。虽然目前已有部分鞋服品牌也开始尝试大店化思路，但效果并不显著，其中的重要原因就在于品牌力不足以支撑门店档次的迅速提升。

对于公司而言，长期的品牌推广已使“奥康”深入大众消费者的内心，品牌与国际馆具有较高的契合度，能够充分发挥“奥康”的品牌优势以及国际馆的体验优势提升客流量（客流量比普通装卖店高约 30%），并在与周边小店的竞争

中独树一帜，不断强化自身优势。

3）良好的盈利能力为大规模推进国际馆建设提供保证

对于目前已开业的国际馆，整体经营状况良好，其中有 50%的门店当年即实现盈利，部分门店在第二年实现盈利，较强的盈利能力是未来国际馆建设进一步的重要保证。

一方面，国际馆在区位布局上更加合理，且对周边具有较强的辐射作用，随着经营期的放长，国际馆经营优势也在逐步显现并带来销售业绩上的提升。目前，经营期已超过 1 年的部分国际馆，同店增速可达到 20%~30%甚至更高。公司对于国际馆总店与一般国际馆的销售目标分别为 1000 万与 500 万（部分区域门店已达到）。

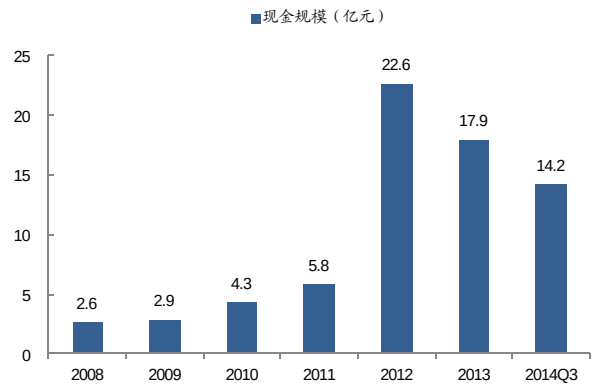
另一方面，与 3~4 个小店相比，国际馆的单位租金成本及人工成本较低，尤其是通过将一楼门店延伸至租金相对较低的二楼，有效降低租金成本，盈利能力获得提升。

资金状况保持良好，为外延并购提供可能

从财务状况看，公司在上市以后出于审慎的战略选择，并未进行大规模的外延扩张以及并购，同时在稳健的经营性现金流基础上，公司资金状况保持良好，截止 2014 年 Q3，公司共拥有现金规模近 14 亿元。同时，公司资产负债率处于较低水平，且负债多为经营性负债，资产质量较高，良好的资金状况及资产结构也为外延并购提供可能。

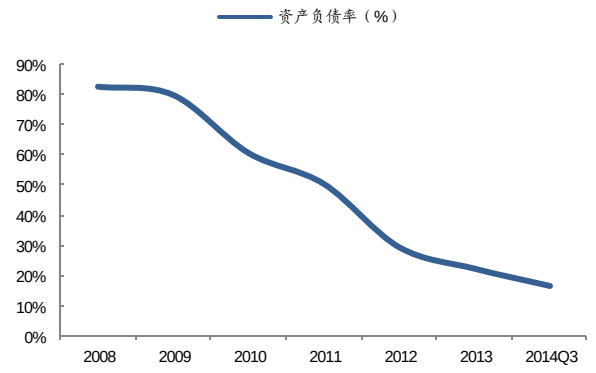
在目前的行业调整阶段，龙头企业有望充分受益于市场集中度的提升，以外延并购来推进行业整合的难度及成本也相对较低。我们认为，对公司而言，纯粹以扩大体量为目标的外延并购意义并不大，关键仍然在于能够对公司现有产品及模式进行补充，包括对国际馆现有品牌的补充，或者能够在线上方面具备技术优势的企业等。

图 21：公司资金状况较为良好（货币资金+其他流动资产）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 22：公司资产负债率水平较低



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

中长期来看：O2O 模式+个性化定制，规模化生产

男鞋具有天然的 O2O 属性，互联网思维决定推广高度

公司在电商方面发力较早，从今年前三季度来看，电商增速在 20%左右，收入占比近 10%。未来公司电商业务的发展机遇将更多体现在移动互联时代的 O2O 创新上，这也是公司目前正在积极探索的重要领域。

