

证券研究报告—动态报告

纺织服装及日化

服装 II

奥康国际 (603001)

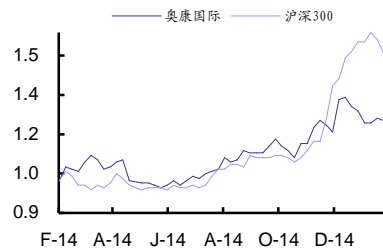
买入

2014 年业绩预告点评

(维持评级)

2015 年 02 月 04 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)	6,913/2,016
上证综指/深圳成指	3,205/11,209
12 个月最高/最低价)	19.95/13.14

相关研究报告:

- 《奥康国际-603001-重大事件快评: 员工持股顺利实施, 业绩进入复苏通道》——2014-12-15
- 《奥康国际-603001-经营拐点渐近, 员工持股彰显信心》——2014-11-12
- 《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号: 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。

财报点评

业绩超预期, 经营步入复苏通道

● 14 年业绩超预期, Q4 单季度表现优异

奥康国际预告 2014 年实现营业收入 29.64 亿元, 同比增长 6.00%, 归母净利润 2.51 亿元, 同比下滑 8.62%, 折合 EPS 0.62 元, 全年业绩超预期。Q4 单季度表现优异, 且营收增长更为可喜, 实现营收 8.67 亿元, 同比增长 22.0%, 增速环比提升 13 个百分点; 归母净利润 6503 万元, 同比增长 291.3%, 净利润高增长主要与去年同期较低基数有关。盈利能力方面, Q4 净利率 7.5%, 环比提升 3.3 个百分点, 我们预计主要由 Q4 终端折扣水平恢复带来毛利率改善所致, 15 年随着库存消化接近尾声, 毛利率仍有进一步改善空间。

● 终端调整效果逐显, 经营步入复苏通道

随着转直营策略接近尾声, 终端调整效果逐步显现, 公司经营已步入复苏通道。一方面, 行业经过此轮调整及洗牌已基本见底, 奥康作为男鞋龙头有望充分受益于集中度提升; 另一方面, 公司积极推进国际馆外延扩张, 目前总规模在 170 家以上, 未来随着国际馆外延加快以及规模占比提升, 业绩贡献有望更加突出。线上渠道方面, 预计 14 年电商收入 4 亿以上, 15 年将继续保持平稳增长。

● 员工持股激励到位, 彰显未来发展信心

公司推出员工持股计划并已顺利实施, 参与对象覆盖公司 49 名高管及员工, 累计购买股份占总股本 4.15%, 购买均价 15.24 元/股。随着员工持股计划顺利实施, 激励约束机制到位, 激励作用有望逐步显现, 同时, 此次加入杠杆工具, 员工持股损益将被放大, 也充分彰显公司及本次计划参与人对未来发展的信心。

● 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。

● 维持“买入”评级

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。公司员工持股计划顺利实施, 激励正式到位, 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。上调 14~16 年 EPS 至 0.62/0.81/1.00 元, 维持“买入”评级, 公司合理估值 23 元, 对应 15 年 PE 28X。

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	2,964	3,327	3,676
(+/-%)	16.5%	-19.1%	6.0%	12.2%	10.5%
净利润(百万元)	513	274	251	325	400
(+/-%)	12.2%	-46.6%	-8.6%	29.7%	23.1%
摊薄每股收益 (元)	1.28	0.68	0.62	0.81	1.00
EBIT Margin	13.5%	13.3%	13.3%	12.9%	13.9%
净资产收益率 (ROE)	14.2%	7.4%	6.6%	8.2%	9.7%
市盈率 (PE)	13.5	25.2	27.6	21.3	17.3
EV/EBITDA	20.1	19.6	18.9	17.2	14.6
市净率 (PB)	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7

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

## 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	1785	1550	1441
应收款项	1094	893	1185	1309
存货净额	834	705	838	912
其他流动资产	702	652	665	735
<b>流动资产合计</b>	<b>3923</b>	<b>4036</b>	<b>4238</b>	<b>4398</b>
固定资产	392	520	641	767
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
<b>资产总计</b>	<b>4779</b>	<b>5015</b>	<b>5334</b>	<b>5616</b>
短期借款及交易性金融负债	13	10	10	10
应付款项	728	932	1090	1186
其他流动负债	318	254	285	310
<b>流动负债合计</b>	<b>1059</b>	<b>1195</b>	<b>1384</b>	<b>1506</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债合计</b>	<b>1059</b>	<b>1195</b>	<b>1384</b>	<b>1506</b>
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	3720	3820	3950	4110
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4779</b>	<b>5015</b>	<b>5334</b>	<b>5616</b>

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.68	0.62	0.81	1.00
每股红利	0.40	0.37	0.49	0.60
每股净资产	9.28	9.53	9.85	10.25
ROIC	8%	8%	9%	10%
ROE	7%	7%	8%	10%
毛利率	40%	38%	38%	39%
EBIT Margin	13%	13%	13%	14%
EBITDA Margin	15%	14%	14%	16%
收入增长	-19%	6%	12%	10%
净利润增长率	-47%	-9%	30%	23%
资产负债率	22%	24%	26%	27%
息率	2%	2%	3%	3%
P/E	25.2	27.6	21.3	17.3
P/B	1.9	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA	19.6	18.9	17.2	14.6

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
<b>营业收入</b>	<b>2796</b>	<b>2964</b>	<b>3327</b>	<b>3676</b>
营业成本	1677	1852	2069	2260
营业税金及附加	18	18	20	22
销售费用	519	486	559	618
管理费用	211	215	251	265
财务费用	(19)	(15)	(16)	(14)
投资收益	18	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(45)	(86)	(30)	(11)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	362	322	414	514
营业外净收支	13	23	25	27
<b>利润总额</b>	<b>375</b>	<b>344</b>	<b>439</b>	<b>541</b>
所得税费用	101	94	114	141
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>274</b>	<b>251</b>	<b>325</b>	<b>400</b>

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>净利润</b>	<b>274</b>	<b>251</b>	<b>325</b>	<b>400</b>
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	86	30	11
财务费用	(19)	(15)	(16)	(14)
营运资本变动	(843)	474	(249)	(146)
其它	(22)	45	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>(488)</b>	<b>846</b>	<b>159</b>	<b>331</b>
资本开支	(123)	(200)	(200)	(200)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(123)</b>	<b>(200)</b>	<b>(200)</b>	<b>(200)</b>
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)	(150)	(195)	(240)
其它融资现金流	18	(3)	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(304)</b>	<b>(154)</b>	<b>(195)</b>	<b>(240)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(914)</b>	<b>493</b>	<b>(236)</b>	<b>(109)</b>
货币资金的期初余额	2207	1293	1785	1550
货币资金的期末余额	1293	1785	1550	1441
企业自由现金流	(562)	596	(79)	98
权益自由现金流	(543)	603	(67)	109

### 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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>技术分析</b>	
董德志	021-60933158	郇彬	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		
<b>固定收益</b>		<b>大宗商品研究</b>		<b>互联网</b>	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	郇彬	021-6093 3155	郑剑	010-88005307
魏玉敏	021-60933161	郑东	010-66025270	李树国	010-88005305
<b>医药生物</b>		<b>社会服务(酒店、餐饮和休闲)</b>		<b>家电</b>	
贺平鸽	0755-82133396	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
林小伟	0755-22940022	钟潇	0755-82132098	曾婵	0755-82130646
邓周宇	0755-82133263				
李少思	021-60933152				
<b>通信服务</b>		<b>电子</b>		<b>环保与公共事业</b>	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077			徐强	010-88005329
<b>军工</b>		<b>机械</b>		<b>非金属及建材</b>	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		成尚汶	010-88005315	刘宏	0755-22940109
<b>房地产</b>		<b>食品饮料</b>		<b>汽车及配件</b>	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏 09660	021-60933167	丁云波	0755-22940056
朱宏磊	0755-82130513				
<b>电力设备</b>				<b>建筑工程</b>	
杨敬梅	021-60933160			邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-22940678
<b>农林牧渔</b>		<b>轻工造纸</b>			
杨天明	021-60875165	邵达	0755-82130706		
赵钦	021-60933163				
<b>银行</b>		<b>金融工程</b>			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
		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)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 18516250266	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lipei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936	汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
yuanyi@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	82130833-701503 18682071096
						xiaxue@guosen.com	
		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				