

纺织服装：奥康国际（603001）中报点评

2014年8月14日

## 促销力度加大，导致毛利率下降

推荐（首次）

### 2014年中报基本符合预期

2014年上半年，公司实现营业收入145,096.58万元，同比下滑了2.75%；实现归属于上市公司股东的净利润15,815.99万元，同比下滑25.67%。加权平均净资产收益率是4.21%，较去年同期减少1.65%。基本每股收益0.3944元，比去年同期下降25.67%，基本符合预期。

### 促销力度加大，导致毛利率下降

2014年上半年，受我国宏观经济的影响，消费环境持续疲软。各大鞋类品牌竞争加剧，公司终端促销力度加大，导致毛利率较去年同期下滑3.75%。其中，女鞋产品受冲击最大，实现营业收入42,632.02万元，较去年同期下降29.55%；毛利率33.30%，较去年同期下滑了4.72个百分点。男鞋和皮具表现较好，分别实现营业收入86,038.41万元和15,189.91万元，较去年同期增长了14.88%和21.12%；毛利率分别为38.90%和36.81%，较去年同期分别下滑了4.42个百分点和2.08个百分点。

### 上半年仍以渠道整合为主，品牌宣传深入年轻群体

考虑到现如今渠道格局的快速演变，传统街边客源形成分流，公司重点调整现在形成的网络结构，放缓了开店速度。公司上半年持续以“扩并改为主和新开拓为辅”等多种方式推进国际名品馆的开设。将重点放在整顿无形象和无效益的网点上，合理布局形象型和战略型网络。在品牌宣传推广方面，将宣传方向对准年轻群体。公司签约金秀贤先生为品牌形象代言人，力争通过金秀贤在年轻群体中的影响力，来改善店铺人流，提升奥康品牌在年轻群体中的知名度与美誉度。

### 投资建议

公司第二季度业绩较第一季度业绩有所回落，但是考虑到公司渠道整合仍未完成，我们认为未来半年业绩提升空间受限。从长期来看，公司的直营化转变以及力推国际名品馆的开设，有助于大幅提升公司的品牌价值与品牌竞争力。我们预计公司2014-2016年EPS分别为0.74、0.81和0.84元，对应PE分别为19.94倍、18.33倍和17.74倍。我们首次给予奥康国际（603001）“推荐”评级。

### 风险提示

公司直营化的转变导致管理费用及销售费用的大幅增加；国际名品馆的业绩不及预期。

市场表现

截至2014.8.14



市场数据

2014-8-14

A股收盘价(元)	14.83
一年内最高价(元)	18.02
一年内最低价(元)	12.81
上证指数	2,206.47
市净率	1.6
总股本(万股)	40,098
实际流通A股(万股)	11,695
限售流通A股(万股)	28,403
流通A股市值(亿元)	17.3

分析师：易华强

执业证书号：S1490513080001

电话：010-58565074

邮箱：yihuaqiang@hrsec.com.cn

联系人：尤越

电话：010-58566850

邮箱：youyue@hrsec.com.cn

证券研究报告

**财务数据与估值**

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	3,455.1	2,796.2	2,913.2	3,195.1	3,593.1
同比增长(+/-%)	16.5%	-19.1%	4.2%	9.7%	12.5%
归母净利润（百万元）	513.3	274.2	298.2	324.4	335.3
同比增长(+/-%)	12.2%	-46.6%	8.8%	8.8%	3.3%
每股收益（元）	1.28	0.68	0.74	0.81	0.84
PE	11.58	21.68	19.94	18.33	17.74
PB	1.65	1.60	1.51	1.42	1.35

**附表：**
**利润表**

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,455.1	2,796.2	2,913.2	3,195.1	3,593.1
营业成本	2,171.1	1,677.4	1,911.3	2,077.4	2,345.1
营业税金及附加	24.5	18.4	14.6	16.0	18.0
营业费用	403.4	518.6	320.5	351.5	395.2
管理费用	213.3	210.9	378.7	383.4	431.2
财务费用	-25.8	-18.6	-46.7	-45.7	-33.8
资产减值损失	23.5	45.4	-30.0	19.0	21.4
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.5	17.9	4.6	5.8	7.2
<b>营业利润</b>	<b>645.6</b>	<b>362.1</b>	<b>369.5</b>	<b>399.3</b>	<b>423.2</b>
营业外收入	18.3	15.8	26.4	30.9	22.9
营业外支出	2.4	2.6	1.8	2.0	2.2
<b>利润总额</b>	<b>661.5</b>	<b>375.3</b>	<b>394.0</b>	<b>428.2</b>	<b>443.9</b>
所得税	148.2	101.1	95.8	103.8	108.6
<b>净利润</b>	<b>513.3</b>	<b>274.2</b>	<b>298.2</b>	<b>324.4</b>	<b>335.3</b>
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司所有者净利润	513.3	274.2	298.2	324.4	335.3
EPS (元)	1.28	0.68	0.74	0.81	0.84

**主要财务比率**

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>同比增长率</b>					
营业收入	16.5%	-19.1%	4.2%	9.7%	12.5%
营业利润	20.9%	-43.9%	2.0%	8.1%	6.0%
净利润	12.2%	-46.6%	8.8%	8.8%	3.3%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	37.2%	40.0%	34.4%	35.0%	34.7%
净利率	14.9%	9.8%	10.2%	10.2%	9.3%
ROE	14.2%	7.4%	7.6%	7.8%	7.6%
ROIC	17.3%	9.6%	8.8%	9.1%	8.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	29.2%	22.2%	22.8%	23.3%	27.5%
流动比率	3.01	3.70	3.41	3.33	2.86
速动比率	2.61	2.44	2.29	1.98	1.58

**营运能力**

资产周转率	0.68	0.59	0.57	0.59	0.59
存货周转率	4.00	2.01	3.24	3.11	2.90
应收账款周转率	2.64	2.70	3.16	3.00	2.86

**每股资料 (元)**

每股收益	1.28	0.68	0.74	0.81	0.84
每股经营现金	0.01	0.14	1.51	-0.47	-0.40
每股净资产	8.99	9.28	9.83	10.43	11.00
每股股利	0.23	0.40	0.19	0.18	0.21

**估值比率**

PE	11.58	21.68	19.94	18.33	17.74
PB	1.65	1.60	1.51	1.42	1.35

**资产负债表**

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	<b>4,483.2</b>	<b>3,922.8</b>	<b>3,971.7</b>	<b>4,242.2</b>	<b>4,789.3</b>
现金	2,207.3	1,292.8	1,551.4	1,217.1	1,077.9
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	7.3	1.1	6.8	5.3	5.9
应收款项	1,299.6	1,032.7	914.2	1,060.1	1,250.3
其他应收款	43.4	60.0	35.0	42.7	53.6
存货	542.4	834.2	590.3	667.7	807.9
其他	383.2	701.9	874.0	1,249.2	1,593.7
<b>非流动资产</b>	<b>612.1</b>	<b>855.9</b>	<b>1,133.5</b>	<b>1,213.7</b>	<b>1,294.9</b>
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	260.3	264.3	290.5	313.2	330.0
无形资产	207.1	197.8	261.9	278.4	298.9
其他	144.7	393.8	581.1	622.1	666.0
<b>资产总计</b>	<b>5,095.3</b>	<b>4,778.7</b>	<b>5,105.2</b>	<b>5,455.9</b>	<b>6,084.2</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,489.4</b>	<b>1,059.0</b>	<b>1,163.2</b>	<b>1,272.2</b>	<b>1,672.1</b>
短期负债	64.1	13.3	0.0	0.0	205.1
应付账款	484.7	402.7	431.2	458.7	533.4
预收账款	23.1	64.9	72.8	79.9	89.8
其他	917.5	578.1	659.2	733.6	843.8
<b>长期负债</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>负债合计</b>	<b>1,489.4</b>	<b>1,059.0</b>	<b>1,163.2</b>	<b>1,272.2</b>	<b>1,672.1</b>
股本	401.0	401.0	401.0	401.0	401.0
资本公积金	1,929.7	1,929.7	1,929.7	1,929.7	1,929.7

留存收益	1,275.2	1,389.0	1,611.2	1,853.0	2,081.4
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
母公司所有者权益	3,605.9	3,719.7	3,942.0	4,183.7	4,412.2
<b>负债及权益合计</b>	<b>5,095.3</b>	<b>4,778.7</b>	<b>5,105.2</b>	<b>5,455.9</b>	<b>6,084.2</b>

**现金流量表**

单位：百万元

<b>经营活动现金流</b>	<b>-20.1</b>	<b>9.4</b>	<b>606.0</b>	<b>-190.3</b>	<b>-160.5</b>
净利润	513.3	274.2	298.2	324.4	335.3
折旧摊销	<b>62.3</b>	<b>106.8</b>	<b>51.0</b>	<b>57.5</b>	<b>64.2</b>
财务费用	4.7	-3.5	-46.7	-45.7	-33.8
投资收益	<b>-0.4</b>	<b>-16.9</b>	<b>-4.3</b>	<b>-5.4</b>	<b>-6.7</b>
营运资金变动	-582.7	-312.2	378.7	-508.5	-506.8
其他	-17.4	-39.0	-71.0	-12.6	-12.7
<b>投资活动现金流</b>	<b>-205.4</b>	<b>-724.8</b>	<b>-304.8</b>	<b>-107.0</b>	<b>-110.7</b>
资本支出	-198.3	-697.6	-309.0	-112.4	-117.5
其他投资	-7.1	-27.2	4.3	5.4	6.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,803.5</b>	<b>-214.7</b>	<b>-42.7</b>	<b>-37.0</b>	<b>132.1</b>
借款变动	-115.7	-50.8	-13.3	0.0	205.1
普通股增加	81.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	1,925.7	0.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	-92.2	-160.4	-76.0	-82.7	-106.8
其他	4.7	-3.5	46.7	45.7	33.8

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

## 免责声明

易华强,在此声明,本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格)已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司(以下简称本公司)的资产管理和证券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和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告,但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播,不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用,不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、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,必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠,但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方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,敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

### 华融证券股份有限公司市场研究部

地址:北京市西城区金融大街8号A座5层(100033)

传真:010-58568159

网址: [www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)