男鞋是天然具备 O2O 属性的品类之一，一方面，女鞋更看重设计和款式，男鞋更看重舒适度，因此男鞋的购买往往离不开线下体验；另一方面，男性对淘宝等线上平台的购物热衷度远不如女性，尤其对于使用期较长的男鞋，线下购买仍然是男性的主要偏好。

因此，基于移动互联的大背景及技术应用，凭借线下国际馆良好的购物体验以及线上便捷的购买支付和引流反馈流程，O2O 线上线下互动在男鞋客群中仍然具备较大的推广潜力。关键在于，如何借助互联网为消费者提供更多高附加值的产品与服务，迎合消费者真实需求的变化，实现最佳的购物模式。

图 23：电商模式创新必须迎合消费者真实需求的变化

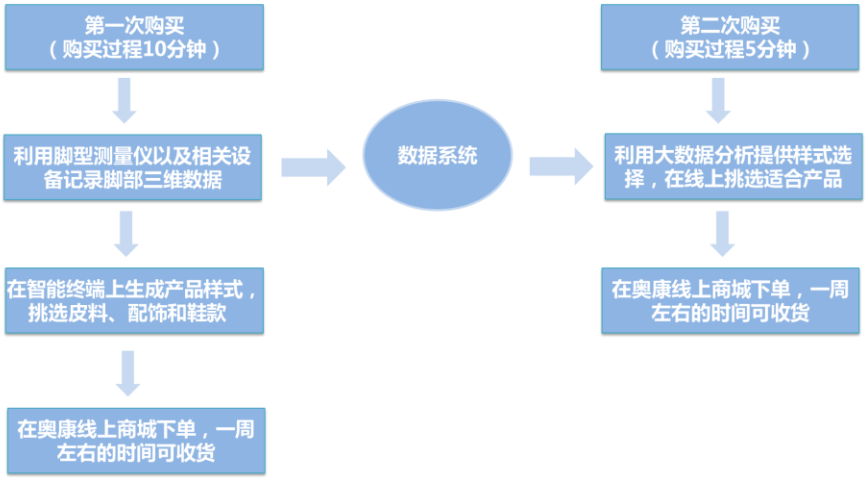
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

个性化定制将是大势所趋，供应链改造为规模化生产提供可能

随着消费者对产品极致体验的追求，对产品舒适度的要求也会不断提升，个性化消费特征将愈来愈明显，尤其是对于男鞋品类，个性化定制（C2B）模式未来将具备很大的发展前景。目前，我们也看到公司在这方面的努力和进展。

对于男鞋产品，除了对时尚性的要求，最关键的仍然是舒适度，公司目前已经在逐步推广脚型测量仪，它不仅能够解决产品舒适度的问题，同时通过完整记录消费者的脚型数据并将之存于公司数据系统中，容易形成个性化产品并大大提升消费者重复购买的效率，后续购买均可利用大数据分析为其提供最适合的产品选择。

图 24: 个性化定制大幅提升消费者购买效率



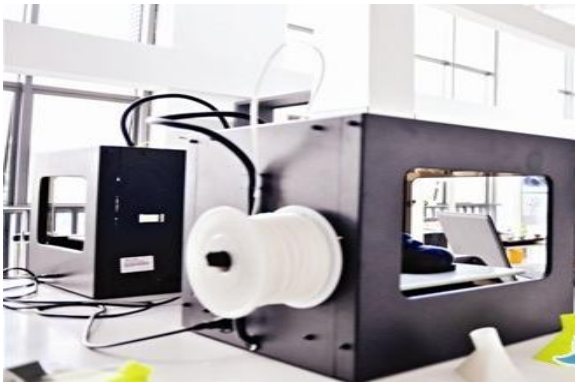
资料来源：世界服装鞋帽网、国信证券经济研究所整理

目前，个性化定制模式主要在温州地区的部分国际馆进行推广，消费者仅需在第一次购买时记录脚型数据，在未来重复购买时即可通过线上平台选择适合产品并下单。这种先下单、后生产的模式对供应链的要求极高，包括反应速度和生产成本的控制等方面。随着大数据、3D 打印等技术的逐步成熟，未来规模化生产也将成为可能。过去在传统的人工磨楦方式下，人工成本较高，相比之下，大数据、3D 打印等技术的应用在保证皮鞋舒适度的同时，生产成本也会逐步下降，同时大幅提高生产效率。因此，我们也看到公司在供应链建设以及产品研发等方面的不断努力，一旦具备大规模推广的基础，将具有巨大的应用潜力。

