

销售疲软，18年叠加投资损失较大拖累利润

——奥康国际 (603001.SH) 2018 年年报及 2019 年一季报点评

公司简报

中性 (下调)

当前价：10.66 元

分析师

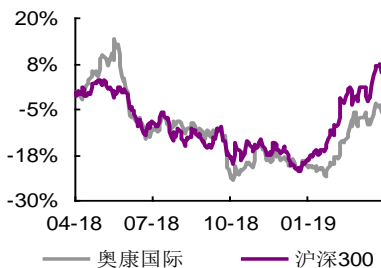
李婕 (执业证书编号：S0930511010001)
021-52523339
lijie_yjs@ebscn.com

孙未末 (执业证书编号：S0930517080001)
021-52523672
sunww@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：4.01
总市值(亿元)：42.74
一年最低/最高(元)：9.42/15.33
近3月换手率：29.39%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-10.86	-13.82	-22.34
绝对	-9.81	8.41	-18.18

资料来源：Wind

相关研报

收入端持平，17年费用压力较大拖累业绩、18Q1 现改善——奥康国际 (603001.SH) 2017 年年报及 2018 年一季报点评
..... 2018-05-06

◆收入下滑，净利润端承压

公司发布 2018 年年报，实现营业收入 30.43 亿元、同比降 6.70%；归母净利润 1.37 亿元、同比降 39.53%；扣非归母净利润 9090 万元、同比降 50.04%；EPS0.34 元，拟 10 派 3 元（含税）。

公司发布 2019 年一季报，实现营业收入 7.36 亿元、同比降 15.23%，归母净利润 7914 万元、同比降 33.68%，扣非归母净利润 7104 万元、同比降 35.81%。EPS0.20 元。

18Q1~18Q4 收入分别降 1.55%、1.14%、10.30%、12.83%，零售环境疲软背景下 18H2 收入下滑幅度加大。净利润方面下半年压力亦加大，其中 18Q4 亏损 3524 万元、主要为收入下滑同时投资收益减少和资产减值损失增加影响，从而拖累全年业绩。19Q1 净利润下滑幅度超过收入主要为费用率提升所致。

◆收入分拆：仍处净关店，主要品牌、线下渠道销售存压力

1) 分品牌来看，2018 年主要品牌奥康、康龙收入各下滑 8.47%、4.42%，斯凯奇快速增长 49.42%但占比仍不高，其他小品牌合计、皮具品类、出口业务收入各下滑 30.53%、13.01%、49.35%。

19Q1 主品牌奥康、康龙、斯凯奇、皮具收入继续下滑 19.98%、12.42%、8.36%、15.14%，其他品牌增 75.27%（系 18 年新增彪马品牌），出口收入增 18.12%。

2) 分渠道来看，18 年直营店（收入占比 49%）表现略好于其他，收入下滑 3.12%幅度最小（直营渠道中商场店略增，其他下滑），加盟店、线上各下滑 10.49%、19.45%。

19Q1 直营店和加盟店收入下滑幅度加大，各降 13.40%、20.58%，线上收入增 11.02%好转。

3) 店铺数量方面，2018 年末总门店数 2989 家、净减 3.14%。除集合店净开店外，其他品牌均同比减少，奥康、康龙、斯凯奇各减少 153/27/8 家至 1762/83/145 家；18 年公司新代理彪马品牌、年末直营店 6 家。

19Q1 总门店数较年初净减 1.20%至 2953 家，关店主要为集合店、奥康、小品牌康龙、斯凯奇、彪马店铺数略增。

◆毛利率降，18 年投资损失及计提增加、19Q1 费用率升，现金流良性

毛利率 2018 年同比降 0.53PCT 至 35.74%；19Q1 同比回升 0.04PCT 至 38.19%，变化不大。

费用率 18 年同比降 0.64PCT 至 25.70%，其中销售、管理+研发、财务费用率分别为 15.15%（-1.47PCT）、10.71%（+1.13PCT）、-0.17%（-0.30PCT）。19Q1 同比提升 3.59PCT 至 25.28%、提升幅度较大，其中销售、管理+研发、财务费用率分别为 14.91%（+2.63PCT）、10.26%（+1.43PCT）、0.10%（-0.46PCT）。

其他财务指标:1) 存货 18 年末较 18 年初降 9.19%、存货周转率为 2.42、较 17 年 2.20 加快, 19Q1 较年初继续降 7.32%, 周转率 0.61 与 18Q1 的 0.65 基本持平。

2) 应收账款 18 年末较 18 年初增 10.59%, 周转率为 2.71、较 17 年 3.48 放缓; 19Q1 应收账款较年初略降 0.30%、基本持平, 周转率 0.62 较 18Q1 的 0.81 放缓。

3) 资产减值损失 18 年同比增 78.44%至 7731 万元, 主要为坏账损失增加和新计提兰亭集势长期股权投资减值损失影响; 19Q1 同比增 135.38%至 55 万元 (18Q1 为负)。

4) 投资收益 18 年为 -5011 万元同比 17 年大幅减少, 主要为投资兰亭集势确认投资损失增加; 19Q1 同比减少 26.18%至 528 万元。

5) 经营净现金流 18 年同比增 22.63%, 19Q1 同比转正为 518 万元。

◆投资损失影响望消除、关注零售环境变化

我们认为: 1) 销售收入端短期在零售环境疲弱下仍有一定压力, 18Q3 以来收入降幅有所扩大, 需关注未来零售环境变化。2) 公司行业地位突出, 近年来陆续代理美国运动休闲品牌斯凯奇, 战略合作比利时鞋服巨头 Cortina、印度知名户外品牌 Woodland 以及国际体育用品零售巨头 INTERSPORT, 2018 年下半年开始代理彪马, 品牌资源优秀。外部合作/代理品牌目前在收入中贡献还不大, 未来上量有望带来新增长点。3) 18 年兰亭集势投资损失及计提对公司业绩影响较大, 19 年该因素有望消除; 19Q1 净利润下滑幅度较大主要受到费用率提升影响, 未来若公司控费效果体现, 有望促利润端回升。

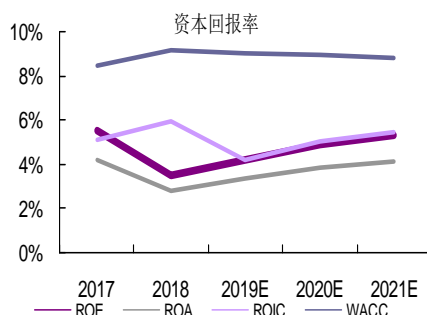
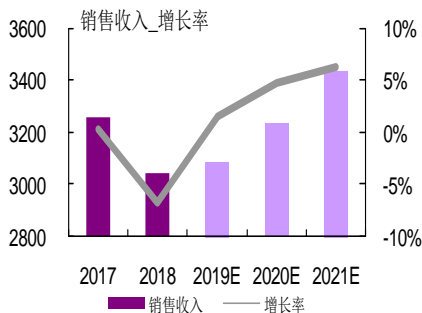
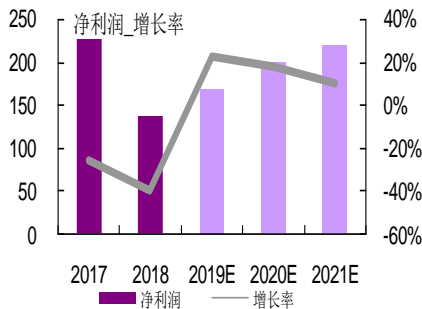
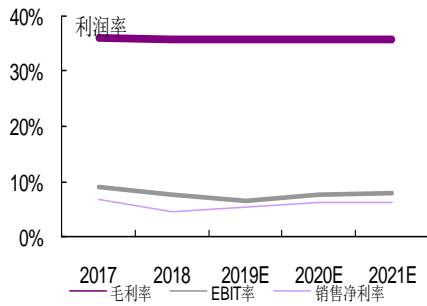
考虑到短期业绩仍有压力, 我们下调公司 2019~2020 年、新增 2021 年 EPS 为 0.42/0.50/0.55 元, 对应 19 年 PE25 倍, 下调至“中性”评级。

◆风险提示: 终端消费疲软、费用控制不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,262	3,043	3,089	3,236	3,440
营业收入增长率	0.36%	-6.70%	1.52%	4.75%	6.30%
净利润 (百万元)	226	137	168	199	220
净利润增长率	-25.80%	-39.53%	22.82%	18.38%	10.29%
EPS (元)	0.56	0.34	0.42	0.50	0.55
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.55%	3.45%	4.19%	4.88%	5.31%
P/E	19	31	25	21	19
P/B	1.0	1.1	1.1	1.0	1.0

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 4 月 30 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,262	3,043	3,089	3,236	3,440
营业成本	2,079	1,956	1,982	2,075	2,204
折旧和摊销	277	249	76	80	85
营业税费	33	26	31	32	34
销售费用	542	461	510	511	533
管理费用	313	286	324	337	354
财务费用	4	-5	3	5	8
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	14	-50	5	5	5
营业利润	271	175	203	244	272
利润总额	291	186	224	265	293
少数股东损益	-1	-1	0	0	0
归属母公司净利润	226	137	168	199	220

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	5,334	4,878	4,983	5,108	5,282
流动资产	3,717	3,370	3,450	3,555	3,714
货币资金	785	646	711	744	791
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,068	1,181	1,237	1,296	1,377
应收票据	7	2	3	3	3
其他应收款	33	27	27	28	30
存货	849	771	726	736	761
可供出售投资	198	198	198	198	198
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	378	303	304	304	305
固定资产	481	463	486	506	522
无形资产	237	222	211	201	191
总负债	1,254	904	961	1,022	1,136
无息负债	927	904	896	932	985
有息负债	327	0	65	90	150
股东权益	4,080	3,974	4,022	4,086	4,147
股本	401	401	401	401	401
公积金	2,130	2,130	2,130	2,130	2,130
未分配利润	1,539	1,475	1,523	1,588	1,648
少数股东权益	0	10	10	10	10

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	260	319	218	244	249
净利润	226	137	168	199	220
折旧摊销	277	249	76	80	85
净营运资金增加	109	-236	34	70	105
其他	-352	169	-60	-106	-161
投资活动产生现金流	-39	281	-96	-96	-96
净资本支出	-187	-136	-100	-100	-100
长期投资变化	378	303	-1	-1	-1
其他资产变化	-230	114	5	5	5
融资活动现金流	-250	-601	-59	-114	-107
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-20	-327	65	25	60
无息负债变化	-175	-23	-8	36	53
净现金流	-32	-4	64	34	47

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	0.36%	-6.70%	1.52%	4.75%	6.30%
净利润增长率	-25.80%	-39.53%	22.82%	18.38%	10.29%
EBITDA 增长率	-7.45%	-15.50%	-43.10%	17.35%	10.78%
EBIT 增长率	-26.54%	-20.61%	-15.24%	21.51%	12.32%
估值指标					
PE	19	31	25	21	19
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	7	8	14	12	11
EV/EBIT	13	16	19	16	14
EV/NOPLAT	20	18	25	21	19
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	36.27%	35.74%	35.83%	35.88%	35.92%
EBITDA 率	17.66%	16.00%	8.97%	10.04%	10.47%
EBIT 率	9.17%	7.80%	6.51%	7.56%	7.99%
税前净利润率	8.93%	6.13%	7.26%	8.20%	8.51%
税后净利润率 (归属母公司)	6.94%	4.50%	5.44%	6.15%	6.38%
ROA	4.22%	2.79%	3.38%	3.90%	4.16%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.55%	3.45%	4.19%	4.88%	5.31%
经营性 ROIC	5.14%	5.92%	4.22%	5.01%	5.45%
偿债能力					
流动比率	2.96	3.73	3.59	3.48	3.27
速动比率	2.29	2.88	2.83	2.76	2.60
归属母公司权益/有息债务	12.49	-	61.98	45.26	27.52
有形资产/有息债务	14.73	-	69.42	51.40	32.03
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.56	0.34	0.42	0.50	0.55
每股红利	0.50	0.30	0.34	0.40	0.44
每股经营现金流	0.65	0.80	0.54	0.61	0.62
每股自由现金流(FCFF)	0.55	1.58	0.33	0.33	0.31
每股净资产	10.18	9.89	10.00	10.17	10.32
每股销售收入	8.13	7.59	7.70	8.07	8.58

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