

奥康国际 (603001.SH) 服装行业

评级: 增持 维持评级

公司研究简报

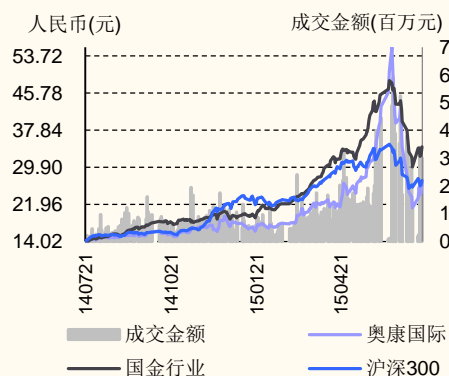
市场价格 (人民币): 26.64 元

目标价格 (人民币): 30.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 400.98 |
| 总市值(百万元) | 10,682.11 |
| 年内股价最高最低(元) | 55.58/14.02 |
| 沪深 300 指数 | 4151.50 |
| 上证指数 | 3957.35 |



公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.684 | 0.644 | 0.728 | 0.778 | 0.858 |
| 每股净资产(元) | 9.28 | 9.70 | 9.93 | 10.21 | 10.56 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.14 | 0.36 | 0.85 | 0.64 | 0.62 |
| 市盈率(倍) | 21.73 | 27.73 | 36.62 | 34.26 | 31.04 |
| 行业优化市盈率(倍) | 17.68 | 28.34 | 50.33 | 50.33 | 50.33 |
| 净利润增长率(%) | -46.57% | -5.83% | 12.96% | 6.88% | 10.36% |
| 净资产收益率(%) | 7.37% | 6.64% | 7.33% | 7.62% | 8.12% |
| 总股本(百万股) | 400.98 | 400.98 | 400.98 | 400.98 | 400.98 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **投资兰亭集势 25%股权, 步入跨境电商领域:** 公司 7 月发布公告, 7700 万美元收购兰亭集势 25.6% 的股权, 成为其第一大股东。兰亭集势是在纽交所上市的跨境电商, 主营服装、3C 等产品的 B2C 出口。兰亭在管理团队、销售规模和知名度上有一定优势。高管团队在互联网营销以及 IT 技术方面的背景雄厚, 曾助兰亭成功取得海外市场。同时, 跨境电商行业是近年热门, 国家此前亦出台《关于促进跨境电商健康快速发展的指导意见》等系列政策, 明确支持跨境电商未来的发展。奥康此举涉足行业热点, 将在摸索中找寻传统企业与跨境电商的结合点;
- **调配产业链资源, 嫁接互联网基因, 发展进口电商:** 除单纯的财务投资和战略合作外, 奥康亦将利用全球品牌、供应链及国内渠道资源优势, 探索进口电商, 而兰亭可以成为互联网业务中优秀的合作伙伴。奥康与多个欧美品牌皮鞋合作, 海外品牌资源丰富; 同时具有齐全的鞋类供应体系; 线下拥有四千余家终端实体店, 有优势将鞋类进口电商做强。此次收购兰亭股权能使奥康融入优质互联网基因, 发展全渠道销售、针对性营销和 O2O 销售服务等更好商业模式, 实现未来的转型路径。
- **产品升级、大店化、品牌影响力维持传统鞋类业务稳定向好:** 公司持续推进大店化和 O2O 门店建设, 2014 年全年开设了 200 家多品牌集合店, 融入公司旗下男女鞋品牌, 引进韩国潮牌, 同时销售皮具等多种品类, 取得较好销售业绩。今年目标为大店盈利, 亏损门店会进行积极调整。同时, 公司在研发理念上融入消费者思维, 打造女鞋舒适精品设计, 提升男鞋高端精品设计。通过材料招标整合、采购品种精简降低产品生产成本; 通过集中采购、小单专线、材料储备加快产品交期。

投资建议及估值

- 公司收购兰亭集势股权, 增厚互联网基因, 将充分发挥自身产业链和渠道优势, 为其产业级电商平台规划打下第一步; 鞋类主业稳健, 积极实践 O2O 云店、定制等新服务, 业绩有望继续维持较好增长。预测 15-17 年 EPS 为 0.73、0.78、0.86 元, 维持“增持”评级, 未来 6 个月目标价 30 元。

