

奥康国际 (603001.SH)

公司快报

营收平稳，销售费用上升拖累净利润，期待斯凯奇扩张提速

纺织服装 | 大众品牌 III

投资评级 **增持-A(维持)**
 6个月目标价 20元
 股价(2017-08-15) 18.20元

事件

公司发布 2017 年半年报，实现营业收入 15.94 亿元(-0.49%)，归母净利润为 1.75 亿元(-17.25%)，EPS 为 0.44 元。其中，第二季度单季收入 7.13 亿元(-0.08%)，归母净利润为 0.61 亿元(-38.37%)，EPS 为 0.15 元。

投资要点

◆ **营收略降，期间费用率上升导致净利率下滑 2.22pct**：上半年公司营业收入同比下滑 0.49%，主要是外贸业务下降及团购订单减少导致；毛利率相对稳定，上半年为 37.8%，较去年同期下滑 0.48pct；销售费用率同比增长 2.19pct 至 15.34%，销售费用绝对额增加 3383.6 万，主要是上半年公司携手央视“国家品牌计划”独家赞助《星光大道》栏目，推广费用明显上升；管理费用率同比增长 0.47pct 至 9.50%；财务费用 180.69 万，较去年同期增加 554.5 万元(去年同期为-373.80 万)，主要是汇兑损益、手续费、银行借款利息增加所致。期间费用率增加使得净利率下滑 2.22pct 至 10.97%，上半年公司实现归母净利润 1.75 亿元，同比下滑 17.25%。

◆ **奥康、康龙品牌呈净关店，集合店、斯凯奇继续保持开店数量增长**：截止 2017 年 6 月底，公司合计拥有店铺数 3203 家(2016 年末为 3148 家)，上半年净开门店 55 家，其中直营门店数量为 1463 家，经销 1740 家。整体上，上半年公司增加了集合店的开店数量，单品牌开店数量较少。此外，公司在东南亚国家共开设的经销集合店已达 13 家，海外市场开始布局。

分品牌来看，上半年集合店直营净增 38 家(开 78 家/关 40 家) 经销店净增 46 家(开 53 家/关 7 家)；奥康+康龙上半年呈现净关店态势，其中奥康直营店净增 0 家(开 29 家/关 29 家)，经销店净关 18 家(开 51 家/关 69 家)；康龙品牌直营店净关店 24 家(开 0 家/关 24 家)，经销店净关 5 家(开 0 家/关 5 家)；奥康和康龙上半年营收同比增长 4.25%和 2.86%，变化不大。斯凯奇店铺数量增长，但上半年扩张速度略低于预期，直营店净增 14 家(开 17 家/关 3 家)，经销店净增 4 家(开 7 家/关 3 家)，上半年营收 5773 万元，同比增长 203%。静待斯凯奇门店扩张在下半年有所提速。

分渠道来看，上半年商场店表现最好，营收同比增长 15.22%，而团购和网购下滑 9.14%。独立店营收下滑 5.47%。直营和加盟来看，直营下滑 4.03%，而加盟增长 9.33%。

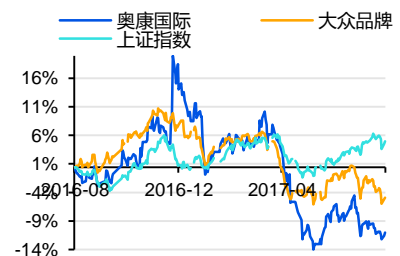
◆ **终端消费开始复苏，公司加大推广力度有望带动销售增长**：2017 年上半年鞋帽、针、纺织品销售额 7172 亿元，累计同比+7.3%，行业出现复苏迹象。公司于今年年初加大品牌推广，参加“国家品牌计划”以及增加电商网络推广等，增加广告费投入，上半年广告费用 4057 万元，同比增长 50.36%，品牌知名度提升有助于带动公司销售增长。