图 25: 传统的人工磨楦方式

资料来源：世界服装鞋帽网、国信证券经济研究所整理

图 26: 未来 3D 技术将在皮鞋生产中应用



资料来源：世界服装鞋帽网、国信证券经济研究所整理

推出员工持股计划，彰显未来发展信心

本次持股计划覆盖公司主要高管及中坚力量

公司董事会于近期通过《员工持股计划（草案）》，这是公司首次选择以员工持续的形式实施激励。本次员工持续计划拟设立后委托汇添富基金管理股份有限公司管理，并通过设立“汇添富-奥康国际-优势企业员工持股计划 1 号资产管理计划”购买公司股份实施。

该计划持股上限为 2.66 亿份（每份份额为 1.00 元，并按照 1:1 的比例设立优先级份额和次级份额），其中次级份额由公司员工持续计划全额认购，锁定期 12 个月，存续期 36 个月。本次持股计划的参与人员覆盖了公司主要高管及中坚力量，其中包括公司董事、监事、高级管理人员 9 人以及 42 名公司员工，参与购股资金主要来自合法薪酬、自筹资金等。

9 名董事、监事及高级管理人员分别为公司董事兼副总裁徐旭亮，董事兼副总裁周盘山，监事潘少宝、姜一涵，CFO（财务负责人）王志斌，副总裁周威、罗会榕、温媛瑛，董事会秘书陈文馗，9 人拟合计出资 2800 万元，占本次持股计划募集资金 1.33 亿元（购买资产管理计划 1.33 亿次级份额）的 21.05%。

表 4: 公司员工持股计划持有人情况

持有人	人数	出资额（万元）	出资比例（%）
公司部分董事、监事及高级管理人员	9 人	2800	21.05%
公司其他员工	42 人	10500	78.95%
合计	51 人	13000	100.00%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

本次员工持股计划中，任何持有人所持股票数量不会超过公司总股本的 1%，持股计划将在股东大会（2014 年 11 月 10 日）审议通过之后的 6 个月内实施，通过二级市场购买公司股票（包括但不限于大宗交易，协议转让）。

若以公司 11 月 7 日最新的收盘价 15.91 元/股估算，优势企业持股计划 1 号购买公司股票上限约为 1672 万股，占公司总股本比例为 4.17%。

分级结构放大损益，激励作用显著

自今年 6 月证监会发布《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》以来，已有多家 A 股上市公司推出员工持股计划，相比于过去的股权激励形式，员工持股计划覆盖面更广，且更具灵活性，在提高员工积极性方面有望发挥积极作用。

对于公司而言，本次员工持股计划的最大亮点在于采用了份额分级结构，以 1:1 的形式划分优先级份额和次级份额，其中 1.33 亿份优先级份额按照 7.5%的年基准收益率按实际存续天数优先获得收益，公司控股股东奥康投资为优先级份额权益提供担保。对于 1.33 亿份次级份额，则由本次持股计划参与人全额认购，通过对优先分配权的让渡，获取超额收益分配权，员工持股购买股份的份额损益也将被放大，表现出较高收益与较高风险的特征，换言之，其净值跌幅有可能超过公司股价的跌幅。

我们认为，公司此次在员工持股计划中加入了杠杆工具，放大员工购买股份损

益的同时，也充分彰显了公司及本次计划参与人对未来发展的信心，具有显著的激励作用。

盈利预测及估值

盈利预测

表 5: 分品牌盈利预测

（单位:百万元）	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
男鞋收入	1128	1449	1733	1533	1809	2026	2229
-YOY	21.3%	28.4%	19.6%	-11.5%	18.0%	12.0%	10.0%
毛利率	36.7%	37.9%	38.6%	42.9%	38.5%	39.0%	40.0%
女鞋收入	962	1279	1422	990	693	762	839
-YOY	39.1%	33.0%	11.2%	-30.4%	-30.0%	10.0%	10.0%
毛利率	28.3%	30.7%	34.4%	35.6%	32.0%	33.0%	34.0%
皮具收入	117	219	265	244	305	366	421
-YOY	304.5%	87.1%	20.9%	-7.7%	25.0%	20.0%	15.0%
毛利率	29.2%	30.4%	35.2%	33.7%	32.0%	32.0%	32.0%
其他收入	3	19	36	29	29	29	29
-YOY	-80.1%	493.1%	87.7%	-19.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	13.4%	90.1%	95.7%	94.5%	90.0%	90.0%	90.0%
合计	2211	2966	3455	2796	2836	3184	3517
-YOY	32.6%	34.1%	16.5%	-19.1%	1.4%	12.2%	10.5%
毛利率	32.6%	34.6%	37.2%	40.0%	36.7%	37.2%	38.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

绝对法估值

在收入增长率方面，我们预测公司 2014~2016 年分别为 1.4%、12.2%及 10.5%，此后每年的收入增速递减，到 2023 年为 3%。毛利率方面，我们预测 2014~2016 年分别为 36.7%，37.2%及 38.0%，2017-2023 年基本维持在 39%的水平。具体的假设详见表 3。

表 6: 绝对估值的主要假设

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入增长率	34.15%	16.50%	-19.07%	1.43%	12.25%	10.48%	10.00%	9.00%	8.00%	7.00%	5.00%	4.00%	3.00%
毛利率	34.56%	37.16%	40.01%	36.74%	37.22%	38.02%	39.00%	39.00%	39.00%	39.00%	39.00%	39.00%	39.00%
管理费用/营业收入	5.34%	5.86%	7.14%	7.10%	7.40%	7.10%	7.00%	6.90%	6.80%	6.70%	6.60%	6.50%	6.40%
销售费用/销售收入	9.92%	11.67%	18.55%	16.40%	16.40%	16.10%	16.20%	16.40%	16.60%	16.80%	17.00%	17.20%	17.40%
营业税及附加/营业收入	0.63%	0.71%	0.66%	0.65%	0.65%	0.65%	0.67%	0.69%	0.71%	0.73%	0.75%	0.77%	0.79%
所得税税率	23.28%	22.40%	26.94%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
股利分配比率	2.76%	19.26%	58.75%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源：国信证券经济研究所预测

表 7：资本成本假定

无杠杆 Beta	0.7	Kd	5.50%
无风险利率	3.20%	T	25.00%
股票风险溢价	5.70%	Ka	7.19%
公司股价	16.57	有杠杆 Beta	0.70
发行在外股数	401	Ke	7.2%
股票市值(E)	6644	E/(D+E)	99.85%
债务总额(D)	10	D/(D+E)	0.15%
永续增长率（10 年后）	3.0%	WACC	7.19%

资料来源：国信证券经济研究所预测

表 8：估值结果

估值方法	每股价值
APV	27.63
FCFF	25.67
AE	18.87
EVA	25.18
FCFE	26.07
DDM	16.13

资料来源：国信证券经济研究所预测

依据上述假设采取各类估值方法测算的公司价值为 16.13~27.63 元/股，平均为 21.88 元/股，对应 2014~2016 年的 P/E 为 37.1/28.0/22.1 倍。

相对法估值

公司目前已经迎来经营拐点，未来业绩有望步入上升轨道，我们预计公司 2015 与 2016 年盈利增速将分别达到 31.0%与 27.0%。考虑到公司在行业内的龙头优势以及未来在模式创新方面的潜在空间，给予公司合理估值 23 元，对应 2015 年 PE 30X。

调高评级至“买入”

公司作为国内鞋企龙头，有望受益于行业低谷期的集中度提升以及竞争格局的变化，龙头优势更加突出。同时，通过国际馆等新渠道模式的推进也将进一步打开外延空间，未来经营有望稳步恢复，经营拐点已现，公司近期新推出员工持股计划，彰显未来发展信心.另外中长期来看公司在 O2O 及个性化定制、标准化生产方面的推进也值得期待。调整 14~16 年盈利预测至 0.59/0.78/0.99 元，调高评级至“买入”，公司合理估值 23 元，对应 15 年 PE 30X。

风险提示

- 终端零售环境持续低迷；
- 行业调整期较长复苏缓慢；
- 国际店开店速度不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1293	1665	1693	1710
应收款项	1094	932	1047	1156
存货净额	834	732	756	704
其他流动资产	702	624	637	703
流动资产合计	**3923**	**3954**	**4132**	**4274**
固定资产	392	535	661	793
无形资产及其他	198	193	189	185
投资性房地产	266	266	266	266
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**4779**	**4948**	**5248**	**5518**
短期借款及交易性金融负债	13	10	10	10
应付款项	728	878	1026	1114
其他流动负债	318	245	273	296
流动负债合计	**1059**	**1133**	**1308**	**1420**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	**0**	**0**	**0**	**0**
负债合计	**1059**	**1133**	**1308**	**1420**
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	3720	3815	3939	4098
负债和股东权益总计	**4779**	**4948**	**5248**	**5518**

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.68	0.59	0.78	0.99
每股红利	0.40	0.36	0.47	0.59
每股净资产	9.28	9.51	9.82	10.22
ROIC	8%	7%	8%	10%
ROE	7%	6%	8%	10%
毛利率	40%	37%	37%	38%
EBIT Margin	13%	12%	13%	14%
EBITDA Margin	15%	14%	14%	16%
收入增长	-19%	1%	12%	10%
净利润增长率	-47%	-13%	31%	27%
资产负债率	22%	23%	25%	26%
息率	2%	2%	3%	4%
P/E	24.2	27.9	21.3	16.8
P/B	1.8	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	18.9	20.0	17.5	14.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	**2796**	**2836**	**3184**	**3517**
营业成本	1677	1794	1999	2180
营业税金及附加	18	18	21	23
销售费用	519	465	522	566
管理费用	211	206	240	254
财务费用	(19)	(19)	(21)	(22)
投资收益	18	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(45)	(71)	(25)	(5)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	362	300	398	511
营业外净收支	13	17	17	17
利润总额	**375**	**317**	**415**	**528**
所得税费用	101	79	104	132
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**274**	**238**	**312**	**396**

现金流量表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	**274**	**238**	**312**	**396**
资产减值准备	22	(45)	0	0
折旧摊销	36	36	54	67
公允价值变动损失	45	71	25	5
财务费用	(19)	(19)	(21)	(22)
营运资本变动	(843)	374	25	(13)
其它	(22)	45	0	0
经营活动现金流	**(488)**	**718**	**415**	**455**
资本开支	(123)	(200)	(200)	(200)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(123)**	**(200)**	**(200)**	**(200)**
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(161)	(143)	(187)	(237)
其它融资现金流	18	(3)	0	0
融资活动现金流	**(304)**	**(146)**	**(187)**	**(237)**
现金净变动	**(914)**	**372**	**28**	**17**
货币资金的期初余额	2207	1293	1665	1693
货币资金的期末余额	1293	1665	1693	1710
企业自由现金流	(562)	474	180	224
权益自由现金流	(543)	485	196	241

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		**策略**		**技术分析**	
董德志	021-60933158	郦　彬	021-6093 3155	闫　莉	010-88005316
钟正生	010-88005308	马　韬	021-60933157		
林　虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
固定收益		**大宗商品研究**		**互联网**	
董德志	021-60933158	马　韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵　婧	021-60875174	郦　彬	021-6093 3155	郑　剑	010-88005307
魏玉敏	021-60933161	郑　东	010-66025270	李树国	010-88005305
医药生物		**社会服务(酒店、餐饮和休闲)**		**家电**	
张其立	0755-82139908	曾　光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
贺平鸽	0755-82133396	钟　潇	0755-82132098	曾　婵	0755-82130646
林小伟	0755-22940022				
邓周宇	0755-82133263				
李少思	021-60933152				
通信服务		**电子**		**环保与公共事业**	
程　成	0755-22940300	刘　翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077			徐　强	010-88005329
军工		**机械**		**非金属及建材**	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		陈　玲	021-60875162	刘　宏	0755-22940109
		成尚汶	010-88005315		
房地产		**食品饮料**		**汽车及零配件**	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏 09660	021-60933167	丁云波	0755-22940056
朱宏磊	0755-82130513	龙　飞	0755-82133920		
电力设备				**建筑工程**	
杨敬梅	021-60933160			邱　波	0755-82133390
				刘　萍	0755-22940678
农林牧渔		**轻工造纸**			
杨天明	021-60875165	邵　达	0755-82130706		
赵　钦	021-60933163				
银行		**金融工程**			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周　琦	0755-82133568		
		钱　晶	021-60875163		
		黄志文	0755-82133928		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	魏　宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	李　佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原　祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	郑　灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
甄　艺	010-66020272 18611847166	唐泓翼	13818243512	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨　柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	吴　国	15800476582	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		储贻波	18930809296	刘紫微	13828854899
		倪　婧	18616741177	许樱之	18688989863
				黄明燕	18507558226