风险提示

- 进军进口电商面临激烈竞争和行业差异;
- 公司大型集合店增长不达预期, 实现盈利周期较长。

相关报告

1. 《营收降幅缩窄 存货压力依旧》, 2014.8.13

姚咏絮 联系人
(8621)61038264
yaoyongxu@gjzq.com.cn

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)60230230
zhangbin@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|----------------------|---|
| 并购兰亭集势 对接跨境电商热点..... | 3 |
| 强强联合 守望进口电商蓝海..... | 4 |
| 鞋类消费升级 龙头企业占先机..... | 5 |

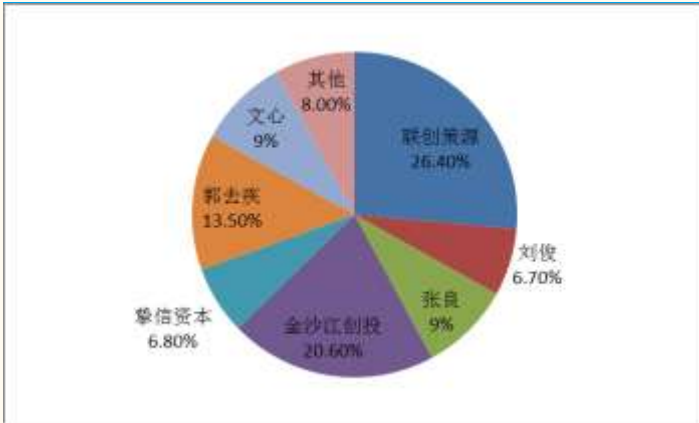
图表目录

| | |
|---------------------------------|---|
| 图表 1: 此次收购前兰亭集势股权结构..... | 3 |
| 图表 2: 兰亭集势单季度营业收入及增速 (万美元)..... | 3 |
| 图表 3: 兰亭集势单季度毛利及增速 (万美元)..... | 3 |
| 图表 4: 兰亭集势单季度净利润及增速 (万美元)..... | 3 |
| 图表 5: 国内大型出口及进口电商梳理..... | 4 |
| 图表 6: 衣着类 CPI2014 年以来有所回暖..... | 5 |
| 图表 7: 皮革价格指数变动..... | 5 |
| 图表 8: 奥康 loadmax 集合店及温州国际馆..... | 6 |
| 图表 9: 奥康旗下部分品牌资源..... | 6 |
| 图表 10: 销售预测..... | 8 |

并购兰亭集势 对接跨境电商热点

- **入股兰亭，转型预期落地，迈入跨境电商领域。** 奥康 7 月发布公告，7700 万美元收购兰亭集势 25.6% 的股权，成为兰亭第一大股东。兰亭集势是在纽交所上市的跨境电商，主营服装、3C 等产品的 B2C 出口。兰亭在管理团队、销售规模和知名度上有一定优势。该公司管理团队以谷歌中国前高管郭去疾等为核心，在互联网营销以及 IT 技术方面的背景雄厚。例如曾在脸书等海外热点网站精准投放广告，在谷歌精确购买关键字，使得公司每 1 美元营销费用带来 3 美元收入，助兰亭成功取得海外市场。

图表 1：此次收购前兰亭集势股权结构



来源：国金证券研究所

图表 2：兰亭集势单季度营业收入及增速（万美元）



来源：彭博，国金证券研究所

图表 3：兰亭集势单季度毛利及增速（万美元）



来源：彭博，国金证券研究所

图表 4：兰亭集势单季度净利润及增速（万美元）



来源：彭博，国金证券研究所

- **跨境电商行业是近年热点，国家持续释放政策利好。** 国家此前出台《关于促进跨境电商健康快速发展的指导意见》，并在杭州跨境电商开展试点，政策导向上明确支持跨境电商的发展。跨境电商受到国家扶持，也是鞋服行业互联网转型的重要方向。奥康此举涉足跨境电商，将在摸索中找寻传统企业与跨境电商的结合点。
- **双方愿景相近，合作默契度高，互补程度高，共绘鞋服行业远景。** 公司早前即想进入该领域，兰亭集势体量较大、在美国上市知名度高，与奥康合作能产生更好的补强效应。兰亭拥有丰富的互联网背景，同时当下互联网+更需要与实体产业结合，兰亭能够得益于奥康丰富的产业资源。双方合作上，兰亭拥有互联网思维，亦想要在鞋服行业专心研究；奥康自身想完成互联网升级，做成线上线下垂直的业务体系。

