

收购 Ed Hardy 美式轻奢潮牌，高级时装集团战略又下一城

公司简报

◆收购唐利国际 65%股权，获 Ed Hardy 等品牌的国内所有权

公司于1月29日公告，子公司东明国际协议收购唐利国际控股有限公司 65%股权，交易总价为人民币 2.405 亿元（以自有资金先行支付，公司正筹划定增，待定增募集资金到位后进行置换）。唐利国际拥有国际轻奢潮流品牌 Ed Hardy 在中国大陆及港澳台地区的品牌所有权，以及 Ed Hardy Skinwear 和 Baby Hardy 等品牌，其主要产品为美式轻奢潮流品牌 Ed Hardy 的男女服装及相关服饰。

Ed Hardy 目前在大中华区已开设店铺 79 家（多为加盟模式），主要集中在核心商圈的重要商场或购物中心，未来 Ed Hardy 主品牌业务将继续拓展新的店铺和做深单店业绩，同时从 2016 年开始将同步发展 Ed Hardy Skinwear 品牌，打造全方位的 lifestyle 集合店。未来三年唐利国际计划新开 Ed Hardy 及 Ed Hardy Skinwear 门店共计 50 家、76 家和 81 家。业绩方面，近三年唐利国际在中国大陆及港澳台地区销售增速较快，2013-2015 年未经审计的营业收入分别为 7002 万元、1.44 亿元和 2.23 亿元，净利润分别为 1949 万元、3938 万元和 4392 万元，三年复合增速 50.12%。

◆品类风格多样化，中国高级时装集团战略又下一城

本次投资意义在于：（1）Ed Hardy 定位为美式潮流轻奢品牌，于 2004 年在美国成立，目前在美洲、欧洲、亚洲和中东都已开设专卖店，渠道分布广、运营成熟。品牌设计师 Christian Audigier 使用刺绣、水洗、泼墨等技巧，将美国文化和亚洲元素结合，产品风格鲜明，顾客覆盖从明星到喜爱潮流轻奢品牌的个性人群。公司收购 Ed Hardy 品牌（时尚潮牌）后将继续发挥其设计优势和运营经验，在原先拥有自主品牌歌力思 ELLASSAY（优雅女人味）和欧洲高端女装品牌 Laurèl（休闲简洁生活化）的基础上全面打造多品牌营运模式，丰富品牌种类、扩大覆盖客群、延伸至男装饰品等领域，向中国高级时装集团的战略目标再迈进一步；（2）利用歌力思在营销渠道的现有优势资源，扩大 Ed Hardy 品牌在国内外服装市场上的占有率和销售率，建立起覆盖全品类高端服装的营销渠道，整体提升公司在服装市场上的占有率、盈利能力和竞争力水平；（3）发挥收购协同效应，提高供应链效率，实现规模效应、降低经营成本。

◆收购完成将增厚业绩，未来仍存并购预期

我们分析：（1）2015 年 1-9 月公司实现营业收入 5.76 亿元、同比增 7.23%，归母净利润 1.05 亿元、同比增 2.21%，三季度业绩增幅放缓主要为销售和管理费用上升较多、四季度为旺季迎来业绩好转，全年预计收入双位数增长；（2）分品牌来看，主品牌歌力思以提升单店业绩为主要目标，目前店数 370 家左右；Laurèl 品牌预计今年 4 月开始开店，计划新开 30 家左右、以直营为主；（3）Ed Hardy 品牌经营状况良好、收入和净利增速较快，对总体业绩增厚效应明显，若收购顺利完成预计将于 4 月并表，预计将增厚 16-17 年 EPS 分别为 0.15 元、0.29 元（以目前股本计算，未考虑定增影响）；（4）2015 年 9 月末公司账上有 9.43 亿现金，同时正筹

买入（维持）

当前价：35.18 元

分析师

李婕（执业证书编号：S0930511010001）
021-22169107
lijie_yjs@ebscn.com

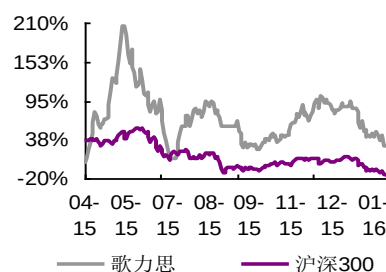
联系人

孙未末
021-22169124
sunwww@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：1.66
总市值(亿元)：58.28
一年最低/最高(元)：27.59/91.81
近 3 月换手率：122.61%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.18	5.73	0.00
绝对	-28.22	-10.91	0.00

相关研报

收购 Laurèl 品牌，打造中国高级时装集团
.....2015-09-09
中期净利增 11.66%，未来存在并购预期
.....2015-08-11
歌力思新股报告：高端女装品牌佼佼者
.....2015-04-09

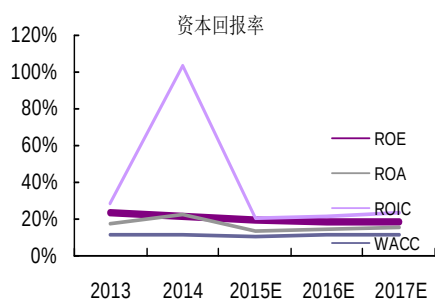
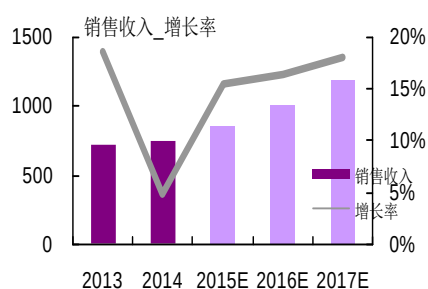
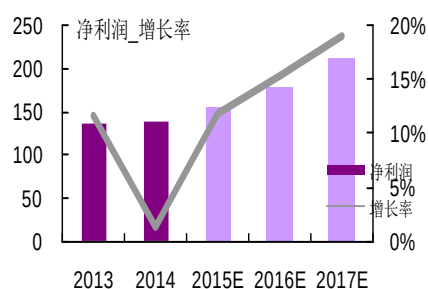
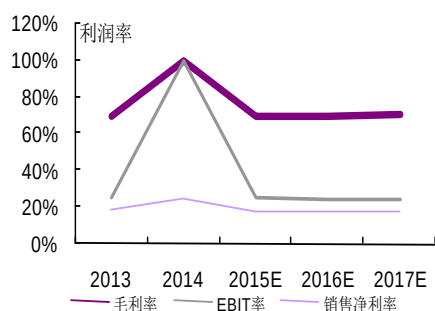
划定增停牌、募集资金将补充本次收购所用自有资金，资金储备充足；预计未来仍存并购预期，有望继续收购优秀国内外品牌，打造高端时尚帝国。

公司 2015 年 7 月推出股权激励计划、10 月 22 日公告已于 8 月 18 日完成 564.87 万股限制性股票授予（占比 3.53%，授予价 26.29 元，分 2 年解锁），大股东于 2015 年 7 月承诺半年内股价低于 50 元下以 3000 万进行增持、已于 16 年 1 月 14 日完成增持计划（均价 42.31 元/股）、提振市场信心。我们继续看好公司未来多品牌集团战略的逐步实现，考虑本次收购尚未通过董事会及股东大会审议，暂维持盈利预测 15-17 年 EPS0.93、1.08、1.28 元（限制性股票激励授予完成摊薄），维持买入评级。

风险提示：收购和定增进展不及预期、并购整合不当。

业绩预测和估值指标

指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	710	744	859	1,001	1,181
营业收入增长率	18.58%	4.72%	15.52%	16.44%	17.96%
净利润（百万元）	137	139	155	179	212
净利润增长率	11.73%	1.36%	11.81%	15.28%	19.00%
EPS（元）	0.82	0.84	0.93	1.08	1.28
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.38%	21.03%	19.04%	18.28%	18.14%
P/E	43	42	38	33	27
P/B	10	9	7	6	5



利润表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	710	744	859	1,001	1,181
营业成本	216	0	260	302	350
折旧和摊销	41	0	0	0	0
营业税费	9	0	8	10	11
销售费用	206	0	272	328	397
管理费用	63	0	90	113	138
财务费用	0	0	6	6	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0	0
营业利润	180	181	206	238	283
利润总额	183	185	206	238	283
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	136.65	138.51	154.87	178.53	212.45

资产负债表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
总资产	783	845	1,169	1,241	1,423
流动资产	375	443	746	814	997
货币资金	65	0	77	90	198
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	71	0	145	167	199
应收票据	0	0	77	90	106
其他应收款	12	0	6	7	8
存货	171	0	-41	-24	-6
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	234	0	0	0	0
无形资产	13	0	0	0	0
总负债	199	186	498	407	394
无息负债	199	186	353	370	394
有息负债	0	0	144	36	0
股东权益	584	659	813	977	1,171
股本	166	166	166	166	166
公积金	250	0	15	33	55
未分配利润	214	0	139	285	458
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	157	170	-61	142	162
净利润	137	139	155	179	212
折旧摊销	41	0	0	0	0
净营运资金增加	72	151	70	51	68
其他	-92	-120	-285	-88	-118
投资活动产生现金流	-124	-101	0	0	0
净资本支出	-76	0	0	0	0
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-48	-101	0	0	0
融资活动现金流	-47	-64	138	-129	-54
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	0	144	-108	-36
无息负债变化	25	-12	167	17	23
净现金流	-13	5	77	13	108

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	18.58%	4.72%	15.52%	16.44%	17.96%
净利润增长率	11.73%	1.36%	11.81%	15.28%	19.00%
EBITDA/EBITDA 增长率	10.19%	238.00%	-71.46%	14.90%	15.98%
EBIT/EBIT 增长率	10.27%	315.49%	-71.46%	14.90%	15.98%
估值指标					
PE	43	42	38	33	27
PB	10	9	7	6	5
EV/EBITDA	26	8	28	24	20
EV/EBIT	32	8	28	24	20
EV/NOPLAT	43	8	38	32	27
EV/Sales	8	8	7	6	5
EV/IC	12	8	7	7	6
盈利能力 (%)					
毛利率	69.60%	100.00%	69.72%	69.82%	70.36%
EBITDA 率	30.98%	100.00%	24.71%	24.38%	23.97%
EBIT 率	25.20%	100.00%	24.71%	24.38%	23.97%
税前净利润率	25.72%	24.84%	24.03%	23.79%	24.00%
税后净利润率 (归属母公司)	19.24%	18.62%	18.02%	17.84%	18.00%
ROA	17.45%	21.87%	13.25%	14.38%	14.93%
ROE (归属母公司) (摊薄)	23.38%	21.03%	19.04%	18.28%	18.14%
经营性 ROIC	27.42%	102.53%	19.53%	21.01%	22.64%
偿债能力					
流动比率	1.90	2.43	1.51	2.02	2.56
速动比率	1.03	2.43	1.60	2.08	2.58
归属母公司权益/有息债务	-	-	5.65	26.97	-
有形资产/有息债务	-	-	7.97	33.61	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.82	0.84	0.93	1.08	1.28
每股红利	0.00	0.00	0.09	0.11	0.13
每股经营现金流	0.95	1.02	-0.37	0.86	0.98
每股自由现金流(FCFF)	0.39	3.58	0.64	0.82	0.88
每股净资产	3.53	3.98	4.91	5.90	7.07
每股销售收入	4.29	4.49	5.19	6.04	7.13

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

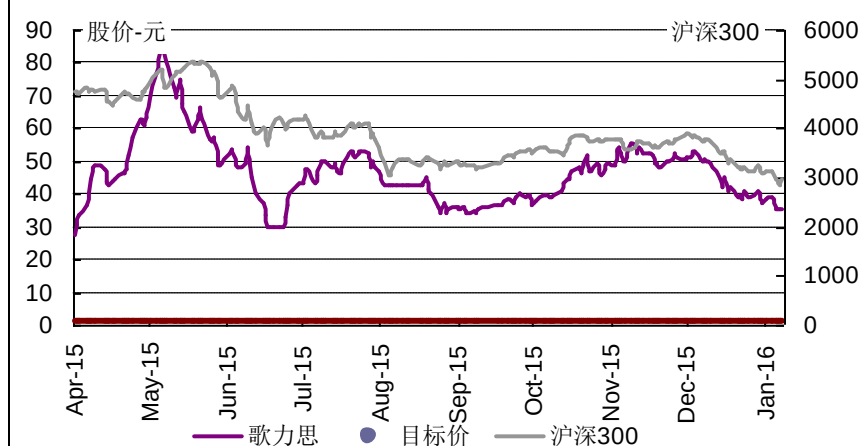
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李婕，东华大学（原中国纺织大学）博士，拥有 10 多年从业经验，2006、2007 年新财富纺织服装行业最佳分析师，2008 年起任职某基金研究副总监，2010 年 10 月重新加盟光大证券，兼具纺织服装背景及买方经验，2011-2015 年获得新财富最佳分析师纺织服装行业第 1、1、3、1、1 名。

投资建议历史表现图

歌力思 (603808)



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标价	评级
2015-04-09	27.59	29.10	买入
2015-08-11	52.85	60.00	买入
2015-09-09	42.76	60.00	买入
买入—	增持—	中性—	
减持—	卖出—		

行业及公司评级体系

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。

市场基准指数为沪深 300 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。

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。公司经营业务许可证编号：z22831000。

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，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。

本证券研究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。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

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。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐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，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	严非	021-62152373	13611990668	puwn@ebscn.com
	周薇薇	021-22167101	18621181721	jishuang@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebscn.com
	李强	021-22169131		liqiang88@ebscn.com
	张弓	021-22169083		zhanggong@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebscn.com
	濮维娜			
北京	计爽			
	郝辉	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebscn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebscn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebscn.com
深圳	朱林			
	黎晓宇	0755-83553559	-	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋		-	wangyuanfeng@ebscn.com