

奥康国际(603001)新股定价报告

国内男鞋行业的领军品牌，先发优势明显

纺织/服装

定价区间
26.80—29.50 元

发布时间：2012 年 04 月 26 日

投资要点：

- **奥康国际是国内男鞋行业领军品牌。**公司中国最大的皮鞋制造与零售商之一，主要从事奥康、康龙、美丽佳人、红火鸟四个自有品牌以及特许使用的 VALLEVERDE（万利威德）品牌的男女皮鞋及皮具产品的设计、开发、制造、分销和零售业务。截至 2011 年末，公司拥有 477 家直营店和 4035 家经销店。公司 08-11 年营业收入和净利润的复合增长率分别为 40%和 131%。
- **鞋类行业市场空间巨大，行业集中度不断提升。**根据国家统计局数据，我国人均鞋类消费不足 1.9 双，远低于欧美发达国家的水平，也低于其他主要发展中国家的水平，因此随着我国城镇化率的提高和居民消费能力的提升，鞋类消费的市场空间有很大的增长空间。同时根据 CIIC 的数据显示，鞋类的行业集中度在不断提升，由于鞋类产品趋同性，使得强势的品牌企业能获得市场认可，具有先发优势，今后发展的空间也更大。
- **公司竞争优势明显。**纵向一体化业务模式，提升了公司对整个供应链的话语权；差异化的品牌定位，使得公司品牌体系可以覆盖不同档次和不同类型的消费者；两大研发中心以及 OEM/ODM 带来的先进品牌的产品经验，形成了公司实力雄厚的研发能力；创新不断的营销策划，提升公司的品牌影响力和知名度；完善的渠道架构，使得公司能够掌握丰富的渠道资源
- **募投项目强化公司直营渠道建设。**公司本次 IPO 拟公开发行 8100 万股，募集资金主要用于营销网络建设、信息化系统建设和研发中心技改。其中营销网络建设拟投资 8.7 亿元，开设 348 家直营店。
- **盈利预测与估值。**我们预计公司 12-14 年核心 EPS 分别为 1.34、1.70 和 2.14 元。考虑到公司成熟的商业模式和成功的多品牌运作经验，给予公司 2012 年 20-22 倍的市盈率，对应合理价值区间为 26.80-29.50 元。
- **风险提示：**经济下滑影响销售；渠道拓展不及预期；门店扩张考验公司管理能力。

业绩预测：

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2011	2966	34	457	63	1.14			
2012E	3704	25	536	17	1.34			
2013E	4633	25	682	27	1.70			
2014E	5686	23	857	26	2.14			

发行数据	2011 年
发行前股本（万股）	31,998
发行数量（万股）	8,100
发行价格（元）	25.50
发行前 EPS（元）	1.43
发行后 EPS（元）	1.14
发行前每股净资产（元）	2.93
发行日期	2012-4-18
上市日期	2012-4-26
主承销商	国信证券

分析师：周思立；联系人：周煜斌
执业证书编号：S0550511010003

TEL: (8621)2036 1154

FAX: (8621)2036 1159

Email: zhoub@nesc.cn

地 址：上海市源深路 305 号

邮 编：200135

目 录

1 国内领先的男鞋品牌运营商	4
1.1 公司概况：细分市场领先品牌	4
1.2 主营业务概况及构成	4
1.3 股权结构：股权较为集中	6
2 行业情况	7
2.1 服饰行业将进一步受益于户籍制度改革和城镇化进程加速	7
2.2 我国皮鞋产量高达 42.7 亿双，但人均年鞋类消费不足 1.9 双	8
2.3 男女鞋市场持续增长，行业集中度提升明显	9
3 公司竞争优势	10
3.1 公司商业模式：纵向一体化业务模式	10
3.2 多品牌运作：差异化品牌定位	12
3.3 产品研发：实力雄厚	13
3.4 营销策划：创新不断	14
3.5 渠道模式：完善的渠道结构	15
4 募投项目	17
4.1 营销网络建设项目加快公司直营渠道拓展	17
4.2 信息化系统建设项目提高运营管理效率	18
4.3 研发中心技改项目提升公司产品研发能力	19
5 盈利预测及投资建议	19
5.1 盈利假设及预测	19
5.2 估值和投资建议	21
5.3 风险提示	22

图表目录

图表 1: 2010 年中国男皮鞋市场占有率	4
图表 2: 2010 年华东地区男皮鞋市场占有率	4
图表 3: 收入和净利润	5
图表 4: 毛利率和净利率变化	5
图表 5: 公司营业收入按产品分类	5
图表 6: 公司营业收入按区域分类	5
图表 7: 公司营业收入按渠道分类	6
图表 8: 公司股本结构	6
图表 9: 股权结构图	7
图表 10: 城镇化进程推动服装鞋帽销售	8
图表 11: 中国城镇家庭人均可支配收入与农村居民家庭人均纯收入	8
图表 12: 2003-2011 年我国皮鞋产量情况	9
图表 13: 主要国家的鞋人均消费量 (2009 年)	9
图表 14: 2010 年中国鞋类零售占比分类	10
图表 15: 2010-2014 年鞋类零售复合增长率	10
图表 16: 前十大女鞋品牌销售额集中度趋势	10
图表 17: 前十大女鞋品牌销售量集中度趋势	10
图表 18: 公司商业模式	11
图表 19: 公司总产量和总销量	11
图表 20: 奥康国际自产产量和外包产量历年明细	12
图表 21: 主要鞋类品牌存货情况	12
图表 22: 奥康历年存货情况	12
图表 23: 国内主要鞋类品牌的多品牌情况	13
图表 24: 公司品牌情况	13
图表 25: 国际服装零售类上市公司 2009 年直营门店数量情况	14
图表 26: 奥康国际渠道结构	15
图表 27: 2011 年营销网络分布	16
图表 28: 主要鞋类品牌渠道数量	16
图表 29: 主要鞋类品牌销售规模和单店收入情况	16
图表 30: 公司历年渠道构成和未来规划	17
图表 31: 公司直营渠道构成	17
图表 32: 公司募投项目表	17
图表 33: 营销网络建设项目	17
图表 34: 直营店分类标准	18
图表 35: 奥康信息化系统功能框架图	18
图表 36: 研发中心技改项目	19
图表 37: 利润表预测	20
图表 38: A 股可比上市公司估值现状	21

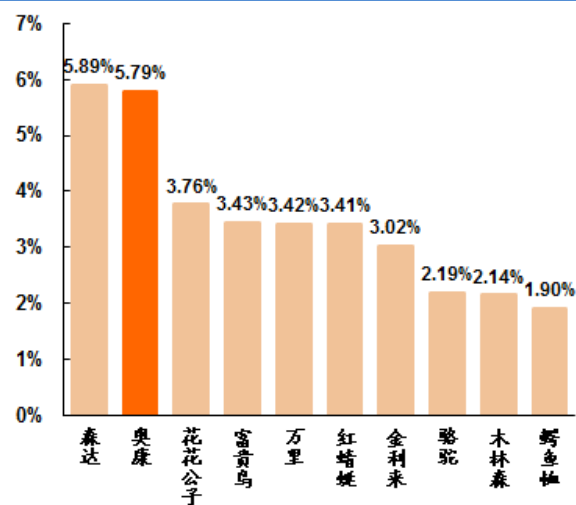
1 国内领先的男鞋品牌运营商

1.1 公司概况：细分市场领先品牌

奥康国际于 2001 年 11 月由奥康集团、王振滔、王进权、缪彦枢与潘长忠共同发起设立股份公司。公司是中国最大的皮鞋制造与零售商之一，主要从事奥康、康龙、美丽佳人、红火鸟四个自有品牌以及特许使用的 VALLEVERDE（万利威德）品牌的男女皮鞋及皮具产品的设计、开发、制造、分销和零售业务，形成了纵向一体化的经营模式，以自有品牌运营为核心，研发设计与渠道经营为两翼，为消费者提供科技、时尚、舒适的皮鞋及皮具产品；同时，采取 OEM/ODM 的模式，为国际知名皮鞋品牌生产皮鞋产品。截至 2011 年 12 月 31 日，公司营收规模达 29.66 亿元，净利润达 4.57 亿元，拥有直营和加盟门店共 4,512 家。

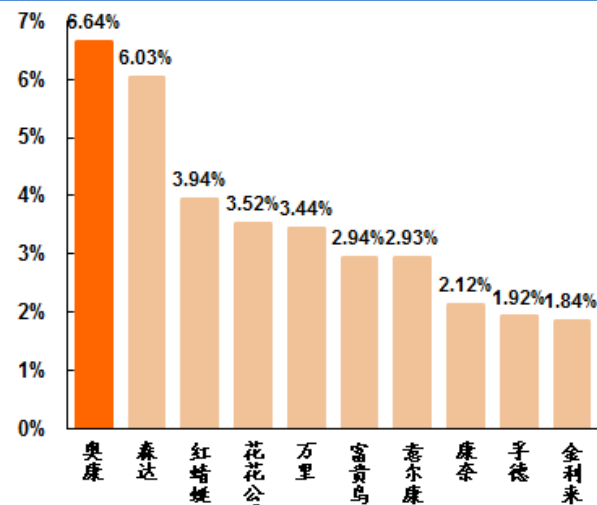
根据中国行业企业信息发布中心（CIIC）的报告显示，2010 年度公司奥康品牌在男皮鞋市场占有率排名第二，为 5.79%，根据最新数据，2011 年奥康品牌提升至男鞋市场占有率第一（6.49%），同时康龙在休闲鞋中也位居第一位（2.6%），女鞋第 12 位（2.12%）；在华东地区男皮鞋市场占有率排名第一，为 6.64%，奥康男皮鞋在华东地区市场优势明显。

图表 1：2010 年中国男皮鞋市场占有率



资料来源：招股说明书，东北证券

图表 2：2010 年华东地区男皮鞋市场占有率



资料来源：招股说明书，东北证券

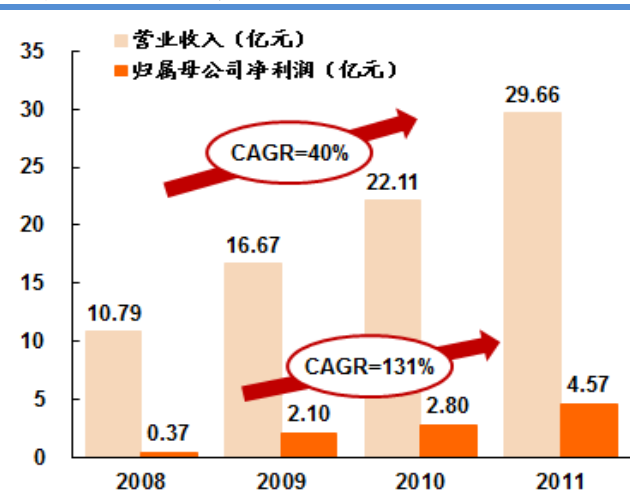
公司作为国内领先的鞋业制造商和零售商，很早就意识到了多品牌策略的重要性，并在 2001 年推出了面向休闲人群的休闲鞋品牌康龙。通过多年的发展，目前公司已构建了以奥康品牌为主，康龙、红火鸟、美丽佳人、万利威德等品牌为辅的多品牌经营策略，紧紧围绕对不同消费者不同需求进行差异化满足的原则，通过差异化的品牌风格、产品设计、价格定位等各种举措及营销活动，不断提升品牌形象，满足各类细分市场需求。

1.2 主营业务概况及构成

公司 2011 年收入和净利润分别为 29.66 亿元和 4.57 亿元，2008 年-2011 年收入和归属母公司所有者的净利润年均复合增长率为 40%和 131%，2011 年的毛利率和净利率分别

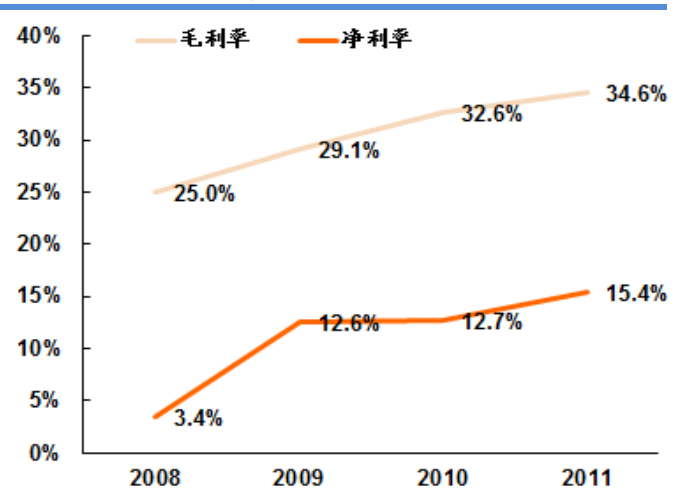
是 34.56% 和 15.42%，如果扣除 2011 年永嘉政府扶持上市奖励的 4683.34 万元，2011 年净利率降至 13.84%。公司的收入主要来源两大部分，一部分为自有品牌通过直营渠道和经销渠道的销售收入；另一部分业务收入则是公司采取 OEM/ODM 的模式，为国际知名皮鞋品牌（GEOX、WORTMANN、JIMLAR、GIRZA 等）生产产品。

图表 3：收入和净利润



资料来源：招股说明书，东北证券

图表 4：毛利率和净利率变化



资料来源：招股说明书，东北证券

公司的收入构成，按品类分为男鞋、女鞋和皮具三类产品，分别占 2011 年主营业务收入的比重为 49.16%、43.42% 和 7.42%，其中皮具品类占比逐年提高

图表 5：公司营业收入按产品分类

产品名称 单位：万元	2011 年		2010 年		2009 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
男鞋	144,868.90	49.16%	112,847.12	51.12%	93,017.14	56.35%
女鞋	127,940.65	43.42%	96,227.33	43.59%	69,160.00	41.90%
皮具	21,874.18	7.42%	11,694.48	5.30%	2,891.02	1.75%
合计	294,683.73	100.00%	220,768.93	100.00%	165,068.16	100.00%

资料来源：招股说明书，东北证券

从销售区域看，华东、西部和华中是公司三大重点市场，2011 年，其占主营业务收入的比重分别为 51.3%、13.0% 和 12.5%。

图表 6：公司营业收入按区域分类

区域名称 单位：万元	2011 年		2010 年		2009 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华东	151,246.49	51.3%	100,246.50	45.4%	72,420.46	43.9%
西部	38,451.47	13.0%	29,892.05	13.5%	21,905.66	13.3%
华中	36,866.51	12.5%	27,593.65	12.5%	23,011.44	13.9%
出口	35,596.25	12.1%	30,859.54	14.0%	32,884.48	19.9%
华南	15,031.63	5.1%	15,879.12	7.2%	5,646.08	3.4%
华北	9,959.32	3.4%	11,392.38	5.2%	5,430.91	3.3%
东北	7,532.05	2.6%	4,905.69	2.2%	3,769.14	2.3%
合计	294,683.73	100.0%	220,768.92	100.0%	165,068.17	100.0%

资料来源：招股说明书，东北证券

从渠道构成看，主要通过直营、经销、OEM/ODM 三种渠道销售，2011 年其占主营业务收入比重分别为 21.35%，66.57%和 12.08%。经销渠道是公司收入主要来源。此外，直营渠道又细分为直营独立店、直营商场店、直营团购。

图表 7：公司营业收入按渠道分类

渠道名称 单位：万元	2011 年		2010 年		2009 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直营独立店	29,216.94	9.91%	16,826.16	7.62%	7,145.50	4.33%
直营商场店	20,666.68	7.01%	21,285.49	9.64%	22,922.91	13.89%
直营团购	13,040.00	4.43%	6,428.30	2.91%	5,828.86	3.53%
直营渠道合计	62,923.62	21.35%	44,539.95	20.17%	35,897.27	21.75%
经销渠道	196,163.86	66.57%	145,369.43	65.85%	96,286.41	58.33%
OEM/ODM	35,596.25	12.08%	30,859.54	13.98%	32,884.48	19.92%
合计	294,683.73	100.00%	220,768.92	100.00%	165,068.16	100.00%

资料来源：招股说明书，东北证券

1.3 股权结构：股权较为集中

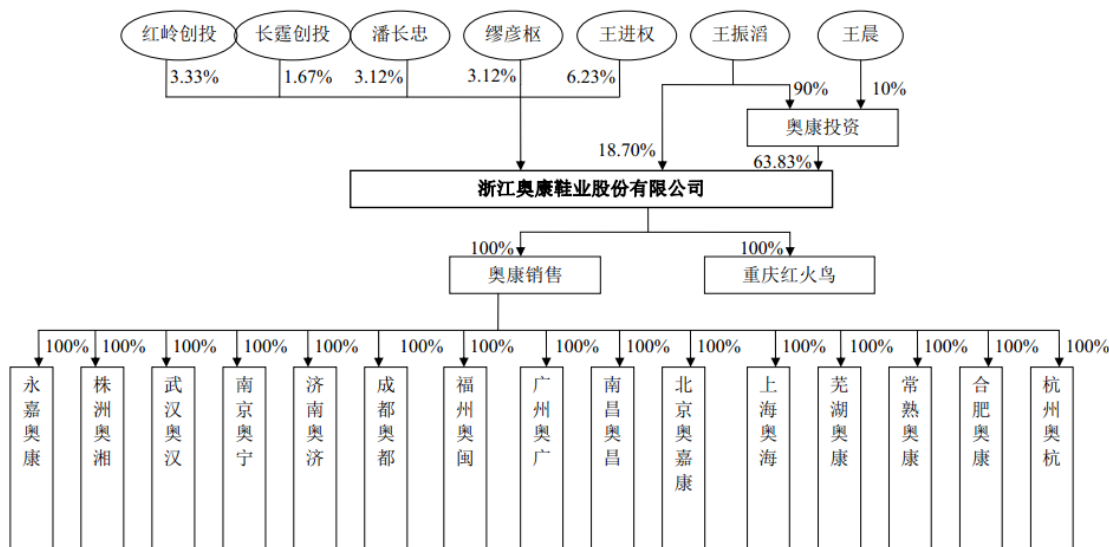
浙江奥康鞋业股份有限公司成立于 2001 年 11 月，由奥康集团、王振滔、王进权、缪彦枢与潘长忠共同发起设立本公司。2009 年 2 月，公司第一大股东奥康集团将其 67.19% 的股份转让于奥康投资。2010 年 6 月，公司引入红岭创投、长霆创投两家投资基金，分别现金出资 1 亿和 5000 万，分别拥有 3.33%和 1.67%股权。IPO 前股权结构如下：董事长王振滔直接持有公司 18.70%的股权，通过奥康投资间接持有公司 57.45%的股权，合计持有公司 76.15%的股权，为公司实际控制人。

