

收入结构调整, 渠道整合逐显成效

投资要点

- 事件:**上半年公司实现营业收入16亿元,同比下降1.5%,实现归母净利润2.12亿元,同比下降3.1%;其中直营收入10.9亿元,同比上升1%;经销收入4.84亿元,同比上升2.1%,OEM收入1256万元,同比下降78.21%。收入结构调整,附加值低的代工业务下滑较大导致公司业绩整体微降,但我们认为OEM减少,业务结构更加优化,盈利能力有望提升。公司通过前期调整渠道布局、提升产品附加值、合理进行促销活动,上半年毛利率同比增长2.4个百分点至38.3%,其中,二季度毛利率同比提升5.3个百分点。
- 线上业务快速增长,直营门店高速扩张。**上半年公司线上销售22.2亿元,同增41.4%,公司加强了对线上线下共享产品的价格管控,将线上线下利益趋于一致,避免价格冲突。线下渠道方面,公司继续实施直营化管理战略,上半年末公司门店总数3018家,直营门店占比从42.3%提升至44.6%,其中毛利水平较高的直营集合店扩张最快,上半年净增98家达到404家。新开门店将在下半年逐步释放业绩,预计下半年营收将有所改善。此外,公司将加快推进“奥特莱斯”渠道拓展,将为产品销量和品牌形象的提升带来积极影响。
- 品牌建设思路清晰,外延发展尚存预期。**公司明确了“长青品牌+时尚平台”的发展模式,长青品牌定位于商务时尚,主推品类化经营;时尚平台主打休闲时尚,主推品牌化经营,未来有望通过并购、参股、代理合作等多种方式引入新品牌;公司目前账面货币现金近8亿元,未来外延发展存在一定预期。15年建立代理关系的斯凯奇品牌,目前进展顺利,预计对下半年利润将有所贡献。
- 组建商品规划系统,运营管理提效增质。**公司通过对流行趋势进行预测,制定采购规划和设计规划,合理统筹产品研发、生产、销售等相关环节,提高公司的管理运营水平。公司上半年应收账款为7.6亿元,应收账款周转率由上年同期的1.58上升至2.07。公司上半年库存约9亿元,由于新增门店较多且尚在市场培育期,存货周转率稍有下降至1.09,经营质量健康。
- 盈利预测及评级:**预计公司2016-2018年EPS分别为1.04元、1.18元和1.41元,公司作为鞋品细分领域龙头,渠道整合逐显成效,代理品牌斯凯奇有望下半年贡献盈利,给予公司25倍PE,目标价26元,维持“增持”评级。
- 风险提示:**终端消费持续低迷的风险;新开门店经营不及预期的风险。

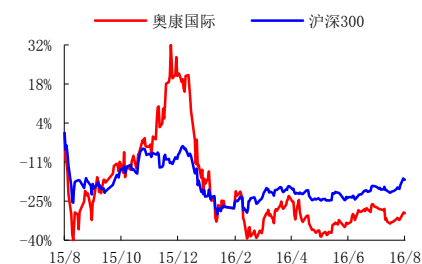
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3318.82	3513.55	3883.81	4506.97
增长率	11.92%	5.87%	10.54%	16.04%
归属母公司净利润(百万元)	390.23	418.77	473.43	564.27
增长率	51.10%	7.31%	13.05%	19.19%
每股收益EPS(元)	0.97	1.04	1.18	1.41
净资产收益率ROE	9.54%	9.98%	10.90%	12.43%
PE	22	20	18	15
PB	2.07	2.01	1.94	1.86

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉
执业证号: S1250514080002
电话: 023-63786278
邮箱: xiongli@swsc.com.cn
联系人: 蔡欣
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.01
流通A股(亿股)	3.41
52周内股价区间(元)	18.79-41.16
总市值(亿元)	84.49
总资产(亿元)	53.13
每股净资产(元)	9.98

相关研究

1. 奥康国际(603001): 疾风劲草, 龙头显现 (2015-10-28)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3318.82	3513.55	3883.81	4506.97	净利润	389.93	418.77	473.43	564.27
营业成本	2199.56	2179.54	2390.87	2748.40	折旧与摊销	157.65	163.25	171.67	101.48
营业税金及附加	23.08	24.44	27.01	31.35	财务费用	-13.60	-16.31	-14.20	-13.30
销售费用	413.89	421.63	466.06	540.84	资产减值损失	-50.83	50.00	50.00	50.00
管理费用	269.16	340.81	380.61	446.19	经营营运资本变动	395.40	-466.04	-147.30	-312.40
财务费用	-13.60	-16.31	-14.20	-13.30	其他	421.53	-69.45	-77.77	-74.54
资产减值损失	-50.83	50.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	1300.09	80.21	455.83	315.51
投资收益	11.58	25.00	25.00	25.00	资本支出	-92.14	-105.00	-105.00	-105.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1100.19	25.00	25.00	25.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1192.33	-80.00	-80.00	-80.00
营业利润	489.12	538.44	608.46	728.50	短期借款	-0.17	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	22.08	20.77	21.51	21.36	长期借款	363.64	0.00	0.00	0.00
利润总额	511.20	559.22	629.96	749.86	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	121.28	140.45	156.53	185.59	支付股利	-200.49	-302.94	-325.10	-367.53
净利润	389.93	418.77	473.43	564.27	其他	-385.33	8.66	14.20	13.30
少数股东损益	-0.30	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-222.34	-294.29	-310.90	-354.23
归属母公司股东净利润	390.23	418.77	473.43	564.27	现金流量净额	-113.57	-294.07	64.93	-118.72
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1331.70	1037.62	1102.55	983.83	成长能力				
应收和预付款项	945.34	1292.43	1359.88	1561.03	销售收入增长率	11.92%	5.87%	10.54%	16.04%
存货	918.63	904.73	995.76	1144.62	营业利润增长率	49.20%	10.08%	13.00%	19.73%
其他流动资产	867.62	918.53	1015.32	1178.23	净利润增长率	50.98%	7.40%	13.05%	19.19%
长期股权投资	447.80	447.80	447.80	447.80	EBITDA 增长率	24.94%	8.25%	11.75%	6.63%
投资性房地产	7.72	7.72	7.72	7.72	获利能力				
固定资产和在建工程	467.49	489.82	503.72	508.67	毛利率	33.72%	37.97%	38.44%	39.02%
无形资产和开发支出	226.81	225.38	223.95	222.52	三费率	20.17%	21.24%	21.43%	21.60%
其他非流动资产	432.32	353.17	274.03	274.03	净利率	11.75%	11.92%	12.19%	12.52%
资产总计	5645.42	5677.19	5930.72	6328.43	ROE	9.54%	9.98%	10.90%	12.43%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.91%	7.38%	7.98%	8.92%
应付和预收款项	1084.31	1008.91	1103.58	1286.75	ROIC	12.55%	13.15%	13.44%	14.90%
长期借款	363.64	363.64	363.64	363.64	EBITDA/销售收入	19.08%	19.51%	19.72%	18.12%
其他负债	109.58	108.58	119.11	136.92	营运能力				
负债合计	1557.53	1481.14	1586.34	1787.31	总资产周转率	0.64	0.62	0.67	0.74
股本	400.98	400.98	400.98	400.98	固定资产周转率	9.65	8.00	8.69	9.99
资本公积	1929.74	1929.74	1929.74	1929.74	应收账款周转率	3.50	3.77	3.51	3.69
留存收益	1748.78	1864.60	2012.93	2209.67	存货周转率	2.45	2.38	2.51	2.56
归属母公司股东权益	4087.16	4195.32	4343.66	4540.39	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	132.07%	—	—	—
少数股东权益	0.73	0.73	0.73	0.73	资本结构				
股东权益合计	4087.89	4196.05	4344.39	4541.12	资产负债率	27.59%	26.09%	26.75%	28.24%
负债和股东权益合计	5645.42	5677.19	5930.72	6328.43	带息债务/总负债	23.35%	24.55%	22.92%	20.35%
					流动比率	3.40	3.72	3.66	3.42
					速动比率	2.63	2.91	2.84	2.62
					股利支付率	51.38%	72.34%	68.67%	65.13%
					每股指标				
					每股收益	0.97	1.04	1.18	1.41
					每股净资产	10.19	10.46	10.83	11.33
					每股经营现金	3.24	0.20	1.14	0.79
					每股股利	0.50	0.76	0.81	0.92
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	633.18	685.38	765.92	816.68					
PE	21.65	20.18	17.85	14.97					
PB	2.07	2.01	1.94	1.86					
PS	2.55	2.40	2.18	1.87					
EV/EBITDA	11.35	10.91	9.68	9.22					
股息率	2.37%	3.59%	3.85%	4.35%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn