

奥康国际 (603001.SH)

公司快报

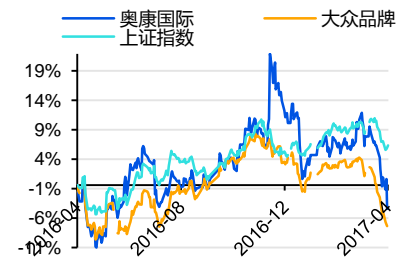
纺织服装 | 大众品牌 III

投资评级	增持-A(维持)
6个月目标价	22元
股价(2017-04-27)	19.90元

交易数据

总市值(百万元)	7,979.50
流通市值(百万元)	7,979.50
总股本(百万股)	400.98
流通股本(百万股)	400.98
12个月价格区间	18.94/26.39元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.94	-8.46	-8.15
绝对收益	-14.53	-8.68	-1.83

分析师

王冯
 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn

相关报告

奥康国际：借助央视平台提升品牌影响力，C2M 战略顺应行业定制趋势 2017-01-13

OEM 收入下滑，关注斯凯奇新开店进展

事件

公司发布 2016 年年报，实现营业收入 32.50 亿元 (-2.07%)；归母净利润 3.05 亿元 (-21.79%)，每股收益 0.76 元/股。第四季度，公司实现营收 9.62 亿元 (-0.53%)，归母净利润为 0.49 亿元 (-58.92%)。在 2017 年一季度报中，公司实现销售收入 8.82 亿元 (-0.81%)，归母净利润为 1.14 亿元 (+1.02)。公司利润分配方案：以总股本 4.01 亿股为基数，向全体股东按每 10 股派发现金红利 6 元 (含税)。

投资要点

◆ **终端销售低迷，毛利率提升，费用上升**：受到国内消费需求疲弱的制约，中端鞋市场竞争激烈且产品差异化不高，2016 年公司主营业务收入同比下降 2.07 个百分点至 32.50 亿元。分季度看，公司 Q1-Q4 营收同比分别为 5.59%、-9.13%、-5.41%、-0.53%。2016 年中一季表现相对较好，主要原因为公司自 Q2 开始订单出现外流导致公司自一季后销售难以提速。

2016 年，公司毛利率同比增加 3.37pct 至 37.09%，单从季度来看，16 年 Q1-Q4 的毛利率分别为 36.56%、40.43%、33.32%、37.80%。分品类来看，公司男鞋、女鞋、皮具的毛利率分别为：39.15% (+4.05%)、32.10% (+3.91%)、34.88% (-1.43%)。公司毛利率增长主要原因在于渠道的调整、产品结构调整、成本的合理有效控制、打折控制等。费用上，公司期间费用率同比增加 2.68pct 至 22.85%。分拆来看，公司业务宣传费用、资产摊销折旧、职工薪酬增加致销售费用同比增加 9.2pct 至 4.5 亿元，管理费用同比增加 11.68pct 至 3.01 亿元。公司期间费用率增加在一定程度压缩公司的盈利空间，拖累公司净利率下滑。公司 2016 年净利率同比下滑 2.36pct 至 9.39%。

公司 2016 年净利润同比下降 22%，扣非净利润同比下滑 8.4%，主要原因在于处置兰亭集势投资损失及处置机器设备产生的损失 5200 万元，以及坏账、存货等计提资产减值损失 2078 万元(2015 年是由于坏账损失冲回、存货跌价损失冲回，资产减值损失为-5083 万元)。

2017 年一季度，公司营业收入、营业利润基本与去年同期持平微降，毛利率 38.7% 环比、同比均有提升。

◆ **终端数量增长，直营占比提升，OEM 下滑**：公司现有渠道覆盖街边店、百货商场、购物中心、第三方主流电商及自建电商平台，截至 2016 年末，国内线下门店数量 3148 家 (净增加 236 家)，其中直营店有 1435 家 (净增 204 家)，经销店 1713 家 (净增 32 家)。经过近几年网络优化调整，集合店数量新增 327 家至 735 家，其销售占比提升。此外，公司电商业务快速发展，2016 年线上销售 4.65 亿元，同比增长 19.57%，其中双十一促销活动销售增长较快，京东商城鞋类排名第一，天猫商城鞋类排名第二，线上销售收入比重达到 14.46%。

分渠道看，公司直营收入 21 亿元，同比增长 2.6%，经销商收 1.09 亿元，同比增长 0.47%，OEM 业务较去年减少 84%至 0.24 亿元。分品牌看，奥康品牌实现销

售收入 21.11 亿元，同比增长 1.32%，康龙品牌实现收入 4.46 亿元，同比增长 7.59%，红火鸟同比增长 36%至 9165 万元。

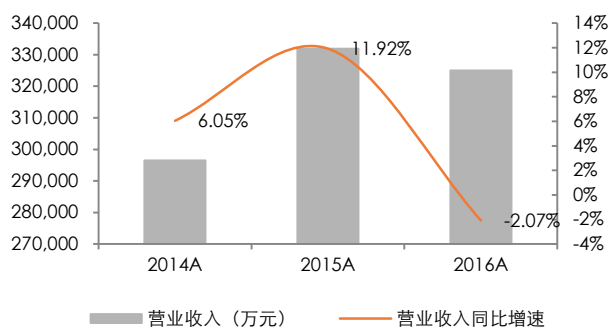
- ◆ **投资建议：**公司提出将“卓越的鞋业生态系统”作为中长期发展目标，“长青品牌+时尚平台”两大板块共同发展。作为商务休闲男鞋的龙头品牌，随着供应链的改善、效率更高的集合店不断增加，以及代理的运动品牌斯凯奇门店经过前期磨合，在 2017 年开店速度将有所提升（2016 年底 125 家），未来公司有望保持稳健增长态势。我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.92、1.05 和 1.19 元，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 22 元，相当于 2017 年 24 倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示：**主品牌销售不达预期；斯凯奇开店速度低于预期；集合店经营业务不达预期，兰亭集势的业绩风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3,318.8	3,250.0	3,575.0	3,932.5	4,325.7
同比增长(%)	11.9%	-2.1%	10.0%	10.0%	10.0%
营业利润(百万元)	489.1	382.6	469.1	540.5	618.0
同比增长(%)	49.2%	-21.8%	22.6%	15.2%	14.4%
净利润(百万元)	390.2	305.2	367.1	420.1	477.6
同比增长(%)	51.1%	-21.8%	20.3%	14.4%	13.7%
每股收益(元)	0.97	0.76	0.92	1.05	1.19
PE	20.4	26.1	21.7	19.0	16.7
PB	2.0	1.9	1.9	1.9	1.8

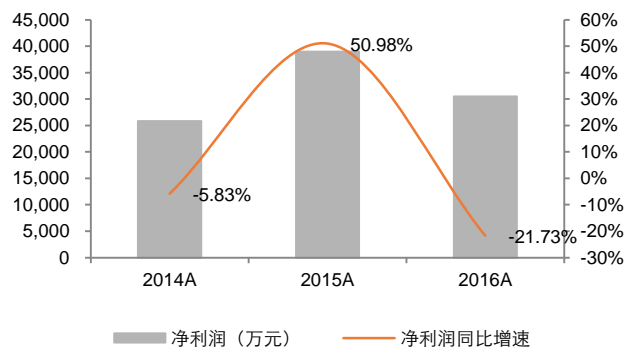
数据来源：贝格数据，华金证券研究所

图 1：公司营业收入及增速变化（万元，%）



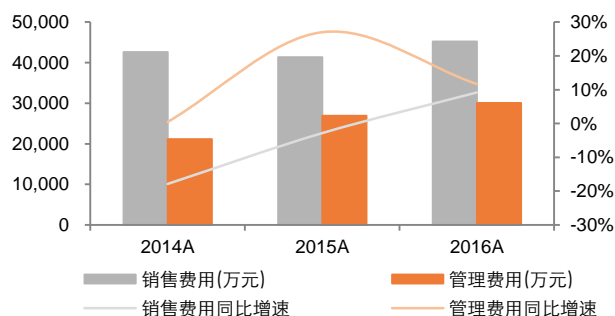
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 2：公司净利润及增速变化（万元，%）



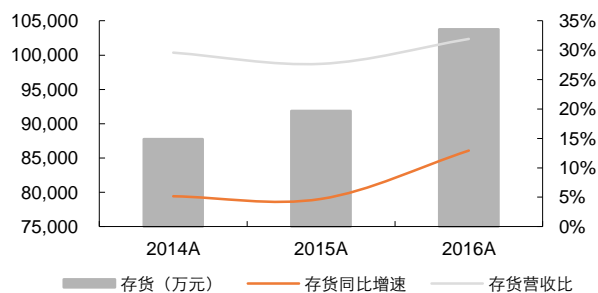
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 3：公司销售费用、管理费用及同比增速变化（万元，%）



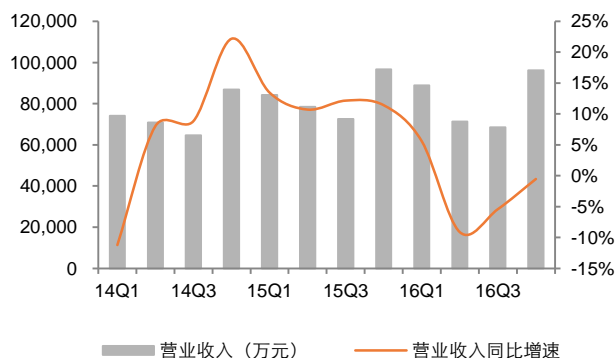
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 4：公司存货及同比增速变化（万元，%）



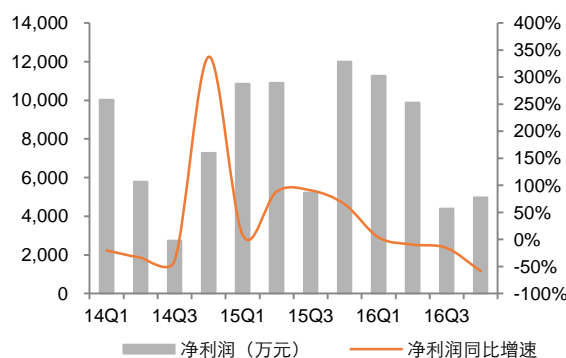
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 5：公司分季度营业收入及增速（万元，%）



