

战略聚焦舒适男鞋，期待改革显效 增持（首次）

2022年03月13日

证券分析师 李婕

执业证号：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,738	2,953	3,329	3,910
同比（%）	0.42	7.87	12.73	17.43
归母净利润（百万元）	28	46	98	172
同比（%）	24.20	65.14	112.82	75.31
每股收益（元/股）	0.07	0.12	0.24	0.43
P/E（倍）	112.37	68.04	31.97	18.24

投资要点

- **国内鞋类龙头。**公司成立于1988年，主营皮鞋及皮具产品的研发、生产及销售，产品包括商务正装鞋、休闲鞋、运动鞋及皮具配套。旗下拥有自有品牌奥康（中高端商务时尚）、康龙（时尚休闲），并分别于2015/2018年代理国际运动休闲品牌斯凯奇（SKECHERS）、彪马（PUMA）。据Euromonitor，2021年公司在鞋类、非运动鞋市场销售额市占率分别排名第九、第二。2021Q1-Q3 奥康/康龙/斯凯奇收入占比分别为63.5%/12.5%/11.2%，线上/线下收入占比分别为16.7%/83.3%，截至2021Q3共2540家门店（直营1229家+经销1311家）。
- **疫情之下求变，确立聚焦“舒适男鞋”战略。**近年来国内皮鞋市场增长低迷，2016年以来公司营收增长停滞、市占率逐年下滑，叠加费用管控欠佳、资产减值损失&投资损失波动，净利润多年持续收缩。2020年以来公司积极寻求战略转型，2020/2021年前三季度营收维持正增长。1) **2020年：**布局线上渠道&数字化转型，营收27.38亿元/yoy+0.42%、归母净利润2794万元/yoy+24.20%，线上高增长（+26.0%）带来营收增速转正，同期长期股权投资大额减值损失因素消除、提振净利润增速。2) **2021年：**与君智咨询合作寻求战略变革，确立聚焦主流人群、主打“舒适男鞋”的核心战略，从战略落地、渠道拓展、形象升级、运营升级和政策激励五大方面实现品牌升级。2021Q1-Q3 营收yoy+37.0%/较2019年同期+8.6%，归母净利润yoy+385.9%/较2019年同期+57.3%。分季度看，2021Q1/Q2/Q3 营收分别同比+92.2%/+21.3%/+9.6%（基数原因+年中疫情、同比逐季下滑），归母净利分别同比+1738.42%/+111.10%/-279.13%，单季度波动较大，主因费用控制不稳定+存货跌价/坏账损失计提/公允价值变动对本年或基期利润造成一次性影响。
- **渠道调整店效提升明显，奥康/斯凯奇品牌复苏态势较好。**1) **分渠道看，**2021Q1-Q3 线上/线下收入分别同比+21.5%/+42.7%、较2019年同期分别+42.1%/3.0%。在新战略指引下，公司进行渠道梳理、门店升级，2021Q1-Q3 直营/经销收入分别同比+46.2%/+23.3%、较2019年同期分别+19%/-14%，截至2021Q3末直营/经销门店分别为1229/1311家（较年初分别-101/-43家），直营店净减少情况下收入仍取得增长，反映了渠道调整下店效有效提升。2022年渠道拓展计划将延伸至六省一市（浙江/江苏/安徽/福建/湖南/湖北/上海）、通过高线城市布局推动店效持续增长。2) **分品牌看，**主品牌奥康相比疫情前略有增长，斯凯奇收入较疫情前得到大幅度提升。2021Q1-Q3 奥康/康龙/斯凯奇收入同比分别+41.0%/25.8%/39.9%、较2019年同期分别+7.0%/-9.4%/+46.0%。
- **盈利预测与投资评级：**公司为国内皮鞋龙头，2016年以来经营面临较大挑战，销售净利率从2015年以前10%左右的水平逐年下滑至2020年的1%。2021年公司与君智咨询合作，确立了聚焦主流人群、主打“舒适男鞋”的核心战略，未来有望通过聚焦主品牌、渠道升级、产品变革提升品牌势能、从鞋类市场发展瓶颈期中突围。我们预计随着新战略推进落地、公司净利率水平有望迎来修复回升。2021年4月发布员工持股计划，业绩考核目标为以2020年为基数，2021/2022/2023年收入增长不低于20%/40%/60%、或净利增长不低于50%/100%/200%。我们预计2021-2023年公司归母净利分别同增65.1%/112.8%/75.3%，对应PE为68X/32X/18X，综合考虑公司盈利能力（如净利率/ROE）目前仍处低位，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**疫情反复影响居民消费，行业竞争加剧，品牌转型不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.83
一年最低/最高价	6.96/10.80
市净率(倍)	0.88
流通 A 股市值(百万元)	3139.67

基础数据

每股净资产(元)	8.87
资产负债率(%)	13.90
总股本(百万股)	400.98
流通 A 股(百万股)	400.98

奥康国际三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,998	2,924	3,022	3,250	营业收入	2,738	2,953	3,329	3,910
现金	982	685	537	348	减:营业成本	1,642	1,761	1,939	2,233
应收账款	994	1,131	1,229	1,444	营业税金及附加	15	18	20	23
存货	753	690	744	826	营业费用	814	812	912	1,056
其他流动资产	269	418	512	632	管理费用	234	295	326	364
非流动资产	1,339	1,316	1,428	1,530	研发费用	34	59	50	47
长期股权投资	221	221	221	221	财务费用	6	-39	-39	-39
固定资产	398	419	568	703	资产减值损失	12	0	0	0
在建工程	25	13	6	3	加:投资净收益	29	15	17	20
无形资产	192	162	132	102	其他收益	24	9	10	12
其他非流动资产	502	501	501	501	资产处置收益	0	-3	-3	-4
资产总计	4,337	4,240	4,450	4,780	营业利润	46	65	142	251
流动负债	721	693	762	874	加:营业外净收支	7	3	3	3
短期借款	0	0	0	0	利润总额	53	68	145	254
应付账款	519	507	558	642	减:所得税费用	28	20	43	76
其他流动负债	202	187	205	232	少数股东损益	-3	1	3	5
非流动负债	9	9	9	9	归属母公司净利润	28	46	98	172
长期借款	0	0	0	0	EBIT	17	8	82	187
其他非流动负债	9	9	9	9	EBITDA	260	279	370	486
负债合计	730	702	771	883	重要财务与估值指标				
少数股东权益	6	7	10	16		2020A	2021E	2022E	2023E
归属母公司股东权益	3,601	3,531	3,669	3,881	每股收益(元)	0.07	0.12	0.24	0.43
负债和股东权益	4,337	4,240	4,450	4,780	每股净资产(元)	8.98	8.80	9.15	9.68
					发行在外股份(百万股)	401	401	401	401
					ROIC(%)	0.2%	0.2%	1.6%	3.4%
					ROE(%)	0.8%	1.3%	2.7%	4.4%
					毛利率(%)	40.0%	40.4%	41.8%	42.9%
					销售净利率(%)	1.0%	1.6%	2.9%	4.4%
					资产负债率(%)	16.8%	16.6%	17.3%	18.5%
					收入增长率(%)	0.4%	7.9%	12.7%	17.4%
					净利润增长率(%)	24.2%	65.1%	112.8%	75.3%
					P/E	112.37	68.04	31.97	18.24
					P/B	0.80	0.89	0.86	0.81
					EV/EBITDA	7.33	8.79	7.03	5.75
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	433	156	297	254					
投资活动现金流	140	-335	-485	-482					
筹资活动现金流	-192	-117	40	40					
现金净增加额	380	-296	-148	-189					
折旧和摊销	243	271	288	298					
资本开支	-124	-250	-400	-401					
营运资本变动	178	-151	-80	-206					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>