

奥康国际 (603001)

 证券研究报告
 2021年12月22日

专注打造舒适男士皮鞋，战略调整改善可期

国内皮鞋龙头品牌，深耕鞋业三十余年

公司成立于1988年，主营皮鞋及皮具产品的研发、生产及销售业务，是中国知名的皮鞋品牌。公司旗下拥有奥康、康龙等自有品牌和斯凯奇(SKECHERS)、彪马(PUMA)两个代理品牌，2020年奥康品牌价值达212.51亿，蝉联中国鞋业品牌价值榜首。公司拥有干石、瓯北、重庆三大制造基地与一个智能物流中心，产品通过直营或经销渠道销售至全国各地，截至21Q3，公司在国内共有线下门店2540家。

疫情后业绩快速恢复，毛利率持续增长

2016年以来公司业务受行业景气度低迷等影响，伴随公司战略转型，经营财务改善可期，21Q1-3营收21.34亿同增36.9%，归母净利润0.45亿元同增385.9%。分品类看，21H1男鞋营收8.85亿同增56.4%，占比提升至58.2%，主要得益于公司新战略重新聚焦于男士皮鞋；分品牌看，21Q1-3主品牌奥康营收13.42亿同增41.0%；分渠道看，线上营收持续增长，21Q1-3占比提升16.7%。目前公司重点布局男士皮鞋业务，重点聚焦奥康主品牌，将其他品牌逐步剥离或转做线上渠道，根据市场反应逐渐调整集合店。

专注打造“更舒适的男士皮鞋”

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，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，聚焦主流人群，主打“舒适男鞋”核心战略。

公司不仅对营销的推广、品牌的形象、渠道的优化等方面进行加码，更是对产品品质方面作相应提升，公司近期推出的四大舒适系列产品（微空调系列、呼吸系列、万步系列、云朵系列）也以黑科技助力赋能。

重点聚焦奥康品牌、男士皮鞋品类。新产品价格带由原来的700以下提升至600-1200元之间，定位中高端商务时尚，以35岁以下年轻消费者为目标客群。此外，精简做深SKU，缩减门店大面积的铺货，有效提升库存管理。对于消费者体验方面来说，产品聚焦及呈现可以带来更好的服务体验。

持续整合渠道资源，迭代升级线下门店形象。21Q3部分门店完成换新升级，店面设计更加专业、舒适、简约，SKU数量精简，强调“男士皮鞋”元素及特性。2021年10月首家旗舰店于宁波开业，当日销售额突破27万，男鞋销售增长1700%，均价同比增长48%。公司计划2年内完成线下门店升级，提升购物中心店态占比，彰显品牌调性提升。

积极探索数智化转型降本增效，构建以用户需求为中心的智慧零售

持续推动公司数智化转型，落地“机器换人”战略，引入尖端的三维设计和研发数控装备，同时升级PLM系统建立研发全生命周期管理，导入MES可视化数据系统等，以科技提时效，以智造提人效。

2015-2020年公司生产人员数量自4368人减少至2129人，人均产量自0.18万双/人提升至0.22万双/人。

商务场景拓宽增加刚需，国产男士皮鞋发展可期

近年办公职场行业逐步发展及城镇化推进促进商务场景拓展，皮鞋刚需消费者增长，激发其适用场景，然而目前我国男士皮鞋行业竞争格局较为分

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	8.59元
目标价格	12.85元

基本数据

A股总股本(百万股)	400.98
流通A股股本(百万股)	400.98
A股总市值(百万元)	3,416.35
流通A股市值(百万元)	3,416.35
每股净资产(元)	8.87
资产负债率(%)	13.90
一年内最高/最低(元)	10.80/6.57

作者

孙海洋 分析师
 SAC执业证书编号：S1110518070004
 sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

散，且高端市场被国际知名品牌占领，国产头部品牌份额较小，品类价值未被有效引领与彰显。同时，自新疆棉、鸿星尔克事件起国潮复苏趋势逐渐彰显，我们认为能够解决传统皮鞋痛点、满足特定穿着场景的国产男士皮鞋有望崛起。

首次覆盖，给予买入评级

公司深耕男士皮鞋行业，持续加大科技研发投入、产品技术创新与品牌营销建设；2021 年公司携手君智咨询，致力于打造“更舒适的男士皮鞋”，全面提升产品舒适度、时尚感与科技感。我们选用 PS 法为公司估值，预计公司 2021-2023 年营收分别为 30、34、40 亿元，归母净利分别为 0.4、1.0、1.7 亿元，对应每股营收分别为 7.36、8.48、9.97 元/股，PS 分别为 1.17、1.01、0.86X，可比公司 2022 年平均 PS 估值为 1.51X，给予公司 2022 年合理 PS 1.51X，对应股价为 12.85 元。

风险提示：宏观经济波动风险；新冠疫情反弹风险；市场需求变化风险；人力资源风险等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,726.48	2,737.86	2,950.80	3,401.68	3,999.53
增长率(%)	(10.41)	0.42	7.78	15.28	17.58
EBITDA(百万元)	435.61	110.04	96.60	133.84	214.99
净利润(百万元)	22.50	27.94	44.19	99.41	170.50
增长率(%)	(83.57)	24.20	58.17	124.93	71.52
EPS(元/股)	0.06	0.07	0.11	0.25	0.43
市盈率(P/E)	153.10	123.28	77.94	34.65	20.20
市净率(P/B)	0.91	0.96	0.96	0.98	0.97
市销率(P/S)	1.26	1.26	1.17	1.01	0.86
EV/EBITDA	4.82	12.17	22.75	20.22	12.06

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 奥康国际：国内皮鞋龙头品牌，调整战略改善可期	5
1.1. 深耕鞋业 33 年，携手君智开启新战略	5
1.2. 家族企业股权稳定，持股计划激励员工	5
1.3. 产品端盈利能力较强，运营效率提升	6
1.3.1. 21Q1-3 营收 21.34 亿同增 36.9%，男鞋占比有所提升	6
1.3.2. 产品端盈利能力强，业绩有所改善	8
1.3.3. 库存周转恢复，运营效率存提升空间	10
2. 发展差异化优势重构品牌价值，智造赋能布局智慧零售	11
2.1. 专注核心战略定位，多面发力助推品牌形象升级	11
2.2. 积极探索数智化转型降本增效，构建以用户需求为中心的智慧零售	14
2.3. 战略合作斯凯奇、彪马，布局运动体育版块	16
3. 商务场景拓宽增加刚需，国产男士皮鞋品牌发展可期	17
3.1. 男士皮鞋行业聚集效应明显，区域集中度逐步提高	17
3.2. 商务场景增加激发皮鞋适用场景，皮鞋对于男性价值感更高	19
3.3. 国牌认可度提升，品牌+营销+技术研发构筑行业壁垒	21
3.3.1. 早期国外品牌垄断高端市场，国内品牌产品附加值较低占据中低端市场	21
3.3.2. 国货认可度提升，鞋服企业发力线上把握流量机遇	22
4. 盈利预测	23
5. 风险提示	24

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司股权结构（截至 10 月 28 日）	6
图 3：2011-2021Q1-3 营业总收入（亿元）及增速	6
图 4：2011-21H1 分品类营收（亿元）	7
图 5：2015-21Q1-3 分品牌营收（亿元）	7
图 6：2015-21Q1-3 线上、线下营收（亿元）	7
图 7：2015-21Q1-3 分业态营收（亿元）	7
图 8：2012-2020 分地区营收（亿元）	8
图 9：2011-21Q1-3 公司归母净利润（亿元）及同比	8
图 10：2011-21Q1-3 公司扣非归母净利润（亿元）及同比	8
图 11：2011-21Q1-3 公司销售毛利率、归母净利率	9
图 12：2011-21H1 分品类毛利率	9
图 13：2015-21Q1-3 分渠道毛利率	9
图 14：2015-21Q1-3 分业态毛利率	9
图 15：2015-21Q1-3 各细分费用率	10

图 16: 2011-21Q1-3 公司存货规模 (亿元)	10
图 17: 2016-21Q1-3 经营性现金流量净额 (亿元) 及同比	10
图 18: 2015-21Q1-3 公司门店数 (家)	13
图 19: 2015-21Q1-3 公司各品牌门店数 (家)	13
图 20: 升级后奥康门店	13
图 21: 奥康宁波旗舰店	13
图 22: 奥康 X 蜘蛛侠联名款	13
图 23: 奥康 X 天猫 “新风尚·千人直播挑战赛” 战报	14
图 24: 奥康有范生活节阅读量 2.9 亿	14
图 25: 奥康自动化飞织车间	15
图 26: 2015-2020 年公司人均产量 (万双/人)	15
图 27: 奥康 C2M 体验馆	15
图 28: 温州市 C2M “超级工厂” 表彰授牌	15
图 29: 2015-2021Q3 公司旗下斯凯奇门店数量 (家)	16
图 30: 2018-2021Q3 公司旗下彪马门店数量 (家)	17
图 31: 皮鞋生产产业链	18
图 32: 2015-2020 年中国皮革制品产量规模变化	18
图 33: 2021 年 1-7 月中国皮鞋产量地区占比情况	18
图 34: 2021 年 1-7 中国规模以上皮鞋产量同比变动情况	18
图 35: 消费者皮鞋消费观念的转变	19
图 36: 男性消费者坚持品质至上, 追求高品质生活	20
图 37: 2015 年中国中端皮鞋市场竞争格局	22
图 38: 2015 年中国低端皮鞋市场竞争格局	22
图 39: 抖音/微信小程序/李佳琦鞋类直播专场	22
表 1: 员工持股计划公司层面考核目标	6
表 2: 君智咨询经典案例	11
表 3: 奥康皮鞋年度首发四大新产品系列	12
表 4: 斯凯奇时尚/儿童/运动系列产品	16
表 5: 品牌名称与中国 OEM 厂商	18
表 6: 男士皮鞋分类、特征及适用场景介绍	20
表 7: 国外皮鞋大牌介绍	21
表 8: 中国六大皮鞋品牌介绍	22
表 9: 奥康收入拆分与盈利预测 (亿元)	23
表 10: 可比公司 P/S 一致预测	24

1. 奥康国际：国内皮鞋龙头品牌，调整战略改善可期

1.1. 深耕鞋业 33 年，携手君智开启新战略

浙江奥康鞋业股份有限公司，成立于 1988 年，主营皮鞋及皮具产品的研发、生产及销售业务，是中国知名的皮鞋品牌，也是最大的民营制鞋企业之一。公司旗下有奥康、康龙等自有品牌和斯凯奇（SKECHRES）、彪马（PUMA）两个代理品牌，2020 年，奥康品牌价值达到 212.51 亿，蝉联中国鞋业品牌价值榜首。公司拥有干石、瓯北、重庆三大制造基地与一个智能物流中心，产品通过直营或经销渠道销售至全国各地，截至 21Q3，公司在国内共有线下门店 2540 家。