图表 8：公司股本结构

单位： 万股	IPO 前		IPO 后	
	持股数	百分比	持股数	百分比
奥康投资	20,423.10	63.83%	20,423.10	50.93%
王振滔	5,985.00	18.70%	5,985.00	14.93%
王进权	1,995.00	6.23%	1,995.00	4.98%
红岭创投	1,066.60	3.33%	1,066.60	2.66%
缪彦枢	997.50	3.12%	997.5	2.49%
潘长忠	997.50	3.12%	997.5	2.49%
长霆创投	533.30	1.67%	533.3	1.33%
公众股东	---	---	8,100.00	20.20%
合计	31,998.00	100%	40,098.00	100.00%

资料来源：招股说明书，东北证券

图表 9：股权结构图



资料来源：招股说明书，东北证券

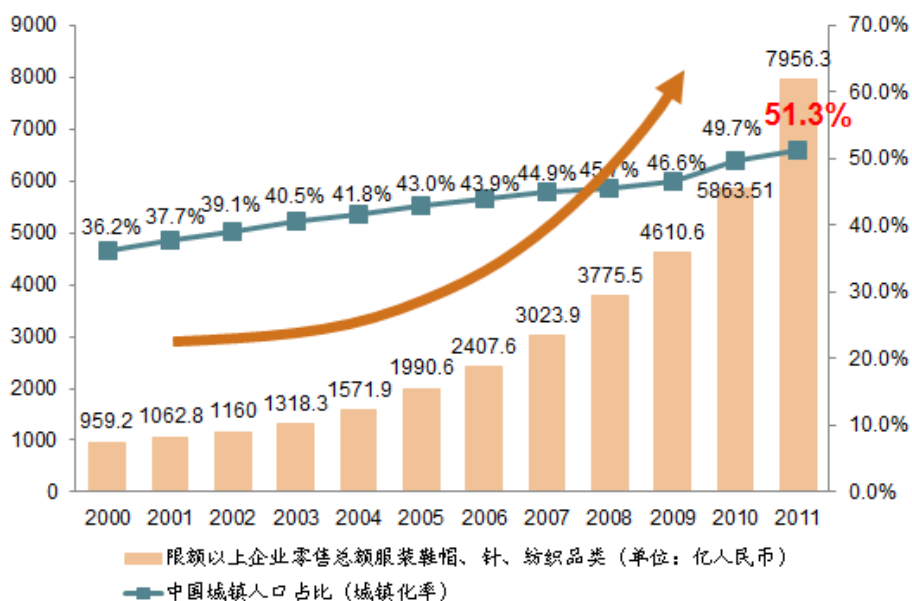
2 行业情况

2.1 服饰行业将进一步受益于户籍制度改革和城镇化进程加速

自改革开放以来，国民经济快速增长，直接推动了中国城市化进程，随着城市人口的增加，国民生活水平的提高，国内零售行业面临巨大的发展机遇，尤其是中小城镇将迎来快速发展的黄金期。根据国家统计局 2012 年 1 月 18 日公布的《2011 年我国人口总量及结构变化情况》显示，截至 2011 年年末，我国大陆总人口为 134,735 万人，城镇人口为 69,079 万人，城镇人口比重达到 51.27%，中国城镇化率首超过 50%，这是中国社会结构的一个历史性的转变，而且与国家十二五规划中提到的 2015 年实现城镇化率达到 51.5% 目标仅相差 0.23 个百分点，这也说明中国的城镇化进程在加速。

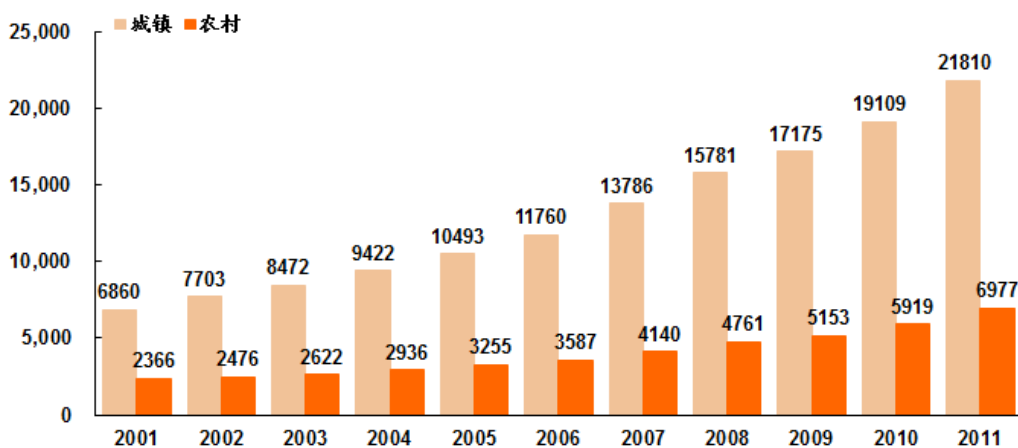
根据中国长期经济发展计划，旨在东部地区逐步打造更具国际竞争力的城市群，在中西部有条件的地区培育壮大若干城市群，而这些国家重点投入的城市群，主要是二、三线城市，它们具有经济高速增长、市场充满活力等特点。同时根据麦肯锡全球研究院的预测，按照目前的发展趋势，2025 年，中国将形成由 8 座人口超千万的城市和 200 多座人口超百万的城市组成的庞大城市群，城市数量将达到近 900 座，城市人口将增加至 9.26 亿，比 2005 年增加 3.5 亿多的城市居民，相当于美国的全国人口。随着城市化的发展，中国未来二十年的 GDP 增量将超过日本目前 GDP 的总量，并占到该时期全球 GDP 增长的 20%。到 2025 年，中国城市将崛起成为一个重要的全球市场，其消费总量和可支配收入将分别达到德国同期水平的将近两倍或两倍以上。城镇化进程的加速，一方面将进一步释放乡镇和农村居民的消费需求，尤其是农村居民，同时也会进一步扩大服装消费的市场容量，如图；另一方面将为城乡居民创造更多的就业机会，大幅提升城乡居民的消费能力，并带动中国中产阶级的崛起，进而推动服饰市场的消费升级。

图表 10: 城镇化进程推动服装鞋帽销售



资料来源: 国家统计局, 东北证券

图表 11: 中国城镇家庭人均可支配收入与农村居民家庭人均纯收入



资料来源: 国家统计局, 东北证券

2.2 我国皮鞋产量高达 42.7 亿双，但人均年鞋类消费不足 1.9 双

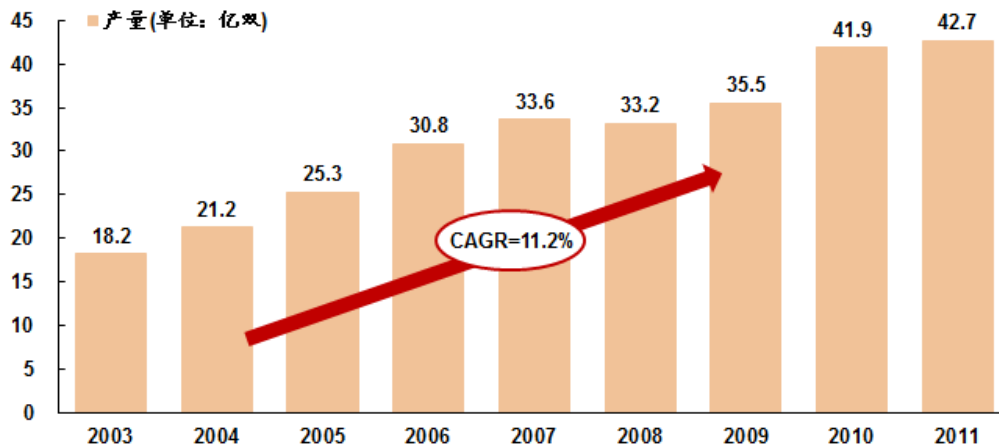
随着我国国民消费能力的提升，以及伴随着消费升级，作为服饰行业的重要组成部分鞋类产品的产量和消费量大幅增加。根据中国皮革协会的统计数据，到 2010 年我国皮鞋产量达到了 42.7 亿双，年均复合增长率 12.7%，如果剔除 2008 年金融危机的影响，2003-2007 年的复合增长率达到 16.6%。

我国是鞋类的生产大国同时，也在 2008 年成为全球最大的鞋类消费国，根据国家统计局数据显示，我国 2008 年皮鞋消费总量达到了 25.8 亿双，超过美国 21 亿双的消费总量，成为全球第一。

但根据 Deutsche Bank 的数据，2009 年我国的鞋类人均消费量不到 1.9 双，远低于美

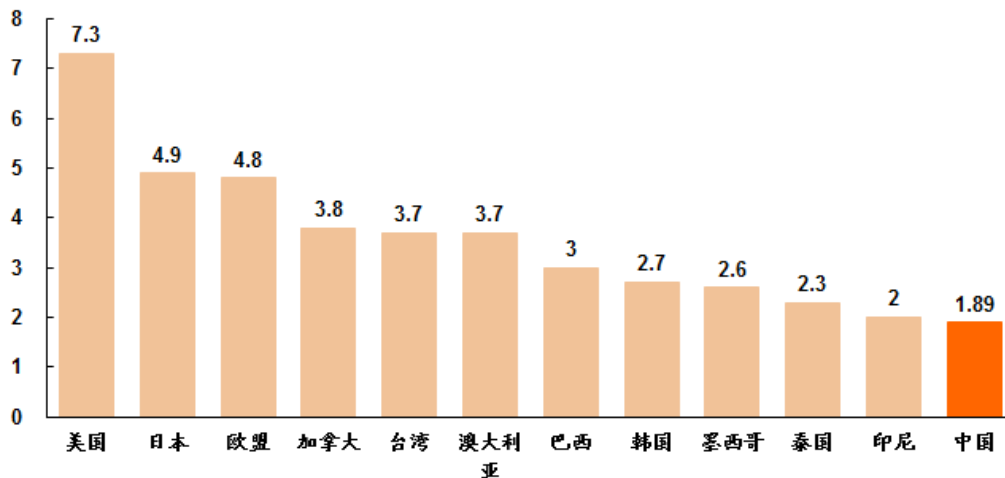
国、日本、欧美的 7.3 双、4.9 双、4.8 双，也低于墨西哥、泰国、印尼的 2.6 双、2.3 双和 2 双。由此可见，我国的人均鞋类消费量还有很大提升空间，随着我国城镇化的提高和居民消费能力的提升，鞋类消费的市场容量仍有很大增长空间。

图表 12: 2003-2011 年我国皮鞋产量情况



资料来源: wind, 东北证券

图表 13: 主要国家的鞋人均消费量 (2009 年)

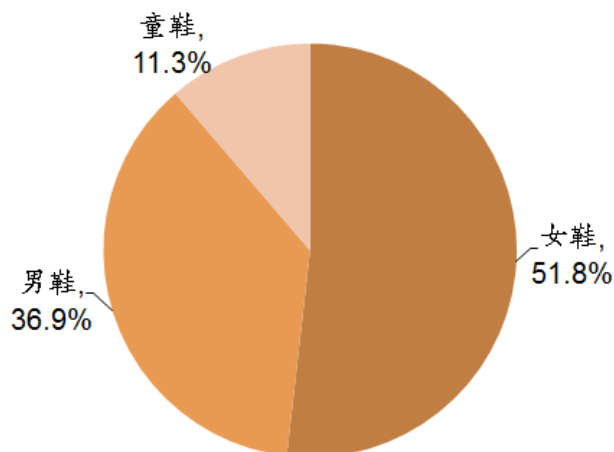


资料来源: Deutsche Bank, 东北证券

2.3 男女鞋市场持续增长，行业集中度提升明显

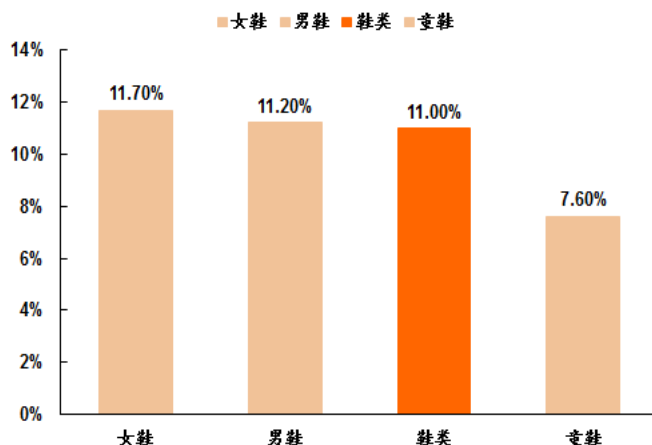
根据欧睿市场数据显示，2010 年中国鞋类市场规模约为 2300 亿元，其中女鞋市场规模 1191 亿元，占比 51.8%；男鞋市场规模 849 亿元，占比 36.9%；童鞋市场规模 260 亿元，占比 11.30%。欧睿报告预计 2010-2014 年，中国的鞋类市场将保持 11% 的复合增长率，其中女鞋复合增长最高 11.7%，男鞋其次 11.2%

图表 14: 2010 年中国鞋类零售占比分类



资料来源: 欧睿, 东北证券

图表 15: 2010-2014 年鞋类零售复合增长率



资料来源: 欧睿, 东北证券

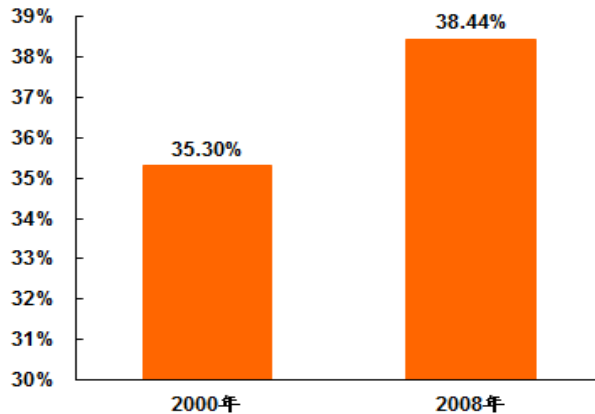
拥有自主品牌的大型鞋类企业可以充分利用渠道和品牌优势, 实现快速发展, 抢占市场份额, 提升行业集中度, 以百丽为例, 旗下品牌占据行业前十大女鞋品牌中五席。根据中国行业企业信息发布中心 (CIIC) 的数据显示, 2000-2008 年, 女鞋的行业集中度在提升, 按销售额和销售量计算的市场份额分别从 30% 提升至 42.15% 和 35.30% 提升至 38.44%。

图表 16: 前十大女鞋品牌销售额集中度趋势



资料来源: CIIC, 东北证券

图表 17: 前十大女鞋品牌销售量集中度趋势



资料来源: CIIC, 东北证券

3 公司竞争优势

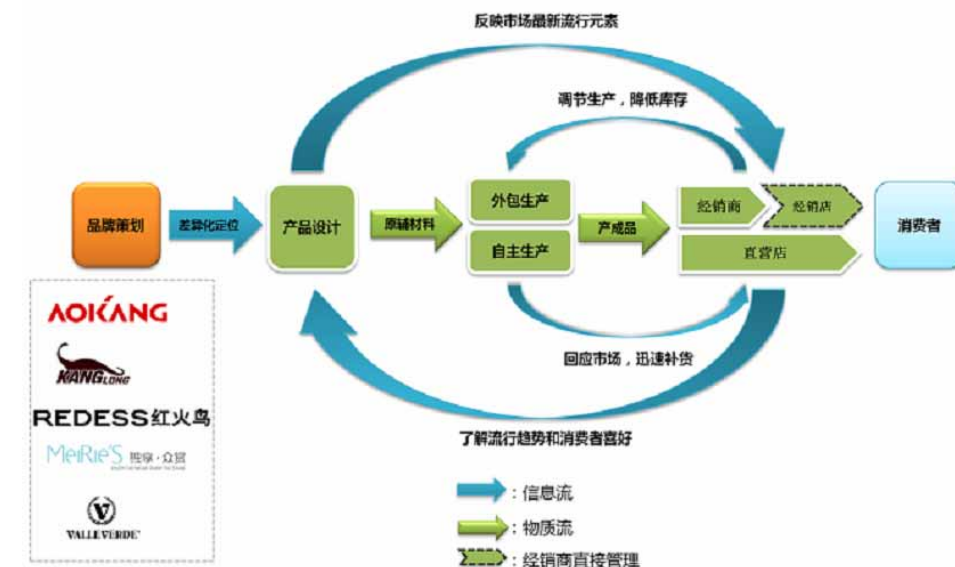
3.1 公司商业模式: 纵向一体化业务模式

公司主要实行纵向一体化业务模式, 业务涉及皮鞋皮具的品牌策划、产品设计、生产、经销零售等产业链上的各个环节, 并通过分销管理系统、ERP 管理系统等整合各个环节的信息资源, 为各业务运营阶段增值。串联整个商业模式的是公司信息系统, 形成高效的信息流。通过公司通过信息系统数据分析, 了解市场流行趋势以及消费者的喜好变化, 同时公司自主生产中部分 OEM 和 ODM 业务, 为国际知名鞋类品牌代工, 不仅可

以提升公司的皮鞋生产水平和产品质量，而且可以及时了解海外皮鞋市场发展和流行趋势，有助于公司自有品牌的产品研发紧跟国际时尚，引领国内潮流。

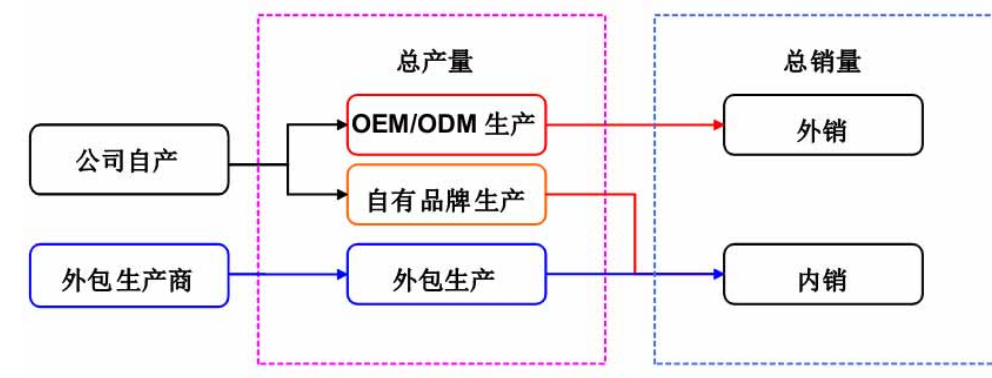
公司商业模式的一大特色是自有产能，提升公司对整个供应链的控制能力，公司在温州和重庆设有工厂，年产能达 950 万双。公司对于销售规划，一般是在下季预计需求的基础上，采取“季前首批订单”和“后续补充订单”相结合的方式。在季前首批订单阶段，各区域销售公司、直营店和经销商可以根据需要通过销售管理系统下达订货需求量给公司销售部，整合后由生产部门按订单安排生产。季前首批订单，占下季预计需求的 50% 左右，交货时间为 45 天内。在后续补充订单阶段，各区域销售公司、直营店及经销商对新产品实际销售表现进行分析和预测，然后下达补货订单，生产部门综合补货订单情况，并安排原材料采购及生产计划，及时安排生产，一般在 15-20 天内交货给零售终端。对后续补单的快速响应，可以是公司产销相匹配，不至于乐观或悲观估计销售情况，造成存货暴增或存货不足的情况。

图表 18： 公司商业模式



资料来源：公司招股说明书，东北证券

图表 19： 公司总产量和总销量



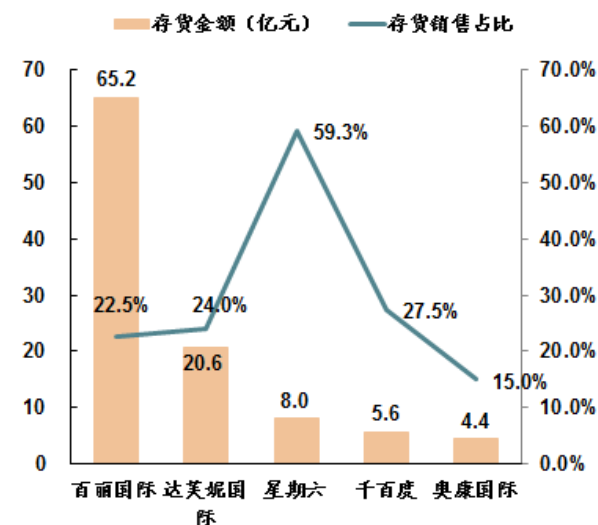
资料来源：公司招股说明书，东北证券

图表 20: 奥康国际自产产量和外包产量历年明细

单位: 万件/万双	2011 年		2010 年		2009 年	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
自产产量	800.81	41.0%	781.31	46.7%	689.48	55.1%
OEM/ODM	282.57	14.5%	245.53	14.7%	273.37	21.8%
自有品牌	518.24	26.5%	535.78	32.0%	416.11	33.2%
外包数量	1151.56	59.0%	891.87	53.3%	562.29	44.9%
总产量	1952.37	100.0%	1673.18	100.0%	1251.77	100.0%

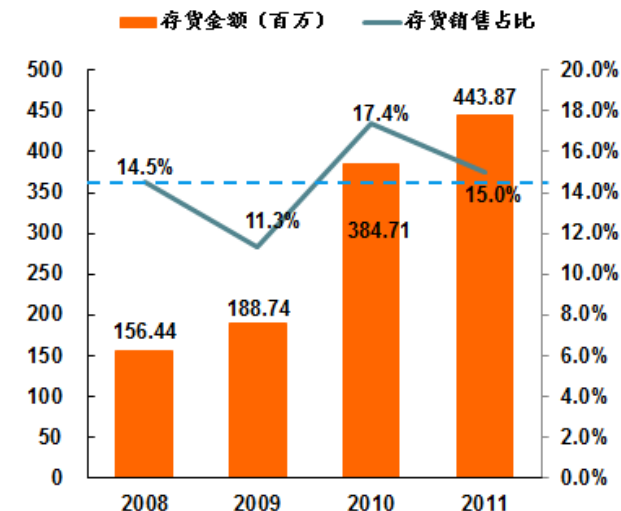
资料来源: 招股说明书, 东北证券

图表 21: 主要鞋类品牌存货情况



资料来源: 公司年报, 东北证券

图表 22: 奥康历年存货情况



资料来源: 招股说明书, 东北证券

3.2 多品牌运作: 差异化品牌定位

公司作为国内领先的皮鞋零售商, 一直力求通过多品牌体系运作, 巩固国内男鞋市场的领先地位, 积极发展女鞋市场, 努力提高单店盈利能力, 打造优秀的品牌集群, 因此公司早在 2001 年就推出康龙品牌进军休闲鞋市场, 而且鞋类行业多品牌运作是大部分企业采取的战略。通过多年的发展公司, 已经形成了覆盖不同档次和不同类型消费者的品牌体系。

“奥康”品牌作为公司主品牌, 以“商务时尚”作为核心, 以商务人群作为目标消费群, 以时尚作为设计核心, 公司对其追求品牌价值及市场份额最大化的目标。“康龙”品牌以休闲人群作为主要目标群体, 倡导轻松快乐理念, 让消费者在工作与生活中充分享受品牌带来的轻松、舒适与快乐。“红火鸟”品牌以大众消费者作为主要目标群体, 让消费者充分体验到时尚又实惠的产品。“美丽佳人”品牌以前卫时尚的女性消费者作为目标消费群, 让富裕时尚的消费者享受到前卫设计带来的满足感。“万利威德”品牌以尊贵时尚的消费者作为目标消费群, 让成功时尚的消费者享受到高品位的满足感。

图表 23: 国内主要鞋类品牌的多品牌情况

公司	主品牌	现品牌系列
百丽	百丽	百丽、思加图、他她、天美意、伐拓、森达、百思图、真美诗、美丽宝
星期六	星期六	星期六、索菲亚、菲伯丽尔、MOOFFY、RIZZO、Killah、Baldinini
达芙妮	达芙妮	达芙妮、鞋柜、Arezzo、Soffit、BORN
鸿国国际	千百度	千百度、伊伴、Lumberjack

资料来源：招股说明书，东北证券

图表 24: 公司品牌情况

品牌	奥康	康龙	红火鸟	美丽佳人	万利威德
创立时间	1988 年	2001 年	2004 年	2002 年	2010 年
品牌定位	商务时尚	都市休闲	韩版潮流	优雅时尚	意大利新贵时尚
目标消费群	20-45 岁商务人群	20-35 岁休闲人群	18-35 岁年轻人群	20-35 岁女性前卫人群	25-45 岁成功富裕人群
市场定位	中档男女鞋	中档男女休闲鞋	中偏低鞋品	中高档女鞋	中高档鞋品
价格定位	形象: 500-800 元 主打: 300-500 元 竞争: 200-300 元	形象: 500-800 元 主打: 300-500 元 竞争: 200-300 元	主打: 200-300 元 竞争: 160-230 元	形象: 600-1000 元 主打: 400-600 元 竞争: 300-500 元	主打: 800-1500 元
广告语	一路我享	放松一下	越万变越风潮	独享众赏	耐人品味
渠道数量	约 3200 家	约 700 家	约 500 家	---	---
渠道业态	街边店	街边店	街边店	商场店	商场店
品牌诠释	聘请孟飞为代言人，以时尚作为设计核心，倡导“成功=梦想+行动”的成功哲学；以“梦想是走出来的”作为传播理念，给奋斗在路上的人群以力量支持。	聘请何炅、谢娜、李维嘉、杜海涛、吴昕作为品牌时尚顾问，倡导轻松快乐理念，让消费者在工作与生活中充分享受品牌带来的轻松、舒适与快乐。	聘请韩国知名艺人李承炫及其妹妹李妍智作为形象代言人，让消费者充分体验到时尚又实惠的产品	让富裕时尚的消费者享受到前卫设计带来的满足感。	让成功时尚的消费者享受到高品位的满足感。

资料来源：招股说明书，东北证券

3.3 产品研发：实力雄厚

公司研发实力雄厚，拥有一支包括首席设计师 7 人、设计师 30 多人、50 多位技师等专业技术人员在内的 100 多人的研发设计团队，除奥康男女皮鞋分设首席设计师外，其他每个品牌均有一位首席设计师，而且公司的设计团队主要由自身长期以来自主培养的设计师组成，其对奥康品牌以及本公司的历史与发展情况非常熟悉。设计团队一直保持了很好的稳定性，设计人员年龄结构分布均匀，使得设计团队在保持年轻活力的同时也令资深设计师经验得到了有效传承。公司不仅每季度能开发出 3,000 多个新款，同时还能保证在补单过程中搭配充足的新款。

此外，公司现有的国际研发中心设立两大研发中心：温州研发中心、东莞研发中心。温州研发中心下设奥康男鞋研发部、奥康女鞋研发部、康龙品牌研发部、美丽佳人研发部、红火鸟研发部、工艺部、功能鞋研发部、鞋样开发部、鞋楦研究室、中试车间等部

门，主要负责奥康皮鞋和其他自主品牌鞋的开发及鞋类技术的开发。东莞研发中心主要负责奥康女鞋与皮具的研发和产品设计。

公司设计的“魅影精灵”女鞋、“伯爵绅士”男鞋、“女武士”女靴在全国鞋类设计比赛中多次获奖；研发的“计步鞋”、“卫星全球定位鞋”、女鞋弹性跟、可伸缩鞋跟、男鞋透气窗垫脚、男鞋透气窗鞋底、氧吧按摩鞋、活性交换式耐磨鞋跟，部分已经获得国家专利。同时，公司在 2007 年投入数千万科技研发经费成立“奥康鞋类科技研究院”。2010 年，又投资成立“高科技数字化研发基地”，率先引领中国鞋企从传统手工时代进入数字化研发时代。公司参与审定了多项皮鞋行业标准。公司拥有国家知识产权局授权专利 36 项，并已部分投入生产应用，以提升奥康皮鞋的产品附加值。

同时，公司通过 OEM/ODM 模式代工国际知名品牌（GEOX、WORTMANN、JIMLAR、GIRZA 等品牌商），从而第一时间获得国际鞋类时尚资讯，有助于提升公司研发实力。

3.4 营销策划：创新不断

公司作为国内领先的男鞋品牌运营商，深谙营销策划之道，深知媒体传播对提升公司品牌的知名度和美誉度的重要性，因此公司一直与一流的营销策划机构合作，进行一些系列的创新营销，如事件营销、奥运营销、网络营销、娱乐营销、互动营销、植入式行销、体验式营销、快乐营销等营销方式。2008 年末，奥康与国际 4A 广告公司 leoburnett（李奥贝纳）上海公司战略合作，这也开启了公司品牌走向国际时尚的提升运动。

图表 25：国际服装零售类上市公司 2009 年直营门店数量情况

时间	营销策划	营销内容
2003 年	推出品牌口号“梦想，是走出来的”	● 2003 年 10 月，奥康品牌推出新标识； ● A 字变为 Λ，峰的姿态；K 字母上方所加的图形符号，强调“突破的一点”，体现奥康品牌的突破精神，同时既给人以路的延伸感，是“路”、“人”、“鞋”的空间想象传达，以此作为品牌视觉形象发散和延伸推广的集散点。
2007 年	奥运营销	● 奥康品牌成为 2008 年北京奥运会皮具产品供应商； ● 2007 年 11 月，“亚洲飞人”刘翔牵手奥康，出任奥康形象大使，同时担任奥康奥运圆梦行动的特别形象大使； ● 杨凌、田亮、高敏、王军霞、钱红等奥运冠军均以奥运圆梦行动大使的身份参加了帮助病患儿童、设立体育奖学金等活动； ● 公司以刘翔的名义设立了“十佳奥运冠军启蒙教练”奖，以回报为奥运冠军成名前默默贡献的基层教练。
2007 年	体育营销	● 2007 年 11 月，中视体育推广有限公司与奥康正式合作，由中国大学生体育协会、中央电视台体育节目中心主办、中视体育推广有限公司承办和制作的《武林大会》以“康龙·武林大会”的形象面向广大电视观众和武术爱好者推出。
2009 年	娱乐营销之《丑女无敌第二季》	● 与湖南卫视合作《丑女无敌第二季》，成功植入奥康广告。

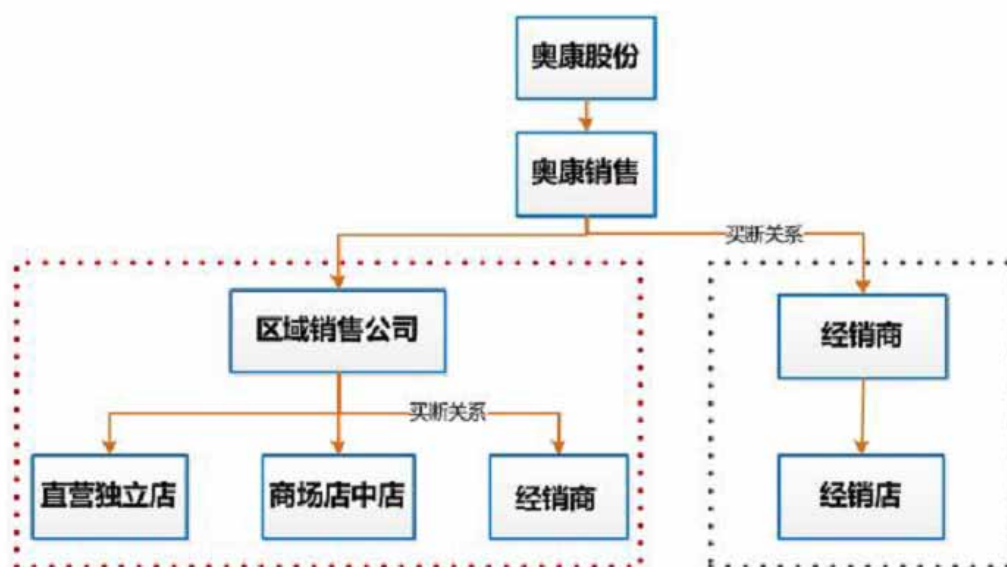
2009 年	娱乐营销之《奥康 Office 时尚达人》	● 与东南卫视合作《奥康 Office 时尚达人》，收视率较高。
2009 年	娱乐营销之《爱上女主播》	● 与浙江卫视电视剧《爱上女主播》开展深度营销合作，“爱上女主播、爱上奥康”、“商务度假风”等品牌理念得到了成功诠释。
2010 年	商务营销	● 2010 年公司与 CCTV-2 经济频道《第一时间》开展合作，以商务人群作为目标群体进行品牌推广
2010 年-2011 年	娱乐营销之《非诚勿扰》	● 与江苏卫视热播的娱乐节目《非诚勿扰》开展深度合作，奥康品牌知名度进一步提升。
2010 年-2011 年	快乐营销之“快乐家族”	湖南卫视“快乐家族”五名成员——何炅、谢娜、李维嘉、杜海涛、吴昕牵手康龙，“快乐家族”全体成员不仅以康龙时尚顾问的身份参加品牌推广活动，同时快乐家族首张音乐专辑主打歌《快乐你懂的》，将作为康龙品牌最新电视广告的主题曲，在全国推广。

资料来源：招股说明书，东北证券

3.5 渠道模式：完善的渠道结构

由于中国市场跨度大，公司采用经销与直营相结合的渠道发展模式，从而有效地整合资源，形成庞大的销售网络，实现规模经营和快速扩张。通过多年的发展，公司采取多种方式积极拓展营销网络渠道，提高市场覆盖率和占有率，如“区域第一”策略——集中资源，重点突破，实施 1+N（1 个旗舰店或者形象店，N 个标准店）策略，形成品牌效应，以实现区域第一目标；灵活的激励措施——设立奥康营销凤凰奖、开展第一品牌工程以及设立第一品牌奖励基金。截至 2011 年 12 月 31 日，公司在全国各地的销售网点为 4,512 家，其中直营店铺 477 家，经销店铺 4,035 家，同时公司开设了 15 个区域销售公司负责所在区域的直营店管理。

图表 26：奥康国际渠道结构



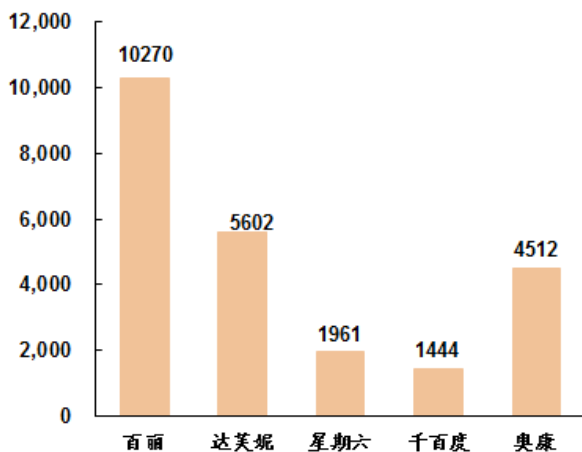
资料来源：招股说明书，东北证券

图表 27: 2011 年营销网络分布



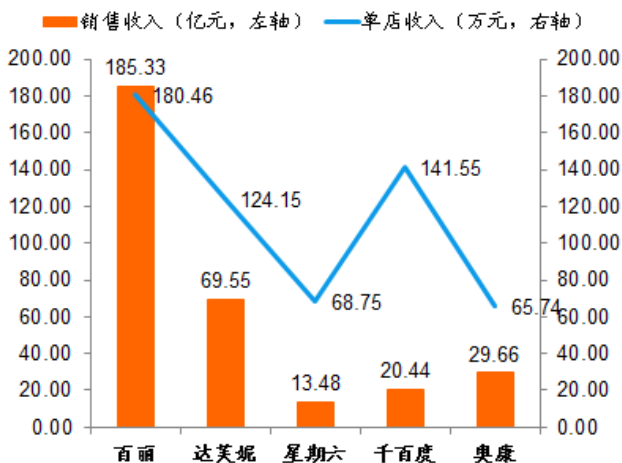
资料来源: 招股说明书, 东北证券

图表 28: 主要鞋类品牌渠道数量



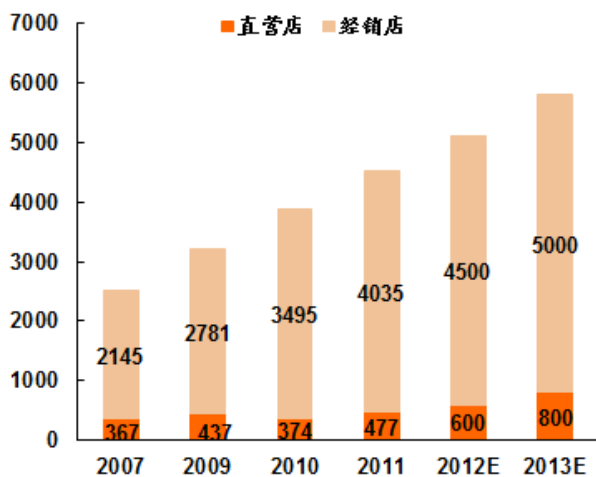
资料来源: 公司年报, 东北证券; 百丽数据为仅为鞋类

图表 29: 主要鞋类品牌销售规模和单店收入情况



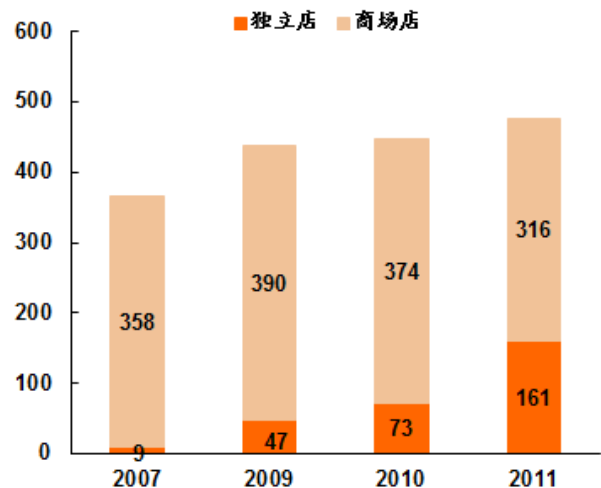
资料来源: 招股说明书, 东北证券; 达芙妮收入折算成 RMB

图表 30: 公司历年渠道构成和未来规划



资料来源: 招股说明书, 东北证券; 百丽数据为仅为鞋类

图表 31: 公司直营渠道构成



资料来源: 招股说明书, 东北证券;

4 募投项目

公司本次 IPO 计划发行股票不超过 8100 万股, 占发行后总股本的比例不超过 20%, 募集资金主要用营销网络建设项目、信息化系统建设项目和研发中心技改项目。

图表 32: 公司募投项目表

募投项目	投资金额	建设周期
营销网络建设项目	8.76 亿元	2
信息化系统建设项目	0.96 亿元	2
研发中心技改项目	0.50 亿元	2
合计	10.22 亿元	

资料来源: 招股说明书, 东北证券

4.1 营销网络建设项目加快公司直营渠道拓展

营销网络建设项目预算总投资 87,625 万元, 其中工程建设投资 76,105 万元, 铺底流动资金 11,520 万元。项目将开设 12 家直营旗舰店、36 家直营形象店、120 家直营标准店和 180 家商场店中店, 建成后预计实现年均营业收入 55,380 万元, 净利润 13,676 万元。

图表 33: 营销网络建设项目

项目	计划店铺数	购买店数	购买面积 (M2)	租/合/联的店数	租/合/联的面积
旗舰店	12	12	3000	---	---
形象店	36	36	4500	---	---
标准店	120	20	2000	100	10000
商场店中店	180	---	---	180	8100
合计	348	68	10400	280	18100

资料来源: 招股说明书, 东北证券

图表 34：直营店分类标准

类型	店铺面积	功能介绍	经营要求
旗舰店	面积 $\geq 250\text{m}^2$ 门面宽度 $\geq 10\text{m}$	最高级别的全品牌形象展示店，处于地级以上城市的主要商业地段，达到展示品牌形象、店铺示范、宣传、销售等综合功能，成为品牌营销的窗口。	全品牌经营， 搭配皮具产品
形象店	面积 $\geq 150\text{m}^2$ 门面宽度 $\geq 8\text{m}$	突显品牌高级别形象特征的店铺，能够在省级区域内起到品牌辐射作用；在产品选择与顾客服务方面与同城同类国内品牌相比具有竞争优势，成为该品牌在当地市场品牌形象和渠道竞争力的主要载体。	单品牌或多品牌经营，搭配皮具产品
标准店	面积 60-120 m^2	单一品牌在各线城市的标准渠道，渗透于各级商业地段，能够充分展示该品牌形象，满足消费者购买需求。	单品牌经营， 搭配皮具产品
商场店中店	面积 30-50 m^2	开设在商场或大型卖场内，填补现有营销网络的市场空白，依托商场和大卖场的人气，实现销售目标，并与同类品牌有效竞争。	单品牌经营， 可搭配皮具产品

资料来源：招股说明书，东北证券

4.2 信息化系统建设项目提高运营管理效率

信息化系统建设项目预算总投资 9,610 万元，其中建设投资 9,483 万元，安装工程与培训费用 127 万元。项目的实施将加强公司内部各业务流程的整合，实现公司物流、资金流、信息流的顺畅流转，为公司决策分析提供更加准确的信息，从而有效提高公司的运营效率和核心竞争力。

图表 35：奥康信息化系统功能框架图



资料来源：公司招股说明书，东北证券

4.3 研发中心技改项目提升公司产品研发能力

研发中心技改项目预计总投资金额为 5,001 万元,将在现有研发中心的基础上进行规模扩建。本项目通过扩大现有研发中心规模和新设备的购置,全面提升企业新产品的研发力度与自有创新能力。建设的主要内容:1) 扩建现有的研发中心。以目前的市级鞋类设计研究院为基础,按照国家级鞋类设计研究院进行规划,将研发中心面积由当前的约 2,000 平米扩大至 8,400 平米;2) 引进一批关键研发设备和设计软件,提升公司研发设计的整体软硬件水平。

图表 36: 研发中心技改项目

募投项目	第一期	第二期	合计
鞋类科技研究院技改工程(装修费用)	1,680.00	---	1,680.00
设备购置	2,322.10	998.90	3,321.00
合计	4,002.10	998.90	5,001.00

资料来源:招股说明书,东北证券

5 盈利预测及投资建议

5.1 盈利假设及预测

我们的核心假设包括:

- **门店数和店效。**根据公司 2012-2013 年的渠道拓展计划以及募投项目建设规划,我们假设 2012-2014 年直营独立店分别新增 61 家、98 家、100 家,店效分别为 185 万、190 万、195 万;直营商场店分别新增 62 家、102 家、100 家,店效分别为 70 万、75 万、80 万;经销店分别新增 465 家、500 家、500 家,单店拿货金额分别为 55 万、60 万、65 万。
- **OEM/ODM。**公司重视为国际知名品牌代工所带来的产品和管理等各方面知识经验,同时考虑欧美经济情况,我们假设 OEM/ODM 业务 2012-2014 年销量分别为 270 万双、280 万双、290 万双;单价分别为 128 元、129 元、130 元。
- **毛利率。**考虑公司品牌影响力和供应链管理能力的提升,我们假设 2012-2014 年直营独立店毛利率分别为 55%、55%、55%;直营商场店毛利率分别为 45%、45%、45%;直营团购毛利率分别为 49.6%、49.6%、49.6%;经销店毛利率分别为 32.5%、32.5%、32.5%;OEM/ODM 毛利率分别为 14.5%、14.5%、14.5%。
- 我们预计 2012-2014 年,公司的营业收入分别为 36.91 亿、46.21 亿、56.71 亿元,分别同比增长 25.3%、25.2%、22.7%。
- 我们预计 2012-2014 年,公司的净利润分别为 5.36 亿、6.82 亿、8.57 亿,分别同比增长 17.2%、27.3%、25.6%。我们预计公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 1.34 元、1.70 元、2.14 元。

图表 37: 利润表预测

年份	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
直营独立店							
门店数	9	47	73	161	222	320	420
净增量		38	26	88	61	98	100
YoY		422.2%	55.3%	120.5%	37.9%	44.1%	31.3%
店效	240	152	230	181	185	190	195
YoY		-36.7%	51.6%	-21.3%	1.9%	2.7%	2.6%
营业收入	2,162	7,146	16,826	29,217	41,070	60,800	81,900
YoY		230.5%	135.5%	73.6%	40.6%	48.0%	34.7%
毛利率	42.06%	52.60%	53.88%	57.19%	55.00%	55.00%	55.00%
毛利	909	3,758	9,066	16,710	22,589	33,440	45,045
直营商场店							
门店数	358	390	301	316	378	480	580
净增量		32	-89	15	62	102	100
YoY		8.9%	-22.8%	5.0%	19.6%	27.0%	20.8%
店效	57	59	71	65	70	75	80
YoY		3.4%	20.3%	-7.5%	7.0%	7.1%	6.7%
营业收入	20,349	22,923	21,285	20,667	26,460	36,000	46,400
YoY		12.7%	-7.1%	-2.9%	28.0%	36.1%	28.9%
毛利率	35.57%	39.13%	39.81%	45.64%	45.00%	45.00%	45.00%
毛利	7238	8970	8474	9432	11907	16200	20880
直营团购							
营业收入	8,386	5,829	6,428	13,040	19,504	29,172	43,633
YoY		-30.5%	10.3%	102.9%	49.6%	49.6%	49.6%
毛利率	29.40%	35.99%	36.83%	43.42%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利额	2,466	2,098	2,367	5,661	7,802	11,669	17,453
经销店							
门店数	2145	2781	3495	4035	4500	5000	5500
净增量		636	714	540	465	500	500
YoY		29.7%	25.7%	15.5%	11.5%	11.1%	10%
单店提货金额	19	35	42	49	55	60	65
YoY		87.0%	20.1%	16.9%	13.1%	9.1%	8.3%
营业收入	39,718	96,286	145,369	196,164	247,500	300,000	357,500
YoY		142.4%	51.0%	34.9%	26.2%	21.2%	19.2%
毛利率	27.66%	28.32%	31.86%	32.47%	32.50%	32.50%	32.50%
毛利	10,985	27,268	46,309	63,685	80,438	97,500	116,188
OEM/ODM							
销量 (万双)	292.76	273.37	245.53	277.28	270	280	290
单价	126.95	120.29	125.69	128.38	128	129	130
销售额	37,166	32,884	30,860	35,596	34,560	36,120	37,700
YoY		-11.5%	-6.2%	15.3%	-2.9%	4.5%	4.4%
毛利率	14.32%	19.15%	18.90%	14.86%	14.5%	14.5%	14.5%
毛利	5,321	6,298	5,833	5,289	5,011	5,237	5,467
主营业务							
主营业务收入	107,780	165,068	220,769	294,684	369,094	462,092	567,133
YoY		53.2%	33.7%	33.5%	25.3%	25.2%	22.7%
主营业务毛利率	24.97%	29.32%	32.64%	34.20%	34.61%	35.50%	36.15%
主营业务毛利	26,918	48,392	72,049	100,778	127,746	164,046	205,032
其他业务 (原材料销售收入)							
其他业务收入	96.78	1,616.52	320.69	1,904.75	1,280.65	1,168.70	1,451.37
YoY		1570.3%	-80.2%	494.0%	-32.8%	-8.7%	24.2%
其他业务毛利	11.82	57.04	42.33	1,715.49	604.95	787.59	1,036.01
营业收入							
营业收入	107,877	166,685	221,090	296,588	370,375	463,261	568,585

	YoY	54.5%	32.6%	34.1%	24.9%	25.1%	22.7%
营业毛利	26,930	48,449	72,091	102,493	128,351	164,834	206,068
营业毛利率	25.0%	29.1%	32.6%	34.6%	34.7%	35.6%	36.2%
营业税金及附加	703	1136	1463	1858	2427	3036	3726
营业税金及附加率	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	12217	10694	18927	29416	37037	46326	56858
销售费用率	11.3%	6.4%	8.6%	9.9%	10%	10%	10%
管理费用	3940	7580	11476	16746	20371	25479	31272
管理费用率	3.7%	4.5%	5.2%	5.6%	5.50%	5.50%	5.50%
财务费用	3971	2426	3168	841	-2974	-1115	-372
财务费用率	3.7%	1.5%	1.4%	0.3%	-0.8%	-0.2%	-0.1%
三费比率	18.7%	12.4%	15.2%	15.8%	14.7%	15.3%	15.4%
资产减值损失	543	756	626	213	537	672	824
其他经营收益	0.00	0.00	0.31	2.36	0	0	0
经营利润	5,556	25,858	36,431	53,422	70,953	90,436	113,759
经营利润率	5.2%	15.5%	16.5%	18.0%	19.2%	19.5%	20.0%
营业外收支	-388.40	-61.23	723.41	6,195.73	500	500	500
利润总额	5,167	25,796	37,155	59,618	71,453	90,936	114,259
所得税	839.47	5,756.61	9,149.80	13,877.75	17863	22734	28565
所得税率	16.2%	22.3%	24.6%	23.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	4,328	20,040	28,005	45,740	53,590	68,202	85,694
净利率	4.0%	12.0%	12.7%	15.4%	14.5%	14.7%	15.1%
YOY		363.0%	39.7%	63.3%	17.2%	27.3%	25.6%
EPS	0.11	0.50	0.70	1.14	1.34	1.70	2.14

资料来源：招股说明书，东北证券

5.2 估值和投资建议

我们参考 A 股可比上市公司估值情况，以及奥康国际销售规模以及直营经销模式的渠道结构，给予公司 2012 年 20-22 倍左右的 PE 估值水平，对应上市首日的定价区间为 26.80-29.50 元

图表 38：A 股可比上市公司估值现状（2012/4/25）

代码	简称	每股收益（元）				市盈率			
		11A	12E	13E	14E	11A	12E	13E	14E
002029	七匹狼	1.46	1.90	2.46	3.20	26.27	20.13	15.55	11.95
002293	罗莱家纺	2.66	3.42	4.49	5.78	24.06	18.76	14.27	11.09
601566	九牧王	0.90	1.18	1.44	1.81	25.37	19.47	15.91	12.67
002154	报喜鸟	0.62	0.83	1.09	1.43	19.51	14.63	11.13	8.45
002327	富安娜	1.55	2.07	2.72	3.55	27.53	20.60	15.63	11.97
002291	星期六	0.27	0.33	0.41	0.51	28.06	23.15	18.82	15.13
002397	梦洁家纺	0.74	0.95	1.23	1.60	26.02	20.20	15.66	12.00
002485	希努尔	1.00	1.30	1.69	2.09	19.54	14.94	11.53	9.32
002503	搜于特	1.08	1.58	2.20	2.81	28.27	19.39	13.94	10.89
002612	朗姿股份	1.04	1.50	2.07	2.83	33.60	23.37	16.91	12.39
300005	探路者	0.40	0.65	0.97	1.39	50.42	31.25	20.71	14.47
002640	百圆裤业	1.03	1.23	1.69	2.30	22.31	18.69	13.59	10.01
002656	卡奴迪路	1.09	1.60	2.23	2.87	37.81	25.88	18.51	14.42
002517	泰亚股份	0.45	0.52	0.86	-	35.11	30.28	18.33	-
平均值						28.85	21.48	15.75	11.90
中值						26.90	20.16	15.65	11.97

资料来源：Wind 资讯，东北证券整理

5.3 风险提示

- (1) 经济下滑影响终端销售
- (2) 渠道拓展不及预期
- (3) 直营门店扩张考验公司管理能力

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。