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 6：公司分季度净利润及增速（万元，%）



资料来源：Wind, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,318.8	3,250.0	3,575.0	3,932.5	4,325.7	年增长率					
减:营业成本	2,199.6	2,044.4	2,216.5	2,418.5	2,638.7	营业收入增长率	11.9%	-2.1%	10.0%	10.0%	10.0%
营业税费	23.1	25.0	25.2	28.5	31.7	营业利润增长率	49.2%	-21.8%	22.6%	15.2%	14.4%
销售费用	413.9	452.0	500.5	550.5	605.6	净利润增长率	51.1%	-21.8%	20.3%	14.4%	13.7%
管理费用	269.2	300.6	332.5	365.7	402.3	EBITDA 增长率	44.9%	-18.9%	26.9%	13.0%	13.0%
财务费用	-13.6	-9.9	16.2	13.8	14.1	EBIT 增长率	52.3%	-21.6%	30.2%	14.2%	14.1%
资产减值损失	-50.8	20.8	20.0	20.0	20.3	NOPLAT 增长率	57.6%	-21.4%	27.7%	14.2%	14.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	0.7%	14.7%	9.8%	-13.9%	21.9%
投资和汇兑收益	11.6	-34.4	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	5.1%	0.2%	1.8%	2.2%	2.4%
营业利润	489.1	382.6	469.1	540.5	618.0						
加:营业外净收支	22.1	16.4	20.4	19.6	18.8	盈利能力					
利润总额	511.2	399.1	489.5	560.1	636.8	毛利率	33.7%	37.1%	38.0%	38.5%	39.0%
减:所得税	121.3	93.8	122.4	140.0	159.2	营业利润率	14.7%	11.8%	13.1%	13.7%	14.3%
净利润	390.2	305.2	367.1	420.1	477.6	净利润率	11.8%	9.4%	10.3%	10.7%	11.0%
						EBITDA/营业收入	15.6%	12.9%	14.9%	15.3%	15.7%
						EBIT/营业收入	14.3%	11.5%	13.6%	14.1%	14.6%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	27.6%	26.1%	19.4%	24.0%	22.8%
货币资金	1,331.7	889.5	494.4	1,063.8	529.7	负债权益比	38.1%	35.4%	24.1%	31.6%	29.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	3.40	3.53	3.73	3.14	3.36
应收帐款	844.2	861.1	1,323.6	1,079.6	1,563.9	速动比率	2.63	2.59	2.92	2.35	2.60
应收票据	11.2	7.0	10.5	11.0	12.1	利息保障倍数	-34.98	-37.71	30.01	40.12	44.74
预付帐款	89.9	78.5	290.9	112.2	327.6	营运能力					
存货	918.6	1,037.4	809.7	1,071.4	980.9	固定资产周转天数	37	49	43	36	30
其他流动资产	867.6	1,017.2	816.1	900.3	911.2	流动营业资本周转天数	191	190	209	186	180
可供出售金融资产	198.0	198.0	200.0	200.0	200.0	流动资产周转天数	430	441	384	365	356
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	108	94	110	110	110
长期股权投资	447.8	413.2	413.2	413.2	413.2	存货周转天数	97	108	93	86	85
投资性房地产	7.7	5.6	5.6	5.6	5.6	总资产周转天数	563	620	540	494	469
固定资产	434.8	441.1	408.3	375.6	342.8	投资资本周转天数	290	319	325	288	268
在建工程	32.7	75.4	75.4	75.4	75.4						
无形资产	226.8	246.1	231.8	217.4	203.1	费用率					
其他非流动资产	234.3	274.8	92.8	83.7	86.2	销售费用率	12.5%	13.9%	14.0%	14.0%	14.0%
资产总额	5,645.4	5,545.0	5,172.4	5,609.2	5,651.8	管理费用率	8.1%	9.2%	9.3%	9.3%	9.3%
短期债务	-	-	-	-	-	财务费用率	-0.4%	-0.3%	0.5%	0.4%	0.3%
应付帐款	809.6	851.2	588.6	1,067.9	820.4	三费/营业收入	20.2%	22.9%	23.8%	23.7%	23.6%
应付票据	238.7	116.5	253.0	150.1	289.7	投资回报率					
其他流动负债	145.6	135.0	162.7	130.3	176.7	ROE	9.5%	7.5%	8.8%	9.9%	10.9%
长期借款	363.6	346.9	-	-	-	ROA	6.9%	5.5%	7.1%	7.5%	8.5%
其他非流动负债	-	-	-	-	-	ROIC	13.6%	10.6%	11.8%	12.3%	16.3%
负债总额	1,557.5	1,449.4	1,004.3	1,348.4	1,286.8	分红指标					
少数股东权益	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	DPS(元)	0.75	0.60	0.71	0.82	0.93
股本	401.0	401.0	401.0	401.0	401.0	分红比率	77.1%	78.8%	77.8%	77.9%	78.2%
留存收益	3,678.5	3,683.0	3,766.3	3,859.1	3,963.3	股息收益率	3.8%	3.0%	3.6%	4.1%	4.7%
股东权益	4,087.9	4,095.5	4,168.0	4,260.8	4,365.0						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	389.9	305.2	367.1	420.1	477.6	EPS(元)	0.97	0.76	0.92	1.05	1.19
加:折旧和摊销	157.7	215.2	47.1	47.1	47.1	BVPS(元)	10.19	10.21	10.39	10.62	10.88
资产减值准备	-50.8	20.8	-	-	-	PE(X)	20.4	26.1	21.7	19.0	16.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.0	1.9	1.9	1.9	1.8
财务费用	3.1	-11.8	16.2	13.8	14.1	P/FCF	10.9	-75.0	-28.5	9.0	-50.5
投资损失	-11.6	34.4	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	2.4	2.5	2.2	2.0	1.8
少数股东损益	-0.3	0.0	-	-	0.0	EV/EBITDA	12.7	16.6	13.5	11.0	10.5
营运资金的变动	545.9	-362.6	-165.8	429.5	-685.4	CAGR(%)	2.5%	16.1%	12.4%	2.5%	16.1%
经营活动产生现金流量	1,300.1	358.1	259.6	905.5	-151.6	PEG	8.1	1.6	1.7	7.6	1.0
投资活动产生现金流量	-1,192.3	-355.8	3.0	5.0	5.0	ROIC/WACC	1.3	1.0	1.1	1.2	1.6
融资活动产生现金流量	-222.3	-347.7	-657.6	-341.1	-387.6						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn