

# 奥康国际 (603001)

## 2015业绩反转向上, 2016斯凯奇助力腾飞

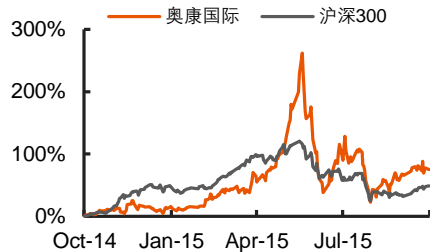
### 推荐 (首次)

现价: 26.85 元

#### 主要数据

行业	纺织服装
公司网址	www.aokang.com
大股东/持股	奥康投资控股有限公司 /32.73%
实际控制人/持股	王振滔/60.77%
总股本(百万股)	401
流通 A 股(百万股)	401
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	107.66
流通 A 股市值(亿元)	107.66
每股净资产(元)	9.89
资产负债率(%)	23.47

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

#### 证券分析师

于旭辉 投资咨询资格编号  
S1060512010002  
021-38632830  
YUXUHUI882@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

**事项:** 公司公告了 2015 年三季报, 前三季度实现主营业务收入 23.52 亿元, 同比增长 12.13%; 实现归属上市公司股东的净利润 2.70 亿元, 同比增长 45.52%, 对应 EPS 为 0.67 元。

#### 平安观点:

##### ■ 主动调整走出阴霾, 业绩反转

经过近两年的主动调整, 公司业务逐渐向好, 结束了 2013、2014 年业绩下滑的态势, 反转向上。在终端消费低迷背景下, 公司主动关闭业绩不佳店铺, 并通过店铺整改升级, 增加直营店比例等手段, 较大改善了直营销售情况, 预计直营业务能够实现 15% 左右的增长。同时, 大力推进国际馆建设, 提倡 100-200 平的主力店, 目前已扩张至近 300 家。根据草根调研, 国际馆的客流量较普通店增加明显, 毛利率也更高, 经营效果显著好于普通店。总体上, 经过系列改革, 公司收入端从 2014 年开始正增长, 进入 15 年后加速向上; 净利润也从 2015 年开始反转向上。

##### ■ 严格费控, 稳健资产质量保障公司增长质量

前三季度 34.49% 的毛利率较去年同期略下降 1.24 个百分点, 预计主要是公司加大促销和团购力度所致。销售和管理费用两项期间费用率则较去年同期下降 1.81 个百分点, 一定程度上受益于关店和严格内控。应收账款同比减少 10.8%, 存货同比减少 4.28%, 经营活动净现金流入 1.04 亿元, 同比增长 100.62%, 说明公司资产质量良好, 业绩增长有质有量。

##### ■ 强强联合, 牵手斯凯奇添助力

公司今年 8 月与斯凯奇中国战略合作, 优势互补, 计划未来五年内在中国境内开设 1000 家 SKECHERS (斯凯奇) 品牌专卖店。斯凯奇成立至今 23 年, 是美国第二大运动鞋品牌, 第一大健走品牌, 2015 年上半年实现销售收入 15.7 亿美元, 同比增长 39%, 国际业务拓展使其仍保持了快速增长。目前, 斯凯奇

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2796	2,965	3,395	4,197	5,225
YoY(%)	-19.1	6.0	14.5	23.6	24.5
净利润(百万元)	274	258	388	508	663
YoY(%)	-46.6	-5.8	50.2	31.0	30.5
毛利率(%)	40.0	35.5	34.7	35.9	36.8
净利率(%)	9.8	8.7	11.4	12.1	12.7
ROE(%)	7.4	6.6	9.5	11.6	13.7
EPS(摊薄/元)	0.68	0.64	0.97	1.27	1.65
P/E(倍)	39.3	41.7	27.8	21.2	16.2
P/B(倍)	2.9	2.8	2.6	2.5	2.2

在中国大陆有 1000 家左右销售网点，覆盖主要一、二线城市。国内斯凯奇单店面积平均 80 平左右，每月销售额 50 万元左右，一线城市主力店年销售额高者可达 800 万元以上。若假设奥康 4-5 折拿货，每年开店 200 家左右，店效保守估计 200-300 万元，则每年可为公司贡献业绩约 4000 万元以上。随着团队磨合，相信奥康凭借其渠道优势，携手斯凯奇优质品牌共创未来佳绩。

■ **商务+运动+电商三架马车成型，成长空间大，首次覆盖给予“推荐”评级**

2015 年是公司加大外延布局的一年，不仅引入斯凯奇优质品牌，为将来业绩提供新的增长点；并于 6 月参股跨境电商龙头企业兰亭集势 25.66% 的股份，希望借助供应链优势帮助兰亭集势改善经营状况，共同打造鞋类跨境业务。虽然兰亭目前仍未盈利，但相信未来盈利将逐渐改善。目前，公司主营商务男鞋业绩反转向上，斯凯奇助力未来业绩高增长，兰亭跨境电商盈利即将改善，商务+运动+电商三架马车已成型，长期看好公司发展前景。我们预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.97、1.27 和 1.65 元，对应动态 PE 分别为 28、21 和 16 倍，是目前纺服板块 PEG 小于 1 为数不多的标的，且未来具有较大的发展空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

■ **风险提示：**终端消费进一步低迷，斯凯奇拓展不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	3861	5162	6228	7618
现金	1021	1811	2239	2787
应收账款	1105	1343	1683	2084
其他应收款	39	74	66	109
预付账款	246	261	366	414
存货	877	1107	1300	1654
其他流动资产	572	566	575	569
<b>非流动资产</b>	878	867	878	956
长期投资	0	0	0	0
固定资产	253	301	368	447
无形资产	239	245	246	246
其他非流动资产	386	321	264	263
<b>资产总计</b>	4739	6029	7107	8574
<b>流动负债</b>	849	1952	2722	3727
短期借款	0	671	1450	1899
应付账款	400	530	599	787
其他流动负债	449	750	673	1040
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	849	1952	2722	3727
少数股东权益	0	0	0	0
股本	401	401	401	401
资本公积	1930	1930	1930	1930
留存收益	1559	1795	2074	2415
<b>归属母公司股东权益</b>	3890	4077	4385	4847
<b>负债和股东权益</b>	4739	6029	7107	8574

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	146	362	-53	446
净利润	258	388	508	663
折旧摊销	195	93	112	75
财务费用	-16	-10	5	23
投资损失	-28	-30	-30	-30
营运资金变动	-385	-79	-648	-285
其他经营现金流	121	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-246	-52	-93	-123
资本支出	144	-11	11	78
长期投资	-131	0	0	0
其他投资现金流	-233	-63	-82	-45
<b>筹资活动现金流</b>	-101	-190	-205	-224
短期借款	-13	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-88	-190	-205	-224
<b>现金净增加额</b>	-201	119	-351	99

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	2965	3395	4197	5225
营业成本	1913	2217	2690	3302
营业税金及附加	19	22	27	34
营业费用	426	455	546	669
管理费用	212	258	298	355
财务费用	-16	-10	5	23
资产减值损失	111	-20	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	28	30	30	30
<b>营业利润</b>	328	503	661	872
营业外收入	30	25	30	30
营业外支出	7	7	2	2
<b>利润总额</b>	350	526	689	900
所得税	92	138	181	237
<b>净利润</b>	258	388	508	663
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	258	388	508	663
EBITDA	514	597	805	1001
EPS (元)	0.64	0.97	1.27	1.65

主要财务比率

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	6.0	14.5	23.6	24.5
营业利润(%)	-9.5	53.5	31.4	31.8
归属于母公司净利润(%)	-5.8	50.2	31.0	30.5
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	35.5	34.7	35.9	36.8
净利率(%)	8.7	11.4	12.1	12.7
ROE(%)	6.6	9.5	11.6	13.7
ROIC(%)	6.1	7.8	8.8	10.1
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	17.9	32.4	38.3	43.5
净负债比率(%)	-26.2	-28.0	-18.0	-18.3
流动比率	4.5	2.6	2.3	2.0
速动比率	3.5	2.1	1.8	1.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	2.8	2.8	2.8	2.8
应付账款周转率	4.8	4.8	4.8	4.8
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.97	1.27	1.65
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.01	0.90	-0.13	1.11
每股净资产(最新摊薄)	9.70	10.17	10.93	12.09
<b>估值比率</b>				
P/E	41.7	27.8	21.2	16.2
P/B	2.8	2.6	2.5	2.2
EV/EBITDA	18.9	16.1	12.4	9.9

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：(0755) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033