

歌力思（603808）：多品牌发展战略，打造中国高端时尚集团

核心提示

歌力思是国内高端女装领先品牌，成立以来专注于高级时装发展。主要经营自主高端女装品牌歌力思 ELLASSAY和线上品牌唯颂 With Song，于2015年开始陆续引入德国高级女装品牌 Laurèl、收购美国轻奢潮流品牌 Ed Hardy 以及控股法国轻奢设计师品牌 IRO，并且收购百秋网络拓宽公司现有品牌网络销售和品牌推广渠道，试图打造中国高端时尚集团。

面对消费者需求日趋多元化和个性化，单一品牌发展面临天花板，多品牌集团化经营将是我国服装品牌企业的发展趋势。因此公司通过并购国际高端轻奢品牌拓展自身品牌矩阵，重视将外部品牌引入后转为各品牌的内生增长，以便于形成协同效应使公司在渠道、运营以及供应链端更具优势。

金文曦
021-3383 0502
wxjin@cebm.com.cn

陈大鹏
021-3383 0502
dapengch@cebm.com.cn

感谢实习生张涵对本报告的帮助

报告摘要

● 收购国际高端轻奢品牌，拓展品牌矩阵

公司引入品牌 Laurel、Ed Hardy、IRO 均定位于高端、轻奢，与公司原有的高端女装品牌定位类似，在市场渠道、品牌营销、供应链、运营管理等多方面存在协同效应，全面提升上市公司的市场竞争力。并且通过引入具有“泼墨、刺青、街头”特点的美国轻奢时尚潮牌 Ed Hardy 和街头简约风格法国轻奢设计师品牌 IRO 等品牌，为公司主品牌歌力思注入了不同风格的时尚元素，丰富了上市公司盈利增长点，增强公司盈利能力的可持续性和稳定性。

● 电商代运营潜力巨大，百秋线上多角度护航

百秋电商帮助歌力思旗下品牌进行线上运营与渠道拓展，并助力公司寻找国际品牌合作机会。（1）借助百秋电商专业的线上代运营服务开拓旗下品牌线上渠道；（2）助力歌力思寻求与国际时尚品牌合作的机会并不断挖掘适合公司战略目标的收购标的；（3）积极以线上试验田寻觅品类拓展机会。

● 注重门店布局，渠道质量持续提升

公司采取直营和分销相结合的销售模式，营销网络覆盖全国，门店资源丰富，主要位于城市核心商圈内的商场或购物中心。通过对现有部分店铺升级改造以及逐步淘汰与品牌形象定位不符的店铺，门店质量将持续提升。

一、收购国际高级轻奢品牌，拓展品牌矩阵

歌力思未来的战略目标是成长为“中国高级时装集团”，意在将歌力思多年的品牌管理经验、渠道资源和营运经验，通过共享群体，来达到多品牌协同发展的目的。在当前经济形势下，通过外部并购方式实现多品牌集团的目标更为有效。公司的收购原则体现为：一是与现有品牌有明显的协同；二是品牌的核心管理团队有独立运营能力；三是有业绩增长的空间，有望成为所在领域的主导。

公司有计划分层次的推动该战略目标的实现，积极物色和挖掘符合该战略定位的高级品牌，通过引进和融入时尚体系，不断扩展公司的版图。

（一）德国高级女装品牌Laurèl：美观舒适国际高档女装

2015年9月6日，歌力思出资1118万欧元收购东明国际投资香港有限公司100%股权，该公司拥有Laurèl品牌在中国大陆地区的商标所有权及使用权。

Laurèl品牌定位为国际二线高档女装，定位高于歌力思，于1978年在慕尼黑创立，原为德国三大著名奢侈品牌之一的ESCADA旗下品牌。Laurèl品牌定位在25-45岁女性，主要面向严谨、积极、自信的女性，设计以女性的柔美为主，秉承的热爱时尚的理念充分体现在其宗旨“观赏、感知和热爱”（see, feel, love），其系列产品表现出目标群体的生活方式：女性化与时代感，传达出“奢华的舒适”，展示出现代女性身上的现代感。目前在全球30多个国家，设有1000多个销售点。

Laurèl的引入与公司现有高级女装品牌歌力思（ELLASSAY）的渠道和品牌推广提升形成良好的优势互补，同时，公司在设计研发、营销体系和供应链体系的优势亦可有效提升Laurèl在中国的盈利能力。公司与LAURÈL GMBH在产品的设计研发、生产制造、品牌推广等领域的深入合作将给Laurèl品牌的发展创造更好的条件，引入Laurèl品牌对公司实现“中国高级时装集团”的战略目标有直接的推动作用。

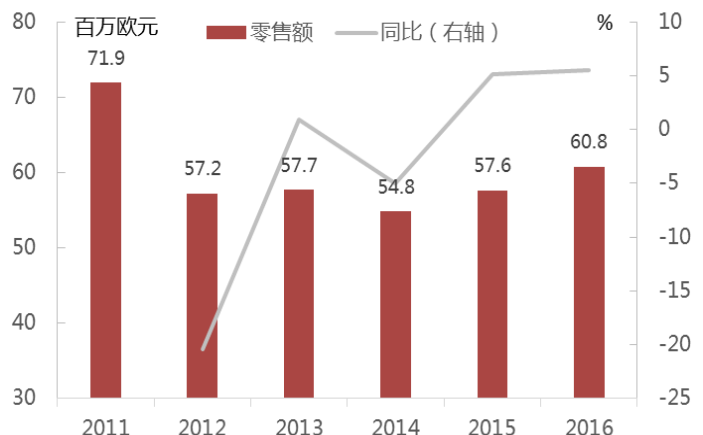
目前Laurèl品牌拥有17家终端店铺，店铺主要集中在一、二线城市，2017年公司会加大Laurèl的开店力度，主要在购物中心，持续开设专卖店，逐步提高该品牌的城市覆盖率。从近几年Laurèl品牌的销售额表现来看，2015年销售开始出现回升，并且保持5%左右水平稳步增长，说明Laurèl业务稳步提升，未来业绩值得期待。

图表 1：Laurèl 在中国首秀



来源：互联网资料整理，莫尼塔研究

图表 2：2011-2016 年 Laurèl 零售额



来源：Euromonitor，莫尼塔研究

（二）美国轻奢潮流品牌Ed Hardy：星界时尚国际潮牌

2016年4月，歌力思旗下全资子公司东明国际以 2.4 亿元人民币完成对唐利国际 65% 股权的收购，7 月歌力思通过东明国际支付等值于 5550 万元人民币的港币继续收购唐利国际 15% 的股权，东明国际累计持有唐利国际 80% 的股权。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是美国轻奢潮流品牌，于2004年由Christian Audigier在美国创立，客户群涵盖3-30岁人群（含童装），价位低于高端女装，以街头文化的时尚风潮赢得众多明星喜爱。Ed Hardy品牌特色鲜明，“朋克元素、街头文化、刺青艺术”构成品牌三原色。产品经常使用刺绣、水洗、泼墨等技巧，营造出颓废而糜丽的感觉，再结合出自于Tattoo大师手笔的飞鹰、猛虎、骷髅等纹身图案，制作出一系列具有美国摇滚精神的潮流时装，深受海内外明星喜爱。

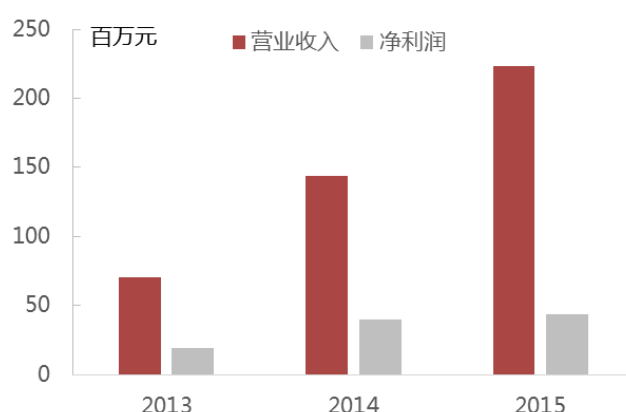
Ed Hardy 的引入将注重独特与个性的年轻群体纳入到了公司目标客户群体中，提高了公司在轻奢潮流服饰市场的占有率。公司在轻奢潮流服饰市场的占有率进一步扩大，增强了公司在该领域的控制力。伴随着唐利国际多个品牌的持续快速发展，公司在管理、经营、财务方面的效率将比收购发生前有较大提升，并为公司今后的收购奠定良好的协同基础，**对公司实现“中国高级时装集团”的战略目标有直接的推动作用。**

图表 3：Ed Hardy 产品充满潮流感



来源：百度图片，莫尼塔研究

图表 4：2013-2015 年唐利国际营收及利润情况



来源：公司公告，莫尼塔研究

唐利国际在中国大陆及港澳台地区销售增速较快，其2015年的净利润为4391.72 万元人民币。目前 Ed Hardy 在中国已开设店铺 116家，主要集中在核心商圈的购物中心和重要商场，未来三年 Ed Hardy 将开店至300家左右，将轻奢潮流文化推广到更大的目标市场。该品牌已经逐渐成为公司业绩增长的重要驱动力，**2016年 Ed Hardy 及 Ed Hardy Skinwear 实现营业收入2.43亿元，同比增长70%以上，未来仍将持续健康增长。**

（三）法国轻奢设计师品牌 IRO：多元素街头时尚风格

2016年5月，歌力思出资2.45亿元持有前海上林49%的股份，6月又以7900万元对价购买复星长歌持有前海上林的16%的股份，累计持有前海上林65%的股份，取得前海上林的控股权。前海上林持有ADON WORLD的57%股权，而ADON WORLD持有IRO公司的 100%股权。通过本次交易，歌力思通过ADON WORLD间接取得IRO公司的控股权，并且与IRO公司创始团队达成共识，计划收购完成后对IRO进行整合，在 IRO公司创始团队三年锁

定期内，逐步完善内控、财务、设计、运营和供应链系统

IRO是法国轻奢设计师品牌、高端休闲品牌，定位25-45岁客户群，设计理念为“street girls & fashionable women”，追求街头情怀的法式简约风格。IRO由 Laurent 和 Arik Bitton 两兄弟于2004年创立，2004年成立女装品牌，2011年增设男装线，实现品类外延，深化品牌价值。IRO品牌定位于中高端，通过采用旧皮革、羊绒和丝绸等，打造街头朋克风格与巴黎时尚灵感相结合的系列。IRO的服装和饰品设计辨识度强，酷感十足的皮制品、夹克、连衣裙及休闲T恤尤受欢迎。IRO近年来一直受到时尚界追捧，深受Justin Bieber、Taylor Swif等诸多明星和时尚博主的喜爱，被称为当前法国不能错过的十大设计师品牌之一。

图表 5：IRO 营收及利润情况（单位：万元）

	2014	2015	同比增长(%)
营业收入	41900	42424	1.25
营业利润	7318	7431	1.55
利润总额	7109	7323	3.00
净利润	4310	4608	6.93

来源：公司公告，莫尼塔研究

图表 6：IRO 渠道情况

分销商类别	2014	2015
独家分销商	9	11
渠道代理商	262	256
多品牌买手客户	153	141
折扣零售商	6	4
合计	430	412

来源：公司公告，莫尼塔研究

从去年IRO公司收入、利润等表现来看，2016年1-9月IRO公司的营业收入约为3.7亿人民币，较2015年收入情况有所提高；2015年营业收入较2014年上升了1.25%，净利润上升6.93%，收入利润等均表现良好。目前，IRO在中国的首家终端店铺已于2017年4月在上海港汇广场正式开业，预计未来有较大增长空间。

收购IRO有助于公司拓展欧美、亚洲等市场，提高知名度和竞争力，进一步深化在高端服装品牌领域的布局。目前IRO已经成长为一个国际品牌，不仅在其诞生地法国取得了良好的发展，并且已进入美国、德国、英国、西班牙、丹麦、韩国等多个国家和地区，在法国、美国、韩国尤其具影响力。

二、电商代运营潜力巨大，百秋线上多角度护航

2016年8月5日，歌力思以2.78亿元收购百秋网络75%股权，同时通过百秋网络间接控制百秋网络的全资子公司百秋电商。百秋网络承诺2016-2018年净利润分别不低于3500/4200/4800万元。

百秋电商是专业从事电子商务代运营业务的服务公司，专注于中高端国际时尚品牌电子商务业务的一站式代运营服务，包括运营策划、数字营销、商品规划、商品拍摄、视觉设计、CRM、客户服务及仓储物流等。

百秋电商所运营的品类包括服装服饰、箱包、鞋类，在时尚品牌运营上积累了丰富的经验，其所运营的服装服饰类及轻奢品类目前发展较快。成功运营的品牌有服装类的 Sandro、Maje；服饰类的潘多拉（PANDORA）、FOSSIL；箱包类的 ELLE、Kipling、LeSportsac、Delsey；鞋履类的 Achette、GEOX、C.P.U 等多个国际知名品牌。且持续在筛选适合其定位的国际品牌不断加入。

此外，百秋网络及百秋电商拥有专业的 IT 研发和维护团队，能够与电商平台、品牌方ERP以及第三方物流公司进行数据对接和共享，通过对数据的精准分析，对运营效率和专业性提供有力的支撑。百秋与天猫、1号店、京东等电子商务平台建立了战略合作关系，通过在其平台的入驻和运营建立了紧密的合作，并取得双赢的成果。2015

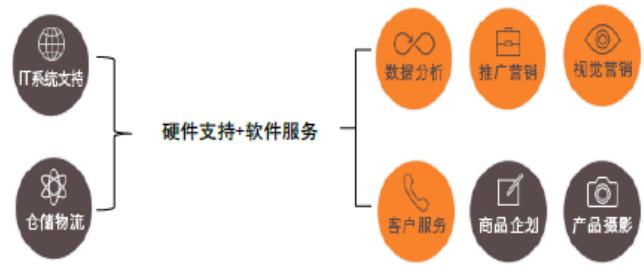
年百秋整体GMV达4.5亿人民币。2013-2015年百秋网络连续六次获得了天猫授予的“金牌淘拍档”称号、并于2016年被评为天猫“五星服务商”（全国仅8家获评）。

图表7：百秋电商合作品牌



来源：公司官网，莫尼塔研究

图表8：百秋电商提供的服务

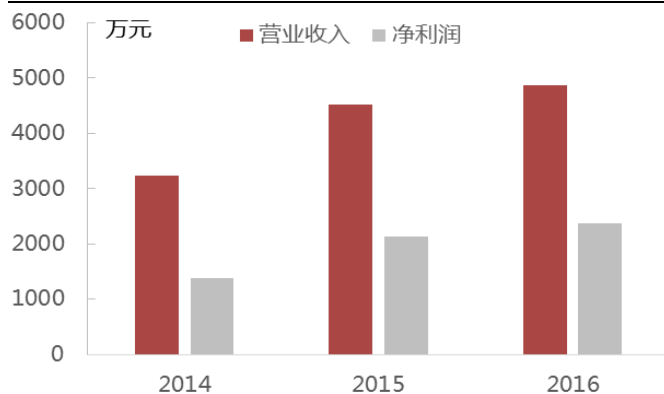


来源：公司官网，莫尼塔研究

品牌电商作为国外知名时尚品牌进入国内市场重要的载体，其对国内线上专业的服务需求与日俱增。2016年品牌电商服务市场GMV总体达到66亿规模，同比增长44%，值得注意的是，其中80%以上的需求主要着眼于电商代运营这项服务内容。

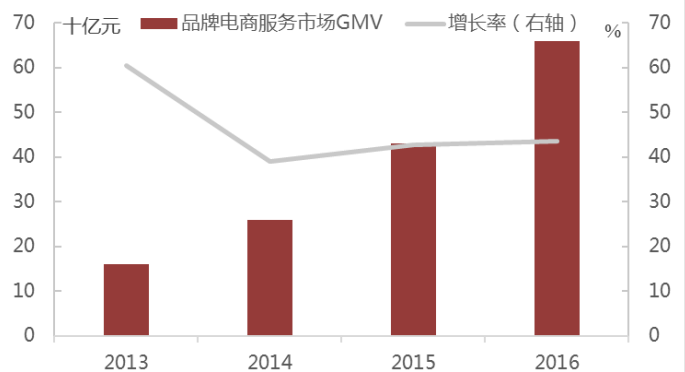
电商代运营服务费的收取主要有基础服务费和GMV扣点两种模式。百秋电商收入模式以扣点为主，收取行业平均扣点率，主要代理二线品牌，扣点相对较高。公司采用轻资产运作模式，为服务提供商而非经销商，无需自主备货、库存风险为零；主要费用是人力成本（占70%以上），而广告支出之类的成本由客户承担，无销售费用成本。百秋电商2015年收入4530万元，同比增长40%；净利润2134万元，同比增长55%；净利率高达47%。

图表9：百秋电商营收及利润情况



来源：公司公告，莫尼塔研究

图表10：品牌电商服务需求旺盛



来源：Wind，莫尼塔研究

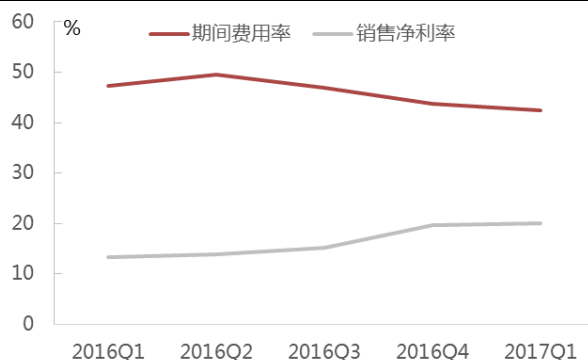
收购百秋电商能够帮助歌力思旗下品牌进行线上渠道拓展，并助力歌力思寻找国际品牌合作机会。（1）歌力思当前渠道主要以线下为主，未来歌力思将借助百秋电商专业的线上代运营服务开拓旗下品牌线上渠道。（2）百秋电商专注于国际中高端品牌的电商运营，并与多个高端品牌建立良好的关系，可以帮助歌力思寻求与其合作的机会，可以帮助公司了解服饰外其他品类国际品牌的发展态势，不断挖掘适合公司战略的目标和可收购的标的。（3）百秋电商通过与其他品牌商合作协同目前歌力思品牌线上试运营，寻觅集团除高端服饰以外的品类延展机会，丰富高端产品链，以帮助公司构建类似LVMH时尚集团向未来多品类发展布局。

图表11：公司各品牌盈利情况（单位：万元）

品牌	营业收入	营收占比(%)	毛利率(%)
ELLASSAY	79660	74.5	70.8
Laurèl	2958	2.8	85.1
Ed Hardy&Ed Hardy Skinwear	24341	22.8	71.8
合计	106959	100	71.4

来源：公司年报，莫尼塔研究

图表12：公司期间费用率和净利率情况



来源：Wind，莫尼塔研究

从品牌贡献来看，公司自有女装品牌歌力思Ellassy目前仍是收入和净利的主要贡献者，2016年Ellassy营业收入占比达74.45%，毛利率为70.8%（较上年上升了1.1个百分点）。2015年收购的德国品牌Laurèl营收占比最低，但毛利率最高，Ed Hardy及子品牌Ed Hardy Skinwear毛利略高于自有品牌。IRO在中国的首家终端店铺4月已正式开业，其业绩将于2017年并表。Laurèl目前占比不高，规模还没有做大，但随着中国市场的不断开拓，未来公司毛利仍有增长空间。

随着收购唐利国际、百秋网络合并财务报表，规模效应逐步体现，2016Q2以来销售费用率持续下降，2017Q1相较于2016Q1下降了4.77个百分点；另一方面标的陆续并表收入规模明显扩大，2016Q1以来持续上升，至2017Q1，净利率已突破20%。

三、注重门店布局，渠道质量持续提升

公司采取直营和分销相结合的销售模式，营销网络覆盖全国，门店资源丰富，主要位于城市核心商圈内的商场或购物中心。截至2016年末，ELLASSAY 在全国已开设341家店铺，与2015年底相比少6家；Ed Hardy及子品牌Ed Hardy Skinwear自2016年4月30日起纳入公司合并范围，截至2016年末在中国大陆及港澳台地区共开设店铺116家；Laurèl 于2016年4月开设首家门店，截至2016年末已有17家店铺。

图表 13：公司部分品牌门店形象



来源：互联网资料整理，莫尼塔研究

图表 14：公司各品牌门店数量

品牌	门店类型	2015年末	2016年末
ELLASSAY	直营店	161	169
	代理商店	186	172
Laurèl	直营店	0	14
	代理商店	0	3
Ed Hardy&Ed Hardy	直营店	16	23
	代理商店	63	93
合计		426	474

来源：公司公告，莫尼塔研究

公司主品牌Elassay目前直营店和分销店接近1:1，Laurèl品牌直营店占80%以上，而Ed Hardy及子品牌Ed Hardy Skinwear分销店较多。直营店由于拿货成本可控，毛利率有提高的空间；而经销商拿货通常都有折扣，合作时间越长折扣越大，很难再提高毛利率。**高端女装出现直营化趋势，直营店一般开在一二线城市的核心商圈，三四线城市大多是分销店。**

公司通过对现有部分店铺升级改造以及逐步淘汰与品牌形象定位不符的店铺，门店质量将持续提升。伴随业务的不断扩张，未来公司对渠道的议价能力有望进一步增强，与渠道的合作也将更趋向战略合作，有助于在竞争激烈的核心商圈争取到更符合品牌定位的高质量门店位置。

综上所述，公司未来战略目标是成长为“中国高级时装集团”，围绕这个目标，公司持续并购优质国际高级轻奢品牌或潮流品牌，促成其在集团层面各自发展壮大，以便于产生巨大协同作用；同时不断提升门店质量；并且收购电商代运营企业百秋电商，为公司注入互联网基因，整合线上线下业务渠道，通过百秋寻求与其他国际高级时尚品牌合作的机会。

1) 从单一品牌向更多细分市场品牌布局

目前歌力思已经在高级时装领域布局了自主线下高级女装品牌 Elassay、线上高级品牌唯颂 With Song、德国高级女装品 Laurèl、美国轻奢潮流品牌 Ed Hardy 以及法国轻奢设计师品牌 IRO。公司通过现有各领域的资源和经验积累，为引进的品牌提供对其发展有利的强大支持，先投入资源推动旗下各品牌独立发展，后实现优势互补，使得各自品牌对应的客群和资源充分衔接并挖掘需求。

2) 借专业线上运营经验协同全渠道、多维度渗透

2016年，公司完成了对电商代运营企业百秋网络的收购，并借助其互联网运营能力拓宽公司现有品牌网络销售和品牌推广渠道。未来公司仍将积极利用互联网营销渠道，深入挖掘百秋网络与各品牌之间的协同效应，构建线上与线下多渠道销售模式，增强公司盈利能力的可持续性和稳定性，未来有望借助其资源优势，推进线上线下业务协同发展。有望助力公司对接更多国际品牌资源、发掘合作机会。

3) 由单品类高端女装延伸触角至多品类时尚服饰

公司通过收购国际品牌丰富公司产品调性和品类，收购百秋电商为公司注入互联网基因，并且于2016年2月联手复星集团设立时尚产业基金，复星集团拥有丰富的时尚界投资经验，曾成功投资珠宝品牌 Folli Follie。未来公司将利用多年对服装品牌的运作经验、复星集团在时尚行业的丰富资源以及通过百秋电商与国际品牌商接轨，向服饰之外的高端消费相关产业延伸，丰富产品品类，实现品类扩张。

图表 15：歌力思概况

公司	所属板块	主营业务	近期发展情况
歌力思	服装	高端女装、女鞋	2017 Q1 实现营业收入 3.40 亿元，同比增 88.37%；归母净利 6031 万元，同比增 153.15%；毛利率 72.70%，同比升 4.38pct。主品牌在净关店 11 家的情况下实现 13.85%的超预期增长。

来源：Wind,莫尼塔研究

图表 16：歌力思市场表现（以 2017.6.21 收盘价估算）

证券名	代码	PE				EPS				收盘价 元	市值 亿元
		TTM	2017E	2018E	2019E	TTM	2017E	2018E	2019E		
歌力思	603808	32.49	27.08	21.31	17.47	0.90	1.08	1.38	1.68	29.36	76.18

来源：Wind,莫尼塔研究

公司未来可能存在的风险

不能准确把握时装流行趋势；宏观经济影响业绩下滑

近期报告

- 2017年6月8日 线上消费月度报告-2017年5月线上消费回暖任重道远
- 2017年5月9日 消费行业高Beta与上升的无风险收益率难以长期共存
- 2017年5月9日 线上消费月度报告-2017年4月线上消费复苏契机闪现
- 2017年4月11日 线上消费月度报告-2017年3月线上消费复苏动力不足
- 2017年4月5日 集成灶专题研究：星星之火，燎原之势
- 2017年3月22日 公司点评-华侨城-从地产到旅游
- 2017年3月20日 快评-寻找社会零售品销售总额的锚
- 2017年3月14日 快评-消费行业与地产“产业链”
- 2017年3月8日 线上消费月度报告-2017年2月线上消费增速初现回稳
- 2017年2月22日 简评-汇率和油价对于航空公司净利润的影响
- 2017年2月21日 简评-青岛啤酒的股份归属
- 2017年2月15日 线上消费月度报告-2017年1月线上消费高增速逐步回落
- 2017年2月14日 增长还是企稳？-分析2016年出生人口数据（一）
- 2017年1月25日 际华集团（601718）调研纪要：定增助力央企混改，现代服务业布局协同主业发展
- 2017年1月23日 朗姿股份（002612）调研纪要：医美品牌+技术布局完善，携手婴童+美妆构建泛时尚生态圈
- 2017年1月13日 线上消费月度报告-2016年线上销售额同比增速和价格齐降
- 2017年1月10日 空气净化器专题研究：新国标推动行业健康成长，普及率低内需广阔
- 2017年1月5日 12月PMI暗示消费行业成本压力
- 2016年12月26日 轻纺城（600790）公司调研纪要：供应链金融布局伊始，财务投资带动利润增长
- 2016年12月21日 嘉欣丝绸（002404）公司调研纪要：仓储基地助力供应链金融，智能工厂集联动外贸服务平台
- 2016年12月13日 11月线上销售同比增速减、价格升
- 2016年11月25日 电魂网络（603258）新股调研报告：精品研发和爆款运营结合，资源整合出海
- 2016年11月17日 电商专题研究系列：“双十一”消费新趋势开启新零售征程
- 2016年11月9日 10月线上消费出现分化：电器服装升、酒类降
- 2016年11月1日 电商专题研究系列：“双十一”常态化演进——新零售变革
- 2016年10月8日 消费热点迭出，地产相关消费全面升温
- 2016年9月26日 线上消费新趋势：调整中的繁荣

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

上海(总部)

地址：上海市浦东新区银城中路168号
上海银行大厦21楼
邮编:200120
电话：+86 21 5116 7173
传真：+86 21 5116 5116

北京

地址：北京市西城区西直门外大街1号
西环广场T3座7层B1-B6创新商务中心
1801室
邮编：100044
电话：+86 10 8104 8010
传真：+86 10 8104 8009

纽约

地址：纽约市曼哈顿区第五大道535号
12楼
邮编：10017
电话：+1 212 809 8800
传真：+1 212 809 8801

<http://www.cebm.com.cn>
Email:cebm@cebm.com.cn