◆ **投资建议**：作为商务休闲男鞋的龙头品牌，随着效率更高的集合店数量不断增加，

交易数据

总市值(百万元) 7,297.84
 流通市值(百万元) 7,297.84
 总股本(百万股) 400.98
 流通股本(百万股) 400.98
 12个月价格区间 17.80/26.39元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-4.7	-5.75	-12.37
绝对收益	-3.81	-0.54	-8.33

分析师

王冯
 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn
 021-20377089

报告联系人

齐莉娜
 qilina@huajinsec.cn
 021-20377037

相关报告

奥康国际：OEM 收入下滑，关注斯凯奇新开店进展 2017-04-27

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

以及代理的运动品牌斯凯奇门店经过前期磨合，斯凯奇门店数量扩张下半年将有所提速，公司与 intersport 合作代理运动品牌业务，未来公司有望保持稳健增长态势。考虑到公司参加“国家品牌计划”推广费用增加（按合同，9月15号还需要支付1500万元费用），我们小幅下调公司盈利预测，预计2017年至2019年每股收益分别为0.77、0.90和1.03元，维持增持-A建议，6个月目标价为20元，相当于2018年22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等。

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	3,412.5	3,753.7	4,204.2
同比增长(%)	11.9%	-2.1%	5.0%	10.0%	12.0%
营业利润(百万元)	489.1	382.6	391.7	462.3	529.5
同比增长(%)	49.2%	-21.8%	2.4%	18.0%	14.5%
净利润(百万元)	390.2	305.2	309.1	361.4	411.2
同比增长(%)	51.1%	-21.8%	1.3%	16.9%	13.8%
每股收益(元)	0.97	0.76	0.77	0.90	1.03
PE	18.7	23.9	23.6	20.2	17.7
PB	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7

数据来源：贝格数据，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	3,412.5	3,753.7	4,204.2	年增长率					
减:营业成本	2,199.6	2,044.4	2,115.7	2,327.3	2,606.6	营业收入增长率	11.9%	-2.1%	5.0%	10.0%	12.0%
营业税费	23.1	25.0	26.3	28.9	32.4	营业利润增长率	49.2%	-21.8%	2.4%	18.0%	14.5%
销售费用	413.9	452.0	505.0	533.0	588.6	净利润增长率	51.1%	-21.8%	1.3%	16.9%	13.8%
管理费用	269.2	300.6	317.4	349.1	391.0	EBITDA 增长率	44.9%	-18.9%	6.1%	15.1%	13.7%
财务费用	-13.6	-9.9	6.3	3.1	5.9	EBIT 增长率	52.3%	-21.6%	6.8%	16.9%	15.0%
资产减值损失	-50.8	20.8	20.0	20.0	20.3	NOPLAT 增长率	57.6%	-21.4%	4.7%	16.9%	15.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	0.7%	14.7%	6.1%	-10.8%	19.3%
投资和汇兑收益	11.6	-34.4	-30.0	-30.0	-30.0	净资产增长率	5.1%	0.2%	1.5%	1.9%	2.1%
营业利润	489.1	382.6	391.7	462.3	529.5	盈利能力					
加:营业外净收支	22.1	16.4	20.4	19.6	18.8	毛利率	33.7%	37.1%	38.0%	38.0%	38.0%
利润总额	511.2	399.1	412.1	481.9	548.3	营业利润率	14.7%	11.8%	11.5%	12.3%	12.6%
减:所得税	121.3	93.8	103.0	120.5	137.1	净利润率	11.8%	9.4%	9.1%	9.6%	9.8%
净利润	390.2	305.2	309.1	361.4	411.2	EBITDA/营业收入	15.6%	12.9%	13.0%	13.7%	13.9%
						EBIT/营业收入	14.3%	11.5%	11.7%	12.4%	12.7%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	27.6%	26.1%	24.5%	25.4%	31.1%
货币资金	1,331.7	889.5	1,023.7	1,126.1	1,261.3	负债权益比	38.1%	35.4%	32.4%	34.0%	45.1%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	3.40	3.53	3.47	2.99	2.97
应收帐款	844.2	861.1	1,224.3	1,069.7	1,499.5	速动比率	2.63	2.59	2.85	2.24	2.40
应收票据	11.2	7.0	9.7	10.8	11.6	利息保障倍数	-34.98	-37.71	62.98	149.54	91.47
预付帐款	89.9	78.5	274.1	113.8	320.7	营运能力					
存货	918.6	1,037.4	725.7	1,084.4	942.9	固定资产周转天数	37	49	45	38	31
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	213	190	182
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	420	402	396
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	87	87
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	583	536	512
固定资产	434.8	441.1	408.3	375.6	342.8	投资资本周转天数	290	319	334	296	273
在建工程	32.7	75.4	75.4	75.4	75.4	费用率					
无形资产	226.8	246.1	231.8	217.4	203.1	销售费用率	12.5%	13.9%	14.8%	14.2%	14.0%
其他非流动资产	234.3	274.8	92.8	83.7	86.2	管理费用率	8.1%	9.2%	9.3%	9.3%	9.3%
资产总额	5,645.4	5,545.0	5,500.8	5,676.0	6,273.6	财务费用率	-0.4%	-0.3%	0.2%	0.1%	0.1%
短期债务	-	-	255.7	87.9	415.3	三费/营业收入	20.2%	22.9%	24.3%	23.6%	23.4%
应付帐款	809.6	851.2	523.2	1,070.9	794.4	投资回报率					
应付票据	238.7	116.5	236.2	151.7	282.7	ROE	9.5%	7.5%	7.4%	8.5%	9.5%
其他流动负债	145.6	135.0	158.4	130.5	173.8	ROA	6.9%	5.5%	5.6%	6.4%	6.6%
长期借款	363.6	346.9	172.1	-	282.7	ROIC	13.6%	10.6%	9.7%	10.7%	13.8%
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	1,557.5	1,449.4	1,345.6	1,441.0	1,948.9	DPS(元)	0.75	0.60	0.60	0.70	0.80
少数股东权益	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	分红比率	77.1%	78.8%	77.8%	77.9%	78.2%
股本	401.0	401.0	401.0	401.0	401.0	股息收益率	4.1%	3.3%	3.3%	3.9%	4.4%
留存收益	3,678.5	3,683.0	3,753.5	3,833.3	3,923.0						
股东权益	4,087.9	4,095.5	4,155.2	4,235.0	4,324.7						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.97	0.76	0.77	0.90	1.03
净利润	389.9	305.2	309.1	361.4	411.2	BVPS(元)	10.19	10.21	10.36	10.56	10.78
加:折旧和摊销	157.7	215.2	47.1	47.1	47.1	PE(X)	18.7	23.9	23.6	20.2	17.7
资产减值准备	-50.8	20.8	-	-	-	PB(X)	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	9.9	-68.6	35.8	19.5	15.9
财务费用	3.1	-11.8	6.3	3.1	5.9	P/S	2.2	2.2	2.1	1.9	1.7
投资损失	-11.6	34.4	30.0	30.0	30.0	EV/EBITDA	11.4	15.0	14.4	11.7	11.1
少数股东损益	-0.3	0.0	-	-	0.0	CAGR(%)	-2.5%	10.5%	6.2%	-2.5%	10.5%
营运资金的变动	545.9	-362.6	-51.5	315.5	-611.8	PEG	-7.5	2.3	3.8	-8.1	1.7
经营活动产生现金流量	1,300.1	358.1	341.0	757.1	-117.6	ROIC/WACC	1.4	1.1	1.0	1.1	1.4
投资活动产生现金流量	-1,192.3	-355.8	-32.0	-30.0	-30.0						
融资活动产生现金流量	-222.3	-347.7	-174.7	-624.7	282.7						

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