调整步入尾声，业绩拐点渐进

■**去库存接近尾声，业绩拐点渐进。**面对行业低迷，公司对经营方面的调整较为迅速，通过加大折扣、扶持经销商等方式维护经销体系稳定性，并且转直营策略基本结束，在低基数背景下业绩有望在 2015 年回升。目前探索大店及国际馆平台建设，引进奥康、康龙等自有品牌和 MARTINELLI 等国际知名品牌，大力发展线上业务、探索 O2O 模式，通过品牌整合和营销模式升级为消费者提供一站式购物体验，中长期看有助于提升公司核心竞争力。

■**推出员工持股计划，内嵌杠杆彰显信心。**公司 10 月份推出员工持股计划，参与对象覆盖公司 51 名高管及员工，认购规模达到 1.33 亿元（占总市值比例约 4.17%），锁定期 1 年。本次计划以 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。持股计划内嵌杠杆将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。

■**投资建议：**男鞋行业调整较晚，但作为行业龙头，公司通过调整升级渠道结构、引入国际品牌等方式优化营销体系、提升品牌形象，未来或将在鞋类可穿戴设备等方面进行探索。我们认为公司业绩有望在 2015 年有所回升，同时员工持股计划的推出彰显公司内部对自身价值的认可，预计公司 2014-2016 年净利润分别为 3.02/3.74/4.65 亿元，EPS0.63/0.78/0.97 元，维持评级为“增持-A”，6 个月目标价为 23.4 元，对应 2015 年 30 倍 PE。

■**风险提示：**1）直营化费用增加超预期；2）男鞋行业持续低迷；3）国际馆效果低于预期

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,455.1	2,796.2	2,832.8	3,243.4	3,785.4
净利润	513.3	274.2	302.0	373.9	465.2
每股收益(元)	1.28	0.68	0.63	0.78	0.97
每股净资产(元)	8.99	9.28	8.34	8.88	9.56

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	14.4	27.0	29.4	23.8	19.1
市净率(倍)	2.1	2.0	2.2	2.1	1.9
净利润率	14.9%	9.8%	10.7%	11.5%	12.3%
净资产收益率	14.2%	7.4%	7.5%	8.8%	10.1%
股息收益率	2.2%	1.2%	1.0%	1.3%	1.6%
ROIC	64.4%	18.9%	11.5%	287.7%	45.0%

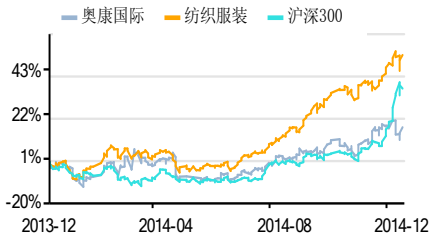
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	增持-A
	维持评级
6 个月目标价	23.40 元
股价（2014-12-15）	18.54 元

交易数据

总市值（百万元）	7,410.11
流通市值（百万元）	2,161.22
总股本（百万股）	400.98
流通股本（百万股）	116.95
12 个月价格区间	13.12/18.48 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-13.09	-11.12	-10.44
绝对收益	10.00	19.84	22.06

苏林洁 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514110002
sulj@essence.com.cn
021-68763865

相关报告

奥康国际：渠道拓展仍有空间	2012-09-27
奥康国际：多品牌运营与渠道推广：奥康国际 2012 年中报点评	2012-08-22
奥康国际：中档皮鞋领头羊：IPO 新股分析报告	2012-04-12

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总(2014 年 12 月 14 日)

利润表

（百万元）	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	**3,455.1**	**2,796.2**	**2,832.8**	**3,243.4**	**3,785.4**
减:营业成本	2,171.1	1,677.4	1,698.7	1,913.8	2,207.9
营业税费	24.5	18.4	19.8	22.7	26.5
销售费用	403.4	518.6	518.4	587.1	677.6
管理费用	213.3	210.9	212.5	243.3	283.9
财务费用	-25.8	-18.6	-32.8	-45.6	-48.9
资产减值损失	23.5	45.4	50.0	50.0	50.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	0.5	17.9	6.1	8.2	10.8
营业利润	**645.6**	**362.1**	**372.4**	**480.4**	**599.1**
加:营业外净收支	15.9	13.3	30.4	19.8	21.2
利润总额	**661.5**	**375.3**	**402.8**	**500.3**	**620.3**
减:所得税	148.2	101.1	106.7	130.1	155.1
净利润	**513.3**	**274.2**	**302.0**	**373.9**	**465.2**

资产负债表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	2,207.3	1,292.8	3,780.9	3,243.6	4,282.1
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	1,343.0	1,092.7	133.8	154.5	181.9
应收票据	7.3	1.1	10.5	1.2	12.3
预付帐款	316.4	196.6	91.4	316.4	190.3
存货	542.4	834.2	129.4	1,045.8	427.6
其他流动资产	66.8	505.3	208.8	260.3	324.8
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	7.8	7.5	7.5	7.5	7.5
固定资产	260.3	264.3	239.7	215.1	190.5
在建工程	10.1	127.5	126.8	126.8	126.8
无形资产	207.1	197.8	188.7	182.3	175.6
其他非流动资产	126.9	258.8	105.2	95.2	106.6
资产总额	**5,095.3**	**4,778.7**	**5,022.5**	**5,648.7**	**6,026.1**
短期债务	64.1	13.3	-	-	-
应付帐款	584.8	544.7	341.4	716.4	570.0
应付票据	670.0	325.1	532.2	501.9	703.8
其他流动负债	170.5	175.8	143.6	167.0	163.3
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	-	-	-	-	-
负债总额	**1,489.4**	**1,059.0**	**1,017.2**	**1,385.3**	**1,437.0**
少数股东权益	**-**	**-**	**-5.9**	**-9.6**	**-9.6**
股本	401.0	401.0	481.2	481.2	481.2
留存收益	3,204.9	3,318.7	3,530.1	3,791.9	4,117.5
股东权益	**3,605.9**	**3,719.7**	**4,005.4**	**4,263.4**	**4,589.1**

财务指标

（百万元）	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长性					
营业收入增长率	16.5%	-19.1%	1.3%	14.5%	16.7%
营业利润增长率	20.9%	-43.9%	2.9%	29.0%	24.7%
净利润增长率	12.2%	-46.6%	10.1%	23.8%	24.4%
EBITDA 增长率	14.6%	-42.0%	-1.1%	25.4%	24.6%
EBIT 增长率	14.2%	-44.6%	-1.1%	28.0%	26.5%
NOPLAT 增长率	15.5%	-47.8%	-0.5%	28.9%	28.3%
投资资本增长率	77.8%	63.7%	-94.9%	719.9%	-79.0%
净资产增长率	206.1%	3.2%	7.7%	6.4%	7.6%
利润率					
毛利率	37.2%	40.0%	40.0%	41.0%	41.7%
营业利润率	18.7%	12.9%	13.1%	14.8%	15.8%
净利润率	14.9%	9.8%	10.7%	11.5%	12.3%
EBITDA/营业收入	18.9%	13.6%	13.2%	14.5%	15.5%
EBIT/营业收入	17.9%	12.3%	12.0%	13.4%	14.5%
运营效率					
固定资产周转天数	24	34	32	25	19
流动营业资本周转天数	62	157	72	-3	4
流动资产周转天数	331	541	526	520	496
应收帐款周转天数	112	157	78	16	16
存货周转天数	51	89	61	65	70
总资产周转天数	389	636	623	592	555
投资资本周转天数	108	225	145	57	53
投资回报率					
ROE	14.2%	7.4%	7.5%	8.8%	10.1%
ROA	10.1%	5.7%	5.9%	6.6%	7.7%
ROIC	64.4%	18.9%	11.5%	287.7%	45.0%
费用率					
销售费用率	11.7%	18.5%	18.3%	18.1%	17.9%
管理费用率	6.2%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
财务费用率	-0.7%	-0.7%	-1.2%	-1.4%	-1.3%
三费/营业收入	17.1%	25.4%	24.6%	24.2%	24.1%
偿债能力					
资产负债率	29.2%	22.2%	20.3%	24.5%	23.8%
负债权益比	41.3%	28.5%	25.4%	32.5%	31.3%
流动比率	3.01	3.70	4.28	3.63	3.77
速动比率	2.65	2.92	4.15	2.87	3.47
利息保障倍数	-24.02	-18.45	-10.34	-9.53	-11.26
分红指标					
DPS(元)	0.40	0.22	0.19	0.23	0.29
分红比率	31.2%	32.2%	30.0%	30.0%	30.0%
股息收益率	2.2%	1.2%	1.0%	1.3%	1.6%

现金流量表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	513.3	274.2	302.0	373.9	465.2
加:折旧和摊销	62.3	106.8	35.7	36.0	36.3
资产减值准备	23.5	45.4	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	4.7	-3.5	-32.8	-45.6	-48.9
投资损失	-0.5	-17.9	-6.1	-8.2	-10.8
少数股东损益	-	-	-5.9	-3.7	-
营运资金的变动	-576.6	-870.6	2,181.3	-826.3	681.5
经营活动产生现金流量	**3.4**	**54.8**	**2,474.1**	**-473.9**	**1,123.4**
投资活动产生现金流量	**-205.4**	**-724.8**	**4.8**	**3.2**	**5.8**
融资活动产生现金流量	**1,792.1**	**-211.9**	**9.1**	**-66.6**	**-90.7**

业绩和估值指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
EPS(元)	1.28	0.68	0.63	0.78	0.97
BVPS(元)	8.99	9.28	8.34	8.88	9.56
PE(X)	14.4	27.0	29.4	23.8	19.1
PB(X)	2.1	2.0	2.2	2.1	1.9
P/FCF	-40.3	-11.9	3.8	-20.6	7.5
P/S	2.1	2.7	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	9.0	11.6	13.3	11.8	7.6
CAGR(%)	-10.3%	19.3%	26.3%	-100.0%	-100.0%
PEG	-1.4	1.4	1.1	-0.2	-0.2
ROIC/WACC	6.1	1.8	1.1	27.4	4.3
REP	0.7	1.1	40.8	0.2	5.4

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。