

# 歌力思 (603808.SH) 纺织服装业

评级: 增持 维持评级

公司点评

市场价格(人民币): 52.74元

目标价格(人民币): 60.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	40.00
总市值(百万元)	8,736.31
年内股价最高最低(元)	84.35/27.59
沪深300指数	3753.89
上证指数	3616.11



## 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	1.139	1.150	0.945	1.102	1.342
每股净资产(元)	4.87	5.48	9.41	10.79	11.84
每股经营性现金流(元)	1.31	1.41	1.11	1.13	1.33
市盈率(倍)	N/A	N/A	40.88	35.04	28.79
行业优化市盈率(倍)	17.68	28.34	43.75	43.75	43.75
净利润增长率(%)	11.73%	1.00%	13.41%	16.67%	21.71%
净资产收益率(%)	23.38%	20.97%	10.40%	10.21%	11.34%
总股本(百万股)	120.00	120.00	165.65	165.65	165.65

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 11月20号我们调研了公司,与董事长、董秘等核心高管深入交流。公司今年10月收购的德国女装品牌 Laurel 将总共开出300家门店,2016年开出30家,2016-2018年开出100家。未来战略上仍然深耕服装主业,不断并购中高端女装、男装及化妆品等时尚品牌,实现高级时装品牌集团构想。详细可见我司10月30日的深度报告《业绩胜同业,精细化与并购齐》。

## 经营分析

- 立足广阔女装市场的精品公司:**国内女装市场的消费潜力有待深度挖掘。女装消费与男装消费金额的比例为2:1,市场空间非常可观。歌力思品牌由体现出了较强的生命力,前三季度业绩在女装上市公司中领涨;销售在全国五分之一的商场中排名前20%,华南地区很多渠道销售排名第一。较同类公司而言,公司在内部管理、产品设计、客户服务、品牌营销等具体经营上更胜一筹。
- 收购德国 Laurel,原有渠道优势和新品牌设计优势无缝对接:**公司10月公告,1118万欧元收购德国女装品牌 Laurel 在中国大陆地区的所有权、经营权和设计权。Laurel 在渠道和渠道上都和歌力思品牌形成了全面互补。Laurel 渠道主要在北方,官网显示中国内地门店有16家,一线城市有北京和上海,二线城市在大连、西安、郑州等;设计较歌力思更为简约,强调将女性的坚强与温婉相结合。歌力思将在未来3年新开100家品牌独立店,同时在供应链管理等方面实现资源共享。
- 借助资本之力持续推进并购,实现高级时装品牌集团蓝图:**公司战略定位为高级时装品牌集团,将大致遵循中高端女装品牌、其他服装品牌、家纺/化妆品品牌并购的路径发展壮大。目前还在不断甄选并购标的,将借助上市之后的资本杠杆扩大集团版图。女装行业细分领域众多,逐一自建品牌成本过高,并购将是性价比最高的成长途径。且公司管理细致,经营水平、产品设计和营销在行业内处于领先的位置,我们对公司做好主业并购持较大信心。

## 盈利预测和投资建议

- 歌力思经营水平领先,在女装上市公司中业绩领涨;Laurel 品牌开店计划切实可行,今后亦将切实推进其他品牌并购。看好其实现高级时装品牌集团的战略,公司在次新股中估值较低,因此维持增持评级,15-17年EPS为0.95元、1.1元和1.34元,净利润分别同增13%、17%和22%。

## 相关报告

- 《业绩胜同业 精细化与并购齐进-歌力思公司研究》,2015.10.30
- 《前三季度业绩小幅增长 胜同业-歌力思业绩点评》,2015.10.28
- 《收购德国女装内地经营权 多品牌版图逐步完善-歌力思公司点评》,2015.9.9
- 《老店增长胜预期 未来打造多品牌时尚集团-歌力思公司研究》,2015.6.26

姚咏絮 联系人  
(8621)61038264  
yaoyongxu@gjzq.com.cn

王冯 分析师 SAC 执业编号: S1130515090005  
(8621)60893123  
fengwang@gjzq.com.cn

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002  
(8621)60230230  
zhangbin@gjzq.com.cn

**图表 1：盈利预测**

项 目	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>歌力思直营店</b>							
销售收入（百万元）	251.27	305.45	367.85	359.44	386.17	400.60	427.24
增长率（YOY）		21.57%	20.43%	-2.29%	7.44%	3.74%	6.65%
毛利率	76.35%	77.76%	78.90%	80.91%	81.00%	81.00%	81.00%
销售成本（百万元）	59.42	67.93	77.62	68.62	73.37	76.11	81.18
增长率（YOY）		14.32%	14.26%	-11.60%	6.93%	3.74%	6.65%
毛利（百万元）	191.84	237.52	290.24	290.82	312.80	324.48	346.07
增长率（YOY）		23.81%	22.19%	0.20%	7.56%	3.74%	6.65%
占总销售额比重	50.34%	50.99%	51.78%	48.31%	46.42%	40.67%	34.84%
占主营业务利润比重	56.09%	59.85%	58.70%	56.69%	55.67%	49.54%	42.67%
<b>歌力思分销商</b>							
销售收入（百万元）	225.35	253.61	274.82	275.67	265.68	278.97	292.91
增长率（YOY）		12.54%	8.36%	0.31%	-3.62%	5.00%	5.00%
毛利率	66.49%	66.44%	65.09%	65.23%	65.00%	65.00%	65.00%
销售成本（百万元）	75.51	85.11	95.94	95.85	92.99	97.64	102.52
增长率（YOY）		12.71%	12.72%	-0.09%	-2.99%	5.00%	5.00%
毛利（百万元）	149.83	168.50	178.88	179.82	172.69	181.33	190.39
增长率（YOY）		12.46%	6.16%	0.53%	-3.96%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	45.15%	42.33%	38.68%	37.05%	31.94%	28.32%	23.88%
占主营业务利润比重	43.81%	42.46%	36.18%	35.05%	30.73%	27.69%	23.48%
<b>Laurel</b>							
销售收入（百万元）						35.56	117.35
增长率（YOY）							230.00%
毛利率						82.00%	82.00%
销售成本（百万元）						6.40	21.12
增长率（YOY）							230.00%
毛利（百万元）						29.16	96.23
增长率（YOY）							230.00%
占总销售额比重						3.61%	9.57%
占主营业务利润比重						4.45%	11.87%
<b>电商</b>							
销售收入（百万元）	4.46	17.94	40.37	75.90	144.20	230.72	346.08
增长率（YOY）		301.90%	124.99%	88.00%	90.00%	60.00%	50.00%
毛利率	53.46%	47.50%	48.41%	49.45%	50.00%	50.00%	50.00%
销售成本（百万元）	2.08	9.42	20.83	38.37	72.10	115.36	173.04
增长率（YOY）		353.37%	121.09%	84.21%	87.93%	60.00%	50.00%
毛利（百万元）	2.39	8.52	19.54	37.53	72.10	115.36	173.04
增长率（YOY）		257.09%	129.30%	92.04%	92.11%	60.00%	50.00%
占总销售额比重	0.89%	3.00%	5.68%	10.20%	17.33%	23.42%	28.22%
占主营业务利润比重	0.70%	2.15%	3.95%	7.32%	12.83%	17.61%	21.34%
<b>其他</b>							
销售收入（百万元）	18.05	22.09	27.37	32.95	35.86	39.13	42.83
增长率（YOY）		22.39%	23.91%	20.40%	8.82%	9.14%	9.44%
毛利率	-11.33%	-79.94%	21.08%	14.75%	12.08%	11.83%	12.29%
销售成本（百万元）	20.09	39.74	21.60	28.09	31.52	34.50	37.56
增长率（YOY）		97.82%	-45.65%	30.05%	12.23%	9.45%	8.87%
毛利（百万元）	-2.04	-17.66	5.77	4.86	4.33	4.63	5.26
增长率（YOY）		763.84%	-132.67%	-15.75%	-10.88%	6.89%	13.66%
占总销售额比重	3.62%	3.69%	3.85%	4.43%	4.31%	3.97%	3.49%
占主营业务利润比重	-0.60%	-4.45%	1.17%	0.95%	0.77%	0.71%	0.65%
<b>销售总收入（百万元）</b>	<b>499.13</b>	<b>599.10</b>	<b>710.41</b>	<b>743.95</b>	<b>831.91</b>	<b>984.97</b>	<b>1226.42</b>
<b>销售总成本（百万元）</b>	<b>157.11</b>	<b>202.21</b>	<b>215.98</b>	<b>230.92</b>	<b>269.99</b>	<b>330.02</b>	<b>415.42</b>
<b>毛利（百万元）</b>	<b>342.02</b>	<b>396.89</b>	<b>494.43</b>	<b>513.03</b>	<b>561.92</b>	<b>654.96</b>	<b>810.99</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>68.52%</b>	<b>66.25%</b>	<b>69.60%</b>	<b>68.96%</b>	<b>67.55%</b>	<b>66.50%</b>	<b>66.13%</b>

来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>599</b>	<b>710</b>	<b>744</b>	<b>832</b>	<b>985</b>	<b>1,226</b>	货币资金	79	65	70	394	691	871
增长率		18.6%	4.7%	11.8%	18.4%	24.5%	应收账款	74	83	101	103	122	152
主营业务成本	-202	-216	-242	-270	-330	-415	存货	143	171	166	165	193	232
%销售收入	33.8%	30.4%	32.5%	32.5%	33.5%	33.9%	其他流动资产	7	56	105	708	708	710
毛利	397	494	502	562	655	811	流动资产	302	375	442	1,370	1,715	1,965
%销售收入	66.2%	69.6%	67.5%	67.5%	66.5%	66.1%	%总资产	45.2%	47.9%	52.4%	78.3%	82.9%	85.7%
营业税金及附加	-7	-9	-10	-12	-14	-18	长期投资	8	95	90	86	81	75
%销售收入	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	固定资产	131	235	228	208	189	169
营业费用	-164	-206	-230	-265	-315	-392	%总资产	19.7%	30.0%	26.9%	11.9%	9.1%	7.4%
%销售收入	27.4%	29.0%	30.9%	31.9%	32.0%	32.0%	无形资产	34	32	35	30	29	28
管理费用	-51	-63	-70	-83	-98	-123	非流动资产	366	408	402	380	354	328
%销售收入	8.5%	8.9%	9.4%	10.0%	10.0%	10.0%	%总资产	54.8%	52.1%	47.6%	21.7%	17.1%	14.3%
息税前利润 (EBIT)	174	216	192	202	227	278	<b>资产总计</b>	<b>668</b>	<b>783</b>	<b>845</b>	<b>1,750</b>	<b>2,069</b>	<b>2,294</b>
%销售收入	29.1%	30.4%	25.9%	24.2%	23.0%	22.7%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	6	10	12	应付账款	107	120	90	100	121	151
%销售收入	0.1%	0.0%	0.0%	-0.7%	-1.0%	-1.0%	其他流动负债	65	78	92	139	155	177
资产减值损失	-12	-37	-15	-7	-1	-2	流动负债	172	198	182	240	276	328
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	2	3	5	5	5	其他长期负债	1	1	4	5	5	5
%税前利润	0.9%	0.9%	1.7%	2.4%	2.1%	1.7%	<b>负债</b>	<b>173</b>	<b>199</b>	<b>187</b>	<b>245</b>	<b>281</b>	<b>333</b>
营业利润	164	180	181	206	240	293	<b>普通股股东权益</b>	<b>494</b>	<b>584</b>	<b>658</b>	<b>1,505</b>	<b>1,788</b>	<b>1,960</b>
营业利润率	27.3%	25.4%	24.3%	24.7%	24.4%	23.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	2	2	3	3	3	3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>668</b>	<b>783</b>	<b>845</b>	<b>1,750</b>	<b>2,069</b>	<b>2,294</b>
税前利润	165	183	184	209	243	296	<b>比率分析</b>						
利润率	27.6%	25.7%	24.8%	25.1%	24.7%	24.2%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-43	-46	-46	-52	-61	-74	<b>每股指标</b>						
所得税率	26.0%	25.2%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	1.019	1.139	1.150	0.945	1.102	1.342
净利润	122	137	138	157	183	222	每股净资产	4.119	4.870	5.484	9.409	10.795	11.837
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.253	1.310	1.414	1.112	1.133	1.332
归属于母公司的净利润	122	137	138	157	183	222	每股股利	0.000	0.000	0.250	0.300	0.300	0.300
净利率	20.4%	19.2%	18.6%	18.8%	18.5%	18.1%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	24.74%	23.38%	20.97%	10.40%	10.21%	11.34%
净利润	122	137	0	157	183	222	总资产收益率	18.32%	17.45%	16.34%	8.94%	8.83%	9.69%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	26.09%	27.65%	21.89%	10.05%	9.52%	10.64%
非现金支出	49	78	0	32	26	27	<b>增长率</b>						
非经营收益	-4	-11	0	-10	-8	-8	主营业务收入增长率	20.03%	18.58%	4.72%	11.82%	18.40%	24.51%
营运资金变动	-17	-46	0	-1	-13	-21	EBIT 增长率	12.43%	24.01%	-10.98%	4.87%	12.53%	22.52%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>150</b>	<b>157</b>	<b>0</b>	<b>178</b>	<b>188</b>	<b>221</b>	净利润增长率	26.45%	11.73%	1.00%	13.41%	16.67%	21.71%
资本开支	-201	-76	-55	-2	-2	-2	总资产增长率	30.83%	17.28%	7.89%	107.17%	18.22%	10.85%
投资	0	0	0	4	5	6	<b>资产管理能力</b>						
其他	3	-48	-97	-595	5	5	应收账款周转天数	37.9	34.6	39.2	40.0	40.0	40.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-199</b>	<b>-124</b>	<b>-151</b>	<b>-593</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	存货周转天数	231.6	265.5	254.9	230.0	220.0	210.0
股权募资	0	0	0	739	149	0	应付账款周转天数	75.1	75.7	62.7	60.0	60.0	60.0
债权募资	0	0	0	1	0	0	固定资产周转天数	79.7	120.5	111.6	91.4	70.0	50.4
其他	0	-47	-64	0	-48	-50	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>0</b>	<b>-47</b>	<b>-64</b>	<b>739</b>	<b>101</b>	<b>-50</b>	净负债/股东权益	-15.90%	-11.17%	-10.60%	-26.19%	-38.67%	-44.44%
<b>现金净流量</b>	<b>-49</b>	<b>-13</b>	<b>-216</b>	<b>324</b>	<b>297</b>	<b>180</b>	EBIT 利息保障倍数	506.0	1,309.5	11,298.3	-34.1	-23.4	-23.3
							资产负债率	25.96%	25.36%	22.10%	13.98%	13.59%	14.52%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-06-26	增持	53.80	58.90~60.00
2	2015-09-09	增持	42.76	N/A
3	2015-10-28	增持	39.30	N/A
4	2015-10-30	增持	38.63	40.00~48.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—20%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以下。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD