

证券研究报告—动态报告/公司快评

纺织服装及日化

服装 II

奥康国际 (603001)

跟踪报告

买入

(维持评级)

2017年01月16日

## C2M 新模式推广值得期待，斯凯奇代理业务有望提速

证券分析师：朱元

021-60933162

zhuyuan2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513070005

证券分析师：郭陈杰

021-60875168

guocj@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080007

### ■ 推出 C2M 高端定制战略，新模式应用值得期待

个性化定制、规模化生产的 C2M 战略或将助力行业变革。C2M 即从消费者到工厂，通过应用前沿脚型测量技术以及互联网模式，按照消费者的产品需求，最后完成个性化定制皮鞋的生产。随着消费者对产品极致体验的追求，对产品舒适度的要求也会不断提升，尤其是男鞋产品，C2M 新模式能够有效解决产品舒适度的问题，提升消费者的购鞋体验，对于男鞋行业的发展意义重大。

前段数据采集+后端供应链匹配，实现生产效率最优化。前段数据采集是核心环节，在公司上周的 C2M 高端定制战略发布会上，所展示的最新脚型测量仪可在 15 秒之内通过镭射准确量出顾客脚型的三维数据，若能够基于自身庞大客户群，生成脚型数据库 (Foot Bank System)，即可通过分析脚型规律，生成不同尺寸的个性化鞋楦，为后续实现规模化生产提供支撑。

图 1：个性化定制皮鞋流程模拟图



资料来源：百度资料、国信证券经济研究所整理

公司在行业内较早开始尝试个性化定制模式，前两年曾在温州地区推出终端体验店，由于技术原因并未大范围推广。此次公司推出的脚型测量技术来自日本企业，该技术已在日本多个领域获得应用，双方经过长时间的深入合作及多次测试，已具备准确测量及生产的能力。公司计划 2017 年第一阶段先推出 100 台设备，将在直营门店率先推广，一般情况下，消费者可在 15 天内获得定制皮鞋，同时，公司将实现与线上 APP 的打通，消费者二次购买仅需在 APP

选择适合款式即可，便利度将大幅提升。

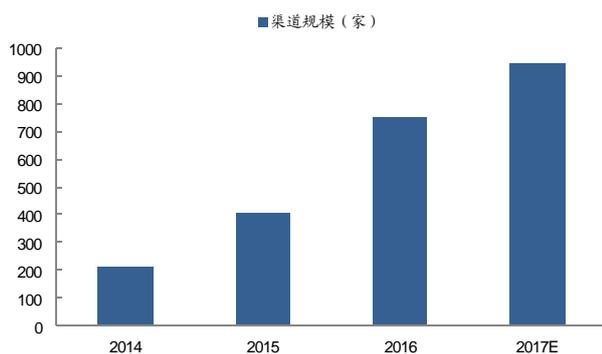
C2M 高端定制战略将重构公司经营模式，通过提升消费者体验，带来更多有黏性的重复购买人群，同时可降低渠道库存，毛利率也将高于传统的终端销售模式（无折扣），盈利能力有望提升。长期而言，个性化定制模式将是大势所趋，若公司能够率先大范围推广，带来的巨大需求增量将值得期待，有助于进一步巩固奥康在男鞋领域的龙头地位。

### ■ 集合店模式逐步发力，男鞋主业回归良性发展

公司大力优化渠道结构，成效逐步显现。在过去几年行业调整周期中，公司从 12~13 年的加盟转直营策略，到 14~16 年快速推进以国际馆、休闲馆为核心的集合店模式，渠道升级获得显著成效，集合店模式具备引流优势，在竞争力方面与周边其他小店逐步拉开差距。同时，公司通过与部分经销商合营的方式输出管理，缓解对方库存压力。从经营指标来看，16 年下半年以来终端销售趋于平稳，关店力度已大幅收缩，同时终端折扣逐步回升，毛利率呈改善迹象，整体经营质量获得提升，为后续主业稳健发展奠定良好基础。

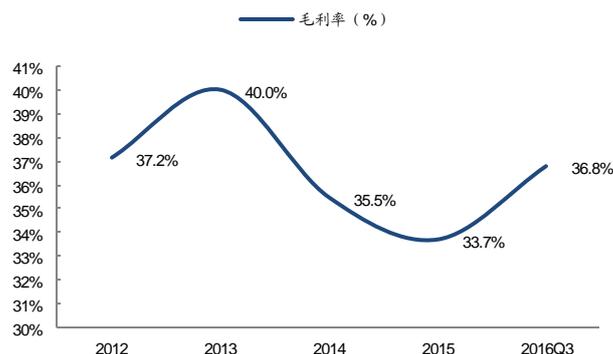
公司 2017 年将继续推进集合店模式，预计将新开 150 家以上门店，购物中心门店占比将进一步提升。除国际馆、休闲馆以外，公司还将加快 AOK MART（多品牌、多品类生活）渠道拓展速度，为消费者提供包括运动休闲产品、进口商品以及多业态的一站式购物体验，吸引年轻顾客群体。同时，未来集合店还将配合 C2M 高端定制战略推进，支持 O2O 消费和高级定制需求。

图 2：公司集合店规模变化



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

图 3：公司毛利率呈改善迹象



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

### ■ 斯凯奇代理业务有望提速，渠道下沉扩张空间巨大

斯凯奇代理业务磨合期已过，5 年 1000 家的开店目标将维持不变。公司从 15 年下半年开始经营斯凯奇门店，截至 16 年底已开业门店数量近 130 家，从扩张节奏而言并未达到相对较快的速度，这主要由于公司与斯凯奇美国总部的前期磨合需要时间，同时在运动用品的经营经验及相关人才方面均需要积累。目前而言，制约斯凯奇代理业务发展的因素已经解决，17 年在渠道扩张方面将会提速，目标新增 200 家门店，力争在 5 年内开店 1000 家。在渠道类型方面，除了购物中心+街边店的专卖店外，斯凯奇还将进一步进入公司集合门店，另外还将入驻体育用品零售渠道 INTERSPORT。

斯凯奇将全力支持公司在三四线布局发展，渠道扩张空间有望打开。斯凯奇方面非常看重公司的渠道经营能力，尤其是在街边店领域，未来随着双方合作更加紧密，斯凯奇将为公司提供针对三四线市场的运动产品，产品价格将更具竞争力，同时也将适应三四线消费者对运动用品的专业性诉求，为品牌渠道下沉提供支持，有望进一步打开公司斯凯奇代理业务的渠道空间，长期布局前景值得期待。

#### ■ 风险提示

终端需求持续疲软；渠道开拓进度不及预期；C2M 战略推进低于预期。

#### ■ 维持买入评级

公司战略思路明确，男鞋主业稳步发展，运动用品则有望成为未来重点增长点，后续重点关注斯凯奇渠道拓展速度以及 C2M 高端定制战略推进。同时，中长期而言，男鞋市场竞争格局有集中度提升趋势，龙头品牌有望持续受益。我们预计公司 16~18 年净利润为 3.81/4.42/5.29 亿元，对应 EPS 为 0.95/1.10/1.32 元，对应 17 年 PE 20.1 倍，维持买入评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	1332	1105	1000	1000
应收款项	855	788	903	1029
存货净额	919	907	1029	1161
其他流动资产	958	925	1060	1209
<b>流动资产合计</b>	<b>4063</b>	<b>3726</b>	<b>3992</b>	<b>4398</b>
固定资产	467	589	696	794
无形资产及其他	227	219	211	203
投资性房地产	440	440	440	440
长期股权投资	448	442	437	431
<b>资产总计</b>	<b>5645</b>	<b>5416</b>	<b>5775</b>	<b>6267</b>
短期借款及交易性金融负债	0	0	6	82
应付款项	939	681	772	871
其他流动负债	255	336	384	433
<b>流动负债合计</b>	<b>1194</b>	<b>1017</b>	<b>1162</b>	<b>1387</b>
长期借款及应付债券	364	134	134	134
其他长期负债	(0)	(51)	(102)	(153)
<b>长期负债合计</b>	<b>364</b>	<b>83</b>	<b>32</b>	<b>(19)</b>
<b>负债合计</b>	<b>1558</b>	<b>1099</b>	<b>1194</b>	<b>1368</b>
少数股东权益	1	1	0	0
股东权益	4087	4316	4581	4899
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5645</b>	<b>5416</b>	<b>5775</b>	<b>6267</b>

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.97	0.95	1.10	1.32
每股红利	0.51	0.38	0.44	0.53
每股净资产	10.19	10.76	11.42	12.22
ROIC	8%	9%	10%	11%
ROE	10%	9%	10%	11%
毛利率	34%	37%	37%	38%
EBIT Margin	12%	14%	14%	15%
EBITDA Margin	14%	15%	16%	16%
收入增长	12%	0%	15%	14%
净利润增长率	51%	-2%	16%	20%
资产负债率	28%	20%	21%	22%
息率	2.3%	1.7%	2.0%	2.4%
P/E	22.7	23.3	20.1	16.8
P/B	2.2	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	22.9	19.6	17.1	14.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>3319</b>	<b>3305</b>	<b>3787</b>	<b>4316</b>
营业成本	2200	2091	2374	2681
营业税金及附加	23	23	27	30
销售费用	414	426	500	552
管理费用	269	310	361	415
财务费用	(14)	(5)	(9)	(6)
投资收益	12	15	17	18
资产减值及公允价值变动	51	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	489	475	551	662
营业外净收支	22	26	30	34
<b>利润总额</b>	<b>511</b>	<b>501</b>	<b>581</b>	<b>696</b>
所得税费用	121	120	140	167
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>390</b>	<b>381</b>	<b>442</b>	<b>529</b>

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
<b>净利润</b>	<b>390</b>	<b>381</b>	<b>442</b>	<b>529</b>
资产减值准备	(162)	(15)	(10)	(11)
折旧摊销	42	53	62	71
公允价值变动损失	(51)	0	0	0
财务费用	(14)	(5)	(9)	(6)
营运资本变动	60	(132)	(293)	(320)
其它	162	15	10	11
<b>经营活动现金流</b>	<b>441</b>	<b>302</b>	<b>211</b>	<b>280</b>
资本开支	45	(151)	(151)	(151)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(403)</b>	<b>(145)</b>	<b>(145)</b>	<b>(145)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	364	(230)	0	0
支付股利、利息	(204)	(152)	(177)	(212)
其它融资现金流	(48)	0	6	77
<b>融资活动现金流</b>	<b>273</b>	<b>(382)</b>	<b>(171)</b>	<b>(135)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>311</b>	<b>(226)</b>	<b>(105)</b>	<b>0</b>
货币资金的期初余额	1021	1332	1105	1000
货币资金的期末余额	1332	1105	1000	1000
企业自由现金流	462	115	18	85
权益自由现金流	778	(111)	30	166

## 相关研究报告

- 《奥康国际-603001-2014年业绩预告点评：业绩超预期，经营步入复苏通道》 —— 2015-02-04
- 《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年三季度报点评：稳健增长，确定性强》 —— 2012-10-30

## 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

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。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。