公司专注鞋业 33 年，自 3 万元建起的小鞋厂发展为了品牌价值超 200 亿的老牌皮鞋企业，期间经历了快速扩张的时期，也有业绩波动的瓶颈时期，2021 年公司聘用君智咨询，制定新发展战略，开启品牌、文化、产品、运营、组织五大升级之路。具体看公司发展历程为：

- **初创期（1988-2000 年）**：1988 年，公司前身永嘉奥林鞋厂成立；1992 年新建 3 幢标准厂房，投入 160 多万购置机器设备，使得奥康品牌品质得以快速提升；
- **发展期（2001-2012 年）**：2001 年，奥康发布第二品牌，康龙休闲鞋；2002 年，奥康皮鞋被评为中国名牌产品；2006 年，中国第一台脚型测量仪在奥康诞生；2007 年，公司成为 2008 年北京奥运会皮具产品供应商；2010 年，奥康取得意大利鞋业第一品牌万利威德大中华区的品牌所有权；2011 年，奥康与世界知名水晶品牌施华洛世奇签订战略合作协议；2012 年，公司于上交所上市；
- **波动期（2013-2020 年）**：期间行业景气度低迷，公司持续进行多方改革、发展战略伙伴，2015 年，公司与美国第一时尚运动品牌斯凯奇达成战略合作伙伴关系；2017 年，公司与国际鞋业巨头 Cortina、Woodland、世界最大体育用品零售巨头之一 INTERSPORT 达成战略合作，全方位布局寻求全球化多平台发展；2018 年，公司首家智慧门店正式开业；2020 年，与阿里巴巴达成新零售战略合作；
- **改革期（2021 年）**：2021 年为奥康七五战略规划元年，年初公司携手君智咨询制定新发展战略，聚势蓄能、双向发力，内推新战略，外塑新形象，聚焦主流人群，打造更舒适的男士皮鞋品牌。

图 1：公司发展历程



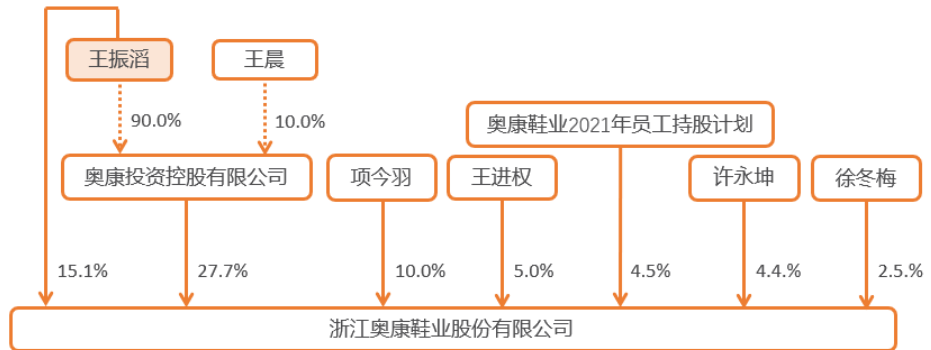
资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 家族企业股权稳定，持股计划激励员工

公司股权结构稳定。公司实控人为董事长王振滔先生，持有公司 40.1%的股份，其中分别通过奥康投资间接持股 24.9%、直接持股 15.1%。经营三十多年来，奥康仍是一家家族企业，王振滔先生的兄弟、公司创始人之一王进权先生持有约 5.0%公司股份；王振滔先生的儿子

王晨先生通过奥康投资间接持有公司约 2.8%的股份，他于 2019 年当选公司董事，进入核心管理层。

图 2：公司股权结构（截至 10 月 28 日）



资料来源：wind，天风证券研究所

绑定核心团队利益，合理激励助推新战略。公司于 2021 年推出员工持股计划，共持有公司 4.5%的股权，持股人中包括董监高 12 人，合计持有持股计划 20.9%的股份。员工持股计划绑定核心团队与公司利益，有利于推动公司整体经营持续平稳、快速发展，维护股东利益，激励公司管理团队及核心骨干人员的工作热情，有效留住优秀管理人才，提高公司核心竞争能力。

表 1：员工持股计划公司层面考核目标

解锁期	解锁比例	业绩考核目标
第一个解锁期	30%	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	30%	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	40%	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%。

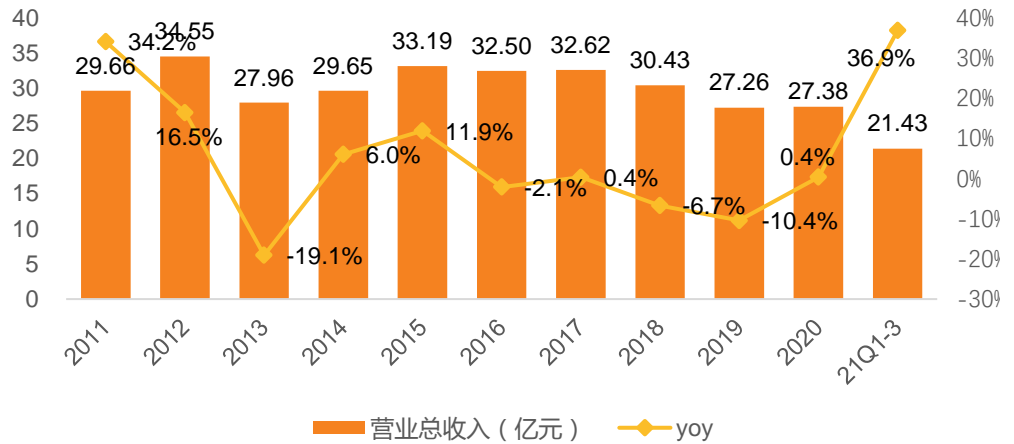
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 产品端盈利能力较强，运营效率提升

1.3.1. 21Q1-3 营收 21.34 亿同增 36.9%，男鞋占比有所提升

21Q1-3 营收 21.34 亿同增 36.9%。2013 年，受鞋业景气度减少及购物中心、电商分流传统街边店渠道的影响，公司营收同减 19.1%；2014~2015 年，由于公司对自身渠道进行调整，营收水平有所恢复；此后受国内鞋类市场疲软、竞争加剧等影响，营收再次呈减少趋势；21Q1-3 公司共实现营收 21.34 亿元同增 36.9%，公司推进新发展战略的实施，逐渐开始正向增长。

图 3：2011-2021Q1-3 营业总收入（亿元）及增速

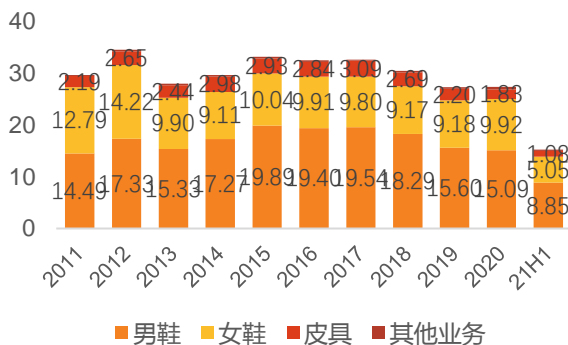


资料来源: wind, 天风证券研究所

分品类看, 男士皮鞋在公司过往发展历程中一直占据主要地位, 营收占比超 50%, 其次为女鞋、皮具。21H1 男鞋营收 8.85 亿同增 56.4%, 增速超过总营收, 占比回升至 58.2%, 同比增长 1.5pct; 21H1 女鞋、皮具占比分别为 33.2%、7.1%, 整体呈减少趋势。

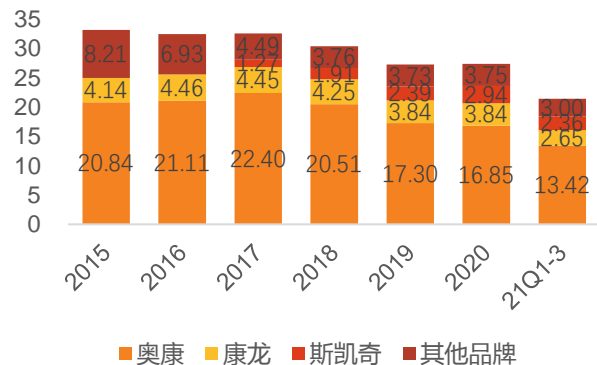
分品牌看, 奥康占比超 60%, 2018-2020 年营收呈减少趋势, 21Q1-3 营收 13.42 亿同增 41.0%; 康龙营收占比保持在 12-14%范围内, 21Q1-3 营收 2.65 亿同增 25.9%; 斯凯奇营收逐年稳定增长, 占比自 2017 年的 3.9%增长至 2020 年的 10.7%, 21Q1-3 营收 2.36 亿同增 39.9%。

图 4: 2011-21H1 分品类营收 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 2015-21Q1-3 分品牌营收 (亿元)

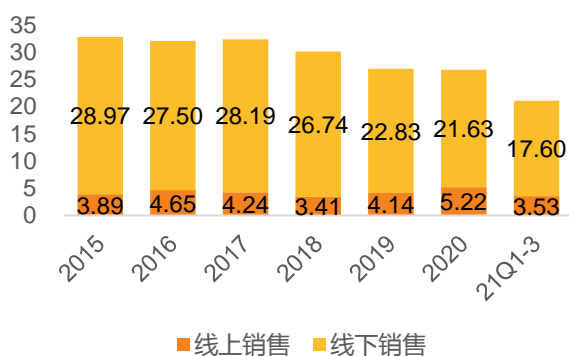


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

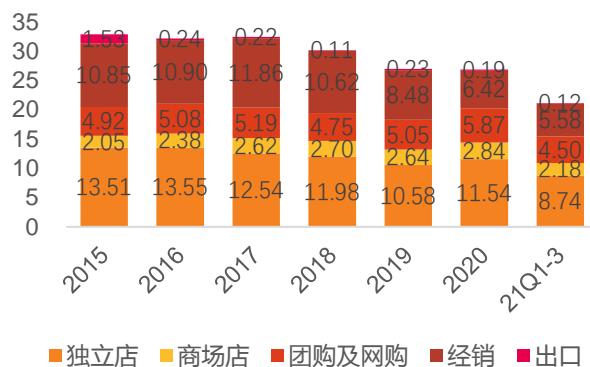
分渠道看, 公司 80%以上营收都来自于线下渠道, 线上营收呈增长趋势, 自 2015 年的 11.8% 增长至 21Q1-3 的 16.7%。**进一步细分至业态看**, 2015-21Q1-3, 独立店营收占比最大且基本稳定在 40%左右; 其次是经销渠道, 但由于公司持续推动渠道整合, 经销占比自 33.0% 减少至 26.4%; 团购及网购等相对较新的渠道呈快速增长趋势, 占比自 2015 年的 15.0% 增长至 21.3%; 商场店占比也略有增长。

图 6: 2015-21Q1-3 线上、线下营收 (亿元)

图 7: 2015-21Q1-3 分业态营收 (亿元)



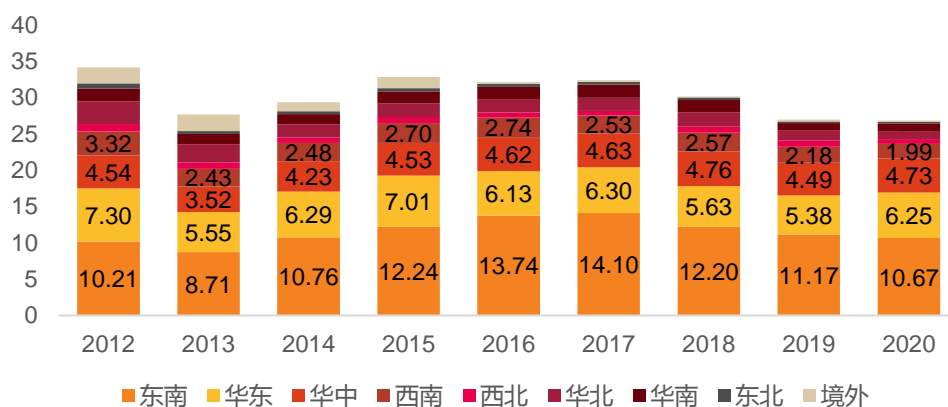
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分地区看, 公司终端销售地区一直集中在东南、华东、华中地区, 上述区域市场鞋类品牌覆盖度高、网络分布密集, 消费者具有较强的时尚敏感度, 是公司的优势区域, 但竞争也能较为激烈, 经公司深耕细作, 该区域营收占比自 2012 年的 64.5% 增长至 2021H1 的 82.2%。公司境外营收规模逐渐减少, 主要因为国内生产成本优势不再明显, 部分公司客户转移订单至东南亚或其他地区, 外贸订单减少。

图 8: 2012-2020 分地区营收 (亿元)



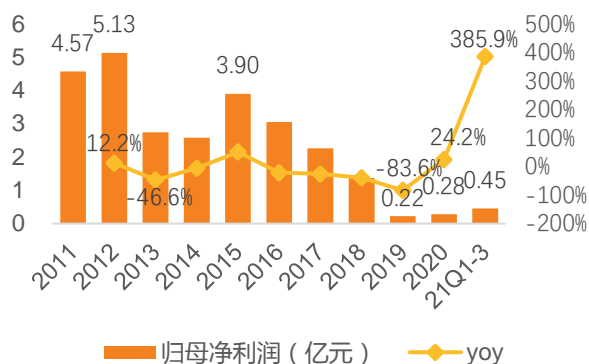
资料来源: wind, 天风证券研究所

1.3.2. 产品端盈利能力强, 业绩有所改善

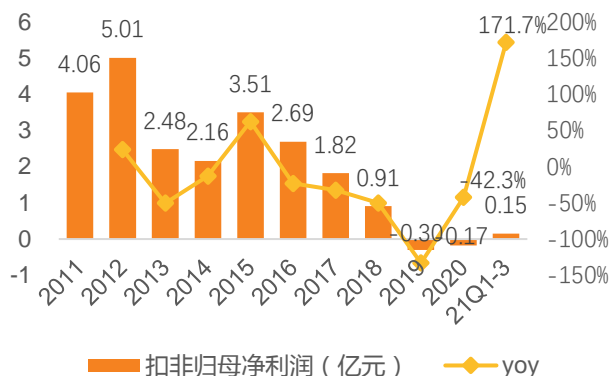
公司业绩有所改善。2013-2018 年, 公司归母净利润随营收同步震荡下行, 自 2011 年的 4.57 亿减少至 2018 年的 1.37 亿; 2019 年公司投资的跨境电商兰亭集势增发股份, 导致公司持股比例被稀释, 计提 1.03 亿长期股权投资减值损失, 归母净利润减少较多; 2020 年受疫情影响恢复较少; 21Q1-3 公司归母净利润 0.45 亿元同增 385.9%。

图 9: 2011-21Q1-3 公司归母净利润 (亿元) 及同比

图 10: 2011-21Q1-3 公司扣非归母净利润 (亿元) 及同比



资料来源: wind, 天风证券研究所

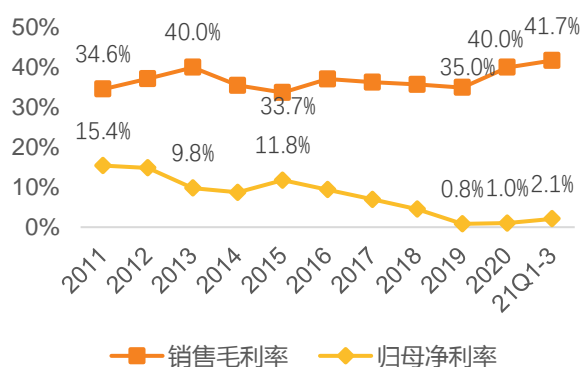


资料来源: wind, 天风证券研究所

毛利率持续增长，产品端盈利能力较强。2011-2020 年，公司毛利率逐渐自 34.6%增长至 40.0%，产品盈利能力较强，21Q1-3 毛利率为 41.7%同增 10.9pct，增长较多的部分原因为 20 年受疫情影响，前三季度毛利率基数较低。细致来看：

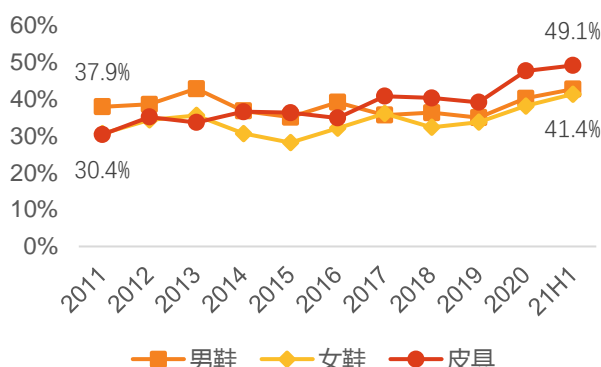
- **分品类看**，公司传统业务男鞋毛利率稳定在 40%左右，21H1 为 42.7%同增 11.4pct；女鞋略低为 41.4%同增 9.7pct；皮具毛利率稳定增长，近 10 年间增长近 20pct 至 49.1%。
- **分渠道看**，2015-2020 年，线上毛利率呈减少趋势，自 42.1%减少 9.3pct 至 34.8%；而线下毛利率呈相反的增长趋势，自 31.9%增长 9.8pct 至 41.7%；21Q1-3 线上线下均有一定增长，线上毛利率 34.8% (+9.6pct)，线下 42.7% (+11.58pct)。
- **分业态看**，商场店毛利率水平最高，保持在 49%左右；其次为独立店，21Q1-3 独立店毛利率同增 23.33pct 至 54.8%，超过商场店毛利率；2015-2016 年，团购及网购渠道毛利率较高超过 45%，随后减少至 35%以下；经销渠道毛利率自 2015 年的 34.9%逐渐减少至 2020 年的 23.9%。

图 11: 2011-21Q1-3 公司销售毛利率、归母净利润率



资料来源: wind, 天风证券研究所

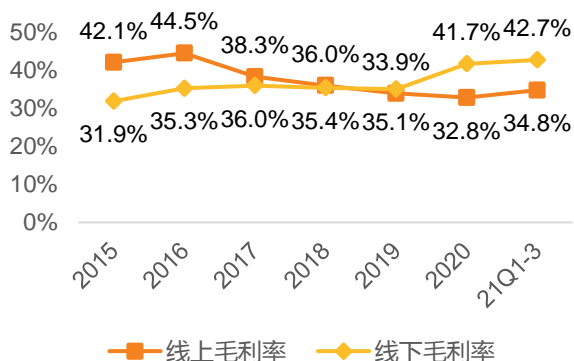
图 12: 2011-21H1 分品类毛利率



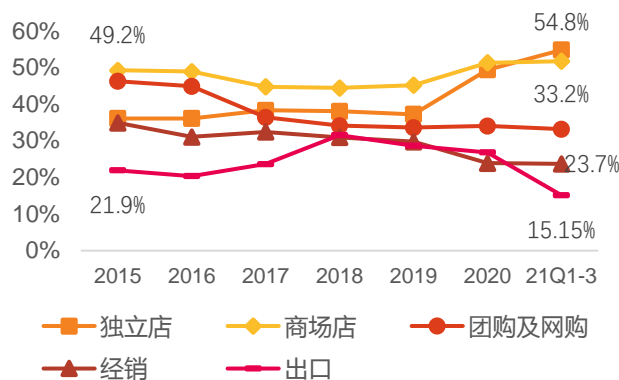
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 13: 2015-21Q1-3 分渠道毛利率

图 14: 2015-21Q1-3 分业态毛利率



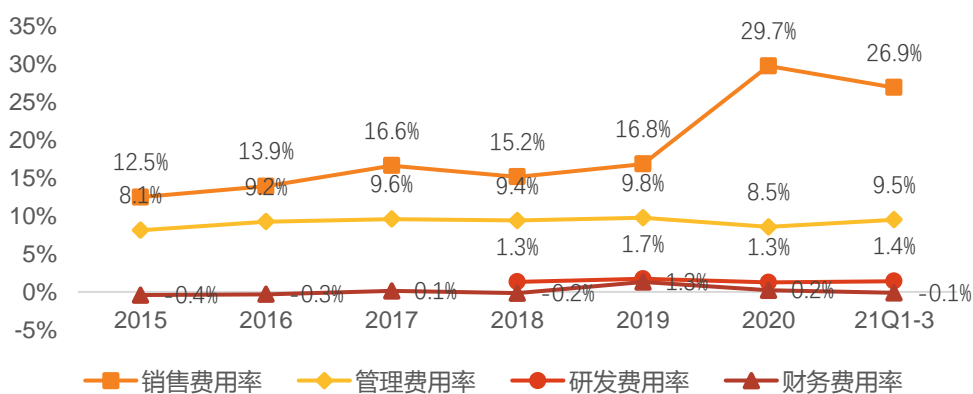
资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

净利率有所改善，销售费用率呈增长趋势。2015-2019年，公司期间费用率自20.2%增长至29.6%，管理、研发、财务费用率基本保持稳定，主要系销售费用率增长所致，2020年期间费用率同比增长10.1pct至39.7%，21Q1-3同比增长9.8pct至37.7%，增长较多主要系收入准则改变所致，公司将商场、电商品台扣点等计入服务费，导致销售费用增长幅度较大。受益于毛利率与盈利能力的提升，公司近期净利率有所改善，21Q1-3回升至2.1%。

图 15：2015-21Q1-3 各细分费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

注：2017年前研发费用计入管理费用

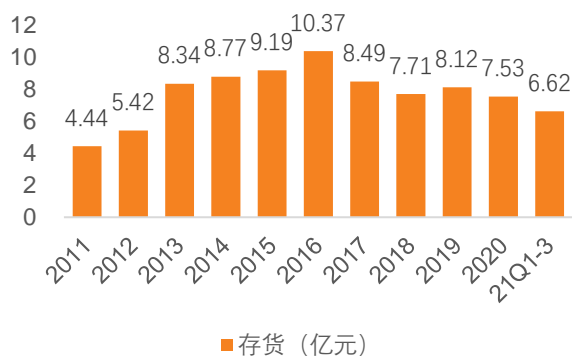
1.3.3. 库存周转恢复，运营效率存提升空间

营运能力提升，存货周转效率好转。2016-21Q1-3 存货呈减少趋势，21Q1-3 公司存货规模为 6.62 亿，同比减少 8.4%，存货周转天数为 153.01 次，同比减少 38.56 次，较 19 年同期减少 21.82 次，存货周转效率提升，但较 2011、2012 年水平仍有较大提升空间。

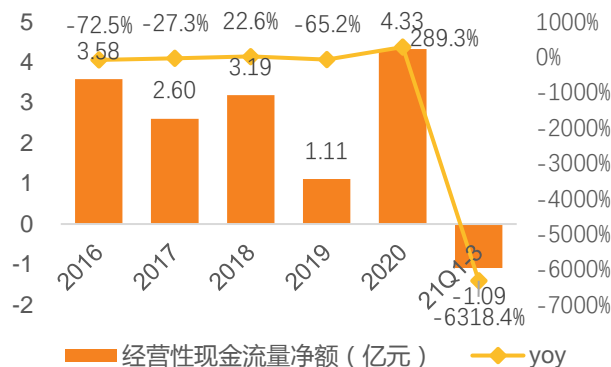
经营性现金流稳定性有待提升。21Q1-3 经营性现金流净额为-1.09 亿元，主要系斯凯奇、彪马品牌采购付款增长所致。

图 16：2011-21Q1-3 公司存货规模（亿元）

图 17：2016-21Q1-3 经营性现金流量净额（亿元）及同比



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 发展差异化优势重构品牌价值，智造赋能布局智慧零售

2.1. 专注核心战略定位，多面发力助推品牌形象升级

主品牌奥康定位中高端商务时尚，自有品牌康龙定位时尚休闲，满足不同消费者功能性、时尚性需求。公司主品牌奥康致力于为 25-35 岁目标客户群提供中高端商务时尚产品，其价格带在 299-699 元区间，新产品价格带在 600-1200 元之间；自有品牌康龙定位时尚休闲风，目标客户群为年轻消费群体，产品价格带在 399-599 元之间。

携手君智，致力于生产更舒适的男士皮鞋。2021 年 1 月公司与君智咨询达成战略合作，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、政策激励五大动力，以打造“更舒适的男士皮鞋”为核心的品牌战略定位，致力于解决男性顾客穿着皮鞋“磨脚、顶脚、皮质硬、不透气”的痛点，全面提升产品舒适度、时尚感与科技感。

君智咨询：致力于协助企业赢得竞争，独创战略服务系统屡获认可。君智咨询打破传统咨询角色定位，以“事业伙伴”的身份与客户共创，实现增长方式转变、获利能力提升、市场地位共创等，成功助力飞鹤乳业、波司登羽绒服、雅迪控股、良品铺子、竹叶青峨眉高山绿茶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。

表 2: 君智咨询经典案例

公司	君智战略成果
飞鹤乳业	2016 年，飞鹤 逆势增长 ，超高端销量增长超 80%； 2018 年，成为中国婴幼儿奶粉行业 首个破 100 亿品牌 ； 2019 年 11 月 13 日，飞鹤上市，成港交所历史上 首发市值最大 的乳品企业； 2020 年，飞鹤实现营收 185.92 亿， 同比增长 35.5% 。
波司登	2017 年，以“全球热销的羽绒服专家”为竞争战略方向， 整合全球资源、系统升级品牌 ； 2018 年 9 月， 波司登亮相纽约时装周 ，引发两百多家外媒热议； 2018 年 10 月， 波司登国际设计师联名系列发布 ，开售当天引发抢购热潮； 2018/2019 财年， 波司登集团经营收入达 103.84 亿元 ，同比增长 16.9%； 2019 年 5 月，波司登 助力中国登山队攀登珠穆朗玛峰 ，并于 5 月 23 日成功登顶； 2019 年 9 月，波司登 登陆米兰时装周 ，以崭新的姿态向全世界呈现中国品牌的 专业精神和设计实力 ； 2019 年 11 月，波司登 携手法国殿堂级设计大师 ，爱马仕黄金时代的缔造者——让·保罗·高缇耶，发布联名款，持续引领全球羽绒服时尚潮流。

资料来源: 君智咨询官网, 天风证券研究所

重点聚焦奥康品牌，以男士皮鞋品类为主流，四大新品系列主打轻质、透气、舒适。公司与君智合作后，推出新战略下全新一代品牌形象终端旗舰店及年度首发四大新品系列——鞋底双层中空设计、夏日强劲透气微空调系列，舒适透双循环无限透气呼吸系列，日行万步不累脚万步系列以及轻量脚感、裸足体验的云朵系列。

表 3：奥康皮鞋年度首发四大新产品系列

产品图示	产品名称及简介
	<p>万步系列：全新舒软体验畅享行走。</p> <p>1) 鞋面：荷兰进口胎牛皮更柔软，纯手工改色工艺更精致；</p> <p>2) 鞋垫：乌拉草抗菌科技，吸湿、防臭、环保；磁疗鞋垫，细腻柔软、舒缓压力；</p> <p>3) 鞋底：进口橡胶发泡鞋底，轻量、柔软、弹性</p>
	<p>云朵系列：轻量脚感，裸足体验。</p> <p>1) 轻量：ERP 超轻发泡大底比普通橡胶鞋底轻 50%，单只鞋仅 240 克；</p> <p>2) 舒适：发泡大底提供缓震性、舒适性。</p>
	<p>微空调系列：国家专利中空设计，夏日强劲透气</p> <p>1) 鞋底：双层中空设计增加鞋内循环，透气、减震；</p> <p>2) 鞋垫：磁疗脉冲功能垫舒缓脚部压力，乌拉草科技抗菌率达 99%。</p>
	<p>呼吸系列：每平方厘米 N 亿微孔，提供专利级透气体验。</p> <p>1) 技术：微囊技术原理使产品兼具干爽与舒适；</p> <p>2) 工艺：24 到匠心工序，纯手工改色工艺；</p> <p>3) 面料：顶级进口牛皮细腻柔软、光泽通透。</p>

资料来源：公司官网，天猫，天风证券研究所

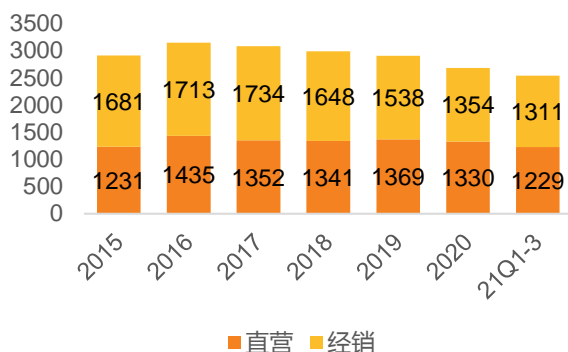
导入鞋类科技+上门试穿服务，智造提高产品附加值。公司先后研发出 GPS 定位鞋、纳米健康鞋、氧循环呼吸鞋、变色鞋等，已获 166 项研发专利，技术处于国际先进水平。同时公司已存档超 300 万脚模数据，提供上门服务，顾客可选同款不同码、同款不同色、同码不同款、同色不同款或 DIY 的任意搭配，截至 10 月底，累计销售男士皮鞋超 1 亿双。

整合渠道资源，直营与集合店比例提升。2013 年公司开始大面积整合渠道资源，提出在拓店的同时，通过“扩、并、改”等方式优化店铺，主要体现为两个趋势：

- 1) **门店直营化改革。**截至 2012 年末，公司门店数为 5315 家，其中直营门店为 960 家，数量占比仅为 18.1%，经销门店为 4355 家；截至 2021 年 9 月 30 日，公司共拥有 2540 家门店，其中直营门店为 1229 家占比 48.4%。直营占比的提升有效地增强了公司对终端的控制力，加快对市场变化的反应速度。
- 2) **鼓励开设集合店。**公司针对店效低、形象差的小店进行调整，减少数量提高质量，重点鼓励开设多品牌的集合店，提升店铺盈利能力。2018 年，公司集合店数量自 2014 年末的 211 家增长至 993 家；21Q1-3，由于疫情间闭店及进一步的渠道调整，集合店数量减少至 758 家。

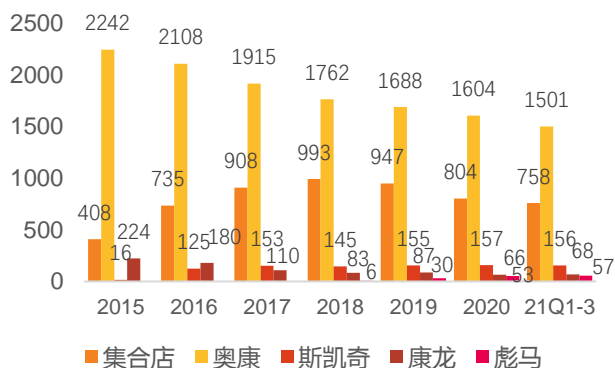
未来公司计划重点布局男士皮鞋业务，聚焦奥康主品牌，其他品牌或将逐步剥离，或转为线上渠道；同时优先在重点区域开店，提升购物中心店态占比，控制街边店数量。

图 18：2015-21Q1-3 公司门店数（家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 19：2015-21Q1-3 公司各品牌门店数（家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

携手君智优化线下门店，强调品牌舒适、专业形象。公司自 21Q3 开始，以浙江地带为起始点，计划在未来 2 年内更新门店。2021 年 10 月，奥康温州、乐清等地的 10 家门店陆续完成换新升级，分批次同时启幕开业提升开店热度。升级后店面以简约、科技感设计的理性视觉代替传统门店的感性视觉，SKU 数量减少，品类更加集中，强调“男士皮鞋”的元素及特性，提升线下体验感，树立“舒适”“专业”形象，重新激活消费者的品牌认知。

2021 年 10 月，公司全国首家旗舰店在宁波流量商圈开业，面积超 500 平方米，特邀法国知名空间设计师打造，在空间设计、视觉体验、业态品类等方面融入时下潮流元素，整合奥康品牌“舒适”特性，打造沉浸式购物体验，开业当日旗舰店销售额突破 27 万，男鞋销售增长 1700%，均价同比增长 48%。形象升级吸引消费者线下打卡、线上分享，形成促进客流增长的正向循环，同时推动客群年轻化；未来该旗舰店也将作为品牌在宁波的标杆门店和发展支点，逐渐辐射至宁波现有的 60 家门店。

图 20：升级后奥康门店



资料来源：奥康之声微信公众号，天风证券研究所

图 21：奥康宁波旗舰店



资料来源：奥康之声微信公众号，天风证券研究所

线下赋能转型升级，焕新产品形象。联名迪士尼“漫威”、颁布“百万年薪，亿元激励”全球精英求贤令等战略，融合年轻文化与潮流时尚，全面开启多维纵深度数字化转型升级。

图 22：奥康 X 蜘蛛侠联名款



资料来源：温州新闻网，天风证券研究所

战略合作阿里、京东、瑞丽，线上布局直播电商，加持品牌出圈。奥康自 2017 年布局线上直播，探索实体+直播新电商模式，加速企业线上转型。携手瑞丽打造品牌导购+网红名模的主播矩阵，突破传统线上销售方式；打造双十一有范生活节、云上新品发布会大秀、88 品牌日活动等，为全方位拓展双线销售渠道更进一步。2021 年 3 月，公司携手天猫共同发起“新风尚·千人直播挑战赛”，当日累计播放量 228 万人次，总点赞数 1000 万人次，销售额同增 108%。

携手京东打造“无界零售”，全链路打通实现精准营销与全渠道数字化营销。公司与京东开展线上线下“奥康焕新季”以旧换新活动，上线京东会员码，打通全链路，实现以品牌为中心的全触点管理。

图 23：奥康 X 天猫“新风尚·千人直播挑战赛”战报



资料来源：奥康之声微信公众号，天风证券研究所

图 24：奥康有范生活节阅读量 2.9 亿



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.2. 积极探索数智化转型降本增效，构建以用户需求为中心的智慧零售

制造端：持续推动智能生产，降本增效消化增量订单

公司将智造分为三个维度：1) 自动化：实现机器换人，减少劳动人数，降低劳动强度；2) 信息化：实现信息集成自动化、数据分析系统化、报表生产即时化和决策改进快捷化；3) 智能化：实现互联、共享、链接和节约。

具体来看，近年公司持续从多方面布局智造工厂：

- 在工厂内部推出“易找 Efind” App，实现厂内生产劳动力共享，人力资源合理调配，激发员工工作积极性，提高生产效率；

- 落地“机器换人”战略，引入尖端的三维设计和研发数控装备，同时升级 PLM 系统建立研发全生命周期管理，导入 MES 可视化数据系统，为公司研发创新能力的提升提供助力。
- 21H1 上线智能商品管理系统，基于公司大数据和算法，实现了商品全生命周期运营管理，加速品牌转型升级，提升供应链整体效率，为商品决策提供系统支持。

以科技提时效，以智造提人效。公司的智造工厂中，以电脑罗拉车代替传统缝纫机，机械手替代人工将皮料包楦定型，10 余秒即可代替一个工人 10 余分钟的工作量；自动裁断切割机可自动完成扫描、排版、切割，提高裁断生产效率的 35%；公司“飞织车间”自 2017 年投入使用，将热容纱编织成整个鞋面，每天 24 小时不间断运作，日产鞋面约 5000 双，是传统针织车间 150 名工人的日产量。

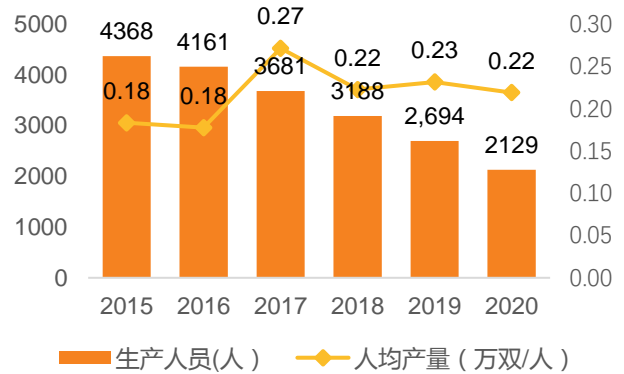
2015-2020 年，公司生产人员数量自 4368 人逐年减少至 2129 人，人均产量自 0.18 万双/人增长至 0.22 万双/人。

图 25：奥康自动化飞织车间



资料来源：奥康之声微信公众号，天风证券研究所

图 26：2015-2020 年公司人均产量（万双/人）



资料来源：wind，天风证券研究所

注：产量为公司资产产量，不包括外包生产

运输端：构建智能物流中心，打通工厂与线下门店壁垒

2017 年，公司华东物流中心正式启动，实现了从入库、补货、拣选、分拨到出库的全流程智能化；该中心已具备日处理电商订单超 5 万单的能力，同时还可完成线下门店 5000 箱的发货任务，日最大发货能力达 30 多万双，可极大地缩短货物出库时间，减轻库存压力，提高物流效率。

消费端：布局 C2M 业务，定制化服务提升消费者体验

C2M 业务以需定产，直接连通工厂与消费者。2017 年公司成为行业首家制定“C2M 高端定制”战略的企业，拟以大数据为客户提供定制化服务。在 C2M 业务模式下，消费者可通过设备测量脚型，在系统推送的适合鞋款中进行选择，工厂会专门建楦建版，生产定制鞋款，消费者甚至还可通过手机移动端全程跟踪订单和产品生产的全过程。

2018 年，公司推出了首家智慧门店暨 C2M 体验馆；2021 年 2 月，公司被选为温州地区 C2M “超级工厂”计划的重点培养、扶持对象之一。未来，C2M 业务模式或将有效解决行业痛点，减少库存及成本，提高生产效率，同时也为消费者提供舒适、个性化的产品。

图 27：奥康 C2M 体验馆

图 28：温州市 C2M “超级工厂”表彰授牌



资料来源：奥康之声微信公众号，天风证券研究所



资料来源：奥康之声微信公众号，天风证券研究所

2.3. 战略合作斯凯奇、彪马，布局运动体育版块

战略合作斯凯奇，深层次、全方位战略合作发挥双方优势。公司于 2015 年与斯凯奇战略合作，标志公司正式布局运动板块，逐步建立起有效信息共享机制、业务配合机制、沟通交流机制、合作研究机制等，实现双方资源整合以渠道良好经济效益。奥康已建立独立营运团队，从市场营销、品牌推广、客户维护、渠道拓展等多个维度，精准掌握消费者不断变化的产品诉求，加强斯凯奇中国业务能力、深耕中国市场。战略合作当天，温州五马街斯凯奇专卖店正式开业，该店系截至当时斯凯奇最大旗舰店，店铺面积达 350 平方米。

美国第二大鞋类品牌斯凯奇，产品覆盖全年龄段。斯凯奇主要价格带在 399-599 元之间，不同于传统运动品牌以特定运动项目为设计方向，斯凯奇品牌以家庭为目标群体，提供一站式、全场景生活穿着需求，持续推陈出新，童装 S-Lights 系列新增闪亮装饰，专业跑步 GoRun 系列突破技术，健步鞋 GOwalk 舒适透气受老年消费者青睐，复古运动 D' Lites 系列定位年轻时尚风格。

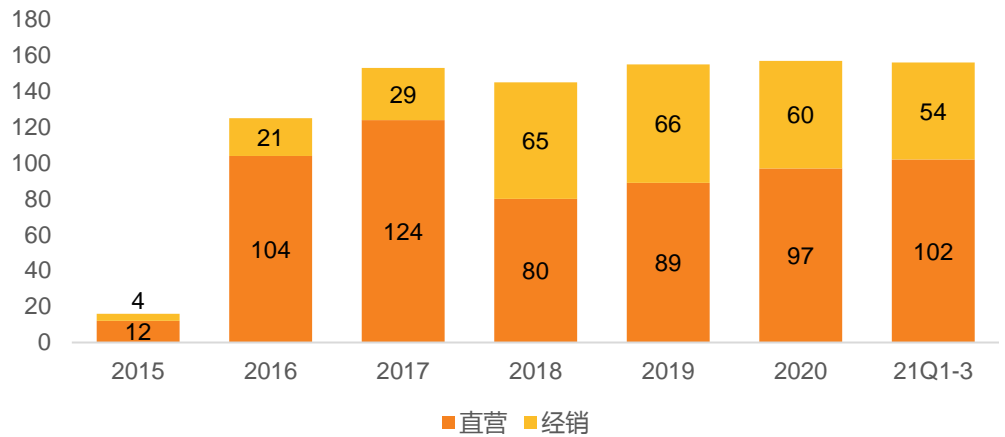
表 4：斯凯奇时尚/儿童/运动系列产品

产品系列	时尚系列	儿童系列	运动系列（专业）	运动系列（老年）
产品名称	D'Lites	闪灯鞋	GOrun	Gowalk
产品介绍	潮流+品质，提供全天候保护和舒适	最新外观技术	舒适、缓震	轻质、透气

资料来源：斯凯奇官网，天风证券研究所

专注产品舒适度创新升级，高功能性、高性价比助业绩快速增长。近几年渠道与收入均快速增长，并凭借其高功能性与高性价比在一二线城市受年轻消费者青睐，同时随居民健身意识增强、运动行业强势复苏，中长期来看斯凯奇仍有望保持稳健增长。

图 29：2015-2021Q3 公司旗下斯凯奇门店数量（家）

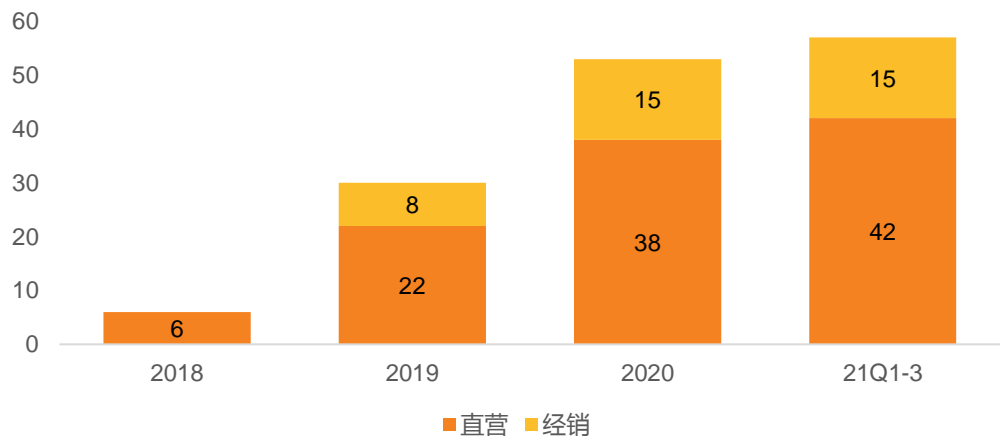


资料来源：公司公告，天风证券研究所

携手全球最大运动零售超市之一 intersports，合作德国时尚运动品牌彪马，打造全品类鞋业生态系统。2018 年下半年公司战略合作德国时尚运动品牌彪马，进一步扩大体育版图，彪马品牌产品定位休闲、运动风格，涉及跑步、足球、高尔夫等多个场景，主要价格带在 499-899 元之间。

自合作以来持续升级产品系列，携手澳大利亚街头品牌 BUTTER GOODS 推出复古风联名系列 SUPER PUMA，氮科技跑鞋系列 PUMA NITRO 防滑大底、高耐磨性、超大缓冲增强功能性，高中低 PROADAPT Mid 艰巨设计感与高性能，为高尔夫运动提供强支撑性；加速终端门店扩张，截至 2021 年 9 月底，公司旗下彪马门店共 57 家（直营 42 家、加盟 15 家）。

图 30：2018-2021Q3 公司旗下彪马门店数量（家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 商务场景拓宽增加刚需，国产男士皮鞋品牌发展可期

3.1. 男士皮鞋行业聚集效应明显，区域集中度逐步提高

自市场开放以来，我国皮鞋行业快速发展，从分散的、个体的、手工作坊式业态，发展为拥有规模化生产经营的完整工业体系。皮鞋生产商在产业链中位于中游，其上游为天然皮革、橡胶、PVC 等原材料，下游通过电商、直营、加盟、代理等渠道销售至消费者。从上游原材料供应来看，自 2016 年起，我国皮革供应呈震荡走势，2017 年全国皮革制品产量

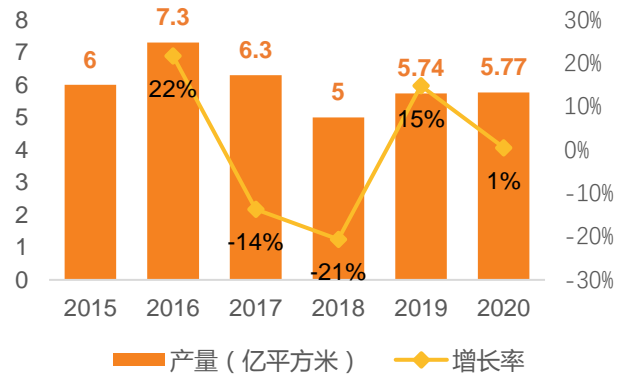
7.3 亿平方米，为近 5 年最高；2020 年我国皮革产量 5.8 亿平方米。

图 31：皮鞋生产产业链



资料来源：华经产业研究院微信公众号，天风证券研究所

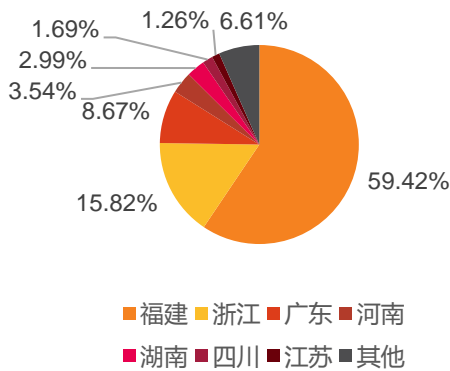
图 32：2015-2020 年中国皮革制品产量规模变化



资料来源：华经产业研究院微信公众号，天风证券研究所

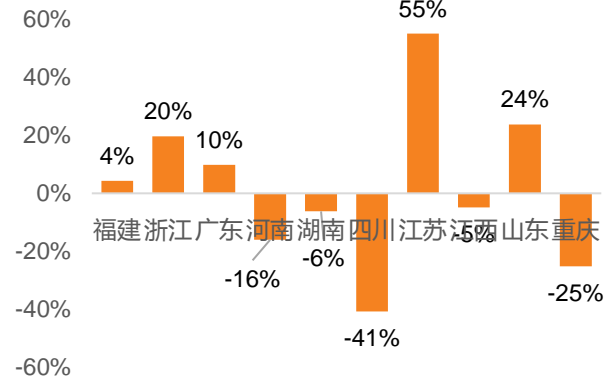
完整生产体系覆盖原料加工到销售服务各个环节，聚集效应明显，区域集中度逐步提高。目前我国已形成以福建、浙江、广东为中心的皮鞋制造产业群，具备成熟的生产技术及相关配套环节，已形成从原料、加工到销售和服务的完整生产体系，促进产业结构调整与增长方式转变，2021 年 1-7 月福建、浙江、广东皮鞋产量占比 59.4%(+4.4%)、15.8%(+19.6%)、8.7% (+9.8%)。

图 33：2021 年 1-7 月中国皮鞋产量地区占比情况



资料来源：华经产业研究院微信公众号，天风证券研究所

图 34：2021 年 1-7 中国规模以上皮鞋产量同比变动情况



资料来源：华经产业研究院微信公众号，天风证券研究所

皮鞋生产技术装备及配套产业水平大幅提升。我国皮鞋生产技术及产品品质已达国际中高档以上水平，皮革化工、鞋楦、五金等配套产业也得到快速发展；在生产加工工艺方面，我国皮鞋生产企业已逐步掌握计算机鞋楦设计、楦型刻制和自动化生产设备等先进工艺；因此国际知名品牌纷纷与中国 OEM 商建立长期合作关系。

表 5：品牌名称与中国 OEM 厂商

品牌名称	中国 OEM 厂商或自有厂商
Clarks	上海永旭鞋业有限公司为 CLARKS 皮鞋全球定点加工企业
ECCO	在厦门设立 ECCO 皮革（厦门有限公司，年产皮鞋 500 万双）

GEOX 奥康为 GEOX 全球最大生产基地之一

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

皮鞋原属于劳动密集型产品，但随人们对款式设计、舒适度的要求越来越高，自主研发设计能力成为保证皮鞋品牌生存和发展的关键，同时消费者对知名品牌的认知度与忠诚度较高，而知名品牌的创立和形成及营销网路的构建需要长期积累，因此皮鞋行业存在较高进入壁垒。

品牌壁垒：品牌对于皮鞋销售至关重要，知名品牌消费群体较为稳定。随人均收入及消费水平提高，品牌皮鞋消费比重越来越高，而知名品牌形象树立是其产品质量、设计、品牌定位、工艺技术以及运营管理和服务等多方面因素长期耕耘的结果。目前我国男士皮鞋品牌奥康、红蜻蜓、意尔康、康奈等已树立起较好的品牌，客户群较为稳定，新进入者难以短时间建立起稳固品牌以争夺现有消费者。

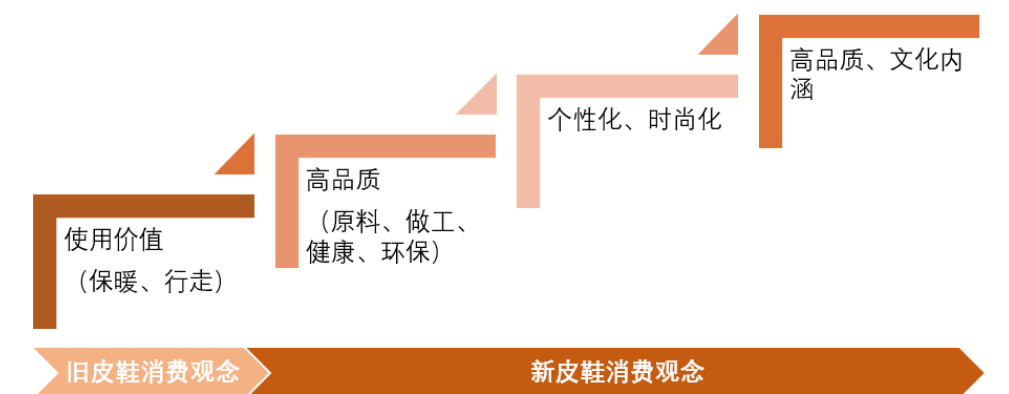
营销网络壁垒：强大营销网络助力品牌不断推陈出新，抢占市场先机。营销网络是消费品企业赢得市场的关键，而建立稳定盈利的销售终端是系统性工程，在此期间需要长期投入大量人力、财力、物力。全国性市场网络的建立有助于产品组织、品牌维护、人员培养、成本控制、信息系统建设等，同时这些优势又有利于营销网络进一步扩张，形成良性循环。知名品牌可充分利用其强大营销网络，不断更新产品迭代，把握市场先机，而新进入者则需要较大的时间、人力成本建立起系统营销网络。

技术研发壁垒：动态研发能力是企业实现产品快速迭代、上新的原动力。根据品牌定位进行产品匹配性设计以形成符合品牌定位的产品风格是保证品牌生存和发展的关键；同时中高档品牌对企业的动态研发能力要求较高，新进入品牌实力薄弱、产品更新率较低则难以在中高端市场获得利润空间。

3.2. 商务场景增加激发皮鞋适用场景，皮鞋对于男性价值感更高

目前我国消费者对鞋类需求结构已趋于成熟，逐渐从使用价格转为追求个性化、时尚化、品质与个人表达，皮鞋市场进一步细分，不同文化、收入、年龄层消费者有不同的品牌、价位、风格、款式。

图 35：消费者皮鞋消费观念的转变

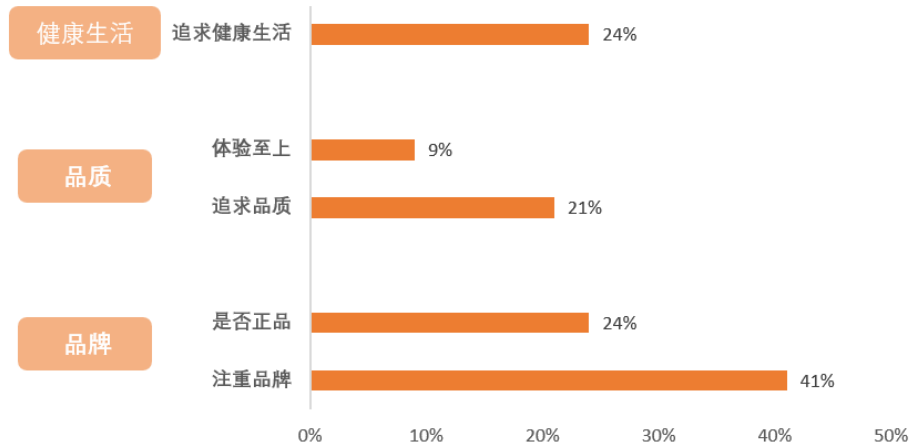


资料来源：华经产业研究院微信公众号，天风证券研究所

品牌为品质保证，男性消费者对品质生活追求日益凸显。随着社会生活丰富及个人社会身份日益多元化，男性消费能力逐渐凸显，品牌作为品质保证，是男性消费时的重要决策因

素，男性消费者对品质健康生活的追求日益凸显。同时，消费社交化已成为新常态，商务场景多元化催生男性皮鞋细分市场增长。



图 36: 男性消费者坚持品质至上，追求高品质生活



资料来源：中国移动研究院，天风证券研究所

办公职场行业及城镇化发展促使商务场景增加，衍生多品类皮鞋满足不同需求。随城市白领人数增长、城镇化升级带来工作场景升级，商务皮鞋需求量增长，同时随着商务场景趋于多元化、男性消费者对皮鞋舒适度及设计感要求提升，男士皮鞋逐渐细分为牛津、孟克、德比、乐福、切尔西等鞋靴。

表 6: 男士皮鞋分类、特征及适用场景介绍

皮鞋名称	适合脚型	特征	适用场景
牛津鞋 	标准足弓希腊脚	鞋面由两片皮革拼接而成，采用 Balmoral Lacing 内耳式结构，不可调节宽度	传统正式皮鞋，最佳代表正装皮鞋
孟克鞋（僧侣鞋） 	除方形脚外	无鞋带，鞋面有皮带横跨	半正式场合
德比鞋 	标准足弓和高足弓希腊脚	在牛津鞋基础上将鞋耳改良为外耳式，可调节松紧，满足脚背更宽、高需求	休闲场合
乐福鞋 	除平足弓外	无鞋带，易穿脱，鞋头较大；也象征学院风和 chic 风	休闲场合
切尔西靴 	标准和平足弓大部分脚型	靴跟低、无鞋带	休闲场合
沙漠靴 	所有场合	由美军士兵作训靴演变而来	休闲场合

资料来源：上海鞋博会公众号，天风证券研究所








目前主要皮鞋基本消费需求已得到满足，未来在更高层消费提升下，人们将更注重皮鞋舒适度、品牌，皮鞋对于此类消费者有存在特定使用场景，即在工作、社交场合需要穿着皮鞋，同时皮鞋商务场景增加扩大皮鞋刚需，激发皮鞋使用场景，其市场需求可见。此外，皮鞋对于男性的价值感高于其他鞋履，且刚需属性更为明显。

3.3. 国牌认可度提升，品牌+营销+技术研发构筑行业壁垒

3.3.1. 早期国外品牌垄断高端市场，国内品牌产品附加值较低占据中低端市场

专业化、全球化成皮鞋设计、研发、生产、营销趋势，跨国公司以款式设计、高质量、文化积淀占据皮鞋产品价值链高端。意大利、西班牙等老牌制鞋大国在款式设计、新材料研发、品牌营销等方面居于世界领先地位，占据奢侈、高端市场主导地位。专业化集聚及社会化配套服务提供全天候、全方位服务，以意大利为例，其专业化行业协会与有产业集群内的同业工会，建立了联合采购合作社、销售联合体、融资担保联合体、产品检测中心、国际交流中心等各类中介服务组织几乎覆盖所有产业集群区。同时国际知名鞋企纷纷将中国视为全球增长最快的市场，并开始研究中国人脚型、喜好来设计皮鞋款式，并在国内不断扩展营销网络，如 LV、Dunhill、Hermès 等奢侈品品牌，以及 Clarks、ECCO、GEOX、VALLEVERDE 等高端品牌。

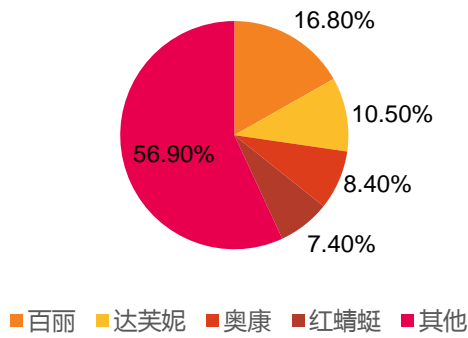
表 7：国外皮鞋大牌介绍

品牌 logo	国家	价格带
LOUIS VUITTON	法国	乐福鞋：7500-13600 元/双；皮靴：9500-17300 元/双
	英国	正装鞋：6595-8995 元/双；乐福鞋：5995-6250 元/双
	法国	凉鞋：3850-13750 元/双；乐福鞋：6400-10350 元/双；短靴：8350-14750 元/双
	意大利	男士乐福鞋：6900-8300 元/双
	英国	乐福鞋：999-1499 元/双；凉鞋：1199 元/双
	丹麦	休闲鞋：799-3199 元/双；靴子：999-3399 元/双
	意大利	乐福鞋：1590 元/双；靴子：1790-2290 元/双
	意大利	乐福鞋：419-919 元/双；系带鞋：580-875 元/双

资料来源：各品牌官网，天猫，天风证券研究所

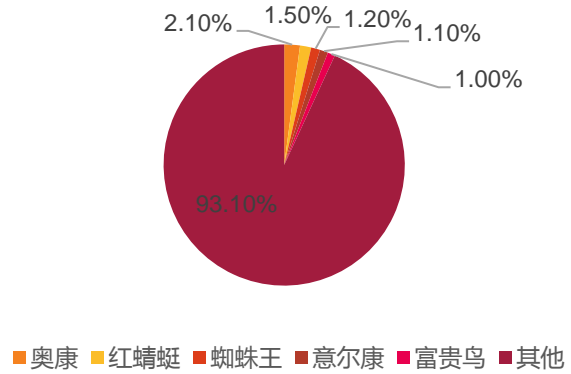
东南亚国家主要为生产加工型市场，产品附加值相对较低，占据中低端市场。中国、印度、巴西等发展中国家由于劳动力优势主要从事中低档鞋生产，或为发达国家名牌鞋企贴牌加工，处在价值链较低环节，2015 年中国出口皮鞋均价每双 55 元左右，意大利每双 567-710 元左右。

图 37：2015 年中国中端皮鞋市场竞争格局



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

图 38：2015 年中国低端皮鞋市场竞争格局



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

3.3.2. 国货认可度提升，鞋服企业发力线上把握流量机遇

鞋履企业把握线上流量机遇，加码社交电商，创新销售场景，近年互联网及数字时代发展下，各大鞋服企业不断加码社交电商，尤其新冠疫情冲击下，更加速线上渠道优化与布局，推出淘宝线上专场、微信秒杀、小程序分销、不同区域轮流直播等创新场景。

图 39：抖音/微信小程序/李佳琦鞋类直播专场



红蜻蜓抖音直播间奥康微信小程序李佳琦直播间鞋类专场

资料来源：红蜻蜓抖音旗舰店，奥康官方旗舰店微信小程序，李佳琦微信公众号，天风证券研究所

国货认可度提升，或将加速国牌进军中高端市场。目前行业已进入品牌竞争阶段，国内各大品牌逐步进军中高端市场，务实创新型国货逐渐在与国际大牌的竞争中受消费者青睐，尤其是在今年新疆棉、鸿星尔克一系列事件后，消费者对民族品牌认可度更高，国牌市场份额或将进一步提升。

表 8：中国六大皮鞋品牌介绍

品牌	经营情况	研发情况
	纵向一体化：两大研发中心、三大制造基地、5000 多个营销网点，拥有奥康、康龙、美丽佳人、红火鸟四个自有品牌。2010 年收购意大利品牌万利威德（valleverde）的大中	奥康舒尚研究中心（CFI）：结合行动力学和人体工程学原理，研发新材料与款型

华区品牌所有权。

一牌多品路线：产品线包含制鞋、时尚皮具、女装、男装、童鞋童装和配饰。做引领潮流的新“国货”。

研发信息中心：米兰、巴黎、日本、韩国；品牌工作室、设计工作室、时尚信息转化中心：北京、上海、广州。产品研发生产基地：浙江、广东、上海、重庆。



纵横交错强势的营销网络：全国 26 个省、市、直辖市设立销售分公司和直营办事处，拓展电子商务，网上网下联动。



主营皮鞋、休闲服饰及其配套产品的研发、生产和销售，全国 30 多个销售区域，开设有近 4000 个销售网点。

坚持“品质立市，科技兴企”的经营理念，拥有 1 个省级企业技术中心、70 余项技术专利。



中高档品牌定位：优雅、时尚、高贵，结合经典、职业、传统等基本属性，形成适应一级市场的“都市”商品线，商品完善。

制鞋工艺先进、国内外有声望的设计师团队



主营中高档康奈牌男女皮鞋和皮具，兼营服饰、商业地产和境外合作区。年产皮鞋 1000 多万双，国内 2800 多家专卖店，国外 230 多家专卖店。

研发基地：意大利、广州、温州。与英国 SATRA 鞋类研究机构、意大利皮鞋设计师合作。研发出 15 项核心技术，每年开发新产品 4000 多款。

资料来源：智研咨询，天风证券研究所

随着疫情后人们运动健身意识的增强，运动场景向日常生活的渗透，运动休闲鞋履穿着场景多元化对皮鞋产生一定替代性，但皮鞋仍然是上班族多种商务场景的必需品；同时公司四大新品系列产品突破原有商务穿着场景，提供稀缺价值驱动品牌长效增长。

4. 盈利预测

公司主要从事男士皮鞋的生产、研发、销售、零售业务，奥康主品牌以“更舒适的男士皮鞋”为品牌战略，全面提升品牌势能，2021Q1-3 奥康品牌实现营收 17.90 亿元同增 37%，我们假设奥康品牌 21-23 年营收增速为 9%、20%、23%；康龙品牌定位年轻消费群体，凸显时尚休闲，我们假设康龙品牌 21-23 年营收增速分别为 3%、5%、5%；代理品牌斯凯奇、彪马以运动休闲系列为主，近年来增长稳健，我们假设斯凯奇品牌 21-23 年营收增速分别为 9%、10%、10%；21-23 年皮具营收增速分别为 10%、12%、12%。

表 9：奥康收入拆分与盈利预测（亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
奥康	21.11	22.40	20.51	17.30	16.85	18.36	22.03	27.10
YOY		6.11%	-8.47%	-15.63%	-2.63%	9.00%	20.00%	23.00%
康龙	4.46	4.45	4.25	3.89	3.84	3.96	4.16	4.36
YOY		-0.15%	-4.42%	-8.55%	-1.24%	3.00%	5.00%	5.00%
斯凯奇	1.44	1.27	1.91	2.39	2.94	3.20	3.52	3.87
YOY		-11.33%	49.72%	25.13%	22.97%	9.00%	10.00%	10.00%
其他品牌	2.06	0.98	0.68	0.97	1.20	1.24	1.30	1.36

YOY		-52.15%	-30.53%	41.30%	24.32%	3.00%	5.00%	5.00%
皮具	2.84	3.09	2.69	2.20	1.83	2.02	2.26	2.53
YOY		8.81%	-13.01%	-18.34%	-16.55%	10.00%	12.00%	12.00%
OEM	0.24	0.22	0.11	0.23	0.19	0.19	0.20	0.20
YOY		-8.27%	-49.35%	106.59%	-18.88%	2.00%	2.00%	2.00%
其他	0.35	0.19	0.27	0.28	0.53	0.54	0.55	0.56
YOY		-45.55%	43.79%	3.79%	86.83%	2.00%	2.00%	2.00%
总收入	32.50	32.62	30.43	27.26	27.38	29.51	34.02	40.00
YOY		0.36%	-6.70%	-10.41%	0.42%	7.78%	15.28%	17.58%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

首次覆盖，给予买入评级。公司深耕男士皮鞋行业，持续加大科技研发投入、产品技术创新与品牌营销建设；2021 年公司携手君智咨询，致力于打造“更舒适的男士皮鞋”，全面提升产品舒适度、时尚感与科技感。由于公司现阶段利润水平较低，我们选择使用 PS 法为公司估值，我们预计 2021-2023 年营收分别为 30、34、40 亿元，归母净利分别为 0.4、1.0、1.7 亿元，对应每股营收分别为 7.36、8.48、9.97 元/股，PS 分别为 1.16、1.00、0.85X，可比公司 2022 年平均 PS 估值为 1.51X，给予公司 2022 年合理 PS 1.51X，对应股价为 12.85 元。

表 10：可比公司 P/S 一致预测

公司名称	2021E	2022E	2023E
波司登	2.67	2.27	1.95
九牧王	2.37	2.09	1.93
太平鸟	1.22	1.03	0.88
海澜之家	1.27	1.12	1.01
报喜鸟	1.29	1.06	0.86
均值		1.51	

资料来源：wind，天风证券研究所

5. 风险提示

1) 宏观经济波动风险

近几年全球宏观经济充满不确定性。基于国家持续深化的供给侧改革，以及对环保、绿色可持续发展的进一步强化，有可能带来原材料及各项生产经营成本的上涨，增加公司在经营成本上的支出。针对上述风险，公司凭借积累的供应商资源及产品质量，提高公司的采购议价能力，合理预测及规划原材料的采购规模，以降低价格波动的风险。

2) 新冠疫情反弹风险

当前我国疫情暂时稳定，但国际疫情形势不容乐观，仍在全球蔓延，尚未得到全面控制。对国内宏观经济易造成二次冲击。针对上述风险，公司通过线上布局直播电商及互联网基础设施的完善等，以防范疫情反弹风险。

3) 市场需求变化风险

随着时间的推移与积累，目标年龄段在不断变化。消费者追求舒适性、时尚性及个性化产品，运动鞋和休闲鞋需求的增长在一定程度上对传统皮鞋产生了一定影响。且中高端女鞋具有周期短、款式变化快等特点。针对上述风险，公司在专注传统皮鞋的同时，也在逐步加大对休闲运动款式产品的研发，有效根据用户多维度需求，推出当下时尚潮流的产品。

4) 人力资源风险

近年来，国内人力成本持续上涨，根据国内经济发展形势，将来一段时间内人力成本上升的趋势依然会延续，对于劳动密集型企业而言，国内的人力成本优势逐渐丧失。针对上述风险，公司将进一步加强生产过程管控，避免不必要的损耗和资源浪费，优化作业流程，提高生产效率。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	608.77	981.63	883.88	329.30	431.14
应收票据及应收账款	1,091.04	999.32	1,137.90	1,494.92	1,520.41
预付账款	41.84	46.90	32.58	60.75	52.18
存货	812.16	753.29	772.08	996.97	1,044.50
其他	495.07	217.22	470.20	294.41	368.41
流动资产合计	3,048.88	2,998.35	3,296.64	3,176.34	3,416.64
长期股权投资	226.36	221.05	221.05	221.05	221.05
固定资产	426.09	398.24	409.31	436.12	459.38
在建工程	25.54	25.19	51.11	78.67	77.20
无形资产	202.59	192.47	180.05	167.62	155.20
其他	555.20	501.65	260.24	315.73	306.40
非流动资产合计	1,435.77	1,338.59	1,121.75	1,219.19	1,219.23
资产总计	4,484.66	4,336.95	4,418.39	4,395.54	4,635.87
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	480.04	529.35	599.12	647.54	809.11
其他	210.34	191.70	233.89	218.26	276.25
流动负债合计	690.38	721.05	833.01	865.80	1,085.36
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	6.97	8.75	5.24	6.99	6.99
非流动负债合计	6.97	8.75	5.24	6.99	6.99
负债合计	697.35	729.80	838.25	872.79	1,092.35
少数股东权益	9.15	5.97	3.31	(4.38)	(17.72)
股本	400.98	400.98	400.98	400.98	400.98
资本公积	1,931.78	1,931.78	1,841.68	1,841.68	1,841.68
留存收益	3,539.89	3,376.44	3,175.86	3,126.15	3,160.25
其他	(2,094.50)	(2,108.03)	(1,841.68)	(1,841.68)	(1,841.68)
股东权益合计	3,787.31	3,607.14	3,580.14	3,522.75	3,543.52
负债和股东权益总计	4,484.66	4,336.95	4,418.39	4,395.54	4,635.87

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	20.82	25.25	44.19	99.41	170.50
折旧摊销	255.84	243.26	35.43	38.05	40.63
财务费用	(0.23)	2.66	(4.66)	(3.03)	(1.90)
投资损失	(30.45)	(28.84)	(3.06)	(3.06)	(3.06)
营运资金变动	89.23	174.42	(9.92)	(473.37)	99.52
其它	(224.02)	16.12	33.59	(25.81)	(4.27)
经营活动现金流	111.18	432.85	95.57	(367.82)	301.42
资本支出	(93.18)	3.67	63.51	78.25	49.99
长期投资	(76.72)	(5.31)	0.00	0.00	0.00
其他	332.29	141.92	(192.95)	(118.94)	(115.06)
投资活动现金流	162.38	140.29	(129.44)	(40.69)	(65.06)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	(153.74)	(19.54)	90.80	3.03	1.90
其他	(87.36)	(172.34)	(154.68)	(149.11)	(136.40)
筹资活动现金流	(241.10)	(191.88)	(63.87)	(146.08)	(134.50)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	32.46	381.26	(97.74)	(554.59)	101.85

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,726.48	2,737.86	2,950.80	3,401.68	3,999.53
营业成本	1,772.91	1,642.44	1,711.47	1,938.96	2,279.73
营业税金及附加	19.19	15.31	20.83	22.32	25.61
营业费用	458.84	813.97	855.73	986.49	1,139.87
管理费用	266.06	233.87	309.45	340.17	359.96
研发费用	47.22	34.31	44.26	45.72	46.63
财务费用	35.64	6.01	(4.66)	(3.03)	(1.90)
资产减值损失	(127.76)	12.07	(12.79)	(42.83)	(14.52)
公允价值变动收益	14.98	11.90	36.25	(18.13)	9.06
投资净收益	30.45	28.84	3.06	3.06	3.06
其他	154.62	(107.17)	(78.62)	30.13	(24.25)
营业利润	54.33	46.31	65.83	98.82	176.27
营业外收入	12.02	11.23	12.26	11.84	11.78
营业外支出	1.61	4.08	2.57	2.76	3.14
利润总额	64.74	53.46	75.51	107.90	184.91
所得税	43.93	28.21	33.98	16.19	27.74
净利润	20.82	25.25	41.53	91.72	157.17
少数股东损益	(1.68)	(2.69)	(2.66)	(7.69)	(13.33)
归属于母公司净利润	22.50	27.94	44.19	99.41	170.50
每股收益(元)	0.06	0.07	0.11	0.25	0.43

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-10.41%	0.42%	7.78%	15.28%	17.58%
营业利润	-68.95%	-14.76%	42.13%	50.13%	78.37%
归属于母公司净利润	-83.57%	24.20%	58.17%	124.93%	71.52%
获利能力					
毛利率	34.97%	40.01%	42.00%	43.00%	43.00%
净利率	0.83%	1.02%	1.50%	2.92%	4.26%
ROE	0.60%	0.78%	1.24%	2.82%	4.79%
ROIC	1.02%	1.09%	1.64%	3.49%	5.31%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	15.55%	16.83%	18.97%	19.86%	23.56%
净负债率	-16.07%	-27.21%	-24.69%	-9.35%	-12.17%
流动比率	4.42	4.16	3.96	3.67	3.15
速动比率	3.24	3.11	3.03	2.52	2.19
营运能力					
应收账款周转率	2.40	2.62	2.76	2.58	2.65
存货周转率	3.45	3.50	3.87	3.85	3.92
总资产周转率	0.58	0.62	0.67	0.77	0.89
每股指标(元)					
每股收益	0.06	0.07	0.11	0.25	0.43
每股经营现金流	0.28	1.08	0.24	-0.92	0.75
每股净资产	9.42	8.98	8.92	8.80	8.88
估值比率					
市盈率	153.10	123.28	77.94	34.65	20.20
市净率	0.91	0.96	0.96	0.98	0.97
EV/EBITDA	4.82	12.17	22.75	20.22	12.06
EV/EBIT	5.49	21.98	35.92	28.26	14.87

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com