

相关研究

《携手君智全面升级, 国货男鞋有望崛起》2021.12

# 中国舒适男士皮鞋专家, 战略升级成效凸显

2022年4月26日

**事件:** 公司发布2021年年度报告、2022年一季报, 报告期实现收入25.59亿元, 同增8.06%, 归母净利0.34亿元, 同增21.87%, 扣非净利-0.14亿元, 同增19.07%, EPS(摊薄)为0.08元, 公司计划每股派息0.5元(含税)。公司战略升级, 带动男鞋主品类、奥康主品牌销售规模增长。2022Q1公司实现营收/归母净利润7.68亿元/0.12亿元, 同降8.79%/75.09%, 扣非净利润0.01亿元, 同降96.05%, 2022年3月以来全国部分地区新冠疫情扩散, 影响线下客流量, 公司收入受到较大影响。

**点评:**

- **聚焦奥康主品牌、男鞋主品类, 销售规模稳步增长。**公司定位于“更舒适的男士皮鞋”专家, 不断筑高品牌势能, 布局中高端皮鞋赛道。在品牌升级转型战略引导下, 2021年奥康品牌销售规模稳步增长, 全年实现营收18.43亿元, 同增9.42%, 营收占比为63.2%, 贡献了公司主要营收。2021年公司旗下康龙、斯凯奇和其他品牌分别贡献营收3.67亿元、3.68亿元、1.27亿元, 同增-4.52%、25.24%、6.06%。分品类来看, 公司以男鞋主要品类, 2021年男鞋贡献收入17.30亿元, 同增14.65%, 营收占比达58.47%, 主要系2021年公司开启品牌战略升级, 聚焦奥康主品牌、男鞋主品类, 推出四大系列新品, 满足消费者全新购物体验, 带动男鞋收入快速提升。2021年女鞋和皮具分别实现营收9.9亿元、1.97亿元, 营收占比分别为33.46%、6.66%。
- **线上线下全渠道运营, 门店扩展符合预期。**分渠道看, 公司以线下渠道为主、线上渠道为辅, 2021年公司线下渠道实现营收23.71亿元, 营收占比达81.3%。具体来看, 线下渠道可分为独立店、商场店、经销和出口等, 其中独立店、商场店为公司主要线下渠道, 2021年贡献营收11.93亿元、2.93亿元, 占线下渠道营收比达50.32%、12.36%。从门店情况来看, 截至2021年末, 奥康品牌直营、经销门店分别有662家、1022家, 较2020年末增长67家、13家, 主要系公司重视线下门店开拓, 将线下门店作为品牌价值重要传播渠道和消费者引流渠道。
- **持续加强品牌传播力度, 库存结构进一步优化。**受到各子品牌毛利率增长的驱动, 2021年公司毛利率同增1.19PCT达41.16%。分品牌看, 2021年公司主要品牌奥康、康龙、斯凯奇和其他品牌分别实现毛利率42.11%、48.34%、30.55%、29.04%, 同增1.01PCT、2.93PCT、1.11PCT、6.33PCT。费用方面, 2021年公司销售费用为8.64亿元, 同增6.15%, 主要系公司战略转型, 为提升品牌影响力加大广告宣传投入, 21年公司广告费用达0.52亿元, 同增72.81%。受益于规模效应, 2021年公司销售费用率同降0.53PCT至29.2%。2021年公司管理费用率、研发费用率分别为9.36%、1.48%, 同增0.82PCT、0.23PCT, 主要系新增战略咨询服务费用支付和研发人员薪酬增加。存货方面, 受益于公司持续加快库存结构优化, 2021年年末存货为6.67亿元, 同降11.53%; 存货周转天数为148天, 较2020年末减少24天。

- 优化配置品牌、产品、渠道资源，全面提升品牌势能。**2021 年公司携手君智咨询全面布局品牌战略升级转型，走差异化竞争路线，定位于中高端的舒适男士皮鞋品牌。公司围绕客户心智，对品牌、产品、渠道进行全方位资源优化配置。在品牌方面，公司坚定执行“更舒适”战略，营造舒适男鞋专家氛围，实现品牌传播的加速升级和消费圈层的年轻化。在产品方面，公司以用户需求为导向，解决传统皮鞋不舒适的痛点，精简 SKU，打造舒适且时尚的产品。四大新品系列采用自主研发核心技术，紧扣“舒适”主题，为消费者带来美好穿着体验。在渠道方面，公司持续优化渠道结构，为进一步塑造年轻化品牌形象，传递中高端的品牌定位，公司对原有渠道改造升级，在核心商圈开设旗舰店，打破传统陈列布局，打造沉浸式购物体验；在线上发力全域直播，构建线上渠道矩阵，助力私欲流量的在线转化，传播“更舒适”的品牌理念。

#### 盈利预测与投资评级：

- 由于 2022 年 3 月以来新冠肺炎疫情影响销售，我们下调 2022-23 年归母净利为 0.75/1.23 亿元（原值为 0.99/1.70 亿元），新增 2024 年净利预测为 1.81 亿元，目前股价对应 2022 年 40.27 倍 PE。公司积极推进品牌升级转型战略，全方位提高品牌势能，加速品牌向高端化、年轻化转型。在国货崛起背景下，公司有望扩展消费客群，持续提升市场份额，目前估值相对业绩增速处于较低水平，维持“买入”评级。
- 风险因素：**宏观经济波动风险、行业竞争加剧、新冠疫情反弹风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,738	2,959	3,404	3,819	4,401
同比(%)	0.4%	8.1%	15.1%	12.2%	15.2%
归属母公司净利润	28	34	75	123	181
同比(%)	24.2%	21.9%	120.8%	63.1%	47.8%
毛利率(%)	40.0%	41.5%	41.4%	41.9%	42.1%
ROE(%)	0.8%	1.0%	2.1%	3.4%	4.7%
EPS（摊薄）(元)	0.07	0.08	0.19	0.31	0.45
P/E	103.33	111.04	40.27	24.70	16.71
P/B	0.80	1.09	0.86	0.83	0.79

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 4 月 25 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	<b>2,998</b>	<b>2,899</b>	<b>3,469</b>	<b>3,269</b>	<b>3,591</b>	
货币资金	982	843	772	300	236	
应收票据	5	5	5	5	6	
应收账款	994	998	1,212	1,360	1,567	
预付账款	47	74	60	67	76	
存货	753	666	930	1,033	1,186	
其他	217	312	490	504	519	
<b>非流动资产</b>	<b>1,339</b>	<b>1,469</b>	<b>1,489</b>	<b>1,499</b>	<b>1,509</b>	
长期股权投资	221	158	158	158	158	
固定资产	398	371	391	401	411	
无形资产	192	184	184	184	184	
其他	527	755	755	755	755	
<b>资产总计</b>	<b>4,337</b>	<b>4,367</b>	<b>4,958</b>	<b>4,768</b>	<b>5,100</b>	
<b>流动负债</b>	<b>721</b>	<b>829</b>	<b>1,342</b>	<b>1,026</b>	<b>1,171</b>	
短期借款	0	0	430	0	0	
应付票据	10	0	4	6	4	
应付账款	519	512	587	669	757	
其他	192	318	321	351	410	
<b>非流动负债</b>	<b>9</b>	<b>71</b>	<b>71</b>	<b>71</b>	<b>71</b>	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	9	71	71	71	71	
<b>负债合计</b>	<b>730</b>	<b>900</b>	<b>1,413</b>	<b>1,097</b>	<b>1,242</b>	
少数股东权益	6	9	11	15	21	
归属母公司	3,601	3,458	3,533	3,656	3,837	
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,337</b>	<b>4,367</b>	<b>4,958</b>	<b>4,768</b>	<b>5,100</b>	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	2,738	2,959	3,404	3,819	4,401	
同比 (%)	0.4%	8.1%	15.1%	12.2%	15.2%	
归属母公司净利润	28	34	75	123	181	
同比	24.2%	21.9%	120.8%	63.1%	47.8%	
毛利率 (%)	40.0%	41.5%	41.4%	41.9%	42.1%	
ROE%	0.8%	1.0%	2.1%	3.4%	4.7%	
EPS (摊薄)(元)	0.07	0.08	0.19	0.31	0.45	
P/E	103.33	111.04	40.27	24.70	16.71	
P/B	0.80	1.09	0.86	0.83	0.79	
EV/EBITDA	7.90	10.67	24.56	15.86	12.63	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业总收入</b>	<b>2,738</b>	<b>2,959</b>	<b>3,404</b>	<b>3,819</b>	<b>4,401</b>	
营业成本	1,642	1,732	1,996	2,217	2,547	
营业税金及附加	15	14	20	23	26	
销售费用	814	864	919	1,031	1,188	
管理费用	234	277	334	363	405	
研发费用	34	44	51	46	44	
财务费用	6	1	-8	-1	-7	
减值损失合	12	-62	-50	-50	-50	
投资净收益	29	23	33	36	40	
其他	13	44	22	26	27	
<b>营业利润</b>	<b>46</b>	<b>32</b>	<b>97</b>	<b>152</b>	<b>214</b>	
营业外收支	7	10	6	6	6	
<b>利润总额</b>	<b>53</b>	<b>43</b>	<b>103</b>	<b>158</b>	<b>220</b>	
所得税	28	8	26	32	33	
<b>净利润</b>	<b>25</b>	<b>34</b>	<b>77</b>	<b>126</b>	<b>187</b>	
少数股东损益	-3	0	2	4	6	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>28</b>	<b>34</b>	<b>75</b>	<b>123</b>	<b>181</b>	
EBITDA	241	286	114	179	230	
EPS (当年)(元)	0.07	0.08	0.19	0.31	0.45	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>433</b>	<b>223</b>	<b>-278</b>	<b>-21</b>	<b>-60</b>	
净利润	25	34	77	126	187	
折旧摊销	243	258	30	40	40	
财务费用	3	5	13	13	0	
投资损失	-29	-23	-33	-36	-40	
营运资金变	178	-77	-409	-208	-291	
其它	13	26	44	44	44	
<b>投资活动现金流</b>	<b>140</b>	<b>-190</b>	<b>-211</b>	<b>-8</b>	<b>-4</b>	
资本支出	-124	-110	-44	-44	-44	
长期投资	234	-100	-200	0	0	
其他	30	21	33	36	40	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-192</b>	<b>-163</b>	<b>417</b>	<b>-443</b>	<b>0</b>	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	430	-430	0	
支付利息或股息	-192	-191	-13	-13	0	
<b>现金流净增加额</b>	<b>380</b>	<b>-131</b>	<b>-71</b>	<b>-472</b>	<b>-64</b>	

## 研究团队简介

**汲肖飞**，北京大学金融学硕士，七年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

**李媛媛**，复旦大学金融硕士，五年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。