- **双方在出口上的合作将是平台、品牌和供应链的强强结合。**兰亭目前以出口业务为主，自有平台优势明显。同时，做出口电商做到一定程度就需要品牌，一改往昔以价格取胜的打法。目前兰亭在做出口品牌上刚起步，无法很好把控供应链。出口方面，奥康能在产业上提供资源整合，例如出口做久后，欧美对品质就会有要求，可以结合奥康优质的出口资源。
- **兰亭未来可能考虑股权私有化回归。**资本层面，兰亭并未持有奥康的股权，同时奥康也没有对兰亭要求做业绩承诺。未来兰亭的经营仍以其自身为主，奥康董事长和董秘将获得兰亭的董事席位。随中概股回归热潮加剧，各类美国上市的公司私有化脚步不息。兰亭上市之初就未建立 VIE 架构，回归本土市场相对难度小很多。
- 在业绩上，兰亭收入端将因进口等多项新业务拓展的拓展而获得较好增长，据我们推测，公司能够通过裁减外籍员工、控制营销费用等实现未来盈利。长期将实现私有化的回归。

图表 5：国内大型出口及进口电商梳理

| | 电商名称 | 主页 | 规模 |
|----|--------|---|----------------------------------|
| 出口 | 兰亭集势 | http://www.lightinthebox.com/ | 2014年营收3.8亿美元 |
| | 速卖通 | http://www.aliexpress.com/ | 2013年营收1.5亿美元，14年Q3/Q4同增78%和110% |
| | 敦煌网 | http://seller.dhgate.com/ | 2011年交易额100亿元 |
| | 大龙网 | http://china.osell.com/ | 2014年交易额上百亿元 |
| | 米兰网 | http://www.milanoocn.com/ | |
| | ebay | http://www.ebay.cn/ | |
| | | 电商名称 | 主页 |
| 进口 | 洋码头 | http://www.yamatou.com | 7亿左右（2014年度） |
| | 蜜淘 | http://www.metao.com/ | 月销售额1000万元左右 |
| | 蜜芽宝贝 | http://www.miyabaobei.com/ | 月销售额为 3000-4000 万 |
| | 莎莎网 | http://webl.sasa.com | 4.160亿港元（2014年度） |
| | 美国购物 | http://www.usashopcn.com/ | |
| | 天猫国际 | http://www.tmall.hk | 15-18亿元（2014年度） |
| | 亚马逊海外购 | http://www.amazon.cn | 海外选品在线销售总量超过200万（截止到2015.05.13） |
| | 易趣全球集市 | http://www.eachnet.com/ | |
| | 万国优品 | http://www.wgyp.com/ | |
| | 顺丰海淘 | http://www.sfht.com/ | 2015年初刚上线 |
| | 京东全球购 | http://www.jd.hk | 2015年4月15日上线，4月份销售额5000万 |

来源：国金证券研究所

强强联合 守望进口电商蓝海

- **进口电商市场近两年将形成定局，在服装细分市场大有可为。**国内的进口电商行业目前比较松散，如亚马逊中国以处理存货为主，这种模式要做到数十亿规模较为困难，需要正规军出现，例如欧美等境外品牌的加入。一些国外二三线品牌，无法进入中国的商场渠道，就可以由获得代理权在进口电商平台上销售，形成巨大的消费市场。
- **调配产业链资源，嫁接互联网基因，发展进口电商。**除单纯的财务投资和战略合作外，奥康亦将利用全球品牌、供应链及国内渠道资源优势，探索进口电商，而兰亭可以成为互联网业务中优秀的合作伙伴。奥康与多个欧美品牌皮鞋合作，海外品牌资源丰富；同时具有齐全的鞋类供应体系；线下拥有四千余家终端实体店，有优势将鞋类进口电商做强。此次收购兰亭股权能使奥康融入优质互联网基因，发展全渠道销售、针对性营销和 O2O 销售服务等更好商业模式，实现未来的转型路径。
- **公司跨境电商设想：做产业级进口电商平台。**奥康设想做产业级平台，B2B/B2C 等模式均将实践。同时还包括品牌与品类的外延拓展，想要做男

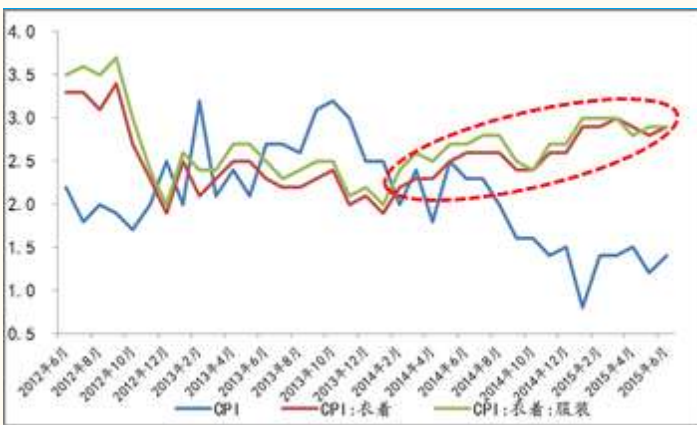
鞋、女鞋以及配套货品，将产业链横向扩张，作为新的业绩增长点。如鞋类 C2M 定制、鞋子智能化等议题都会考虑。在合作上，奥康认为不能找 BAT 巨头，兰亭的体量规模大小相当，同时强于互联网技术，是良好收购标的。

- **在探索中前进，不排除各种可能性。**现在的动作仍处于初级阶段，未来在跨境电商方面，奥康进口出口都会做。出口还是想把奥康自己的品牌带出去；如果做进口还会有更多的合作伙伴，兰亭可能只是作为技术提供方有优势。例如卡奴迪路收购了欧洲的品牌授权平台，与奥康想做的类似。未来的规划仍在探索当中，公司将以稳健的风格持续推进。资金方面，以自由资金运用为主，同时亦将考虑多种融资途径。

鞋类消费升级 龙头企业占先机

- **消费行为升级，原有运营模式已经不能满足新兴需求。**国内品牌皮鞋企业最早由外贸代工转向内销市场，以加盟店和百货渠道向市场铺货，恰逢 90 年代国内商品市场历经从无到有的第一次消费升级，很多公司掘得第一桶金。但在目前的经济和消费市场形势下，消费者越来越注重产品时尚性和性价比，原有品牌产品同质化程度高、品牌形象老化，在款式设计、门店管理、营销运作等零售能力方面有较大提升空间。特别是男鞋市场集中度又较女鞋低很多，未来掌握设计和营销等核心能力的品牌将抢占先机。
- **温州作为传统制鞋中心，为新模式提供了培育土壤。**温州地区作为传统的鞋产业聚集地，有良好的鞋类产业链资源和消费基础，已经不断有新模式的品牌崛起。例如近年兴起的大东品牌女鞋，模式以类直营、高周转、快速回收现金为特色，在全国门店已达 3000 多家。
- **上游原材料价格稳定，下游消费市场近期回暖。**皮革占成本的六至七成，总体价格较为稳定，锁定了皮鞋产品的毛利率空间。14 年四季度和 15 年一季度消费有低基数反弹迹象，鞋类整体比较稳定，后续消费市场可能出现新的消费热潮。

图表 6：衣着类 CPI 2014 年以来有所回暖



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 7：皮革价格指数变动



来源：中国皮革网，国金证券研究所

- **企业亟待提高细化经营管理水平，奥康等龙头有望率先升级。**奥康战略定位转变，由品牌运营商向零售服务运营商转变，打造以"快"为特色的"时尚流水线"。布局立体渠道体系，类直营及大店战术提升渠道品质。
- **大店建设持续推进。**2012 年推出国际馆、名品店、形象店，2013 年开了 81 家国际馆，2014 年新增国际馆百余家，达到近两百家；2013 年，面对新兴购物渠道的冲击，尝试在南方成熟区域打造国际馆模式，引进 loadmax，通过"扩、并、改、开"等方式对原有网络进行调整，重新组合产品品类，注重服务与购物环境。目前运营中的国际馆大部分已经表现出较好的业绩增长和竞争优势。2015 年将保持 14 年的大

店开店速度，同时更重视门店经营质量，整改不盈利门店，实现既有大店盈亏平衡。

- **加盟转直营策略基本布局完成。**公司 13 年起推行加盟门店联营政策，公司对店铺经营权拥有经营权，同时派遣店长，负责货品购销；而代理商负责导购员的招聘，以及店铺租金、税务等方面。估算公司与加盟商进行 7:3 的销售额分成。据我们估计，去年底至今年初，类直营布局已初步完成，公司门店品质完成了升级。

图表 8：奥康 loadmax 集合店及温州国际馆



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 9：奥康旗下部分品牌资源



来源：公司官网，国金证券研究所

- **整合上游控制成本，产品研发升级。**2012 年打造时尚流水线，通过高度整合供应链打造反应快、设计快、运输快、上柜快、回笼快的运营系统。2013 年，通过研发信息产业化、尝试启用买手制、实施研发工作项目制、进一步优化人才团队、升级产品结构。2014 年，公司将在研发理念上融入客户思维，在样品 SKU、楦型评审、开版品质等方面创新研发管控机制；打造舒适时尚科技产品，打造女鞋舒适精品设计，提升男鞋高端精品设计；建立研发信息资源共享平台。通过材料招标整合、采购品种精简降低产品生产成本；通过集中采购、小单专线、材料储备加快产品交期。
- 每季开发 3000 多个新款，2012 年提出打造以快为特色的时尚流水线，现在一双鞋从设计到供货时间大幅缩短，产品研发的中单率提高。
- 贯彻多品牌战略，激励措施充分。公司实施“大企业小老板”策略，给奥康、康龙、红火鸟、美丽佳人、万利威德、漫若诗等各个品牌事业部以及一线销售人员予以充分的薪酬激励，同时之 2014 年亦推行了员工持股计划。
- **全面进军电商业务，布局立体渠道。**鞋类销售模式逐渐由传统的“百货+街铺”逐渐演变成“百货、街铺、电商、购物中心”等多元销售渠道，公司根据消费渠道的变革，在现有业务及营销模式基础上逐步建立起一个全方位、多元化的现代化营销网络，给消费者提供便利的消费渠道，把握未来销售主动权。
- **“奥康”、“康龙”等主要品牌加快对购物中心的布局；**“万利威德”产品研发提升后，大力拓展商场、购物中心、机场等高端渠道。2012 年公司的电子商务发展迅猛，今年将继续加大电商平台投入，丰富鞋品款式，打造差异化多品牌电商品牌体系，提升物流速度与客户体验，打造电子商务核心能力。
- **加大电商投入，打造电商航母。**公司多品牌战略已延伸至线上，通过明确各个品牌的调性和品类，有针对性的拓展线上市场；通过发展品牌集群，打造线上鞋业航母；通过“大企业，小老板”的运作模式，实现优势互补，相互借力，最终实现共赢。提升线上产品类别多样性、物流配送与售后服务。

- **加强研发、生产及销售的信息信息化建设。**研发完成 PLM “基础平台建设”工作，实现了产品从研发、生产到销售的无缝连接；生产完成信息化改造，实现了从“现场监控、车间考勤，到生产物资全程的信息化管理”；销售“移动微会员”实施上线，会员管理取得较好突破；完成移动智能分析平台，发布了“必看 APP”，销售数据随手掌握；尝试 O2O 云店新模式，用信息手段推动营销变革。

图表 10: 销售预测

| 项 目 | 2010 | 2011 | 1H12 | 2012 | 1H13 | 2013 | 1H14 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 男鞋 | | | | | | | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 1,128.47 | 1,448.69 | 787.24 | 1,732.73 | 748.96 | 1,533.13 | 860.38 | 1,727.12 | 1,986.19 | 2,184.80 | 2,403.28 |
| 增长率 (YOY) | 21.32% | 28.38% | 22.28% | 19.61% | -4.86% | -11.52% | 14.88% | 12.65% | 15.00% | 10.00% | 10.00% |
| 毛利率 | 36.71% | 37.91% | 37.59% | 38.56% | 43.32% | 42.85% | 38.90% | 36.80% | 37.00% | 37.00% | 37.50% |
| 销售成本 (百万元) | 714.21 | 899.45 | 491.35 | 1,064.52 | 424.53 | 876.19 | 525.69 | 1,091.59 | 1,251.30 | 1,376.43 | 1,502.05 |
| 增长率 (YOY) | 11.80% | 25.94% | 20.20% | 18.35% | -13.60% | -17.69% | 23.83% | 24.58% | 14.63% | 10.00% | 9.13% |
| 毛利 (百万元) | 414.26 | 549.24 | 295.89 | 668.21 | 324.42 | 656.95 | 334.69 | 635.52 | 734.89 | 808.38 | 901.23 |
| 增长率 (YOY) | 42.20% | 32.58% | 25.90% | 21.66% | 9.64% | -1.69% | 3.16% | -3.26% | 15.63% | 10.00% | 11.49% |
| 占总销售额比重 | 51.12% | 49.16% | 49.08% | 50.67% | 50.62% | 55.40% | 59.81% | 58.82% | 61.30% | 62.09% | 62.09% |
| 占主营业务利润比重 | 57.50% | 54.50% | 50.17% | 53.47% | 53.78% | 60.18% | 62.84% | 62.05% | 64.22% | 64.61% | 64.67% |
| 女鞋 | | | | | | | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 962.27 | 1,279.41 | 683.15 | 1,422.11 | 605.17 | 990.21 | 426.32 | 910.95 | 910.95 | 956.50 | 1,052.14 |
| 增长率 (YOY) | 39.14% | 32.96% | 16.45% | 11.15% | -11.41% | -30.37% | -29.55% | -8.00% | 0.00% | 5.00% | 10.00% |
| 毛利率 | 28.27% | 30.65% | 35.42% | 34.35% | 38.01% | 35.59% | 33.30% | 30.68% | 31.00% | 31.50% | 32.00% |
| 销售成本 (百万元) | 690.24 | 887.28 | 441.18 | 933.55 | 375.13 | 637.79 | 284.36 | 631.49 | 628.55 | 655.20 | 715.46 |
| 增长率 (YOY) | 35.79% | 28.55% | 17.27% | 5.22% | -14.97% | -31.68% | -24.20% | -0.99% | -0.47% | 4.24% | 9.20% |
| 毛利 (百万元) | 272.03 | 392.13 | 241.97 | 488.56 | 230.05 | 352.42 | 141.96 | 279.45 | 282.39 | 301.30 | 336.69 |
| 增长率 (YOY) | 48.43% | 44.15% | 14.99% | 24.59% | -4.93% | -27.87% | -38.29% | -20.70% | 1.05% | 6.69% | 11.75% |
| 占总销售额比重 | 43.59% | 43.42% | 42.59% | 41.59% | 40.90% | 35.78% | 29.63% | 31.02% | 28.11% | 27.18% | 27.18% |
| 占主营业务利润比重 | 37.76% | 38.91% | 41.02% | 39.09% | 38.14% | 32.28% | 26.66% | 27.29% | 24.68% | 24.08% | 24.16% |
| 皮具 | | | | | | | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 116.94 | 218.74 | 133.72 | 264.54 | 125.41 | 244.04 | 151.90 | 298.44 | 343.21 | 377.53 | 415.28 |
| 增长率 (YOY) | 304.50% | 87.05% | 37.70% | 20.94% | -6.21% | -7.75% | 21.12% | 22.29% | 15.00% | 10.00% | 10.00% |
| 毛利率 | 29.19% | 30.36% | 38.86% | 35.16% | 38.89% | 33.69% | 36.81% | 36.58% | 37.00% | 37.50% | 37.50% |
| 销售成本 (百万元) | 82.81 | 152.34 | 81.75 | 171.54 | 76.64 | 161.82 | 95.99 | 189.28 | 216.22 | 235.95 | 259.55 |
| 增长率 (YOY) | 321.96% | 83.97% | 27.67% | 12.60% | -6.26% | -5.66% | 25.24% | 16.97% | 14.23% | 9.13% | 10.00% |
| 毛利 (百万元) | 34.13 | 66.40 | 51.96 | 93.00 | 48.77 | 82.22 | 55.91 | 109.16 | 126.99 | 141.57 | 155.73 |
| 增长率 (YOY) | 267.60% | 94.53% | 57.12% | 40.06% | -6.14% | -11.60% | 14.64% | 32.78% | 16.33% | 11.49% | 10.00% |
| 占总销售额比重 | 5.30% | 7.42% | 8.34% | 7.74% | 8.48% | 8.82% | 10.56% | 10.16% | 10.59% | 10.73% | 10.73% |
| 占主营业务利润比重 | 4.74% | 6.59% | 8.81% | 7.44% | 8.09% | 7.53% | 10.50% | 10.66% | 11.10% | 11.31% | 11.17% |
| 销售总收入 (百万元) | 2207.68 | 2946.84 | 1604.10 | 3419.38 | 1479.54 | 2767.38 | 1438.60 | 2936.51 | 3240.34 | 3518.83 | 3870.71 |
| 销售总成本 (百万元) | 1487.25 | 1939.06 | 1014.28 | 2169.61 | 876.30 | 1675.80 | 906.04 | 1912.36 | 2096.07 | 2267.58 | 2477.06 |
| 毛利 (百万元) | 720.43 | 1007.78 | 589.82 | 1249.77 | 603.24 | 1091.58 | 532.57 | 1024.14 | 1144.27 | 1251.25 | 1393.65 |
| 平均毛利率 | 32.63% | 34.20% | 36.77% | 36.55% | 40.77% | 39.44% | 37.02% | 34.88% | 35.31% | 35.56% | 36.00% |

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 主营业务收入 | 3,455 | 2,796 | 2,965 | 3,240 | 3,519 | 3,871 | 货币资金 | 2,207 | 1,293 | 1,021 | 1,578 | 1,647 | 1,709 |
| 增长率 | | -19.1% | 6.0% | 9.3% | 8.6% | 10.0% | 应收款项 | 1,350 | 1,094 | 1,153 | 1,281 | 1,378 | 1,501 |
| 主营业务成本 | -2,171 | -1,677 | -1,913 | -2,096 | -2,268 | -2,477 | 存货 | 542 | 834 | 877 | 942 | 998 | 1,079 |
| %销售收入 | 62.8% | 60.0% | 64.5% | 64.7% | 64.4% | 64.0% | 其他流动资产 | 383 | 702 | 810 | 773 | 796 | 823 |
| 毛利 | 1,284 | 1,119 | 1,052 | 1,144 | 1,251 | 1,394 | 流动资产 | 4,483 | 3,923 | 3,861 | 4,574 | 4,818 | 5,111 |
| %销售收入 | 37.2% | 40.0% | 35.5% | 35.3% | 35.6% | 36.0% | %总资产 | 88.0% | 82.1% | 81.5% | 88.0% | 89.3% | 90.5% |
| 营业税金及附加 | -24 | -18 | -19 | -23 | -25 | -27 | 长期投资 | 8 | 8 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| %销售收入 | 0.7% | 0.7% | 0.6% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 固定资产 | 270 | 392 | 430 | 291 | 252 | 215 |
| 营业费用 | -403 | -519 | -426 | -486 | -563 | -639 | %总资产 | 5.3% | 8.2% | 9.1% | 5.6% | 4.7% | 3.8% |
| %销售收入 | 11.7% | 18.5% | 14.4% | 15.0% | 16.0% | 16.5% | 无形资产 | 273 | 312 | 340 | 229 | 220 | 212 |
| 管理费用 | -213 | -211 | -212 | -233 | -253 | -279 | 非流动资产 | 612 | 856 | 878 | 626 | 579 | 534 |
| %销售收入 | 6.2% | 7.5% | 7.1% | 7.2% | 7.2% | 7.2% | %总资产 | 12.0% | 17.9% | 18.5% | 12.0% | 10.7% | 9.5% |
| 息税前利润 (EBIT) | 643 | 371 | 395 | 402 | 410 | 449 | 资产总计 | 5,095 | 4,779 | 4,739 | 5,201 | 5,397 | 5,646 |
| %销售收入 | 18.6% | 13.3% | 13.3% | 12.4% | 11.7% | 11.6% | 短期借款 | 64 | 13 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 26 | 19 | 16 | 11 | 10 | 10 | 应付款项 | 1,278 | 935 | 776 | 935 | 1,013 | 1,108 |
| %销售收入 | -0.7% | -0.7% | -0.5% | -0.3% | -0.3% | -0.3% | 其他流动负债 | 147 | 111 | 73 | 285 | 292 | 300 |
| 资产减值损失 | -24 | -45 | -111 | -59 | -40 | -36 | 流动负债 | 1,489 | 1,059 | 849 | 1,220 | 1,305 | 1,409 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 投资收益 | 0 | 18 | 28 | 15 | 15 | 15 | 其他长期负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 0.1% | 4.8% | 7.9% | 3.9% | 3.6% | 3.3% | 负债 | 1,489 | 1,059 | 849 | 1,220 | 1,305 | 1,410 |
| 营业利润 | 646 | 362 | 328 | 369 | 396 | 439 | 普通股股东权益 | 3,606 | 3,720 | 3,890 | 3,981 | 4,092 | 4,236 |
| 营业利润率 | 18.7% | 12.9% | 11.1% | 11.4% | 11.2% | 11.3% | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外收支 | 16 | 13 | 23 | 20 | 20 | 20 | 负债股东权益合计 | 5,095 | 4,779 | 4,739 | 5,201 | 5,397 | 5,646 |
| 税前利润 | 661 | 375 | 350 | 389 | 416 | 459 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 19.1% | 13.4% | 11.8% | 12.0% | 11.8% | 11.9% | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 所得税 | -148 | -101 | -92 | -97 | -104 | -115 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 22.4% | 26.9% | 26.3% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 每股收益 | 1.280 | 0.684 | 0.644 | 0.728 | 0.778 | 0.858 |
| 净利润 | 513 | 274 | 258 | 292 | 312 | 344 | 每股净资产 | 8.993 | 9.277 | 9.701 | 9.928 | 10.206 | 10.564 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金净流 | 0.009 | 0.137 | 0.363 | 0.853 | 0.635 | 0.616 |
| 归属于母公司的净利润 | 513 | 274 | 258 | 292 | 312 | 344 | 每股股利 | 0.400 | 0.220 | 0.500 | 0.500 | 0.500 | 0.500 |
| 净利率 | 14.9% | 9.8% | 8.7% | 9.0% | 8.9% | 8.9% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 14.24% | 7.37% | 6.64% | 7.33% | 7.62% | 8.12% |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 总资产收益率 | 10.07% | 5.74% | 5.45% | 5.61% | 5.78% | 6.09% |
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | 投入资本收益率 | 13.59% | 7.26% | 7.49% | 7.58% | 7.52% | 7.95% |
| 净利润 | 513 | 274 | 258 | 292 | 312 | 344 | 增长率 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主营业务收入增长率 | 16.50% | -19.07% | 6.05% | 9.28% | 8.59% | 10.00% |
| 非现金支出 | 86 | 152 | 306 | 129 | 107 | 101 | EBIT 增长率 | 18.01% | -42.30% | 6.59% | 1.73% | 1.99% | 9.49% |
| 非经营收益 | -13 | -59 | -33 | -34 | -35 | -35 | 净利润增长率 | 12.22% | -46.57% | -5.83% | 12.96% | 6.88% | 10.36% |
| 营运资金变动 | -583 | -312 | -385 | -45 | -129 | -163 | 总资产增长率 | 115.57% | -6.21% | -0.83% | 9.74% | 3.78% | 4.60% |
| 经营活动现金净流 | 3 | 55 | 146 | 342 | 255 | 247 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 资本开支 | -206 | -362 | -144 | 201 | 0 | 0 | 应收账款周转天数 | 110.3 | 152.2 | 131.6 | 140.0 | 140.0 | 140.0 |
| 投资 | 0 | -372 | -131 | -1 | 0 | 0 | 存货周转天数 | 82.9 | 149.8 | 163.3 | 170.0 | 170.0 | 170.0 |
| 其他 | 0 | 9 | 29 | 15 | 15 | 15 | 应付账款周转天数 | 72.5 | 96.5 | 76.6 | 80.0 | 80.0 | 80.0 |
| 投资活动现金净流 | -205 | -725 | -246 | 215 | 15 | 15 | 固定资产周转天数 | 27.5 | 34.5 | 31.1 | 24.0 | 18.1 | 12.9 |
| 股权募资 | 2,007 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | | |
| 债权募资 | -116 | -51 | -13 | 0 | 0 | 1 | 净负债/股东权益 | -59.44% | -34.40% | -26.25% | -39.63% | -40.24% | -40.33% |
| 其他 | -97 | -157 | -88 | 0 | -200 | -201 | EBIT 利息保障倍数 | -24.9 | -19.9 | -25.4 | -37.4 | -41.0 | -43.3 |
| 筹资活动现金净流 | 1,794 | -208 | -101 | 0 | -200 | -200 | 资产负债率 | 29.23% | 22.16% | 17.92% | 23.45% | 24.18% | 24.97% |
| 现金净流量 | 1,592 | -878 | -201 | 556 | 69 | 62 | | | | | | | |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-----|
| 1 | 2013-08-15 | 增持 | 14.64 | N/A |
| 2 | 2014-05-21 | 增持 | 13.73 | N/A |
| 3 | 2014-08-13 | 增持 | 14.85 | N/A |

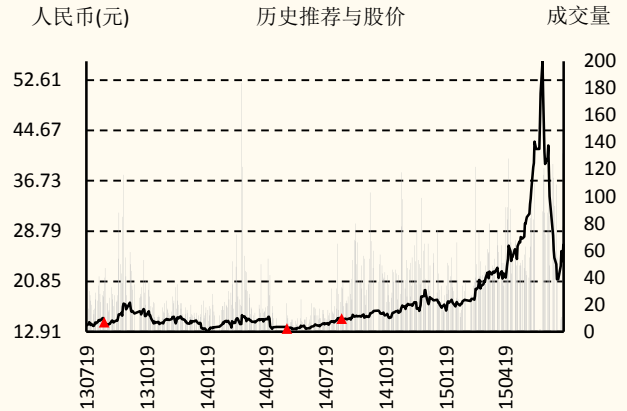
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用;非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD