



Research and  
Development Center

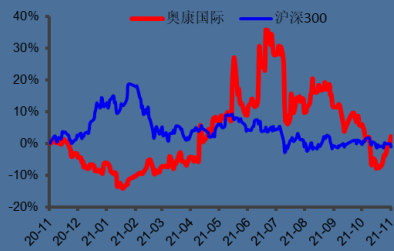
# 携手君智全面升级，中国男鞋有望崛起

——奥康国际（603001.SH）深度报告

2021年12月2日

汲肖飞 行业分析师  
S1500520080003  
jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理  
liyanyuan@cindasc.com

**证券研究报告**
**公司研究**
**深度报告**
**奥康国际**
**投资评级 买入**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价(元): 8.20  
 52周内股价  
 波动区间(元): 6.62-10.4  
 最近一月涨跌幅(%): 13.58  
 总股本(亿股): 4.01  
 流通A股比例(%): 100  
 总市值(亿元): 33

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
 CINDASECURITIESCO., LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编: 100031

# 携手君智全面升级，中国男鞋有望崛起

2021年12月2日

**本期内容提要：**

- ◆国产皮鞋行业龙头，多年沉淀酝酿升级。**公司主要从事男士皮鞋的生产、研发、零售，旗下拥有奥康、康龙、红火鸟、美丽佳人等自主品牌，并成为运动品牌斯凯奇和彪马的大陆代理商。公司实行横向一体化的经营模式，下游渠道以线下直营为主，电商、线下经销为辅。2016年后受行业景气度下行、竞争激烈等影响，公司收入、利润持续下滑，2021年前三季度公司实现收入21.43亿元，同增36.95%，净利润0.47亿元，同增440.77%，受疫情影响缓和、会计准则变化等影响有所反弹。
- ◆行业持续低迷，竞争格局分散，细分龙头有望突围。**近年来国内男士皮鞋行业发展进入瓶颈期，2020年市场规模约为1842亿元，受疫情影响同比下滑，行业内上市公司皮鞋业务收入、业绩持续下滑。从竞争格局来看，皮鞋行业呈现国际知名品牌占领高端市场、本土品牌定位于大众市场、中间价格带品牌稀缺的局面，龙头市占率处于较低水平。结合当下国潮复苏背景，对标率先走出本土龙头品牌的羽绒服行业，我们认为存在特定穿着场景、能够打破传统皮鞋舒适度差等痛点的本土男士皮鞋品牌有望成功突围。
- ◆君智助力全面升级，男鞋国货品牌呼之欲出。**2021年1月公司与君智咨询达成战略合作，打造“更舒适的男士皮鞋”，后者曾助力波司登等国货品牌成功转型升级。品牌方面，公司聚焦于奥康主品牌、男鞋主品类，精简SKU，以“中国舒适男士皮鞋专家”为品牌战略定位，全面提升品牌势能。渠道方面，公司线下淘汰低效店铺，对原有渠道形象升级，并在高端商场、核心商圈开拓新渠道，提升品牌形象；线上借助电商红利，转化私域流量，吸引年轻群体。未来公司有望实现品牌的转型升级，将产品定位于品牌稀缺的中高端价格带。营销方面，公司有望借助外部优质设计资源，增加传统及新媒体营销渠道投入，扩大品牌影响力。产品方面，公司跨界联名IP为品牌注入年轻活力，将专利技术应用于四大系列新品，赋予产品舒适、时尚与功能性，稳步提升品牌定位及价格。
- ◆轻装上阵去库存，快反供应链与智能仓储全链路增效。**目前公司库存结构健康，经过多年来库存持续清理优化，2021Q3存货同比下滑9.19%，存货处于近年来的低位水平，从而有助于公司轻装上阵进行品牌升级。公司打造数字化智造工厂、智能运营中心，为快速反应供应链体系和高效仓储物流能力赋能，确保公司高效率生产、快速响应下游需求的能力，控制库存水平。
- ◆盈利预测与投资评级。**我们看好公司品牌全方位升级，男士皮鞋行业存在优质国货品牌发展土壤，品牌势能提升后业绩弹性较大，我们预计2021-2023年收入为29.49/34.00/40.00亿元，同增7.72%/15.28%/17.65%，归母净利润为0.44/0.99/1.70亿元，同增55.8%/127.7%/71.4%，目前估值处于较低水平。根据绝对估值法，我们给予公司目标价11.45元，公司短期业绩触底反弹、长期发展空间较大，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆风险因素：**新冠疫情反复、品牌升级不及预期、行业竞争加剧等。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	2,726	2,738	2,949	3,400	4,000
增长率 YoY%	-10.4%	0.4%	7.7%	15.3%	17.7%
归属母公司净利润(百万元)	22	28	44	99	170
增长率 YoY%	-83.6%	24.2%	55.8%	127.7%	71.4%
毛利率%	35.0%	40.0%	40.8%	41.6%	42.4%
净资产收益率ROE%	0.6%	0.8%	1.2%	2.6%	4.3%
EPS(摊薄)(元)	0.06	0.07	0.11	0.25	0.42
市盈率 P/E(倍)	160.41	103.33	75.51	33.17	19.35
市净率 P/B(倍)	0.96	0.80	0.90	0.88	0.84

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 12 月 2 日收盘价

## 投资逻辑

公司主要从事男士皮鞋产品的生产、研发、零售业务，现已成为中国最大的民营制鞋企业之一。公司旗下拥有奥康、康龙、红火鸟和美丽佳人四个自有品牌，并确立了聚焦奥康主品牌的新发展战略。我们认为尽管国内皮鞋行业发展进入瓶颈期，但公司作为皮鞋行业龙头企业之一，不断筑高品牌势能，布局中高端皮鞋赛道，打造“中国舒适皮鞋专家”的定位，未来前景可期。

短期来看，公司与君智咨询达成战略合作，开启品牌转型之路。从“更舒适的男士皮鞋”为核心的品牌战略定位出发，打造全新的符合消费者对时尚感和功能性的品质要求的产品。品牌知名度、美誉度不断提升。渠道方面，全面进行渠道优化，线下提升直营比例、线上布局直播电商，升级品牌形象。

长期来看，未来随着公司不断筑高品牌势能，逐步完成品牌定位于中高端蓝海市场的升级转型，将有望独揽高端市场和大众市场之间的空白地带。同时伴随公司兼具时尚与功能属性的科技感产品的推出和快速反应的供应链体系和仓储物流后备力量的支持，公司未来业绩有望保持稳定成长。

## 与市场不同的观点：

市场对公司认知度不高，认为行业低迷、公司发展空间有限，但我们分析后认为：

- 1) 在运动鞋逐步替代及新冠疫情等影响下，近年来国内皮鞋行业景气度低，国内皮鞋行业龙头近年来营收持续下滑，但皮鞋对职场人士来说存在特定的使用场景，因此市场需求仍旧庞大，市场对皮鞋公司发展前景认知不足。行业中能够解决皮鞋舒适度差等痛点，不断提升自身品牌力和产品力、走细分的竞争赛道的本土企业有望突围。
- 2) 公司本身战略定位清晰，图存思变，与曾助力波司登等国货品牌成功转型的君智咨询合作，全面推进品牌升级转型计划。未来公司将聚焦主品牌奥康，以“中国舒适男士皮鞋专家”的品牌定位，向中高端皮鞋市场迈进，四大系列新品为消费者提供时尚与科技感兼具的高品质体验，助力品牌影响力不断提升。渠道方面，公司持续加码，通过提高直营店铺比例，在核心商圈选址，来增强公司对终端的直接把控，提升品牌定位和消费者影响力。
- 3) 公司在严格加强库存管理，保证库存的健康运行，助力品牌转型之路得以轻装上阵。同时，高效的快速供应链体系和强大的仓储物流能力，为公司快速响应下游需求提供了强大后备力量。

## 目录

公司分析: 国内皮鞋行业龙头, 多年沉淀酝酿品牌升级.....	6
基本概况: 携手君智, 开启主品牌转型升级之路.....	7
财务分析: 近年来业绩下滑, 2021 年前三季度业绩恢复增长.....	8
公司治理: 实控人持股比例高, 管理层行业经验丰富.....	9
行业分析: 行业景气度低迷, 细分龙头前景可期.....	6
行业现状: 皮鞋行业景气度低, 公司发展普遍受阻.....	10
行业趋势: 国潮崛起背景下, 皮鞋国货龙头有望崛起.....	11
核心优势: 携手君智战略升级, 全方位打造优质国货品牌.....	6
成功案例: 君智咨询助力波司登品牌崛起之路.....	12
战略布局: 聚焦主品牌、主品类, 强化核心优势.....	15
产品升级: 设计、营销全面升级, 新品强化舒适度.....	15
渠道布局: 升级门店形象, 拓展线上渠道.....	17
品牌升级: 新战略落地, 品牌定位有望提升.....	18
库存周转: 库存处于历史低位, 快反供应链、智能仓储全链路增效.....	19
盈利预测、估值与投资评级.....	6
盈利预测及假设.....	20

## 表目录

表 1: 公司业绩与盈利预测 (百万元) .....	21
----------------------------	----

## 图目录

图 1: 公司主要发展历程.....	7
图 2: 2020 年公司旗下品牌价格带和收入情况.....	7
图 3: 近年来公司直营和经销店铺数量及变动情况.....	7
图 4: 2016-2020 年公司线上线下渠道占比情况.....	8
图 5: 2020 年公司营业收入区域分布情况.....	8
图 6: 2016 年-2021Q3 公司营业收入变化.....	8
图 7: 2016 年-2021Q3 公司主要品牌收入变动情况.....	8
图 8: 2016 年-2021Q3 公司毛利率变化情况.....	9
图 9: 2016 年-2021Q3 公司期间费用率变化情况.....	9
图 10: 2016 年-2021Q3 公司净利润增长情况.....	9
图 11: 2016 年-2021Q3 公司存货变动情况.....	9
图 12: 公司股权结构图 (截止到 2021 年 11 月 16 日).....	10
图 13: 公司业绩考核目标具体事宜.....	10
图 14: 2016-2021 年国内男鞋市场规模及增速情况.....	11
图 15: 2020 年国内男鞋、女鞋、童鞋消费占比情况.....	11
图 16: 近年来皮鞋行业公司收入增速变动情况.....	11
图 17: 2020 年皮鞋上市公司收入对比情况.....	11
图 18: 全球视角下消费者对中国品牌看法统计情况.....	12
图 19: 消费者选择国内品牌的理由和占比情况.....	12
图 20: 羽绒服专家波司登“登峰”系列助力登山队登顶.....	13
图 21: FY2015-2021 各项业务收入占比情况.....	13
图 22: 波司登羽绒服防钻绒缝制技术能够高密锁绒.....	13
图 23: 波司登成功向羽绒服中高端市场迈进.....	13
图 24: FY2020 波司登在全国各区域门店数目占比情况.....	14
图 25: 波司登旗舰店选址于一线城市的核心商业区.....	14
图 26: 波司登在上海南京东路商圈大型旗舰店.....	14
图 27: 波司登线下直营、经销店效逐年提升.....	14
图 28: 波司登与潮流明星杨幂、陈伟霆合作.....	15
图 29: 波司登亮相国际时装周.....	15
图 30: 2018 年-2021Q3 公司各品牌收入占比情况.....	15
图 31: 公司聚焦奥康为主品牌.....	15
图 32: 公司联名漫威 IP 系列.....	16

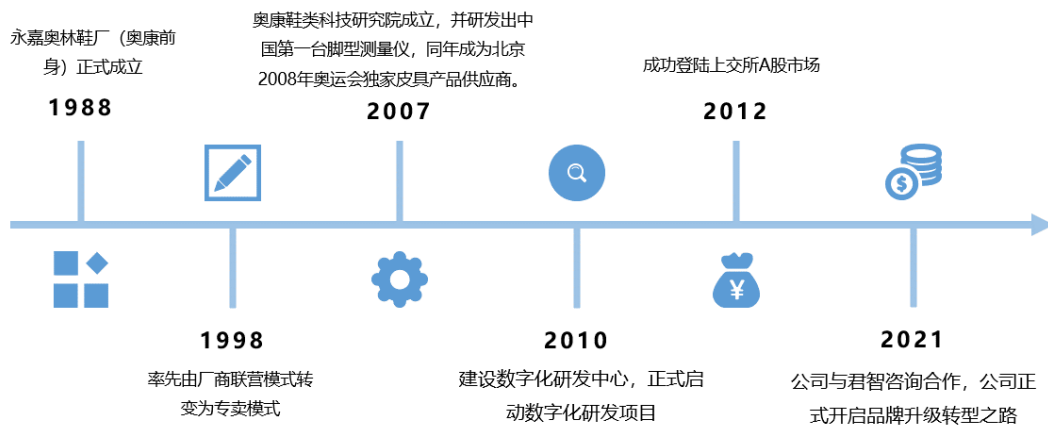
图 33: 公司推出“70 而潮”纪念款户外工装鞋 .....	16
图 34: 公司四大系列科技新品: 微空调、呼吸、万步、云朵系列 .....	16
图 35: 公司第五代脚型测量仪 .....	17
图 36: 公司所获得的荣誉 .....	17
图 37: 2018-2021Q3 奥康直营营销渠道占比变化情况 .....	17
图 38: 2019-2021Q3 公司开店情况 .....	17
图 39: 公司线下大型旗舰店 .....	18
图 40: 公司店铺内部设计带给消费者沉浸式购物体验 .....	18
图 41: 公司联合明星团为“有范生活节”站台 .....	18
图 42: 公司旗下奥康杭州科技开业仪式 .....	18
图 43: 国内皮鞋行业主要品牌价格带分布情况 .....	19
图 44: 皮鞋行业上市公司存货/流动资产变动情况 .....	19
图 45: 皮鞋行业上市公司库存周转率变动情况 .....	19
图 46: 公司鞋面制作机器 .....	20
图 47: 永嘉瓯北制造基地的飞织车间 24 小时不间断运作 .....	20

## 公司分析：国内皮鞋行业龙头，多年沉淀酝酿品牌升级

### 基本概况：携手君智，开启主品牌转型升级之路

公司主要从事男士皮鞋和皮具产品的生产、研发、销售，经过 30 余年的发展，现已成为中国最大的皮鞋品牌集团之一。目前公司旗下拥有奥康、康龙、红火鸟、美丽佳人等自有品牌，并代理运动鞋品牌斯凯奇和彪马，拓展业务模式。公司于 2012 年登陆主板，致力于皮鞋行业的科技研发投入、产品技术创新和品牌营销建设，2021 年与君智咨询达成战略合作，以成为“全球舒适男士皮鞋引领者”为目标，进一步实现战略聚焦、品牌升级、营销提升、产品优化。

图 1：公司主要发展历程



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

经过多年发展，公司形成以“奥康”为主，“康龙”、“斯凯奇”和“彪马”等为辅的多品牌运营模式。2020 年前四大品牌销售收入分别为 16.85 亿元、3.84 亿元、2.93 亿元和 1.20 亿元，线下店铺数量分别为 1604、65、157、5 家。公司先后在 2015 年、2017 年与广州凯捷商业公司和全球最大的体育用品连锁企业 INTERSPORT 开展业务合作，在大陆地区取得斯凯奇和彪马等品牌的优先代理权、经销权。2021 年 1 月公司与君智咨询合作，开始在战略上聚焦主品牌“奥康”，将其他品牌逐步剥离或转做线上渠道、授权模式。

图 2：2020 年公司旗下品牌价格带和收入情况

品牌	目标群体/品牌特征	价格带	2020年收入占比	
奥康	奥康品牌致力于为 25-35 岁目标客人群提供中高端商务时尚产品	299-699	67.89%	
康龙	凸显时尚休闲，以年轻消费群体为主力	399-599	15.47%	
斯凯奇	产品覆盖 3 岁以上儿童及成人，包括运动鞋、服饰、配套产品等	399-899	11.80%	
其他品牌	红火鸟	生产男女时尚鞋、休闲、外贸鞋	299-399	4.83%
	美丽佳人	专业从事中高端女鞋设计、开发、制造和零售的皮具品牌	299-499	
	彪马	产品以休闲和运动系列为主，涉及跑步、足球等领域	499-899	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

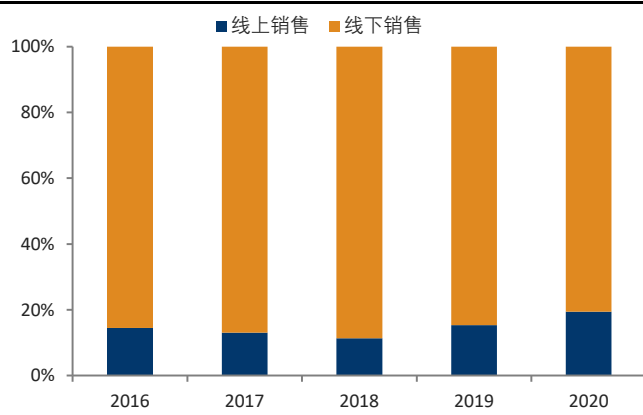
图 3：近年来公司直营和经销店铺数量及变动情况

品牌	店铺种类	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q3
奥康	直营	544	563	574	574	595	562
	经销	191	345	1,188	1,114	1,009	939
康龙	直营	626	565	79	83	61	59
	经销	1,482	1,350	4	4	5	9
斯凯奇	直营	161	100	80	89	97	102
	经销	19	10	65	66	60	54
彪马	直营	104	124	6	22	38	42
	经销	21	29	0	8	15	15

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

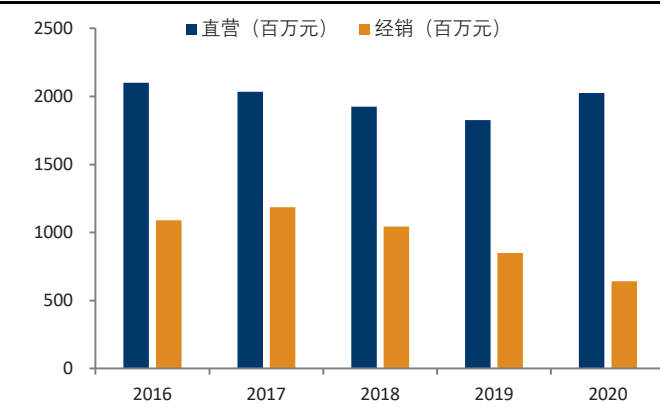
公司采取以“直营+经销”为主，同时以团购、出口和线上渠道为辅的销售模式。直营渠道由街边独立店、商场店和团购、网购等渠道构成，2020年三类渠道在直营收入中占比分别为57.00%、14.03%、28.98%。近年来公司线上销售收入占比逐年提升，主要系公司顺应业态变迁，重点发力线上电商业务，收入占比由2018年的14.46%提升至2020年的19.44%。公司经销收入逐年下滑，主要系公司淘汰店效低的经销店铺所致。

图 4：2016-2020 年公司线上线下渠道占比情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：2020 年公司营业收入区域分布情况

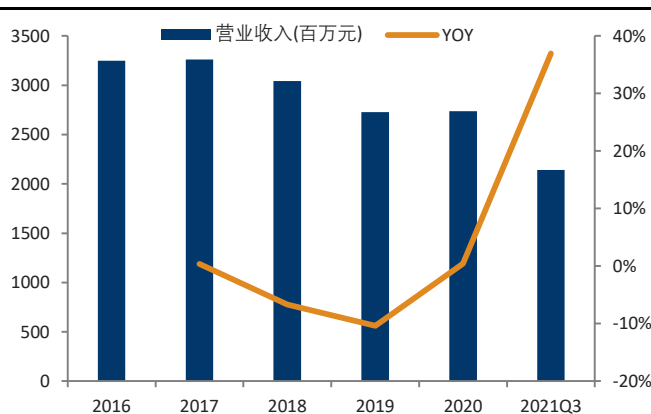


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 财务分析：近年来业绩下滑，2021 年前三季度业绩恢复增长

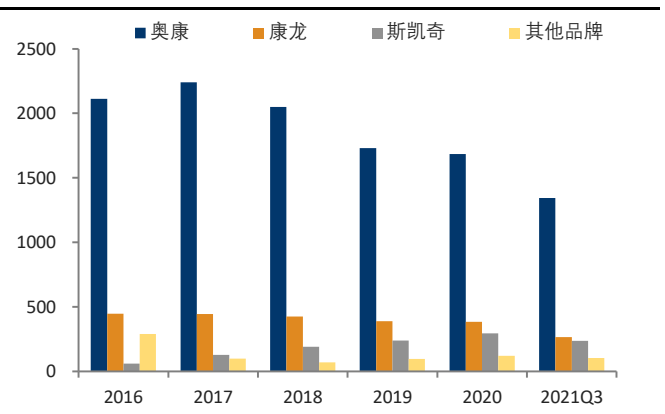
近年来公司收入呈现先下行后反弹的趋势。2016-2020 年公司收入持续低迷，年均复合增速为-5.15%，主要系鞋类消费总体疲软，竞争持续加剧，传统皮鞋受到运动鞋等品类冲击，自有品牌奥康、康龙收入呈现下滑态势，带动公司整体收入持续下滑，相比之下斯凯奇品牌、其他品牌（彪马）收入持续增长。2021 年受益于疫情后消费复苏、会计准则调整，前三季度公司收入 21.43 亿元，同比增长 36.95%，同比有所反弹。

图 6：2016 年-2021Q3 公司营业收入变化



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：2016 年-2021Q3 公司主要品牌收入变动情况/百万元

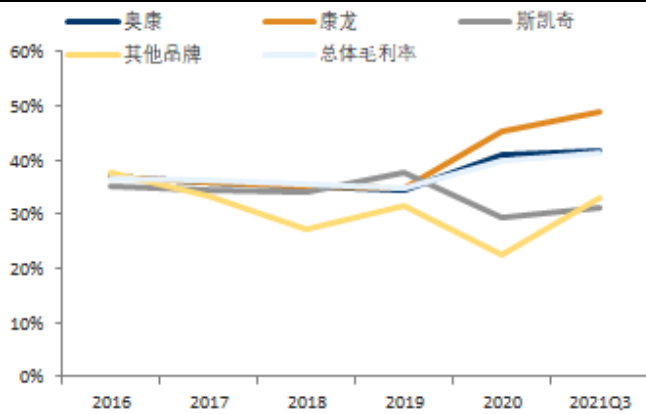


资料来源：Wind，信达证券研发中心

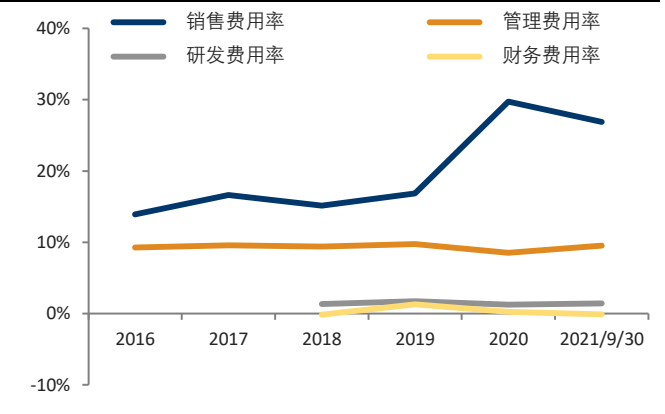
2016 年-2021 年前三季度公司毛利率先下行后逐年提升。2016-19 年毛利率略有下降，主要由于行业景气度下行、竞争加剧、公司收入下滑等影响。2020 年-2021 年前三季度公司会计准则变化将商场收入确认到报表，且收入占比高的自有品牌毛利率持续增长，带动了整体毛利率持续增长。

2016 年后公司期间费用率持续增长，其中 2016-2020 年公司销售费用率基整体呈现上升态势，2020 年销售费用率同比提升 12.90PCT，主要由于会计准则变化后公司将商场扣点、电商平台扣点计入服务费，导致销售费用率大幅提升。公司其他期间费用率基本保持稳定。



**图 8：2016 年-2021Q3 公司毛利率变化情况**


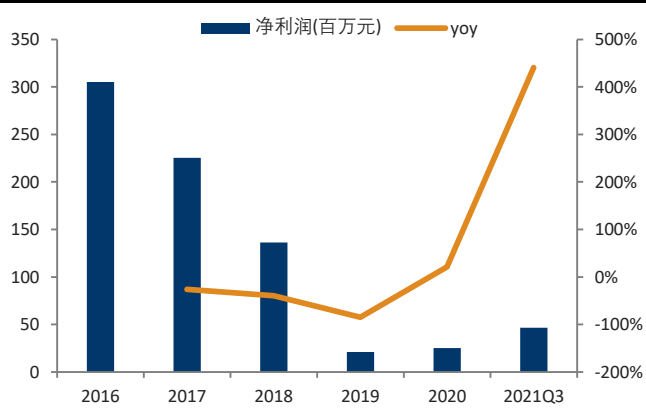
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 9：2016 年-2021Q3 公司期间费用率变化情况**


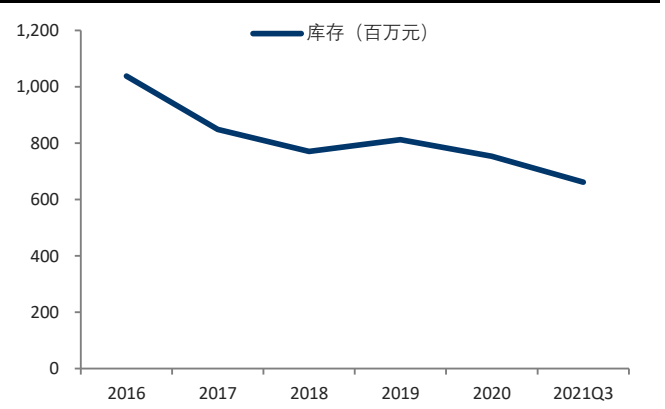
资料来源：Wind，信达证券研发中心

2016-2020 年公司净利润先降后升，2021 前三季度公司净利润触底反弹，实现净利 4656 万元，同增 440.77%。2017-2019 年公司先后受收入下滑、费用增加和公司计提长期股权投资减值损失影响，净利润持续下滑，年复合增速为-59.14%。2020 年后公司净利润恢复增长，受益于毛利率的显著增长以及费用项目管控，2021Q3 公司实现净利润 0.47 亿元，同比增长 440.77%

公司 2016-2020 年库存持续减少，主要由于公司持续加强存货管理，优化库存结构，清理过季库存，降低运营包袱。2021 年三季度末公司存货为 6.62 亿元，同比下滑 8.43%，公司多年优化后库存处于历史低位，为品牌升级、渠道优化奠定基础。

**图 10：2016 年-2021Q3 公司净利润增长情况**


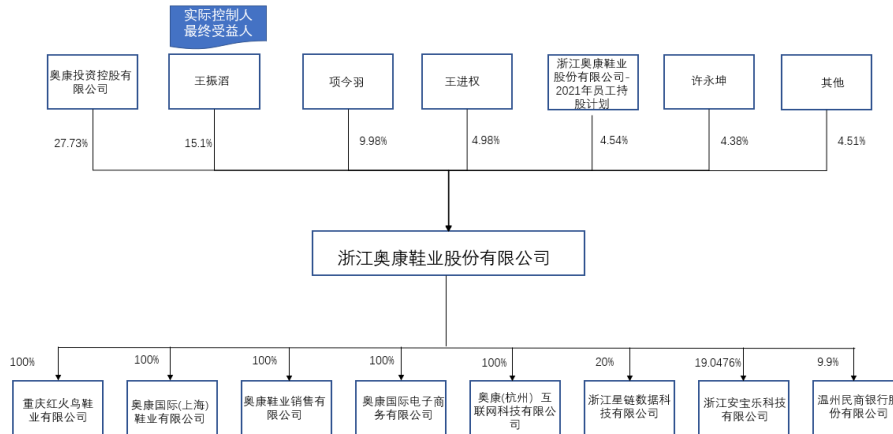
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 11：2016 年-2021Q3 公司存货变动情况**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 公司治理：实控人持股比例高，管理层行业经验丰富

公司股权结构集中，实控人掌控能力强。实际控制人、控股股东为王振滔先生，截止到 2021 年 11 月 16 日直接持股比例为 15.10%，并通过奥康投资控股有限公司间接持股 90%，合计持股比例为 40.06%，对公司决策控制能力较强，股东王进权于公司任职董事兼总裁，持股比例为 4.98%，与王振滔为兄弟关系。

**图 12: 公司股权结构图 (截止到 2021 年 11 月 16 日)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司管理层具有丰富的行业经验。董事长王振滔拥有多年的企业管理经验，现任浙江省政协常委、温州市政协副主席、浙江省工商联副主席、温州市工商联主席、中国百货商业协会副会长等职务。2021 年公司推出第一期员工股权激励计划，涉及股份约 1919 万股，占公司总股本的 4.54%，受让价格为 5.00 元/股。本次员工持股计划参加的对象包括公司董事、监事、高级管理人员及公司核心骨干人员，并设立了相应业绩考核目标。截止到 2021 年 7 月 21 日，公司员工持股计划账户已完成过户。激励计划将提升参加对象的工作积极性，有效地将参加对象和公司及股东的利益统一，从而推动公司整体目标的实现。

**图 13: 公司业绩考核目标具体事宜**

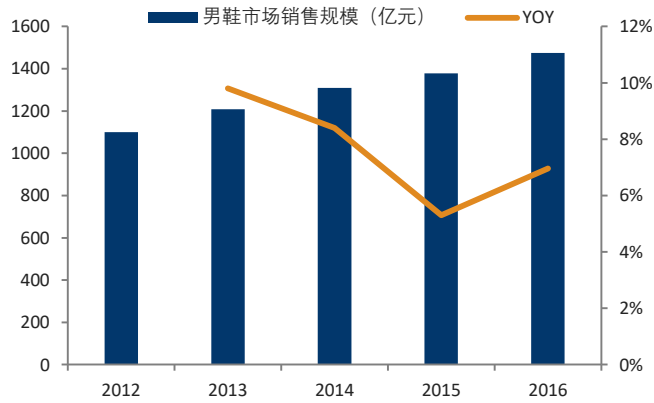
解锁期	业绩考核目标
第一个解锁期	满足以下目标之一：以 2020 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 50%；以 2020 年销售收入为基数，2021 年销售收入增长率不低于 20%
第二个解锁期	满足以下目标之一：以 2020 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 100%；以 2020 年销售收入为基数，2022 年销售收入增长率不低于 40%
第三个解锁期	满足以下目标之一：以 2020 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 200%；以 2020 年销售收入为基数，2023 年销售收入增长率不低于 60%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

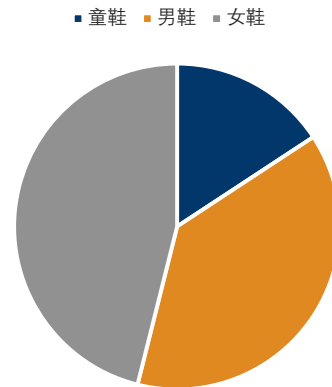
## 行业分析：行业景气度低迷，细分龙头前景可期

### 行业现状：皮鞋行业景气度低，公司发展普遍受阻

在运动鞋、休闲鞋逐步替代和新冠疫情影响下，国内皮鞋消费景气度持续低迷。据中国产业信息统计，2012 年后中国男鞋市场规模增速持续放缓，2012-2016 年年均复合增速仅为 7.60%，估计到 2020 年中国男鞋市场规模将达到 1842 亿元，行业空间巨大。且与女鞋相比，男鞋刚需属性较为明显，时尚、设计属性相对较弱，消费者更注重品牌、舒适度等方面。

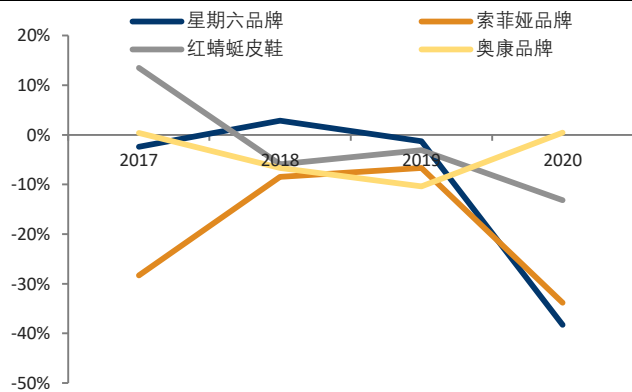
**图 14: 2016-2021 年国内男鞋市场规模及增速情况**


资料来源: 中国产业信息网, 信达证券研发中心

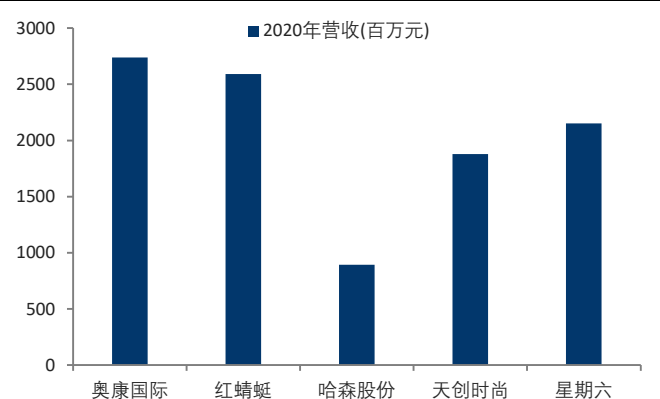
**图 15: 2020 年国内男鞋、女鞋、童鞋消费占比情况**


来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

在低迷的大环境之下, 国内皮鞋行业龙头近年来营收持续下滑, 其中星期六/索菲亚/红蜻蜓/奥康等皮鞋品牌收入 2017-2020 年均复合增速分别为-10.58%/-20.20%/-2.64%/-4.20%, 公司发展普遍面临挑战。国内皮鞋行业进入门槛低, 品牌数量众多, 行业竞争激烈。国内上市皮鞋企业主要有奥康、红蜻蜓、哈森、Kisscat 等品牌, 其中 2020 年奥康品牌实现营收 27.37 亿元, 位列皮鞋上市公司首位。

**图 16: 近年来皮鞋行业公司收入增速变动情况**


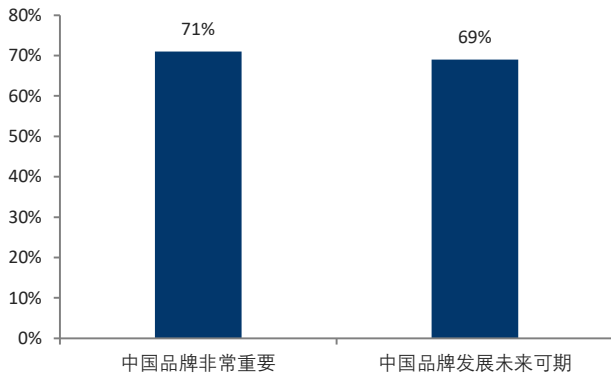
资料来源: wind, 信达证券研发中心

**图 17: 2020 年皮鞋上市公司收入对比情况**


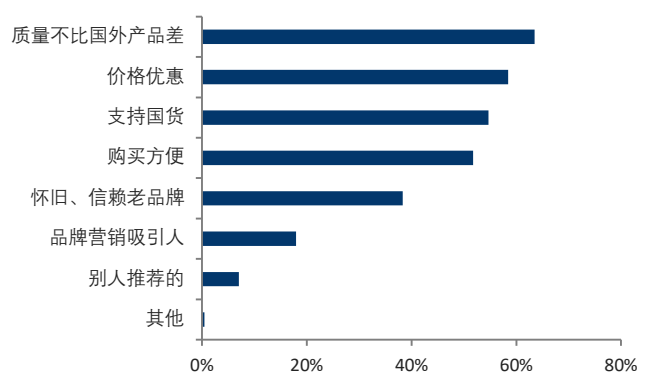
来源: wind, 信达证券研发中心

### 行业趋势: 国潮崛起背景下, 皮鞋国货龙头有望崛起

近年来在与国际大牌的竞争中, 消费品行业中务实创新的国货逐渐成为消费者的首要选择, “国货”的认可度迅速攀升。据 Ipsos 数据显示, 在全球视角下, 有 71% 的消费者认为中国品牌非常重要, 69% 的消费者认为中国品牌的发展未来可期, 越来越多的传统国货正在被消费者所喜爱, 并在年轻群体中掀起一股国货潮流。

**图 18: 全球视角下消费者对中国品牌看法统计情况**


资料来源: IPSOS, 信达证券研发中心

**图 19: 消费者选择国内品牌的理由和占比情况**


来源: 《公众国外品牌消费行为调查报告》, 信达证券研发中心

- 1) **从需求端看**, Z 时代成为当下的消费主力, 成长于中国综合国力、国际地位不断提升的年代的年轻人民族自豪感更强、对国货认可度更高。叠加今年 4 月新疆棉事件后, 消费者支持民族品牌, 21 年 4 月份阿迪、耐克天猫旗舰店销售额同比下滑 78%、59%, 而李宁、安踏等国内品牌销售额快速增长。
- 2) **从供给端看**, 国产品牌正在凭借在自身在品牌转型升级、产品创新迭代、渠道开发拓展以及供应链柔性快反等方面的深耕, 逐步占领消费者心智, 抢占了具备先发优势的国际品牌的市场份额。

**本土男士皮鞋品牌的破圈之路:** 对标羽绒服行业, 尽管羽绒服在穿着时会存在厚重、时尚感设计感较差等固有痛点, 但凭借其御寒等特定使用场景, 国内羽绒服基数需求庞大, 2020 年市场规模达到 1300 亿元。本土品牌波司登在坚持产品专业性的前提下, 通过与大牌设计师合作联名, 增强产品设计感, 并凭借其强大产品力和品牌力, 成功出圈, 成为优质国货代表。相比之下, 尽管男士皮鞋相比于运动鞋, 舒适度较差, 但由于其对职场人士来说存在特定的使用场景, 因此市场需求庞大, 2020 年国内男士皮鞋市场规模估计同样超过 1000 亿元。行业内能够优先解决皮鞋舒适度差等痛点的品牌将有望在众多国际品牌中突围。

## 核心优势: 携手君智战略升级, 全方位打造优质国货品牌

2021 年 1 月公司与北海君智管理咨询有限公司签订战略咨询服务协议, 君智咨询是一家国内的战略咨询公司, 曾成功助力飞鹤乳业、波司登羽绒服、雅迪电动车、良品铺子等行业龙头在内的数十家企业实现增长, 协助其中 5 家企业营收突破百亿。公司携手君智制定未来十年战略目标和未来三年快速增长计划, 以聚焦主流人群, 主打“舒适男鞋”为核心战略, 借助战略落地、渠道拓展、形象升级、运营升级和政策激励五大动作。

### 成功案例: 君智咨询助力波司登品牌崛起之路

2017 年波司登与君智咨询正式达成战略合作, 在合作期间, 君智协助波司登重新聚焦羽绒服主业, 持续提升品牌势能, 充分挖掘波司登产品的时尚与功能属性, 增强产品力的同时进行渠道优化, 线下加速布局自营店铺, 线上深耕天猫和直播, 不断推动品牌高端化转型。在随后的 2018 财年波司登实现营收 103.81 亿元, 同比增长 16.84%, 转型效果持续显现。

**聚焦主航道、主品牌, 深入挖掘羽绒服专家的品牌基因。** 2017 年以前公司传统业务除羽绒服外, 还包括贴牌加工管理、女装和多元化服装等板块, 业务繁多冗杂且彼此协同效应弱。2018 年君智协助波司登战略聚焦, 改变“四季化”的策略, 将主要资源和精力聚焦到羽绒

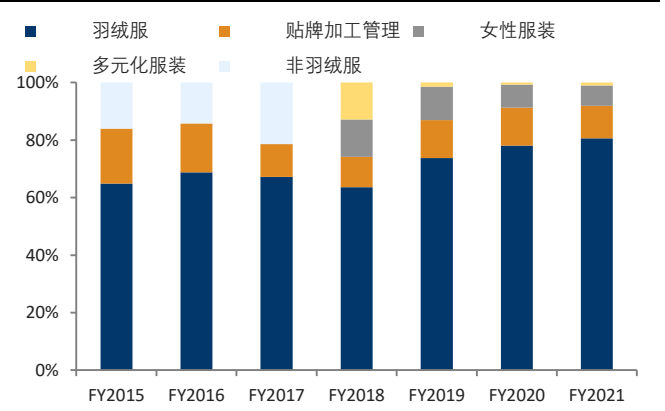
服主业、波司登主品牌上，一方面，深挖主品牌波司登“大品牌、好品质、羽绒服专家”的品牌基因，走“品牌引领”之路，另一方面，雪中飞、冰洁通过发展模式的创新来整合资源，向线上转型。因此到2021财年波司登羽绒服收入占比从2018年的63.63%提升至80.56%，成为业绩增长的主要驱动力。

图 20：羽绒服专家波司登“登峰”系列助力登山队登顶



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 21：FY2015-2021 各项业务收入占比情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

卓越产品力推动产品向高端升级，定位于中高端稀缺赛道。波司登厚积薄发，深耕羽绒服行业数十年，积累了丰富的生产经验。作为羽绒服行业标准的制定者，公司拥有行业内首家国家级实验室，并获得各类专利 177 项，开展科技项目 23 项，并获得高新技术产品认证 3 项。波司登关注产品品质与功能属性，通过提高含绒量和采用高密锁绒等技术保障了产品极强的保暖性并解决了行业普遍存在的“钻绒”问题。高品质的产品制造助力波司登品牌定位向高端化转型，带动产品定价也升级到中高端市场相对稀缺的空白价格带。

图 22：波司登羽绒服防钻绒缝制技术能够高密锁绒



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 23：波司登成功向羽绒服中高端市场迈进

MONCLER		5000-20000元	高端市场
波司登 畅销全球72国		500-3000元	中高端市场
雪中飞 SNOW FLYING	ERAL 艾莱依	200-1500元	大众市场
UNIQLO	NIKE ZARA	200-1500元	快时尚+运动

资料来源：公开资料整理，信达证券研发中心

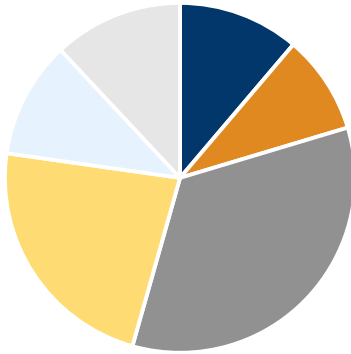
线下优化门店提升店效，线上数字转型精准营销。波司登实行线上、线下全渠道布局。

1) 线下渠道，以提升店效为目标、以消费力为导向进行布局。从地域分布来看，波司登有 43.18% 的门店分布于经济基础更强、商业环境更成熟和消费力更高的华东、华北地区开设门店，超过冬季更长、温度更低的东北地区。从旗舰店选址来看，核心旗舰店选址于一线城市的核心商圈，更好的展示品牌的高端化形象与定位，同时能够保证触达更多的客群，实现更高的坪效。从常规门店的位置来看，门店多坐落于购物中心和商圈，截止到 2021 年 10 月，公司购物中心门店占比近 28%，商圈内门店占比近 40%。通过线下渠道的升级优化，波司登成功拉动了店铺效率的提升，2020 财年直营店效达到 500 万元，同比提升 45%。

**2) 线上渠道, 巧借电商红利, 吸引年轻群体。**一方面, 波司登大力发展直播电商、社交电商等创新营销手段, 在 2019 年“双十一”、“双十二”直播销售额位列服装行业第一名, 吸引了众多年轻群体; 另一方面, 波司登借助和阿里的合作获得全域会员、产品、营销、生产、物流数据分析, 从而实现对商品和消费者的洞察, 并提供更精准的互动和服务。2020 财年, 品牌羽绒服线上销售收入为 34.89 亿元, 同比提升 54.27%。

图 24: FY2020 波司登在全国各区域门店数目占比情况

■ 东北区 ■ 华北区 ■ 华东区 ■ 华中区 ■ 西北区 ■ 西南区



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 26: 波司登在上海南京东路商圈大型旗舰店



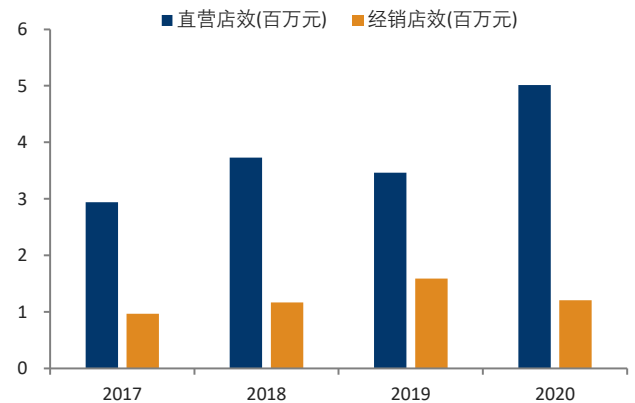
资料来源: 公开资料整理, 信达证券研发中心

图 25: 波司登旗舰店选址于一线城市的核心商业区



资料来源: 赢商数据, 信达证券研发中心

图 27: 波司登线下直营、经销店效逐年提升



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心 (店铺收入为羽绒服品类)

**营销方面, 波司登采用多营销方式相结合的策略, 提升目标客户触达率, 凸显品牌时尚调性, 强化年轻化、高端化的品牌形象。**

**1) 传统营销, 加大布局央视+电梯广告:** 出于央视广告对三线以下城市的长尾覆盖和对品牌的背书能力, 以及电梯广告对一二线城市的高覆盖率, 波司登选择央视、分众传媒的优质营销渠道, 以提高对目标客户群体高触达频率。

**2) 明星代言为品牌注入时尚基因, 联名 IP 吸引 Z 时代群体:** 波司登推出年轻群体中热门的迪士尼、漫威的 IP 联名; 全面覆盖抖音、快手等新媒体社交平台, 触及年轻群体, 为线上、线下店铺引流; 波司登签约杨幂、陈伟霆等潮流路线具备较强带货能力的明星为代言人, 凸显品牌时尚调性。

**3) 联名知名设计师亮相国际时装周, 强化品牌高端形象:** 波司登与国际接轨, 签约国际大牌设计师, 推出“波司登 X 高缇耶”等系列, 并连续亮相纽约、米兰、伦敦时装周, 此外还与来自美国、法国和意大利的三大知名设计师紧密合作, 相继推出“波司登 X Tim Coppens”、“波司登 X ATLEIN”和“波司登 X ENNIO CAPASA”系列, 将时尚与专业工艺相融合, 引领了羽绒服新趋势, 提升品牌影响力。

**图 28: 波司登与潮流明星杨幂、陈伟霆合作**


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

**图 29: 波司登亮相国际时装周**


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

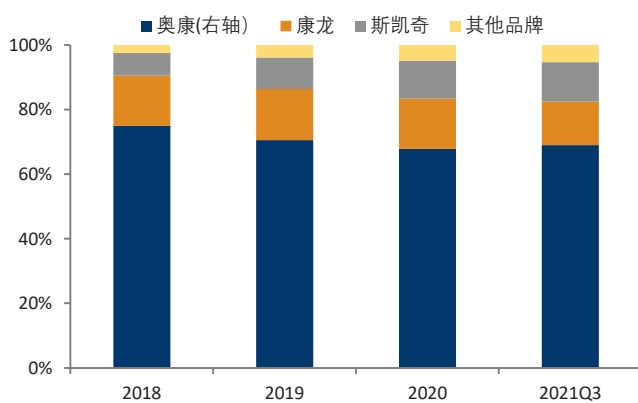
### 战略布局: 聚焦主品牌、主品类, 强化核心优势

公司将在品牌上重点聚焦奥康品牌, 在品类上以男士皮鞋品类为主流, 在款式上公司将全面精简 SKU 数量, 从品牌、品类和款式三方面实施战略聚焦策略。

**从品牌来看,** 在品牌侧重方面, 君智调整公司多品牌横向一体化的经营模式, 重点聚焦奥康主品牌。未来公司将逐步减少对其他品牌的投入, 将康龙、红火鸟和美丽佳人转做授权渠道或者线上渠道, 聚焦资源、重点发力打造奥康品牌, 突出“奥康”更舒适男士皮鞋的品牌定位。

**从品类来看,** 产品以男鞋品类为主, 收入占比基本维持在 56% 的水平之上, 未来公司将重点布局男士皮鞋业务, 战略放弃女鞋业务, 以“舒适的男士皮鞋”实现品牌转型升级, 聚焦核心品类发展。

**从款式来看,** 未来公司将精简核心门店的 SKU 数量, SKU 少而精, 200 平米的旗舰店将仅展示 300 个左右 SKU, 较以前显著减少。缩减门店大面积铺货有效提升公司库存管理效率, 降低存货的仓储、管理成本, 实现降本提效。对于顾客体验来说, 产品聚焦带来资源投入、产品呈现、服务体验的升级。

**图 30: 2018 年-2021Q3 公司各品牌收入占比情况**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 31: 公司聚焦奥康为主品牌**


资料来源: 中国日报, 信达证券研发中心

### 产品升级: 设计、营销全面升级, 新品强化舒适度

**产品时尚化方面:** “国民老牌”到“国民潮牌”的转变, 跨界联名四大 IP 为品牌年轻化注入

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>15

**新活力。**2019年，公司与漫威IP联名合作，推出“英雄GO”主题，包括蜘蛛止滑鞋、钢铁侠皮鞋；公司联手《人民日报》推出“70而潮”的纪念款户外工装鞋，把握情怀，把老元素和时尚进行了结合；2020年，公司携手《时尚大师》推出了联名款山海瑞兽系列鞋。公司正在凭借联名的影响力不断出圈，打破品牌老化固有形象。

图 32：公司联名漫威 IP 系列



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 33：公司推出“70 而潮”纪念款户外工装鞋



资料来源：公开资料整理，信达证券研发中心

**产品专业性方面一：四大呼吸系列产品，紧扣舒适主题，引领品牌持续走向高端化。**公司针对男性消费者在上班、站立、行走等场景推出四大系列新品——微空调系列、呼吸系列、万步系列、云朵系列。传统皮鞋舒适度差、鞋质较硬、长时间穿着容易出汗、捂脚等劣势。其中，年度明星产品呼吸系列采用每平方厘米 1 亿微孔的“双循环无限透气”的专利技术，使得产品打破了传统皮鞋的痛点，在不同场景中均能保持干爽和舒适。

图 34：公司四大系列科技新品：微空调、呼吸、万步、云朵系列



资料来源：黑马网，信达证券研发中心

**产品专业性方面二：依托技术研发实力将“舒适皮鞋专家”概念。**公司早在 2003 年正式启动了脚型测量仪研发项目，目前已经升级到第五代。借助新技术公司累计采集了 300 万脚型，通过深度分析中国人脚型特征，使皮鞋更贴合国人脚型，带来更舒适的穿着体验。公司专注产品功能，兼顾研发创新，2008 年组建的奥康鞋类科技研究院，先后被认定为“浙江省企业研究院”、“浙江省企业技术中心”和“国家级工业设计中心”，公司先后取得了 166 项研发专利，主持或参与制定国家标准 2 项、国家标准 5 项和行业标准 7 项。



**图 35: 公司第五代脚型测量仪**


资料来源: 公开资料整理, 信达证券研发中心

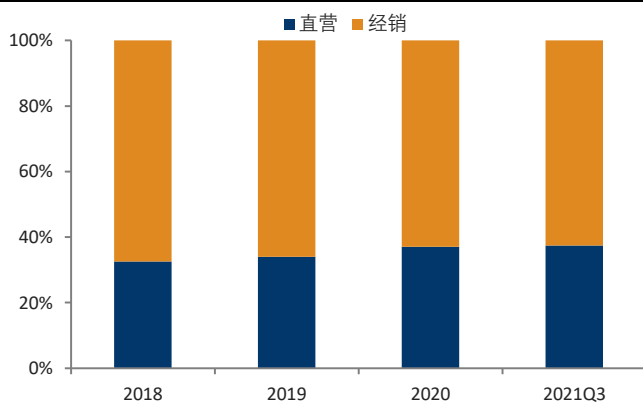
**图 36: 公司所获得的荣誉**


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

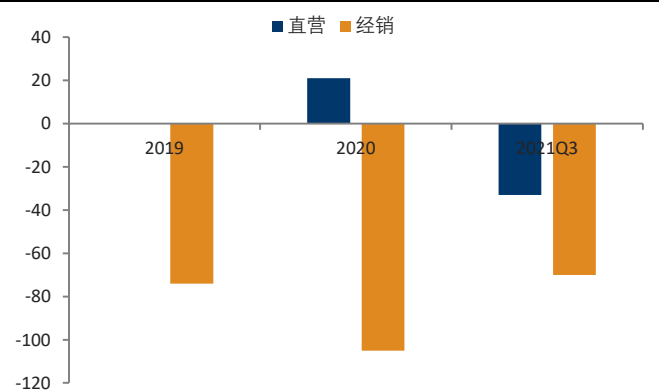
## 渠道布局: 升级门店形象, 拓展线上渠道

公司未来线下渠道的战略是优化渠道结构, 控制门店数量, 提高店铺效率, 进驻高端渠道, 具体策略如下:

- 1) 加强终端的管控, 提高直营占比, 对现有渠道做优化升级。**一方面, 公司持续优化线下渠道结构, 淘汰低效店铺, 提升单店运营效率, 奥康品牌直营店铺比例持续提升, 截止到 2021Q3 直营店铺比例已由 2018 年的 32.58% 提升到 37.44%; 另一方面, 公司在 2021 年十一黄金周期间对瑞安吾悦广场等 7 家门店换新升级, 新门店空间上采用科技元素与天然原木做区域分割, 赋予门店新形象, 提升了线下渠道体验感。
- 2) 新门店重点布局购物中心等高端渠道。**公司先后在宁波开明街、温州五马街等核心商圈开设大型旗舰店, 店铺在空间设计、视觉体验、业态品类方面融入当下潮流元素, 带给消费者沉浸式的购物体验。公司计划明年在一线、新一线符合其高端形象定位的核心商圈、高档商场开设 200 家门店, 以展示公司在品牌定位、新思维模式和新生活方式上的迭代升级, 筑高品牌势能。

**图 37: 2018-2021Q3 奥康直营经销渠道占比变化情况**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 38: 2019-2021Q3 公司开店情况**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 39: 公司线下大型旗舰店**


资料来源: 公开资料整理, 信达证券研发中心

**图 40: 公司店铺内部设计带给消费者沉浸式购物体验**


资料来源: 公开资料整理, 信达证券研发中心

乘电商红利之风, 打开零售新业态, 吸引年轻粉丝群体。2020 年 3 月 24 日公司董事长率先走进直播间, 发动 1317 名终端导购员与店长共同联动, 实现私域流量的变现; 同年公司与瑞丽开展合作, 通过资源互换的方式, 让导购与瑞丽的网红名模组成主播矩阵, 并借助瑞丽在内容生产和红人打造等方面的经验, 开启直播新布局。同年“双十一”前夕, 公司强力推出明星带货矩阵, 为公司产品引流, 直播间观看人次突破百万。2021 年 9 月, 董事长携主播晨小仙、直播达人陈湘湘共同完成奥康杭州科技开业仪式, 同时与九家 MCN 机构现场签订战略合作协议。奥康杭州科技占地 2000 平米, 拥有 9 个各具特色的专业直播间及 1 个摄影棚, 持续加码“云营销”助力公司吸引年轻一代消费群体。

**图 41: 公司联合明星团为“有范生活节”站台**


资料来源: 消费日报网, 信达证券研发中心

**图 42: 公司旗下奥康杭州科技开业仪式**


资料来源: 公开资料整理, 信达证券研发中心

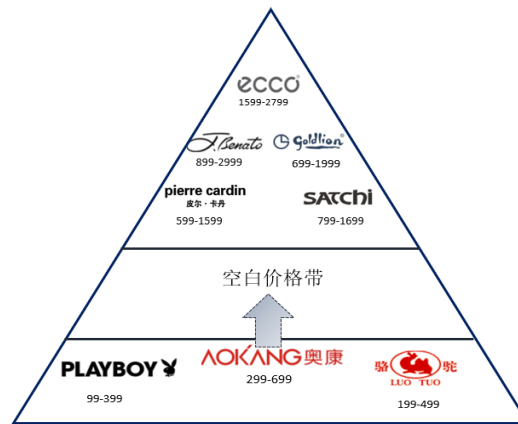
### 品牌升级: 新战略落地, 品牌定位有望提升

竞争格局分散, 中高端市场品牌稀缺。男士皮鞋行业整体呈现以红蜻蜓、骆驼、playboy、奥康等为代表的国内品牌和以 ecco、沙驰、金利来、clarks 为代表的国际品牌并存的态势。行业尚处于格局分散的激烈竞争阶段, 绝对龙头品牌尚未出现。纵观价格带的分布, 国际知名品牌 ecco、沙驰等占据男士皮鞋价格高地, 而以骆驼、playboy、奥康为代表的国内品牌定位于大众市场。国内高端男士皮鞋市场与大众市场之间存在价格差异, 在高端皮鞋品牌与大众皮鞋品牌之间存在空白价格域。

以做“中国舒适皮鞋专家”为品牌宗旨, 有望进驻中高端市场空白价格带。公司将通过持续加码品牌形象、产品品质、渠道优化、营销推广, 力求将产品价格带由 299-399 元向 599 元

左右提升。多维度营销策略、兼顾产品时尚与科技属性将助力公司全面提升品牌形象，公司有望凭借其产品差异化、品牌年轻化和定位高端化的姿态，抢占高端和大众皮鞋的中间市场份额。

图 43: 国内皮鞋行业主要品牌价格带分布情况

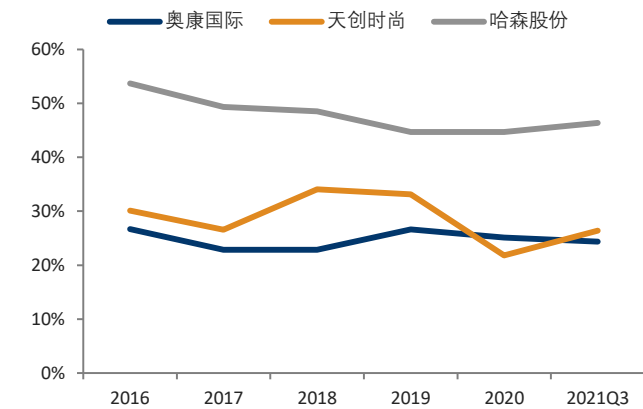


资料来源: 公开资料整理, 信达证券研发中心

### 库存周转: 库存处于历史低位, 快反供应链、智能仓储全链路增效

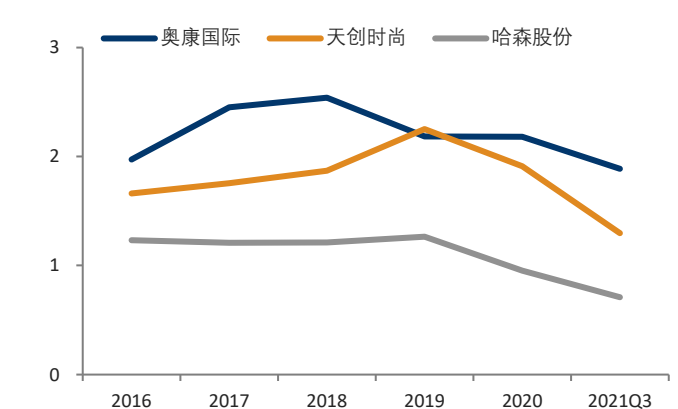
库存状况良好, 周转效率行业领先。公司始终注重管理库存, 有计划的执行生产加工, 库存量持续缩减, 2021Q3 库存价值仅 6.62 亿, 同比减少 9.19%, 存货占流动资产比重控制在 24%, 低于同行业可比公司。公司在库存周转情况上表现良好, 库存周转率基本维持在 2 以上的水平, 领先于同行业其他公司。

图 44: 皮鞋行业上市公司存货/流动资产变动情况



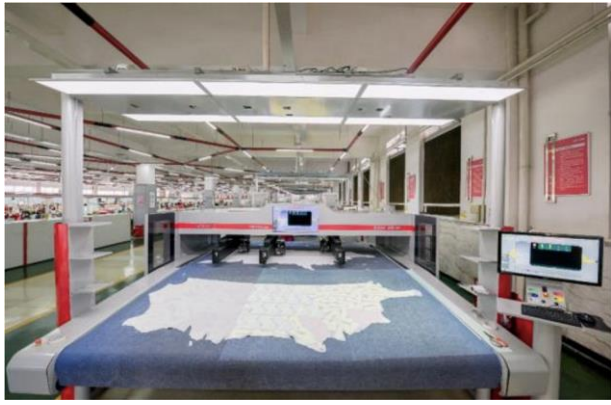
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 45: 皮鞋行业上市公司库存周转率变动情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

智能工厂端: 工厂的数字化转型创造柔性供应链。①皮料缝纫工序中, 公司采用电脑罗拉车代替传统缝纫机, 提高生产效率; ②夹包环节中, 鞋子只用放在智能设备上, 机械手臂可以代替人工将皮料包楦定型, 裁断车间的自动裁断切割机, 能自动完成扫描、排版、切割等任务; ③鞋面制作过程中, 2017 年正式投产的飞织车间, 每天 24 小时不间断运作, 日产量可高达 3500-4000 双鞋面, 是传统针织车间 150 名工人的日产量。

**图 46: 公司鞋面制作机器**


资料来源: 搜狐网, 信达证券研发中心

**图 47: 永嘉瓯北制造基地的飞织车间 24 小时不间断运作**


资料来源: 企业种菜网, 信达证券研发中心

**仓储物流高效运行直达终端:** 2017 年公司耗资 3.8 亿建成的“中国鞋行业首家智能运营中心”——**奥康上海华东智能物流运营中心**能够日处理电商订单 5 万单, 同时可完成奥康线下门店 5000 箱的发货任务, 日最大发货能力达 30 多万双。得益于优秀的仓储物流能力, 公司能够实现高效的配送时效率和准确率。

## 盈利预测、估值与投资评级

### 盈利预测及假设

我们预计:

- 1) 收入方面, 公司 2021 年年初与君智咨询战略合作协议正式落地, 将全面开启品牌升级转型之路, 伴随四大新品系列的推出, 以及渠道优化、营销推广方面的持续加码, 公司有望实现产品的量价齐升, 推动整体收入提升。
- 2) 毛利率方面, 2021-2023 年公司走主品牌升级、产品深耕的发展路线, 产品价格预计将会稳步提升, 公司产品以自产为主, 智能化生产能力强, 收入规模扩大后规模效应显现, 预计 2021-23 年毛利率将同比有所提升。
- 3) 费用率方面, 公司加码渠道优化, 提升直营店、高端大型旗舰店占比, 品牌营销投入力度加大, 但部分渠道费用较为固定, 收入规模扩大后, 我们预计销售费用率基本保持稳定, 规模效应下管理、研发费用率将有所下降, 2021-2023 年期间费用率有所减少。

综上, 我们预计 2021-2023 年公司收入为 29.49/34.00/40.00 亿元, 同增 7.7%/15.3%/17.7%, 归母净利为 0.44/0.99/1.70 亿元, 同增 55.8%/127.7%/71.4%, 看好未来业绩成长性。

**表 1: 公司业绩与盈利预测 (百万元)**

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入	2,726	2,738	2,949	3,400	4,000
增速	-10.4%	0.4%	7.7%	15.3%	17.7%
归母净利	22	28	44	99	170
增速	-83.6%	24.2%	55.8%	127.7%	71.4%
毛利率	35.0%	40.0%	40.8%	41.6%	42.4%
EPS	0.6%	0.8%	1.2%	2.6%	4.3%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

### 绝对估值:

我们假设无风险收益率为 2.5%、风险溢价率为 8.0%、永续增长率为 2%，通过 DCF 估值模型计算公司合理市值为 45.92 亿元，对应目标价为 11.45 元。

### 估值结论及投资评级

综上，我们给予公司目标价 11.45 元，看好公司短期业绩快速增长、长期空间较大，目前估值处于较低水平，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险因素

**新冠疫情反复风险:** 国内局部地区疫情反复可能对线下业务开展产生负面影响。

**品牌升级不及预期:** 品牌定位高端化不及预期可能对公司经营业绩产生不利影响。

**行业竞争加剧:** 国内皮鞋行业竞争较为激烈，如果国外皮鞋品牌等竞争对手加大对国内市场的拓展力度，可能影响公司收入增长。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	<b>3,049</b>	<b>2,998</b>	<b>3,074</b>	<b>3,247</b>	<b>3,566</b>	
货币资金	609	982	750	630	562	
应收票据	2	5	4	5	5	
应收账款	1,089	994	1,050	1,211	1,425	
预付账款	42	47	52	60	69	
存货	812	753	814	925	1,073	
其他	495	217	403	417	432	
<b>非流动资产</b>	<b>1,436</b>	<b>1,339</b>	<b>1,359</b>	<b>1,369</b>	<b>1,379</b>	
长期股权投资	226	221	221	221	221	
固定资产(合计)	426	398	418	428	438	
无形资产	203	192	192	192	192	
其他	581	527	527	527	527	
<b>资产总计</b>	<b>4,485</b>	<b>4,337</b>	<b>4,432</b>	<b>4,616</b>	<b>4,944</b>	
<b>流动负债</b>	<b>690</b>	<b>721</b>	<b>772</b>	<b>853</b>	<b>1,006</b>	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	10	27	14	22	
应付账款	480	519	521	586	698	
其他	210	192	223	252	286	
<b>非流动负债</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	7	9	9	9	9	
<b>负债合计</b>	<b>697</b>	<b>730</b>	<b>780</b>	<b>862</b>	<b>1,015</b>	
少数股东权益	9	6	7	10	16	
归属母公司股东权益	3,778	3,601	3,645	3,744	3,914	
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,485</b>	<b>4,337</b>	<b>4,432</b>	<b>4,616</b>	<b>4,944</b>	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业总收入</b>	<b>2,726</b>	<b>2,738</b>	<b>2,949</b>	<b>3,400</b>	<b>4,000</b>	
同比(%)	-10.4%	0.4%	7.7%	15.3%	17.7%	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>22</b>	<b>28</b>	<b>44</b>	<b>99</b>	<b>170</b>	
同比(%)	-83.6%	24.2%	55.8%	127.7%	71.4%	
毛利率(%)	35.0%	40.0%	40.8%	41.6%	42.4%	
ROE%	0.6%	0.8%	1.2%	2.6%	4.3%	
EPS(摊薄)(元)	0.06	0.07	0.11	0.25	0.42	
<b>P/E</b>	<b>160.41</b>	<b>103.33</b>	<b>75.51</b>	<b>33.17</b>	<b>19.35</b>	
<b>P/B</b>	<b>0.96</b>	<b>0.80</b>	<b>0.90</b>	<b>0.88</b>	<b>0.84</b>	
<b>EV/EBITDA</b>	<b>7.18</b>	<b>7.90</b>	<b>29.95</b>	<b>17.60</b>	<b>12.17</b>	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业总收入</b>	<b>2,726</b>	<b>2,738</b>	<b>2,949</b>	<b>3,400</b>	<b>4,000</b>	
营业成本	1,773	1,642	1,747	1,987	2,304	
营业税金及附加	19	15	18	20	24	
销售费用	459	814	796	918	1,080	
管理费用	266	234	289	323	368	
研发费用	47	34	44	41	40	
财务费用	36	6	-22	-9	-8	
减值损失合计	-128	12	-50	-50	-50	
投资净收益	30	29	5	27	27	
其他	25	13	22	25	31	
<b>营业利润</b>	<b>54</b>	<b>46</b>	<b>54</b>	<b>122</b>	<b>200</b>	
营业外收支	10	7	6	6	6	
<b>利润总额</b>	<b>65</b>	<b>53</b>	<b>60</b>	<b>128</b>	<b>206</b>	
所得税	44	28	15	26	31	
<b>净利润</b>	<b>21</b>	<b>25</b>	<b>45</b>	<b>102</b>	<b>175</b>	
少数股东损益	-2	-3	1	3	5	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>22</b>	<b>28</b>	<b>44</b>	<b>99</b>	<b>170</b>	
EBITDA	418	241	85	151	224	
EPS(当年)(元)	0.06	0.07	0.11	0.25	0.42	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金</b>	<b>111</b>	<b>433</b>	<b>7</b>	<b>-103</b>	<b>-51</b>	
净利润	21	25	45	102	175	
折旧摊销	256	243	30	40	40	
财务费用	0	3	0	0	0	
投资损失	-30	-29	-5	-27	-27	
营运资金变动	-255	178	-107	-262	-283	
其它	120	13	44	44	44	
<b>投资活动现金流</b>	<b>162</b>	<b>140</b>	<b>-239</b>	<b>-17</b>	<b>-17</b>	
资本支出	-140	-124	-44	-44	-44	
长期投资	232	234	-200	0	0	
其他	71	30	5	27	27	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-241</b>	<b>-192</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
吸收投资	1	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-117	-192	0	0	0	
<b>现金流净增加额</b>	<b>33</b>	<b>380</b>	<b>-232</b>	<b>-120</b>	<b>-68</b>	

## 研究团队简介

**汲肖飞**，北京大学金融学硕士，六年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

**李媛媛**，复旦大学金融硕士，四年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。