

业绩高增+战略明确，本土高级时装集团呼之欲出

——歌力思 (603808.SH) 深度报告

公司深度

◆公司概况：立足本土高端女装、发展国际并购打造时尚集团

公司成立于1999年，主品牌歌力思发展20年在研发设计、品牌形象等方面沉淀了日渐扎实的高端女装品牌运营能力。2015年上市后推进多品牌战略，小试牛刀6次并购，目前已完成收购德国高端女装品牌 Laurel、美国轻奢潮牌 Ed Hardy、法国轻奢设计师品牌 IRO、东西方元素结合的设计师品牌 VIVIENNE TAM 四个新品牌（仍有比利时设计师品牌收购进行中），以及线上代运营商百秋网络。品牌矩阵日趋完善，线上线下渠道打通，多品牌梯次爆发、剑指“具备国际竞争力的本土高级时尚集团”。

◆短期看点：主品牌内生突出+新进品牌不断成长，促业绩表现亮眼

2011~2017年公司收入自4.99亿增至20.53亿、复合增速26.58%，归母净利润自0.97亿增至3.02亿、复合增速20.92%，业绩维持较高增速。

2016年以来公司业绩增长提速，17年、18H1收入分别同比增81.35%、39.15%，主要为品牌回暖以及收购品牌陆续并表共同贡献。其中，主品牌好转主要系行业调整到位、回归良性增长背景下，产品、服务、渠道等多方面升级显效，促17年、18H1主品牌店效增23%/10.3%，内生增长突出；新进品牌方面，Ed Hardy、IRO并表时已有基础、增厚业绩，Laurel/VIVIENNE TAM国内逐步落地、发展潜力大，百秋网络持续健康增长。新进品牌的健康表现亦促公司业绩持续增长。

◆长期看点：轻奢行业空间广，公司借鉴龙头经验、多品牌战略初步显效

我国轻奢市场发展滞后于美日、但目前增速较高，预计年复合增速10.28%，本土品牌存在品类差异化竞争机会。我们对多品牌战略践行较为成功的国外龙头公司LVMH、Kering经验进行抽丝剥茧，认为多品牌战略是时尚集团做大做强必经之路，并可避免单一品牌业绩波动、分散风险。

歌力思通过国际并购坚定推进国际化多品牌战略，目前来看收购品牌投后运营良好，开店和业绩表现符合预期，如Ed Hardy持续健康增长并推出副牌X，Laurel已于2017年实现盈亏平衡等。同时，公司多品牌运营效益初步释放，在费用率、人效等方面已有所体现。

◆盈利预测及估值

公司是国内高端女装行业的佼佼者，坚持以打造“有国际竞争力的高级时装品牌集团”为目标，集团化管理能力较强，多品牌战略推行顺利，协同效应预计逐步体现。主品牌歌力思于16Q4回暖后内生增长稳健，新品牌Laurel、Ed Hardy、IRO、VT等加速扩张、健康成长。维持公司2018-2020年EPS为1.10/1.37/1.65元，对应18年PE15倍，短期回购方案提振信心，维持“买入”评级。给予2018年21倍PE估值，目标价23.10元。

◆风险提示：经济下行与消费疲软、新品牌推广不及预期、并购整合不当。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,132	2,053	2,505	2,985	3,491
营业收入增长率	35.53%	81.35%	22.00%	19.18%	16.94%
净利润(百万元)	198	302	371	460	557
净利润增长率	23.84%	52.72%	22.88%	23.92%	20.94%
EPS(元)	0.59	0.90	1.10	1.37	1.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.39%	14.59%	15.77%	17.14%	18.05%
P/E	28	19	15	12	10
P/B	3.2	2.7	2.4	2.1	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2018年9月17日

买入(维持)

当前价/目标价：16.68/23.10元

目标期限：12个月

分析师

李婕(执业证书编号：S0930511010001)

021-22169107

lijie_yjs@ebscn.com

孙未未(执业证书编号：S0930517080001)

021-22169124

sunww@ebscn.com

市场数据

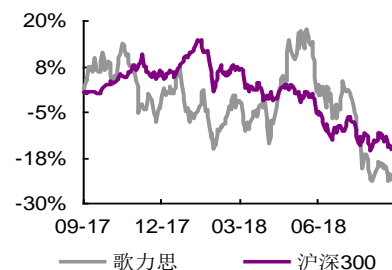
总股本(亿股)：3.37

总市值(亿元)：56.21

一年最低/最高(元)：16.23/26.50

近3月换手率：35.22%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.07	-12.40	-12.44
绝对	-1.12	-27.01	-28.79

资料来源：Wind

相关研报

业绩表现突出，品牌协同逐步体现、长期做大可期——歌力思(603808.SH)2018年中报点评

.....2018-08-23
主品牌内生优秀、新品牌健康成长，多品牌成长路径不断践行——歌力思(603808.SH)2017年年报及2018年一季报点评

.....2018-05-01
Q3主品牌表现靓丽，多品牌集团羽翼渐丰
.....2017-11-01

投资聚焦

关键假设

我们对公司不同品牌的发展动力进行拆分：1) 主品牌将保持稳健增长，体现在内生同店增长贡献为主导，渠道数量预计企稳略增；2) 小品牌中，Ed Hardy 保持快速增长，其他小品牌 Laurel、IRO、VT 在国内稳步扩张，带来新增长点。百秋网络继续稳健增长。

预计随着品牌和业务结构变化，毛利率呈现稳中略降；多品牌战略发挥协同效应，管理优势凸显，促销售和管理费用率有所下行。

创新之处

我们从短期和长期两个视角分析公司的发展亮点、并深入探讨其背后逻辑。其中，短期亮点在于行业调整到位背景下公司经营能力跑赢同业、从而促好转的节奏和幅度领先。长期亮点在于公司坚定不移通过国际并购实施多品牌战略，执行力强，而对比国外龙头公司 LVMH、Kering，均通过收购（包含出售）实现了业务的拓宽和转型，对公司的发展战略有一定借鉴意义。

股价上涨的催化因素

主品牌内生同店增长超预期；

新品牌开店的效果和进展好于预期；

多品牌协同效应得到发挥，促公司经营效率明显提升、渠道议价能力明显加强等；

新的外延并购事项推出。

估值与目标价

我们预计公司 2018/19/20 年收入同增 22.0%、19.2%、16.9%至 25.05 亿元、29.85 亿元、34.91 亿元，归母净利润同增 22.9%、23.9%、20.9%至 3.71、4.60、5.57 亿元。预计 2018-20 年 EPS 为 1.10/1.37/1.65 元。

绝对估值 DCF 预计公司合理价格为 28.47 元，相对估值给予公司 18 年 21 倍 PE、相应价格为 23.10 元。我们给予公司目标价 23.10 元，维持“买入”评级。

目 录

前言	7
1、 公司概况：主品牌积淀深厚、新品牌蓄势待发	8
1.1、 主品牌：20 余年积累高端女装品牌运营能力	8
1.2、 新品牌：收购扩充品牌矩阵，完善线上线下布局	9
1.2.1、 并购历程：2015 年上市后推进多品牌战略、执行力强	9
1.2.2、 品牌矩阵：定位轻奢扩客群	10
1.3、 团队：股权集中、激励充分	11
2、 短期看点：业绩亮眼，增长驱动力强	13
2.1、 业绩表现：主品牌持续好转、新品牌成长性高	13
2.1.1、 主品牌：16Q4 开始回暖，至今保持良性增长	14
2.1.2、 新品牌：国内布局加强，潜力充足	15
2.2、 背后逻辑：行业调整到位向好+公司经营能力突出	17
2.2.1、 行业端：调整到位、回归良性增长	17
2.2.2、 公司端：产品革新+服务升级	19
3、 长期看点：从国际经验再看歌力思长期发展战略	20
3.1、 行业：轻奢行业发展迅猛，多品牌战略大势所趋	20
3.1.1、 发展形势：我国轻奢行业发展后于美日、增速较高	20
3.1.2、 竞争格局：中国的本土轻奢品牌具备差异化发展机会	22
3.2、 国际龙头经验：品牌并购助做大，多品牌战略促成长	24
3.2.1、 多品牌战略是集团做大的重要途径	24
3.2.2、 LVMH：“只要最高贵”，并购铸造的奢侈品龙头	26
3.2.3、 Kering：资产买卖助力转型、收购策略更为亲民	31
3.2.4、 借鉴意义：定位轻奢+践行多品牌战略具备长期合理性	39
4、 财务分析：业绩增长健康、结构多元	40
4.1、 公司层面：业绩中高速增长，协同效应初步体现	40
4.1.1、 财务指标：多方面良性增长	40
4.1.2、 协同效应：费用率和人效端初步显效	43
4.2、 同业比较	45
4.2.1、 品牌结构：多梯度小品牌快速成长、占比逐步提升	45
4.2.2、 渠道情况：店铺调整相对温和，单店效益较高	46
4.2.3、 财务指标：收入利润稳步增长、盈利能力和营运能力同业领先	47
5、 盈利和估值	49
5.1、 盈利预测	49
5.2、 相对估值	52
5.3、 绝对估值	52
5.4、 投资评级	54
6、 风险提示	54

图表目录

图 1：歌力思概览	7
图 2：创始人及其一致行动人持股接近 60%	12
图 3：2011 年~2018H1 主品牌营业收入及增速	14
图 4：2011 年~2018H1 主品牌毛利率	14
图 5：2011 年~2018H1 主品牌店铺数量及增速	15
图 6：2011 年~2018H1 主品牌单店店效及增速	15
图 7：2012~2018H1 高端女装品牌收入同比增速比较（%）	15
图 8：主要高端女装公司主业/主品牌店效对比	15
图 9：2016~2018H1 Ed Hardy 品牌（含 X）收入情况	16
图 10：2017 年高端女装代表公司研发费用率	18
图 11：2017 年高端女装代表公司直营收入比例	18
图 12：2011-2018H1 主要高端服饰类公司主业收入同比增速（%，扣除并表影响）	18
图 13：2011~2018H1 主要高端服饰类公司主业毛利率（%，扣除并表影响）	18
图 14：奢侈品市场结构的变化	20
图 15：中美日轻奢行业发展阶段示意	21
图 16：中美日人均 GDP（美元）对比	22
图 17：MK 公司收入品类结构（2018 财年）	23
图 18：2017 年歌力思分品类收入	23
图 19：2017 年维格娜丝分品类收入	23
图 20：2017 年安正时尚分品类收入	23
图 21：国外品牌偏好度降低，尤其是服装、化妆品等	23
图 22：高端消费品公司当前市值（亿美元）	24
图 23：高端消费品公司最新财年收入（亿美元）	24
图 24：LVMH 在中、日、美三国奢侈品零售市占率	25
图 25：Kering 在中、日、美三国奢侈品零售市占率	25
图 26：LVMH 旗下五大部门重点品牌	25
图 27：Kering 品牌矩阵及代表性品牌介绍（2017 年）	26
图 28：LVMH 并购历程	27
图 29：2000-2018H1 年 LVMH 收入分拆（百万欧元）	28
图 30：2000-2018H1 年 LVMH 各业务收入占比	28
图 31：2000-2018H1 年 LVMH 各业务增速	28
图 32：LVMH 股价表现和驱动因素（欧元，截至 2018/9/12）	29
图 33：LVMH 主要发展阶段划分	29
图 34：LVMH 历年毛利率波动上升	30
图 35：LVMH 历年净利率趋于稳定	30

图 36 : LVMH 历年存货周转率更加稳定	30
图 37 : LVMH 历年存货规模与增速	30
图 38 : LVMH 并购管理流程	31
图 39 : 2004-2018H1 Kering 收入分拆 (百万欧元)	34
图 40 : 2004-2018H1 Kering 各业务收入占比	34
图 41 : 2004-2018H1 Kering 奢侈品与零售业务增速	34
图 42 : 2004-2018H1 Kering 奢侈品收入分拆 (百万欧元)	34
图 43 : 2004-2018H1 Kering 奢侈品各业务收入占比	34
图 44 : 2000-2018H1 Kering 奢侈品收入增速分拆	35
图 45 : 2004-2018H1 Kering 零售收入分拆 (百万欧元)	35
图 46 : 2004- 2018H1 Kering 零售各业务收入占比	35
图 47 : 2000-2018H1 Kering 零售业务收入增速分拆	35
图 48 : Kering 主要发展阶段划分	36
图 49 : Kering 股价表现和驱动因素 (欧元, 截至 2018/9/12)	37
图 50 : Kering1988~2018H1 毛利率、净利率	38
图 51 : Kering1989~2018H1 存货周转率	38
图 52 : YSL2014 年加入摇滚元素, 与原有风格实现差异化	39
图 53 : 2011~2018H1 公司各品牌收入 (百万元) 及增速 (%)	41
图 54 : 2011~2018H1 公司归母净利润 (百万元) 及增速 (%)	41
图 55 : 2011~2018H1 公司毛利率及净利率	42
图 56 : 2011~2018H1 公司费用率	42
图 57 : 2011~2018H1 公司存货及周转率	42
图 58: 2011~2018H1 公司应收账款及周转率	42
图 59 : 2011~2018H1 公司经营活动现金流量净额情况	43
图 60 : 公司职工薪酬相关费用占收入比例 (%)	43
图 61 : 公司渠道相关费用占收入比例 (%)	43
图 62 : 上海 IFC 商场介绍	44
图 63 : IRO 品牌上海 IFC 门店	44
图 64 : 公司近 3 年平均人效变化	44
图 65 : 公司设计研发相关费用及占比变化	45
图 66 : 公司广告宣传费及占比变化	45
图 67 : 主要高端女装公司主品牌渠道数量 (家)	47
图 68 : 主要高端女装公司主品牌单店销售额 (万元)	47
图 69 : 主要高端女装公司营业收入增速	47
图 70 : 主要高端女装公司净利润增速	47
图 71 : 主要高端女装公司毛利率情况	48
图 72 : 主要高端女装公司净利率情况	48
图 73 : 主要高端女装公司存货周转天数	48

图 74：主要高端女装公司存货总额（百万元）	48
图 75：主要高端女装公司应收账款周转天数	48
图 76：主要高端女装公司应收账款总额（百万元）	48
图 77：主要高端女装公司经营活动现金流量净额（百万元）	49
图 78：公司历史 PE-ttm 走势（更新至 2018/9/17）	52
表 1：歌力思品牌概况	8
表 2：歌力思牌子系列概况	8
表 3：歌力思的生产、销售和设计模式	9
表 4：歌力思多品牌路径	9
表 5：公司旗下六大品牌	10
表 6：新品牌调性较高	11
表 7：公司第二期限制性股票激励计划解锁目标	12
表 8：公司各品牌收入、店铺数、毛利率情况	13
表 9：全球轻奢市场不同发展阶段的时间划分与特点	21
表 10：Kering 集团大事记	32
表 11：近期 Kering 品牌出售梳理	33
表 12：Kering 与 LVMH 旗下产品主要价格带对比	38
表 13：YSL 在 Gucci 销量下跌的时候弥补颓势	39
表 14：高端/轻奢品牌多品牌战略的好处	40
表 15：同业公司比较	46
表 16：关键项目预测表	51
表 17：可比公司 PE 比较	52

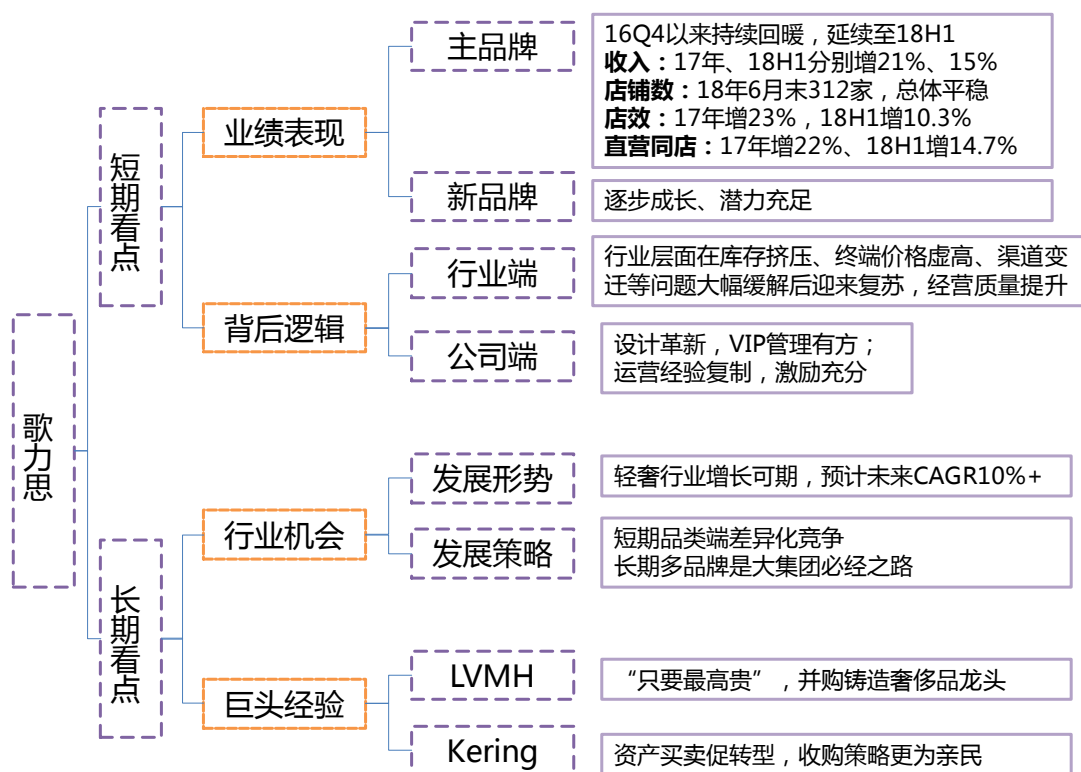
前言

歌力思公司成立于 1999 年，上市于 2015 年，凭借近二十载精耕细作主品牌积累的高端女装运营经验，目前已小试牛刀完成五次并购（还有一次收购比利时设计师品牌 Jean Paul Knott 处于实施过程中），向“有国际竞争力的高级时装品牌集团”的战略目标稳步迈进。公司短期看点在于内生驱动下的业绩增长，长期看点在于多品牌战略带来的广阔前景。

公司业绩稳健增长的背后逻辑在于在行业回暖背景下主品牌因产品及会员服务持续升级、带动内生性增长表现持续突出，新品牌得益于成熟高效的集团化管理模式健康增长，新老品牌均存在较强发展动力。

对国际时尚消费品行业两大巨头 LVMH、Kering 公司的多品牌战略抽丝剥茧后可发现，轻奢行业特点及我国该行业较大的发展空间为本土轻奢集团的崛起提供了丰厚土壤，而在多品牌战略推行上较为卓越的歌力思（并购品牌数量多、次数多、品牌运营较好）更是有望成长为优秀的多品牌轻奢时尚集团。

图 1：歌力思概览



资料来源：公司公告、光大证券研究所

1、公司概况：主品牌积淀深厚、新品牌蓄势待发

公司自 1999 年成立至今、多年发展，主品牌深耕国内高端女装领域，并通过多次并购初步搭建从高端到轻奢定位的多品牌矩阵，愿景为打造“具有国际影响力的中国高级时装品牌集团”。

1.1、主品牌：20 余年积累高端女装品牌运营能力

夏国新先生于 1996 年创立主品牌 ELLASSAY，1999 年创立歌力思公司（目前创始人夫妇持股近 60%，为公司的实际控制人），定位高端女装，秉承优雅、时尚及完美品质的现代都市风格，目前旗下包括正装系列 ELLASSAY、休闲系列 ELLASSAY WEEKEND、高端成衣系列 ELLASSAY FIRST 三大系列及线上品牌唯颂（WITH SONG）。

上市前公司将主品牌做专做精，在高端品牌运营方面积累了丰富的经验，彰显出优秀的运营能力：1) 研发方面，拥有包括前 YSL 产品研发总监 Jean Paul Knott 先生在内实力强大的研发团队；2) 品牌营销方面，借助米兰时装周、纽约时装周、北京太庙大秀等多次大型秀场不断塑造高端品牌形象，并在传统渠道之外注重通过新型营销渠道持续提升品牌影响力。

表 1：歌力思品牌概况

定位	核心价位	倍率	目标消费群
高端女装	2500-5000 元	8 倍左右	35 岁左右、时尚、优雅、讲究生活品质的现代都市女性

资料来源：光大证券研究所

表 2：歌力思牌子系列概况

子系列	创立时间	产品定位
正装系列 ELLASSAY	1996 年	端庄、优雅，适合职场
休闲系列 ELLASSAY WEEKEND	2008 年 7 月	休闲、年轻，适合轻松场合
高级系列 ELLASSAY FIRST	2010 年 3 月	个性、高品质，适合高级社交场合

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

经过 20 多年的发展，主品牌取得了较为稳固的市场地位。据中华商业信息中心，主品牌 ELLASSAY 连续 8 年（2011-2017）位列同类市场综合占有率前十，2017 年位列前三，竞争品牌包括宝姿、玛丝菲尔、雅莹、朗姿、维格娜丝、玖姿等。

经营模式方面，主品牌在生产端采用自制生产、定制生产和委托加工相结合的模式，在销售端采用直营与分销相结合的模式，截止 2018 年 6 月末主品牌 ELLASSAY 拥有直营店 159 家，分销店 153 家，分别占比 51%、49%。

表 3：歌力思的生产、销售和 design 模式

	具体情况
生产模式	采用自制生产、定制生产和委托加工相结合的模式。
销售模式	线下渠道为主，线上渠道为辅，2017 年占收入比重分别为 95.1% 和 4.9%。 线下分为直营和分销，集中在一二线城市的核心商圈。 截止 2018 年 6 月末主品牌 ELLASSAY 拥有直营店 159 家、分销店 153 家。
设计模式	聘请来自法国、意大利、韩国、台湾地区的设计咨询顾问以及韩国版型技术顾问。 聘请 YSL（圣罗兰）12 年产品研发总监、国际服装设计大师 JEAN PAUL KNOTT 先生作为设计顾问。

资料来源：公司公告、光大证券研究所

1.2、新品牌：收购扩充品牌矩阵，完善线上线下载局

1.2.1、并购历程：2015 年上市后推进多品牌战略、执行力强

2015 年，在上交所挂牌上市后，公司提出新的发展战略，以打造中国高级时装集团为目标，通过品牌收购方式逐渐实现多品牌集团化运营，已先后完成收购四个国际时装品牌。

表 4：歌力思多品牌路径

公司	收购股权时间及比例	并表时间	对多品牌战略影响
东明国际	2015 年 10 月收购完成东明国际 100% 股权，收购价格为 1118 万欧元	2015 年 11 月	获得 Laurel 品牌 在中国大陆地区的所有权及经营权，包括但不限于对该品牌在中国大陆地区的独立设立、定价和生产权
唐利国际	2016 年 4 月、7 月分别收购完成唐利国际 65%、15% 股权，收购价格分别为 2.41 亿元、5550 万元； 2017 年 7 月董事会审议通过增持唐利国际股权至 90%，收购价格为 1.54 亿元，目前暂未实施。	2016 年 5 月并入 65% 股权，8 月并入 15% 股权	取得旗下 Ed Hardy 品牌 在中国大陆和港澳台地区的品牌所有权，包括主品牌 Ed Hardy 及副品牌 Ed Hardy Skinwear（后调整为 Ed Hardy X）和 Baby Hardy 等
百秋网络	2016 年 8 月收购百秋网络 75% 股权，收购价格 2.78 亿元	2016 年 9 月	间接控股 百秋电商
前海上林	2017 年 4 月增持前海上林 16% 股权至 65%（前海上林持 ADON WORLD57% 股权，而 ADON WORLD 持 IRO 公司 100% 股权）收购价格为 7900 万元，实现控股	2017 年 4 月	间接取得 IRO 公司 控股权，包括 IRO 品牌的全球经营权
薇薇安谭	2017 年 8 月收购完成薇薇安谭 75% 股权，收购价格为 3700 万元	2017 年 11 月	获得 VT 品牌 在中国大陆地区的所有权
歌诺实业（暂定名）	2018 年 9 月公告拟出资 800 万元，与比利时设计师 Jean Paul Knott（出资 200 万元）成立合资公司歌诺实业	2018 年 9 月公告拟成立合资公司	获得设计师同名品牌 Jean Paul Knott 在大中华区的所有权

资料来源：公司年报、光大证券研究所

通过主品牌运营和兼并收购并举，公司目前拥有中国高级女装品牌“ELLASSAY”（自有品牌）、底蕴深厚的德国高级女装品牌“Laurel”、纹身刺青为品牌图腾的美国轻奢潮牌“Ed Hardy”、爽利酷感的法国轻奢设计师品牌“IRO”、东西方元素结合的美国设计师品牌“VIVIENNE TAM”（简称“VT”）五个定位和风格各异的线下品牌，以及一个线上自有品牌“WITH SONG”，剑指多品牌多品类多风格时尚集团，匹配个性化多元化时尚诉求。同时，公司近期公告拟收购比利时设计师品牌 Jean Paul Knott 在大中华区所有权。

公司新的战略目标是成为“有国际竞争力的高级时装品牌集团”，意在运用歌力思主品牌多年的设计研发经验、品牌管理经验、渠道和供应链资源，逐步实现多品牌集团化协同发展的战略目标。公司未来将不断引入新的品牌和业务，并在收购过程中秉承“数一数二生存原则”，即在标的

选择决策和未来的业务落地后，均以其可能发展为所在细分市场的数一数二地位作为考核标准，严控标的品质。

1.2.2、品牌矩阵：定位轻奢扩客群

针对不同细分客群，公司目前旗下拥有 6 个品牌，优势互补、拓宽客群、补全渠道、调性丰富，推动公司长期稳健发展。目前多个品牌运营的协同效应逐渐显现，业绩增长动力充足。

表 5：公司旗下六大品牌

品牌	歌力思 ELLASSAY	唯颂 WITHSONG	Laurel	Ed Hardy 及 Ed Hardy X	IRO	VIVIENNE TAM
标识						
主力价位 (元)	2500-5000	200-2000	2500-5000	1000-5500	2500-8000	3000-5000
定位	国内高端女装品牌 (高端/正装/休闲)	国内年轻线上女装品牌	德国高级女装品牌	美国轻奢潮流品牌	法国轻奢设计师品牌	美国设计师品牌
目标客户	时尚、优雅、讲究生活品质的现代都市女性	较歌力思更为年轻，更关注时尚度，对款式更新频率和速度有更高的要求	严谨、积极、自信的女性	注重独特与个性，热爱生活并希望创造不同生活亮点的年轻群体	时尚、个性的年轻人群	注重剪裁及设计，追求高品质生活的年轻女性客群
简介	夏国新先生于 1996 年创立、为公司主品牌，推崇“时尚优雅”。	2013 年推出，以丰富的色彩、时髦的流行元素为设计风格，搭配诠释出“生活中的明星”，展现年轻、时尚、优雅。	1978 年在慕尼黑成立，原为德国三大著名奢侈品牌之一的 ESCADA 旗下品牌，宗旨为“观赏、感知和热爱”。	2004 年在美国成立，是美国炙手可热的潮流品牌，品类包括男、女、童装及运动、家居系列，尤其受到年轻群体及明星的追捧。2017 年推出了副品牌 Ed Hardy X，主打年轻时尚、运动、家居系列，由吴奇隆先生担任品牌主理人。	诞生于法国，以“street girls & fashionable women”为设计理念，追求街头情怀的法式简约风格，以年轻创新、干练简洁的法式设计见长。品类包含男女装，主打时尚女装产品，其中皮夹克、连衣裙及休闲 T 恤尤其受欢迎。	由美国华裔时装设计师 Vivienne Tam 于 1994 年在纽约创立，特点在于美国文化与中国元素的结合，品类包含服装、手袋、饰品、香水、鞋子等。
品牌形象						
2017 年收入规模	9.62 亿元	-	0.98 亿元 (国内)	4.36 亿元 (国内)	3.95 亿元 (全球)	-
2017 年收入占比	46.86%	-	4.76%	21.24%	19.22%	-

注：吴奇隆先生担任 Ed Hardy X 品牌主理人，持有其一定股份，并参与到品牌的运营和宣传中。

资料来源：公司公告、光大证券研究所

公司自成立以来，一直坚持以高级时装品牌经营为主业，无论是自有品牌歌力思还是公司旗下的国际品牌 Laurel、Ed Hardy (以及 Ed Hardy X)、

IRO、VT，皆以有审美品味和时尚追求的高端收入人群为目标客户，有助于公司打造多品牌矩阵。同时，高端到轻奢的总基调下，不同品牌风格和覆盖品类各有千秋，目标顾客略有差异，该战略的优点主要在于：1) 覆盖不同细分市场的需求，拓宽目标市场份额；2) 一定程度上分散时装流行趋势变化迅速带来的风险。

收购品牌调性较高（高于公司自有品牌），受到许多知名明星喜爱并已在国内很多核心商圈布局，在渠道方面已初步积累认可度和影响力，未来发展潜力较大。

表 6：新品牌调性较高

品牌	具体情况
Laurel	Laurel 定位为德国高级女装品牌，原为德国三大著名奢侈品牌集团之一的 ESCADA 旗下品牌； 该品牌在全球拥有 1000 多家销售点、覆盖世界各地 30 多个国家； 2016 年 Laurel 在深圳益田假日广场店开幕时德国高级设计师 Mrs. Faltermaier 与德国驻华使馆大使亲临。
Ed Hardy 及 Ed Hardy X	Ed Hardy 为美国潮流品牌，将纹身艺术引进时尚，并注入复古朋克元素和街头文化； 该品牌曾获刘嘉玲投资； 2017 年推出副品牌 Ed Hardy X，由吴奇隆先生担任品牌主理人； 目前 Ed Hardy 在成都远洋太古里、北京三里屯太古里、武汉国际广场等核心商区设有门店。
IRO	IRO 作为国际时装品牌，不仅在其诞生地法国取得了良好发展，并且已经进入美国、德国、英国、西班牙、丹麦、韩国等多个国家和地区，在巴黎老佛爷、巴黎春天、Bon March 等著名商场均开设了专卖店； 截至 2018 年 6 月末 IRO 已陆续在上海港汇广场、北京 SKP、南京德基等核心商圈共计开设了 8 家终端店铺。
VIVIENNE TAM (简称 VT)	VT 品牌每年在纽约时装周发布两次，在国际时装界有很高的知名度；目前在美国、日本、中国香港、韩国、菲律宾、泰国已开设专卖店； 设计师 Vivienne Tam 经典设计如“观音”、“牡丹”等被美国大都会博物馆、伦敦维多利亚与艾伯特博物馆及匹兹堡安迪沃荷美术馆等多个知名博物馆永久收藏； 截至 2018 年 6 月末 VT 品牌已在北京王府井中环购物中心及深圳益田广场等地开设了 3 家终端店铺。

资料来源：公司公告、各品牌微信公众号新闻、光大证券研究所

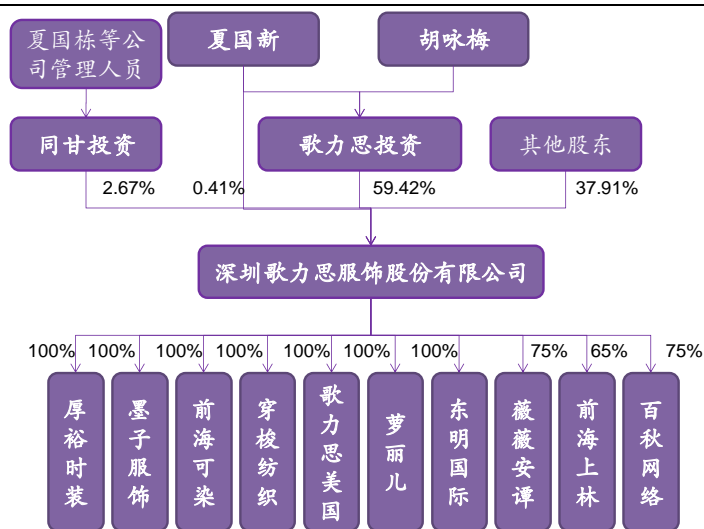
自有品牌歌力思与各新品牌各有所长，可以相互借力，优势互补。公司品牌矩阵有助于国际品牌顺利渗入中国市场。此外，各品牌可以充分发挥协同效应，对内可以有效提升资源配置效率，对外有利于加强公司对渠道的议价能力。

公司通过收购在中高端国际时尚品牌电子商务代运营方面有丰富经验的百秋网络，使旗下国际品牌在中国的线上推广更为顺利（目前百秋网络已与 Ed Hardy 合作开展线上业务、预计 2018 年其线上业务进一步补强），线上运营能力获提升。2017 年，公司线上收入 9262 万元，同比增 25.81%。

1.3、团队：股权集中、激励充分

公司股权较为集中，创始人夏国新及其一致行动人合计占比近 60%。另外，夏国栋等公司管理人员通过同甘投资持有公司 2.67% 股份。

图 2：创始人及其一致行动人持股接近 60%



资料来源：公司公告、光大证券研究所
注：股权结构截止 2018 年中报披露情况

此外，公司核心人员激励充分，有助于品牌长期稳定发展。利用激励竞争机制提升员工工作效率、吸引优秀人才，目前共推出两期限制性股票激励计划。

2015.7.15 公司发布第一期限限制性股票激励计划草案，7.28 发布草案修订稿，8.18 完成以 26.29 元/股向公司管理人员及公司核心业务（技术）人员（无董事和高级管理人员）等 180 名激励对象授予 564.87 万股限制性股票，分两期解锁，解锁目标为以 2014 年为基数，2015、2016 年归属于上市公司股东的扣非净利润增长率分别不低于 10%、35%。该期限限制性股票激励计划业绩目标均达成。

公司 2017.1.20 发布第二期限限制性股票激励计划草案，1.21 发布草案修订稿，5.22 以 15.39 元/股向公司管理人员及核心业务（技术）人员合计 321 人（不含高管）授予 1123 万股限制性股票，分两期解锁，解锁目标为以 2016 年为基数，2017、2018 年扣除本次及后续激励计划激励成本前的归属于上市公司股东的扣非净利润增长率分别不低于 35%、45%。目前该计划第一个解锁期解锁条件已达成。

表 7：公司第二期限限制性股票激励计划解锁目标

解锁安排	业绩考核指标	解锁比例
第一次解锁	以 2016 年净利润为基数，2017 年净利润增长率不低于 35%；	50%
第二次解锁	以 2016 年净利润为基数，2018 年净利润增长率不低于 45%。	50%

资料来源：公司公告

注：上述“净利润”指标计算以未扣除本次及后续激励计划激励成本前的净利润，且指扣除非经常损益后的归属上市公司股东的净利润为计算依据。

2、短期看点：业绩亮眼，增长驱动力强

2.1、业绩表现：主品牌持续好转、新品牌成长性高

公司发展历史可分为两个阶段，2011~2015 年公司收入主要为主品牌歌力思贡献，2016 年开始公司并购的标的品牌开始逐步贡献业绩。

1) 2011~2015 年，公司收入自 4.99 亿元不断扩大至 8.35 亿元，期间年复合增速为 13.74%；

2) 2016 年以来，新进品牌逐步并表、对公司业绩增厚较多，促 2016 年、2017 年、2018H1 收入分别同比增 35.53%、81.35%、39.15%。扣除并表影响，主品牌收入在 2016 年有所下滑，16Q4 呈现好转并持续至今；同时，前期并表的标的品牌在投后呈现出了健康的内生增长。

表 8：公司各品牌收入、店铺数、毛利率情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1	2018H1
ELLASSAY									
收入 (百万元)	499.13	599.10	710.41	743.95	835.29	796.60	962.00	238.00	446.06
收入 YOY (%)	-	20.03%	18.58%	4.72%	12.28%	-4.63%	20.76%	17.60%	14.87%
店铺数 (家)	292	327	362	354	347	341	322	318	312
店铺数 YOY (%)	-	11.99%	10.70%	-2.21%	-1.98%	-1.73%	-5.57%	-1.24%	-3.11%
毛利率 (%)	68.53%	66.25%	69.60%	67.51%	67.61%	70.81%	71.49%	70.91%	71.33%
Laurel									
收入 (百万元)						29.58	94.74	27.75	52.25
收入 YOY (%)						-	230.46%	49.23%	26.81%
店铺数 (家)						17	30	30	35
店铺数 YOY (%)						-	76.47%	0.00%	16.67%
毛利率 (%)						85.06%	80.54%	82.30%	82.90%
Ed Hardy									
收入 (百万元)						243.41	436.07	116.66	246.87
收入 YOY (%)						-	79.15%	24.49%	26.42%
店铺数 (家)						116	148	151	165
店铺数 YOY (%)						-	27.59%	2.03%	11.49%
毛利率 (%)						71.77%	71.39%	72.45%	72.58%
IRO									
收入 (百万元)							394.53	145.73	243.56
收入 YOY (%)							-	-	150.79%
店铺数 (家)							33	36	36
店铺数 YOY (%)							-	9.09%	9.09%
毛利率 (%)							61.47%	58.17%	62.74%
VIVIENNE TAM									
收入 (百万元)								0.79	2.67
收入 YOY (%)								-	-
店铺数 (家)								1	3
店铺数 YOY (%)								-	-
毛利率 (%)								54.11%	67.15%

资料来源：公司招股说明书、公司年报及公告，光大证券研究所整理

2.1.1、主品牌：16Q4 开始回暖，至今保持良性增长

主品牌销售收入自 2011 年的 4.95 亿元上升至 2017 年的 9.62 亿元，年复合增速为 11.56%。其中，2012~2013 年为主品牌渠道与收入规模双双扩张阶段，主品牌收入保持了 20% 左右的较好增速，渠道数量亦从 2011 年的 292 家增加至 2013 年末的 362 家峰值水平。

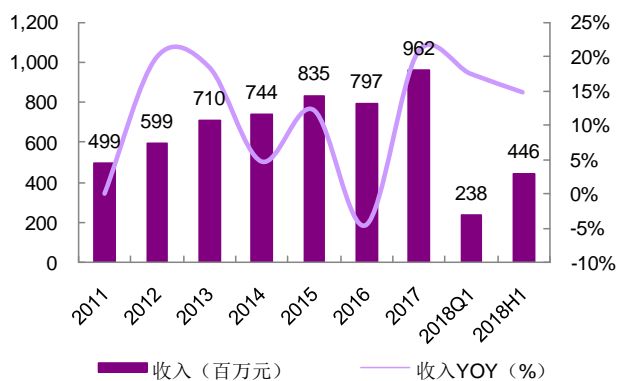
2014 年开始，受高端女装行业性调整影响，公司渠道端呈现调整优化、总数量开始收缩，2014~2016 年总店铺数分别减少 2.21%/1.98%/1.73%，相应的收入端增速呈现波动，2014~2015 年主品牌收入分别增 4.72%/12.28%，2016 年受加盟渠道表现不佳影响、主品牌收入下滑 4.63%。

从 2016Q4 开始公司主品牌收入呈现好转，其中 16Q4 直营渠道收入增速提升、加盟渠道收入增长转正；2017 年主品牌收入延续回暖趋势，且在总店铺数量继续小幅收缩背景下，同店增长表现突出、促收入增长良好。2017 年主品牌收入同比增长 20.76%，店均销售额同比增长 23%、直营店同店增长 22%，收入增长主要为同店贡献。

2018 年以来，主品牌内生性单店表现继续良性，虽然二季度受消费环境变化影响有所放缓、但仍保持了健康水平，2018Q1、2018H1 主品牌收入分别增 17.60%、14.87%，相应的外延增速分别为 -1.24%、-3.11%；2018 年上半年，月店均销售额同比增长 10.30%，其中直营店月店均销售额同比增长 14.72%。

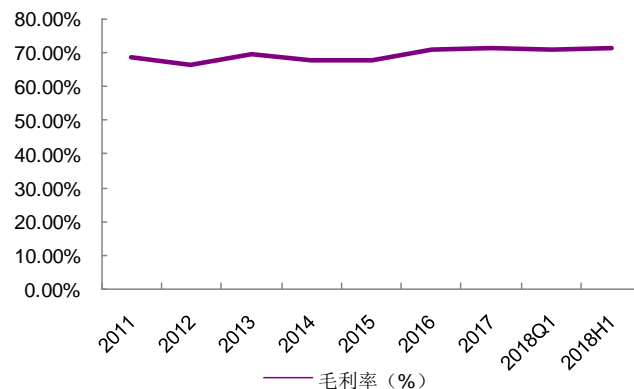
盈利能力方面，自 2011 年至今，主品牌毛利率基本稳定、维持在 70% 上下，2017 年、2018H1 主品牌毛利率分别为 71.49%、71.33%。

图 3：2011 年~2018H1 主品牌营业收入及增速



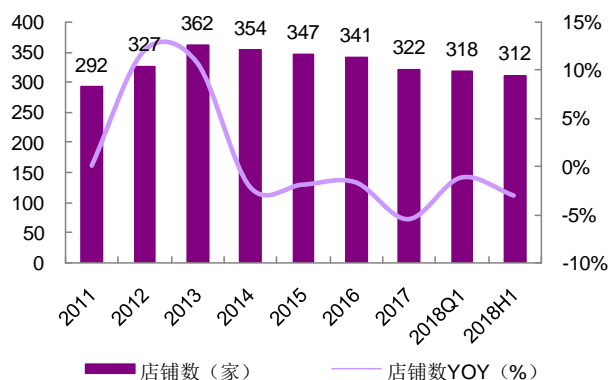
资料来源：公司招股说明书、定期报告

图 4：2011 年~2018H1 主品牌毛利率



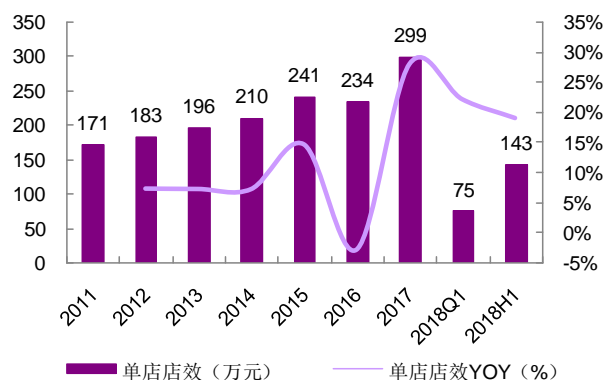
资料来源：公司招股说明书、定期报告

图 5：2011 年~2018H1 主品牌店铺数量及增速



资料来源：公司年报、光大证券研究所

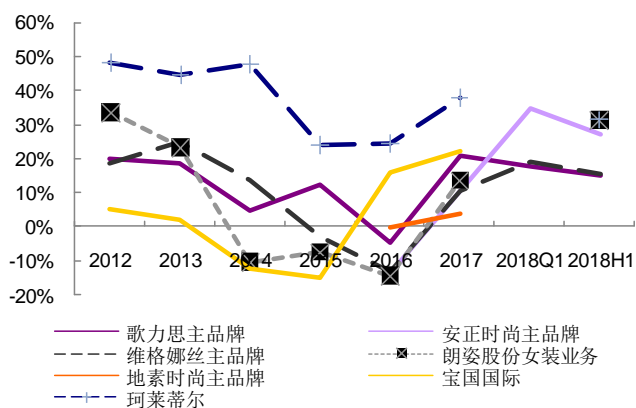
图 6：2011 年~2018H1 主品牌单店店效及增速



资料来源：公司年报、公司一季报、光大证券研究所

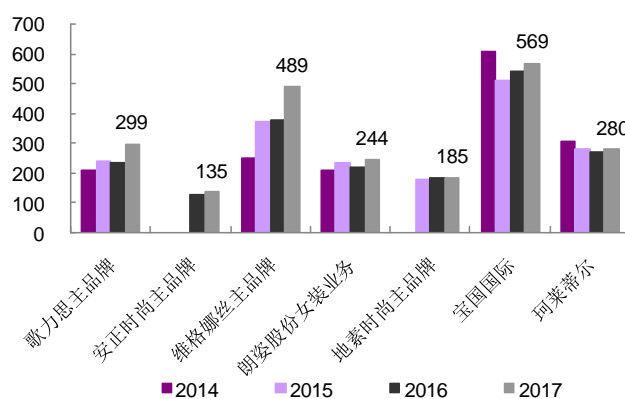
2016 年四季度以来高端女装行业前期调整到位、业绩增速有所修复、回归良性增长。相较于其他品牌，公司主品牌歌力思回暖态势和幅度位于行业前列。主品牌店效持续提升，2017 年公司女装主品牌平均店效增长 27.89% 至 299 万元、趋势向好。

图 7：2012~2018H1 高端女装品牌收入同比增速比较 (%)



资料来源：公司定期报告、光大证券研究所整理

图 8：主要高端女装公司主业/主品牌店效对比 (百万元/年)



资料来源：公司定期报告、光大证券研究所整理

2.1.2、新品牌：国内布局加强，潜力充足

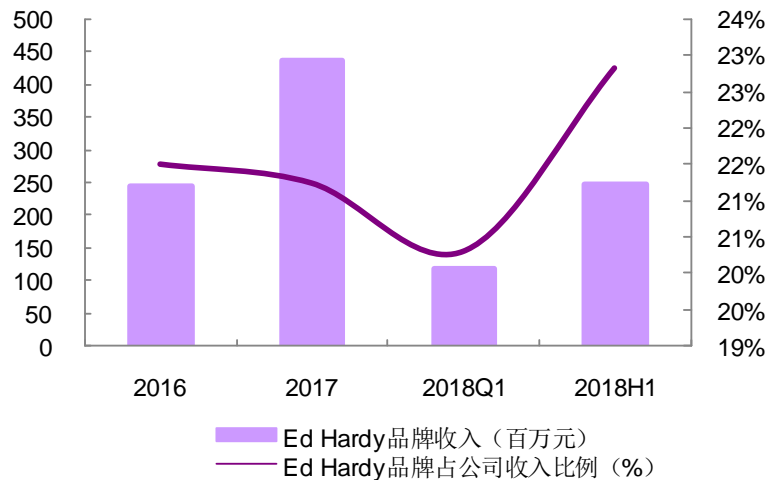
公司收购的 Ed Hardy、Laurel、IRO、VT 陆续在 2016~2017 年并表，多品牌战略顺利发展，其中 Ed Hardy 和 Laurel 收入和店效稳步增长；2017 年完成收购的 IRO 和 VT 品牌在国内推进落地，目前已在多个城市开设了终端店铺。

❖ Ed Hardy：开店初具规模，业绩贡献大

截至 2018H1，Ed Hardy 及 Ed Hardy X 在大中华区已开设店铺 165 家，其中直营店 22 家，分销店 143 家，主要集中在核心商圈的购物中心和重要商场。未来，Ed Hardy 系列品牌将持续拓展各大城市核心商圈渠道，将轻奢潮流文化推广到更大的目标市场。

目前，Ed Hardy 已经逐渐成为公司业绩增长的重要驱动力。2016 年、2017 年、2018H1 Ed Hardy 分别贡献收入 2.43 亿元、4.36 亿元、2.47 亿元，占总收入的比例为 22%、21%、23%。（Ed Hardy 品牌于 2016 年 5 月并表 65% 股权、2016 年 8 月并表 15% 股权）。2017 年，该品牌同店销售增 7.43%，其中直营同店销售增长 15.67%，实现稳步增长。

图 9：2016~2018H1 Ed Hardy 品牌（含 X）收入情况



资料来源：公司公告、光大证券研究所

线上业务拓展方面，Ed Hardy 已与公司旗下百秋电商开展线上合作；新品牌、新品类方面，针对年轻人的潮流品牌 Ed Hardy X（时尚运动、内衣、家居）已于 2017 年推出，童装系列 Baby Hardy 也在筹备，随着新品类逐步拓展，预计未来品牌收入端将进一步实现增长。

❖ Laurel：处于外延拓展期，基数较小、成长较快

2016 年 4 月 Laurel 国内首店落地，截至 2018 年 6 月末全国门店已达 35 家，其中直营店 27 家，分销店 8 家。2017 年、2018 H1 Laurel 收入分别达 9774 万元/5225 万元，同比增 230.46%/26.81%。Laurel 品牌已在 17 年实现盈亏平衡，其定位略高于主品牌，单店店效（按 17 年收入/年初和年末店铺数平均）为 416 万元，表现突出。

未来 Laurel 品牌将主要拓展一二线城市核心商圈，每年开设双位数左右的店铺、逐步提高占有率，成长前景逐渐明朗。

❖ IRO：公司拥有全球层面的业务，有望平稳贡献净利

IRO 于 2017 年开始着手国内渠道布局，带来新的增量。IRO 作为国际品牌，不仅在诞生地法国发展良好，目前也已进入美国、德国、英国、西班牙、丹麦、韩国等多个国家和地区。在中国大陆，2017 年 4 月首家 IRO 店铺在上海港汇广场开业，之后又陆续在北京 SKP、南京德基等地开设门店。截至 2018 年 6 月末，IRO 在全球共有 36 家直营门店，国内 8 家。

2017 年、2018H1 IRO 分别实现并表收入 3.95 亿元/2.44 亿元（该品牌 2017 年 4 月并表）。

同时，公司重新调整 IRO 业务体系，通过收购 IRO 品牌中国大陆区域运营主体依诺时尚 80% 股权，全面接管其国内业务运营，预计未来每年开店在高个位数水平。

❖ VT：独具特色的设计师品牌，中国市场逐渐布局

公司 2017 年 9 月收购薇薇安谭 75% 股权，获得 VIVIENNE TAM 品牌在中国大陆地区的所有权；截至 2018 年 6 月末，VT 品牌已在北京王府中环购物中心、深圳益田假日广场等地开设了 3 家终端店铺。2018H1VT 实现收入 267 万元（该品牌 2017 年 11 月并表）。未来 VT 将加速在国内的推广，此前在全球共有 33 家门店（中国大陆地区无门店），预计 18 年国内开店 15 家左右，未来会进一步加快开店速度。

VT 品牌富有底蕴，同时作为风格鲜明的设计师品牌，客户群体忠诚度较高。预计随着国内布局逐步推进，通过整合主品牌歌力思在渠道、运营等方面的资源，VT 品牌体量将逐步做大。除此之外，VT 主要产品涉及服装、手袋、饰品、香水、鞋子等，品类丰富且全面，将进一步拓展公司产品品类。

2.2、背后逻辑：行业调整到位向好+公司经营能力突出

按倍率来看，公司旗下品牌定位高端到轻奢。2016 年下半年以来，品牌服饰行业逐步调整到位、呈现良性增长，其中公司所处的高端女装行业亦呈好转，且行业特性促复苏节奏和幅度较为明显；同时叠加 2017 年高端消费环境较好，公司整体业绩表现突出。

2.2.1、行业端：调整到位、回归良性增长

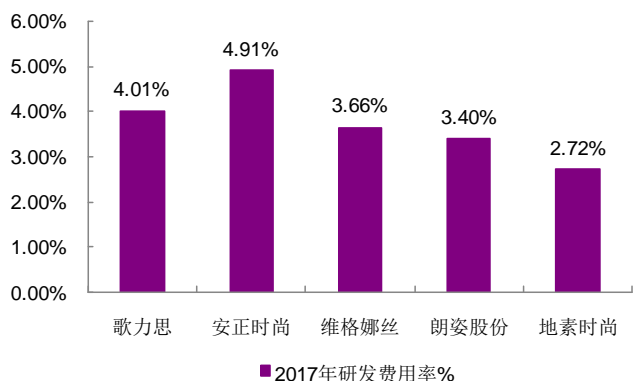
品牌服饰行业在 2012 年之前发展较为粗放，虽增长较高，但积累了诸如库存挤压、终端价格虚高、渠道变迁等问题需要解决，因此行业在 2012~2016 年进入较长周期调整。2017 年行业逐步调整到位、回归良性增长。

高端女装行业趋势基本与品牌服饰较为一致、且好转的起点略早于其它子行业。从业内公司业绩数据来看，经历了 2012~2015 年的行业性调整、收入增速放缓甚至部分年份出现下滑，高端女装行业相关公司多在 2016Q4 开始出现好转，2017 年销售增长明显提速、普遍回暖、且复苏的时点和幅度在品牌服饰全行业中居前。

高端女装较早出现回暖与其行业自身特点有关：1) 体量小、渠道质量高，客流相对稳定，受新兴渠道冲击较小；2) 重视产品创新，在子行业中研发占比最高，促进同店增长较其他子行业恢复更为明显；3) 直营占比较高，可迅速响应客户需求，并根据需求变化及时调整销售策略。

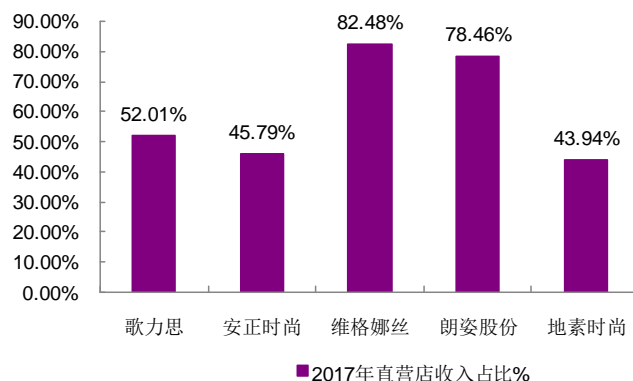
同时，2017 年可选类和高端定位消费相对旺盛，也给高端女装行业的业绩好转带来锦上添花的作用。

图 10: 2017 年高端女装代表公司研发费用率



资料来源: Wind

图 11: 2017 年高端女装代表公司直营收入比例



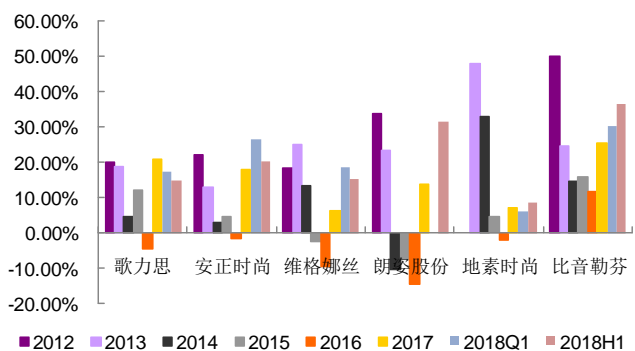
资料来源: 公司公告、光大证券研究所整理

注: 朗姿股份业务涉及女装、婴童、医疗美容和资产管理, 此处仅为女装业务直营占比, 其他三家公司数据为直营收入占主营业务收入的比例。

受内外因共振的积极影响, 经过 2012 年之后几年的调整, 目前高端女装子行业已基本调整到位, 进入二次增长阶段。从个体公司业绩表现看, 高端女装 4 家 A 股公司 (朗姿股份、维格娜丝、歌力思、安正时尚) 和两家 H 股公司 (宝国国际、珂莱蒂尔) 收入增速基本在 2016Q4 开始出现好转契机, 2017 年明显提速, 销售端普遍回暖。扣除并表因素影响, 高端女装公司主业的毛利率也已经基本呈现企稳回升态势。

分季度来看, 2018 年上半年部分公司在 Q2 增速较 Q1 略有放缓, 一方面 Q2 消费需求转弱, 另一方面今年 Q1 冷冬及春节较晚因素带来增量也有影响。

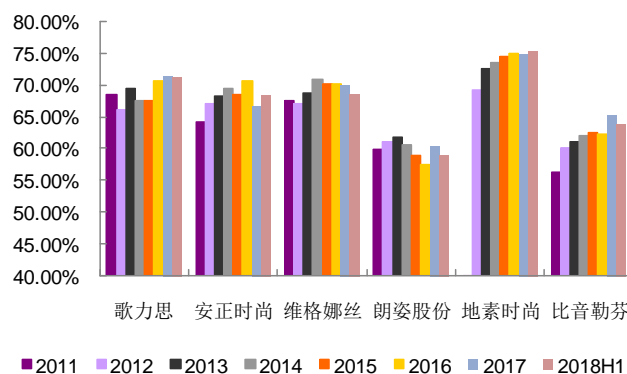
图 12: 2011-2018H1 主要高端服饰类公司主业收入同比增速 (% , 扣除并表影响)



资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所整理

注: 本图中数据均采用扣除并表后的主业收入, 其中歌力思在 2016 年及之后采用主品牌数据, 维格娜丝在 2017 年及之后采用主品牌数据, 朗姿股份在 2016 年及之后采用女装业务数据。

图 13: 2011~2018H1 主要高端服饰类公司主业毛利率 (% , 扣除并表影响)



资料来源: 公司公告、光大证券研究所整理

注: 由于主品牌毛利率数据可得性, 此处统计毛利率的方法为: 无并表影响的公司 (安正时尚、地素时尚、比音勒芬) 采用公司毛利率、有并表影响的公司先采用公司毛利率、并表之后采用原女装业务/主品牌毛利率进行统计。

2.2.2、公司端：产品革新+服务升级

面对行业更迭，公司积极转变思维、拥抱行业新趋势变化，不断扩充品牌矩阵的同时，通过全方位产品设计升级和对VIP客群培养和维护使主品牌复苏增长，并借助集团化管理充分激发新品牌的潜力。

❖ 产品：因地制宜设计适销产品，坚持产品年轻化策略

主品牌产品升级主要包括两个方面，因地制宜打造更合适的产品、坚持产品年轻化无龄化，具体包括：

- 2016年起公司成立主品牌北方工作室，结合北方地区气候、消费特点因地制宜设计适销产品；
- 坚持产品年轻化，通过产品设计向年龄层下部延伸吸引消费主力年轻群体，力求品牌无龄化，覆盖新老客户。

❖ 服务：注重忠实客户的维护，VIP会员运营效果较好

在“粉丝经济”盛行背景下，注重培养维护忠实客户是主品牌持续走强的重要原因。公司根据消费金额将会员划分为优雅级、翡翠级、钻石级三类，目前主品牌直营会员约10万人，增长迅速（2016年仅为6万人）。主品牌直营店每月新增会员达2000人左右，平均一个店的核心VIP（翡翠卡或以上）数量200人左右。

鉴于会员群体数量较多、忠诚度较高、购买力较强，业绩贡献度高，公司重视VIP管理，通过积分变现刺激消费、注重新会员吸纳与老会员维护、并策划会员活动维持客户粘性，具体来看：

- 公司通过积分变现刺激会员消费；
- 注重新会员吸纳与老会员维护，客户消费一次即可通过手机号登记便捷成为优雅级会员，对一年内没有再次消费的老会员实施唤醒机制以避免其流失。在公司的多种政策下，主品牌的会员复购率达到1年2次左右；
- 通过策划会员活动、将会员回购率与店长绩效挂钩、利用微信等新媒体渠道推送产品信息提升会员粘性与复购率。

公司将二十余年精耕细作主品牌积累的高端品牌运营经验复制于新品牌，创新集团化管理方式以激发各品牌成长潜力。品牌独立运营与协同发展结合，既可在保持延续各品牌风格和独立性的同时通过良性竞争机制激励不同团队，又可在渠道、品牌推广资源、供应链等方面整合各品牌优势、充分发挥协同效应。

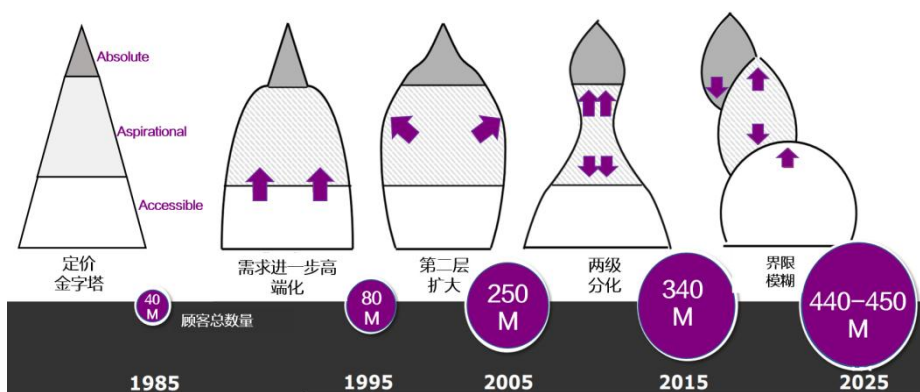
3、长期看点：从国际经验再看歌力思长期发展战略

3.1、行业：轻奢行业发展迅猛，多品牌战略大势所趋

3.1.1、发展形势：我国轻奢行业发展后于美日、增速较高

全球轻奢行业发展空间广阔，增长较快。据贝恩咨询，2015年，全球轻奢品市场规模达1000亿欧元，占全球奢侈品市场的近40%。2010~2015年间，全球轻奢品行业复合增速为9.19%，同期奢侈品整体市场增速为7.73%。预计未来随着轻奢在奢侈品市场所占比重的扩大，2016~2020年，全球轻奢品市场规模复合增速有望超过奢侈品市场4.6%的年复合增速。

图 14：奢侈品市场结构的变化



注：贝恩将全球时尚奢侈品市场分为三个层次，第一层次 Absolute 主要指 Hermes、VanCleef&Arpels 和 Harry Winston 等顶级品牌；第二层次 Aspirational 主要指包括 LV、Prada、Gucci 等品牌在内的欧洲传统奢侈品牌；第三层次 Accessible 主要指 Coach、Michael Kors、Tiffany 在内的轻奢品牌。

资料来源：贝恩&Altgamma

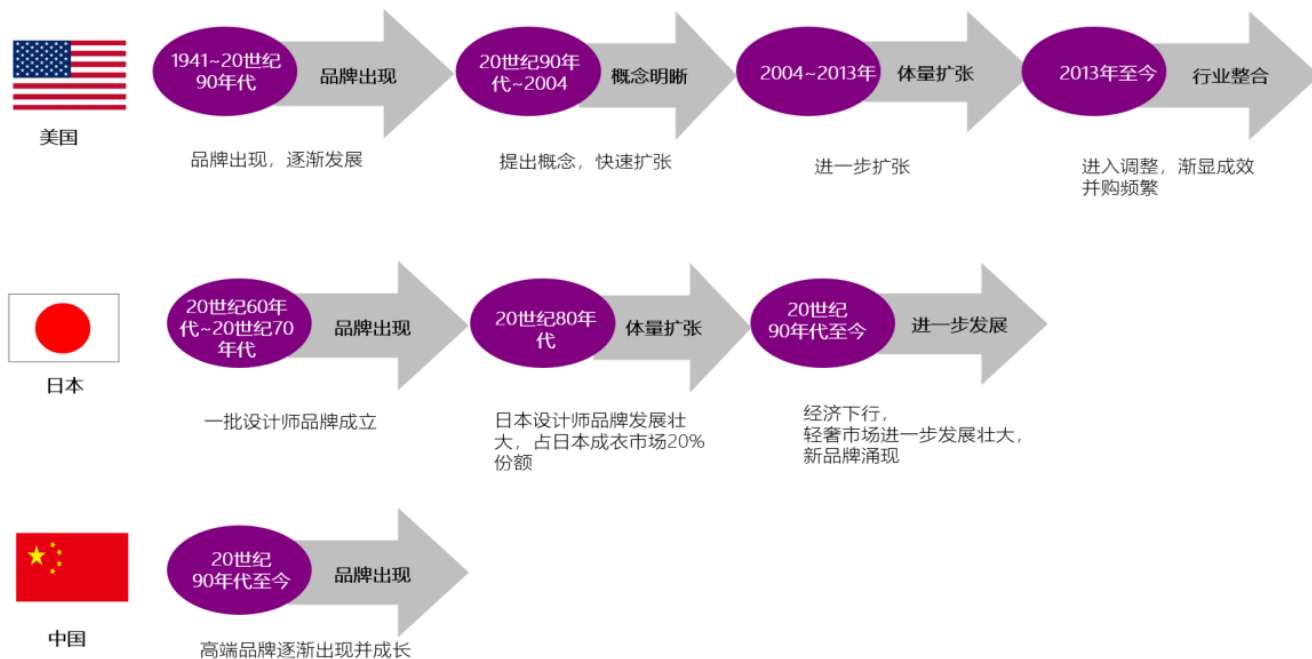
分国内外看，各国的轻奢行业经历了不同的发展历程，发展阶段也相差较大。国际轻奢品牌整体处于较为成熟的发展阶段；国内品牌起步较晚，仍处于成长期，但未来发展空间广阔。

表 9：全球轻奢市场不同发展阶段的时间划分与特点

发展阶段	发展特点
品牌出现： 1927~20 世纪 90 年代	轻奢品牌成立、轻奢产品逐渐出现 (1) 从 1927 年 Furla 品牌在意大利创办开始，现代轻奢产品开始出现。 (2) 在美国，1941 年 Coach 成立，逐渐成长壮大，后来成为行业龙头和开拓者。 (3) 在欧洲，一些奢侈品公司尝试推出更多人能接受的产品，70 年代，卡地亚推出一个 Les Must 珠宝系列，价格更加亲民。1981 年 Giogio Armani 推出轻奢副线 Emporio Armani，成为第一个轻奢副线品牌。 (4) 在日本，设计师品牌开始出现，如 1972 年成立的 Yohji Yamamoto (山本耀司)、1970 年成立的 Issey Miyake (三宅一生)、1969 年成立的 Comme des Garcons (川久保玲)。80 年代日本设计师品牌企业市场份额迅速扩大，达到了日本成衣零售市场份额近 20%。
概念明晰： 20 世纪 90 年代~2004 年	“轻奢”概念明确，多家轻奢公司成立，行业快速增长 (1) 20 世纪 90 年代，Coach 第一次明确提出“轻奢”这一概念。 (2) 据贝恩公司，这一阶段整个奢侈品行业经历“走下神坛”和“受众进一步扩张”的阶段初期，越来越多的人能够负担得起这类产品。 (3) 众多轻奢品牌成立，如 1982 年丹麦珠宝品牌 Pandora 成立，1993 年 Kate Spade 在美国成立，中国也有一批轻奢服装企业逐渐成立。
品牌成长： 2004~2013 年	多家轻奢公司上市，渠道快速扩张 (1) 行业另一龙头公司 MK 于 2004 年切入轻奢领域，并于 2011 年在美国上市，其他一些轻奢公司也在这一阶段上市。2010 年，另一轻奢公司 pandora 上市。 (2) 以龙头公司为代表，店铺数量扩张、折扣店数量增加，如 2001~2014 财年 Coach 工厂店 (折扣店) 数量从 68 家增加至 207 家。
行业整合： 2013 至今	龙头进入调整期，增速超奢侈品整体市场增速 (1) 2014~2015 财年 Coach 收入和利润双双下滑；MK 则在 2017 财年出现收入和净利润均下滑的情形。 (2) 2016~2020 年，伴随着奢侈品行业的复苏、以及轻奢公司调整逐渐显现成效，预计全球轻奢行业有所恢复、复合增速望超过全球奢侈品行业 4.6% 的年复合增速。

资料来源：光大证券研究所

图 15：中美日轻奢行业发展阶段示意



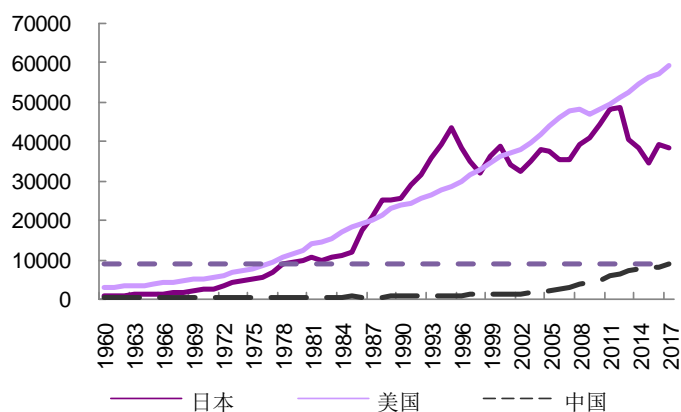
资料来源：光大证券研究所

美国轻奢行业发展领先，已经历品牌出现、概念明晰、体量扩张三个阶段，目前处于行业整合的发展阶段（龙头调整发展战略、并购事件频发）。

日本轻奢市场目前已经历过了扩张的阶段，设计师品牌是日本轻奢市场的主要参与者。中国的轻奢行业起步较晚，自 90 年代一批高端品牌成立以来，我国轻奢行业尚未规模化发展，目前仍然处于萌芽期，具有较大的发展空间。

经过几十年的快速发展，到 2017 年，我国的人均 GDP 达 8827 美元。这一人均 GDP 发展水平，相当于 1976 年前后的美国和 1978 年前后的日本。20 世纪 70 年代美国轻奢行业处于“品牌出现”的时期（龙头体量方面，度过成长期，规模逐渐扩张），20 世纪 90 年代进入“概念明晰”期。20 世纪 70 年代，日本轻奢行业逐步进入“体量扩张”期，80 年代随着设计师品牌的蓬勃发展正式进入成长期（龙头体量方面，逐渐从小众走向更广泛群体）。

图 16：中美日人均 GDP（美元）对比



资料来源：wind、光大证券研究所

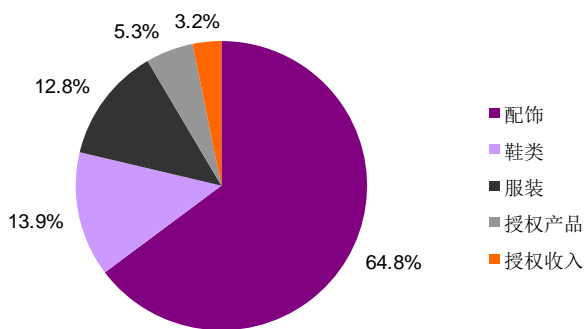
类比 20 世纪七八十年代美日轻奢行业的发展，90 年代至今，我国轻奢企业初步完成了树品牌的发展阶段。**类比美日，我国企业扩品牌、扩品类和规模化发展刚刚开始。**随着消费个性化的演进和女性社会地位的提高，我国轻奢企业前景较为光明。

2008~2010 年中国奢侈品市场增长提速并逐渐在全球市场上份额提升；2010 年中国地区奢侈品牌新开店几乎相当于欧洲和美国的新开店总和，奢侈品牌开始渗透进入中国二三线城市。在行业新一轮的上升周期中，中国仍然是最具增长动力的市场。贝恩咨询数据显示，2017 年中国奢侈品市场增长高达 15%，我们预计我国轻奢行业 2016~2020 年复合增速可达 10% 以上（详见我们 9 月 5 日发出的轻奢行业深度报告），歌力思旗下相关品牌定位高端到轻奢，行业的较好前景赋予了公司做大的广阔空间。

3.1.2、竞争格局：中国的本土轻奢品牌具备差异化发展机会

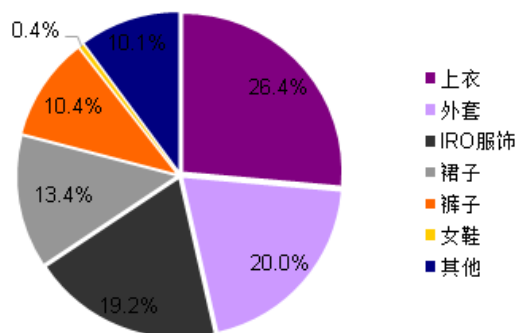
在轻奢女装领域，我国品牌与国际品牌存在实现差异化竞争机会。国际轻奢品牌巨头 Coach、MK、Kate Spade 等侧重更为标准的配饰业务的发展（2017 年 MK 服装业务收入占比仅为 13%），而我国较为成熟的轻奢企业主要经营服装业务。

图 17: MK 公司收入品类结构 (2018 财年)



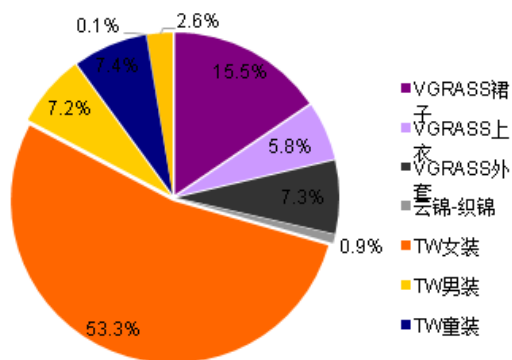
资料来源: MK 公司年报、光大证券研究所

图 18: 2017 年歌力思分品类收入



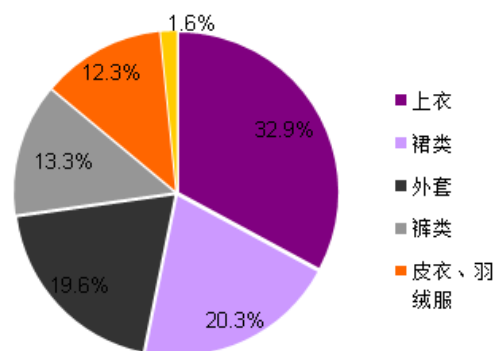
资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图 19: 2017 年维格娜丝分品类收入



资料来源: 公司公告、光大证券研究所

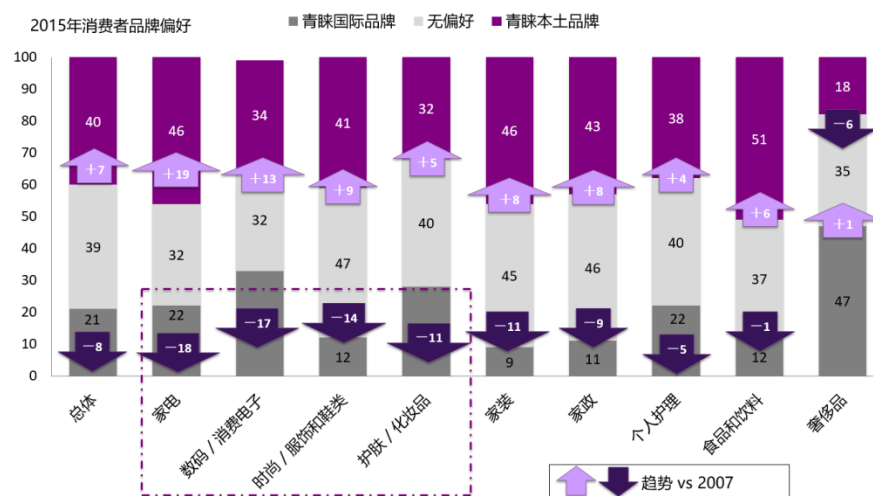
图 20: 2017 年安正时尚分品类收入



资料来源: 公司公告、光大证券研究所

此外,消费者对本土品牌的偏好在不断加强。在我国市场,消费者品牌意识不断成熟,对于本土品牌的接受程度越来越高。

图 21: 国外品牌偏好度降低,尤其是服装、化妆品等



资料来源: BCG 消费者心理调查, 2015 年对比 2007 年

综上所述，我国轻奢品牌已经积累优势，面临差异化竞争的市场，且积累多年具有渠道优势，在消费者偏好越来越本土化的情况下，本土轻奢品牌有望快速发展。

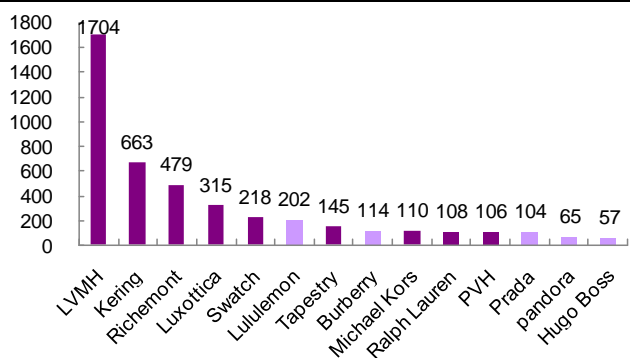
3.2、国际龙头经验：品牌并购助做大，多品牌战略促成长

3.2.1、多品牌战略是集团做大的重要途径

高端品类的特性在于定价倍率高、利润率水平高，但同时因定位较高、受众面较窄并要求具有一定的稀缺性，单品牌开店数量和收入规模的天花板较低。单品牌发展存在瓶颈的背景下，公司做大需要走多品牌战略、打开业务发展空间、同时也可一定程度上分散时尚潮流风向变化的风险。

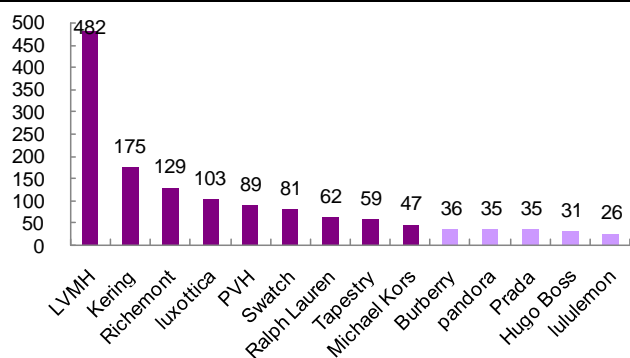
从龙头表现来看，多品牌战略能够为公司带来可观的收入体量和市值规模，LVMH 市值近 2000 亿美元，收入超 400 亿美元。同时，相较于单品牌而言，多品牌的覆盖客群更加广泛，抗风险能力更高，也更容易占据市场份额。

图 22：高端消费品公司当前市值（亿美元）



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所
注：数据截止 2018 年 9 月 12 日

图 23：高端消费品公司最新财年收入（亿美元）

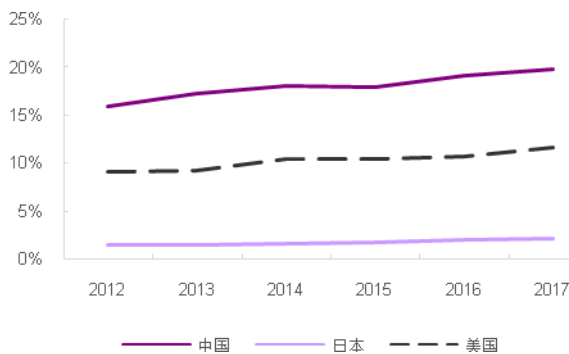


资料来源：Bloomberg、光大证券研究所
注：数据截止 2018 年 9 月 12 日

基于消费者需求的多样性以及底层供应链的共通性，多品牌运营是高端定位的公司做大做强的重要途径，国外领先企业的做法大都证明了这点，而并购为此提供了一条捷径。

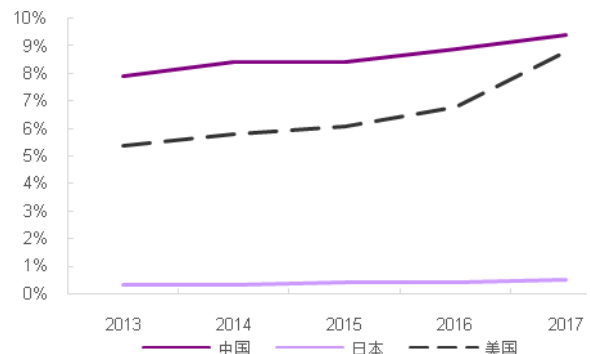
高端消费类的巨头公司 LVMH、Kering 在多品牌战略上的推进具备借鉴意义，尽管这两家公司定位高于歌力思及旗下品牌，但是在多品牌运作战略方面较为类似，都是通过多品牌战略扩大收入规模和市占率。

图 24: LVMH 在中、日、美三国奢侈品零售市占率



资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

图 25: Kering 在中、日、美三国奢侈品零售市占率



资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

LVMH 是世界上最大的奢侈品集团，旗下汇聚了约 70 个品牌。据 Euromonitor 数据，LVMH 在中、日、美三个主要国家的奢侈品市场份额近五年稳步上升，中国市场尤为显著，2017 年已达到 19.8%。LVMH 的业务发展与品牌收购息息相关，成立至今发生了大大小小超百次并购和出售。如今的 LVMH 已成为全球第一大奢侈品集团，截至 2018 年 6 月 30 日公司全球已有 4416 家门店，可以说如今的奢侈品帝国是通过并购造就的。LVMH 的多品牌战略短期通过并表提振财务业绩，长期扩品类扩渠道、实现业务多元化、有效提升抗风险能力，从而保障了长期业绩的持续增长。LVMH 将多品牌战略运用到极致，是时尚并购最为成功的典范。

图 26: LVMH 旗下五大部门重点品牌

	葡萄酒和烈酒	时装和皮具	香水和化妆品	钟表和珠宝	精品零售
旗下品牌	ESTATE WINES, Hennessy, Ruinart, KRUG, BELVEDERE, MOËT & CHANDON, Dom Pérignon, Veuve Clicquot, CHATEAU CHIVAS BLANC, GLENMORANGIE, Chateau d'Yquem, AMERIGER	LOUIS VUITTON, Christian Dior PARFUMS, Berluti, LOEWE, GIVENCHY, MARC JACOBS, FENDI, PINK, Loro Piana, CÉLINE, KEIZO, EMILIO PUCCI, NICHOLAS KIRKWOOD	Christian Dior PARFUMS, GUERLAIN, MAKE UP FOR EVER, GIVENCHY, benefit, fresh, KENZO, LOEWE, FENDI, ACQUA PARMA	BVLGARI, HUBLOT, CHAUMET, ZENITH, Christian Dior JEWELLERY, TAG Heuer, De Beers, FRED	DFS, SEPHORA, STARBOARD, LE BON MARCHE, BIFF GALCHÉ

资料来源: 公司官网、光大证券研究所

Kering 集团旗下拥有 14 个品牌，与 LVMH 的成长路径虽然有所差异，但它们如今在各自领域的翘楚地位很大程度上亦归功于多品牌战略的扎实推进。LVMH 通过并购做大集团，而 Kering 则从木材生意起家，通过并购完成集团的业务转型：1992 年公司收购了巴黎春天百货瞄准零售业；1999 年公司又收购了 Gucci 品牌，从此正式踏进了奢侈品行业；2007 年公司收购 PUMA、进入运动及生活时尚领域（后于 2018 年出售）。

图 27: Kering 品牌矩阵及代表性品牌介绍 (2017 年)



注：其中 PUMA 品牌公司已于 2018 年出售。

资料来源：公司官网、光大证券研究所

我国轻奢品牌起步较晚，但是目前已经有一批轻奢时尚品牌（如歌力思、维格娜丝、朗姿、地素、比音勒芬等品牌）逐渐成熟，在市场中占有一定的地位。国内品牌在价格管理、产品创新和品质提升方面，仍有提升空间，在这些方面进行提升后，国内品牌有望获得更大的市场份额。因此多品牌对于当下市场轻奢品牌服装行业的做大，具有非常重要的意义。

由于 LVMH 和 Kering 集团依靠多品牌战略取得的品牌数量、市值规模、收入规模较大，下文着重分析这两家公司的多品牌战略。

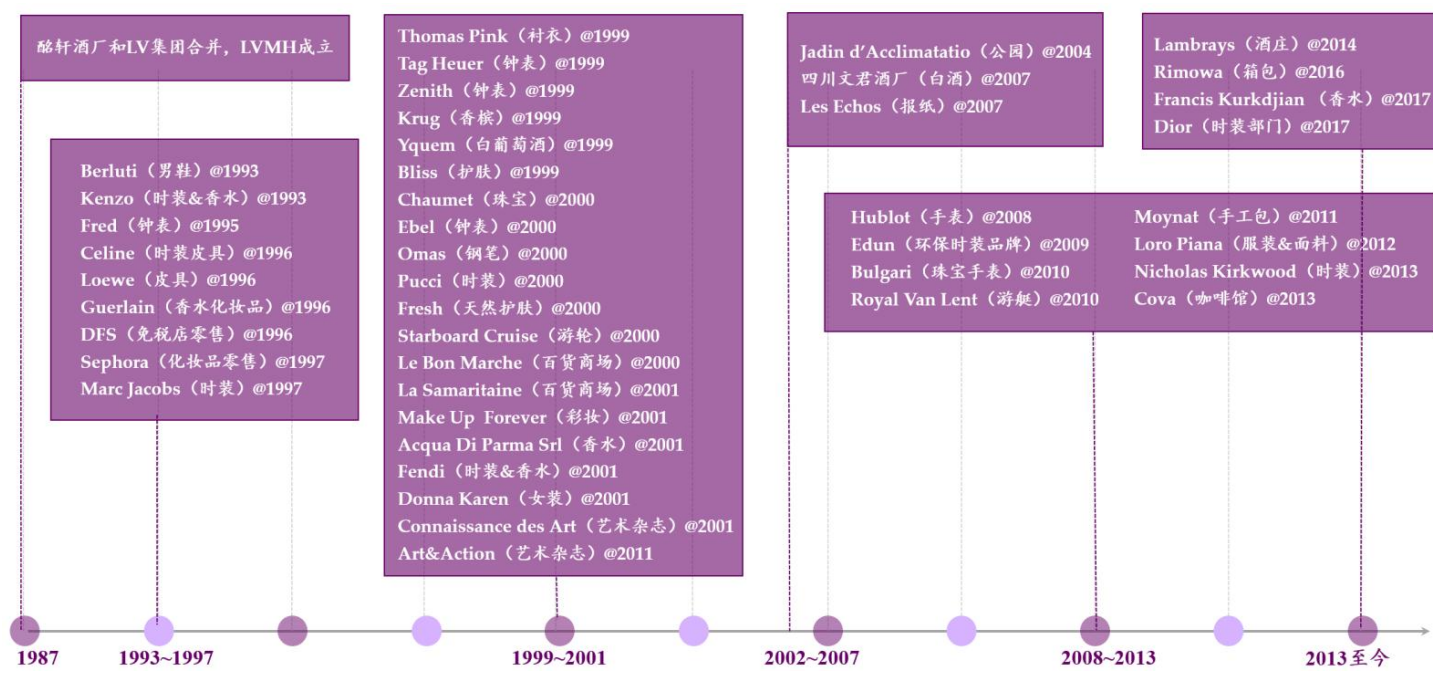
3.2.2、LVMH：“只要最高贵”，并购铸造的奢侈品龙头

LVMH 全名为 Louis Vuitton Moët Hennessy，1987 年由皮具公司 Louis Vuitton 与酒业家族 Moët Hennessy 公司合并而成。集团主要经营业务包括：时装及皮革制品、香水及化妆品、钟表及珠宝、葡萄酒及烈酒以及精品零售等。目前集团拥有约 70 个品牌，几乎囊括了奢侈品的全部门类。

❖ 时尚帝国：并购打造的行业领路人

从 1987 年到现在，LVMH 总共进行了数以百计的并购行为。

图 28: LVMH 并购历程



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

❖ 收入拆分: 各业务板块均衡发展

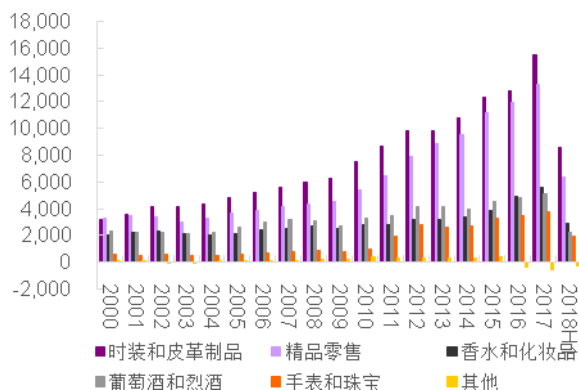
从历年的收入占比情况看, LVMH 时装和皮革制品、精品零售的收入始终是其收入的重要组成部分, 其中时装和皮革制品的收入占比自 2002 年之后稳定在 33%-37%, 精品零售收入占比自 2013 年上升后在 30%-32%之间窄幅波动。其他三个品类的收入占比位于第二梯队, 近年来同样基本维持稳定水平。

受金融危机影响, 2009 年 LVMH 各业务收入均出现下滑, 2011 年收购的 Bulgari 并表后手表和珠宝收入增速明显, 2015 年各业务增速均有回升, 2016 年经历波折, 2017 年又再度回升。

2008-2009 年美国次贷危机期间, 占公司收入比重较高的时装和皮革制品、精品零售业务收入维持正向增长, 带动公司整体收入 08 年增长 4.32%, 09 年基本维持与 08 年同等收入水平, 成功抵挡住了金融危机对公司收入的负向冲击, 整体抗风险能力提升。

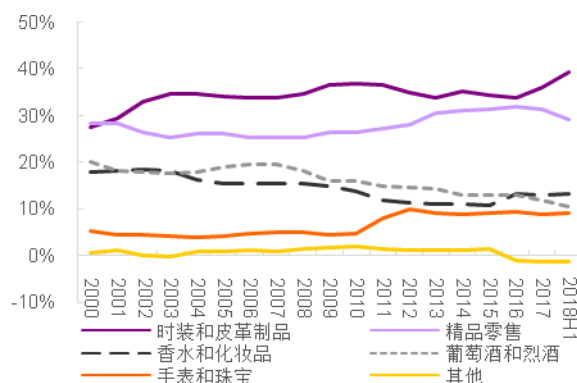
从各业务增速来看, LVMH 各业务的波动趋势相似, 手表和珠宝业务的波动较大, 但其占收入比重较小。占收入比重较高的时装和皮革制品、精品零售业务收入波动小, 保持了较高增长。整体而言增速波动下降, 2017 年时装和皮革制品收入增速为 21.11%, 精品零售业务收入增速为 11.18%, 增速较高, 抗风险能力提升。

图 29：2000-2018H1 年 LVMH 收入分拆 (百万欧元)



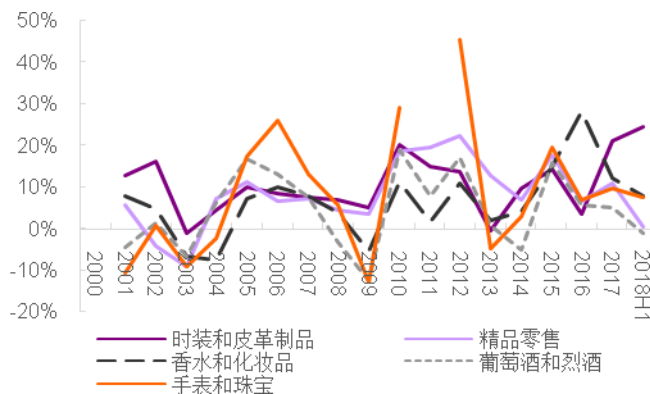
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图 30：2000-2018H1 年 LVMH 各业务收入占比



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图 31：2000-2018H1 年 LVMH 各业务增速



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

注：此处删除异常值，2011 年因收购 Bvlgari，手表和珠宝收入增速达 97.01%。

❖ 市场表现：长期持续平稳增长

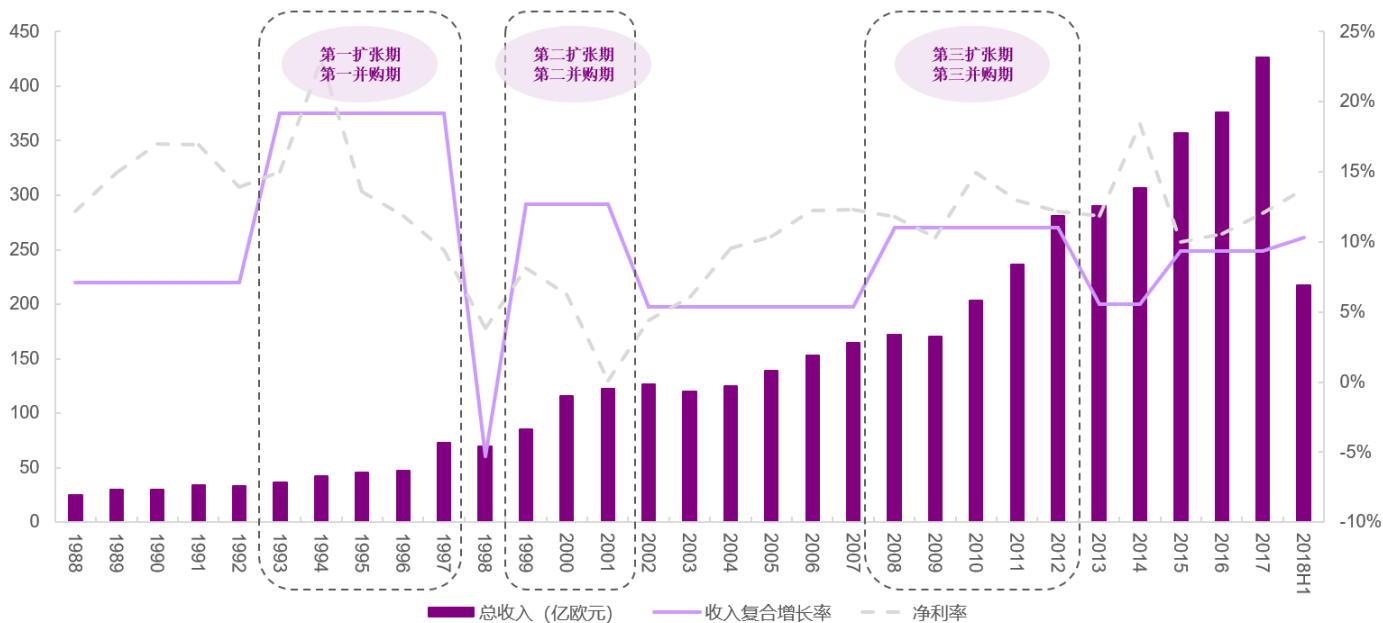
不断的并购让 LVMH 成功地阻止竞争对手的进攻，也分散了宏观环境带来的风险。得益于多品牌战略，LVMH 近十年来销售收入稳健增长。即使在 2008 年经济危机以及 2015 年全球奢侈品行业低迷的情况下，股价以及营业额依然没有受到太多影响。2017 财年 LVMH 集团销售收入达到 426 亿欧元，同增 13%；净利润 51 亿欧元，同增 29%。

图 32: LVMH 股价表现和驱动因素 (欧元, 截至 2018/9/12)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 33: LVMH 主要发展阶段划分



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

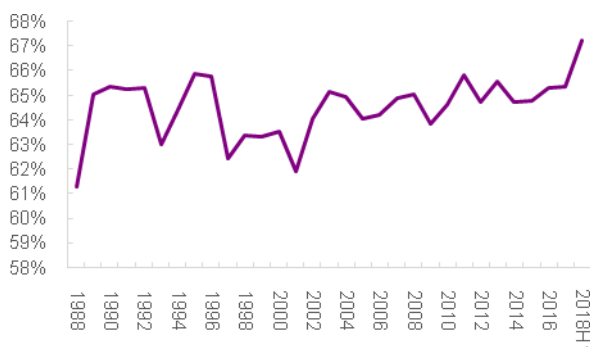
❖ 财务状况: 多品牌矩阵盈利能力更稳定, 营运能力提升

多品牌矩阵促进公司盈利能力更加稳定。毛利率自 2002 年以来稳定在 64%-66%之间波动, 净利率自 2005 年以来 (除 2014 年达 18.43%) 在

10%-13%之间波动（此前的 2000 年左右由于大规模收购珠宝钟表公司净利率波动较大）。

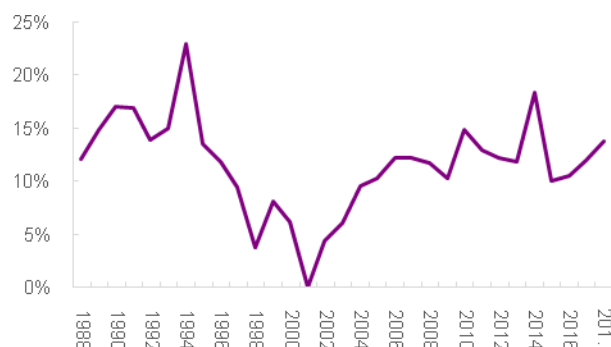
公司的营运能力表现也更加平稳，2010-2016 年存货周转率波动区间为 1.2-1.3，2017 年提升为 1.38，整体较为稳定；2014 年开始存货增速逐年下降，2017 年存货金额为 109.08 亿欧元，增速为 3.43%。

图 34: LVMH 历年毛利率波动上升



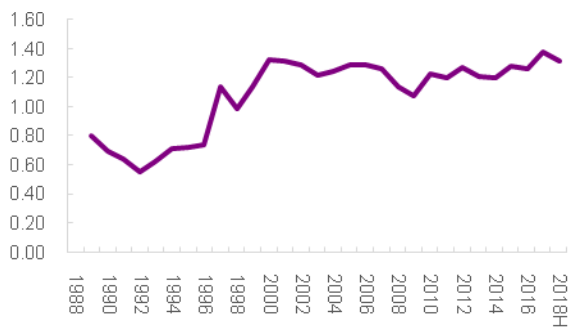
资料来源: bloomberg、光大证券研究所

图 35: LVMH 历年净利率趋于稳定



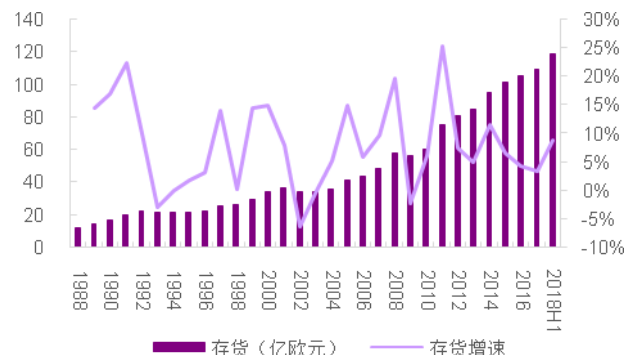
资料来源: bloomberg、光大证券研究所

图 36: LVMH 历年存货周转率更加稳定



资料来源: bloomberg、光大证券研究所

图 37: LVMH 历年存货规模与增速



资料来源: bloomberg、光大证券研究所
注: 2018H1 存货增速为较 2017 年末存货的增速。

❖ 收购法则：从选择到管理，LVMH 的经营智慧

在轻奢品牌市场上，并购作为一种快速成长的捷径已经成为许多公司的共识。但是并购不仅仅是简单的品牌买卖，它需要精明的眼光、恰当的时机、科学的管理、以及合理的布局。从 7 个品牌到 70 个品牌，LVMH 出色的运作手段与管理智慧值得学习和研究。

标的选择，符合品牌矩阵调性。LVMH 旗下品牌定位几乎全是奢侈品，奢侈品的本身属性决定了 LVMH 对品牌调性的重视。在一系列的并购中，集团恪守“只要最高贵”的原则，精心选择具有深厚精神底蕴和文化内涵品牌，如成立于 1828 年的法国皇室御用品牌娇兰以及倍受罗马贵族推崇的皮具品牌 Fendi。这种策略让 LVMH 的血统高贵纯正，并且对现有的品牌矩阵进行提升。另一方面，由于品牌定位类似，这样的品牌更有利于后续的

营销与塑造。

把握时机，在行业低迷情况下果断出手。在公司多次的并购中，LVMH 始终遵循利用经济周期最低点（或标的公司困境时期）进行并购这一原则。2000 年前后的大规模并购就是以 1997 年亚洲金融风暴，911 事件以及纳斯达克指数崩盘为背景，完成了一系列重要品牌的收购。LVMH 于 2001 年以 2.34 亿美元收购 Donna Karen，就是以销售收入 0.34 倍的超低价完成。经济低迷时期压低品牌估值，这一法则降低了收购代价，为公司赢得更大的盈利空间。

重塑品牌，提升品牌层次。取得品牌的控制权后，公司会运用“LV 整合法则”重新整合品牌资源并重新定位品牌形象，助力其走出困境焕发新生。该法则一般包括六个步骤，挖掘品牌历史，勾勒品牌特质，表达品牌基因，这三个步骤会让消费者重新认识这个品牌，而理顺销售渠道，营造品牌形象则是最大程度展示品牌的“与众不同”，带来新的增长点。

图 38：LVMH 并购管理流程



资料来源：光大证券研究所

购而不并，松散管理与资源共享并存。LVMH 旗下各品牌各具特色。各个品牌在设计、策划和传播的微观层面自主经营，品牌设计方面每个子品牌均拥有自己的核心设计师，品牌使用方面，集团给予子公司品牌使用权，子公司可任意使用自己的品牌各项权利，以保持每个子品牌创意、灵感和独特文化。同时 LVMH 集团统一后台运营，为子公司提供法律、财务等方面的支持。另外，LVMH 积极将成功品牌的管理层调动到其他品牌，以分享品牌运营的经验，资源共享，无形中为品牌发展提供保障。

3.2.3、Kering：资产买卖助力转型、收购策略更为亲民

与 LVMH 的纯正血统不同，Kering 作为奢侈品行业的后起之秀，最初只是一家木材交易商。直到 1999 年收购 Gucci，Kering 才正式进入奢侈品行业。经过不断的并购与出售、对旗下品牌进行调整，Kering 逐渐成长为位列全球前三的奢侈品集团。

❖ 追根溯源：两次转型成就奢侈品第二大巨头

Kering 的转型之路以并购为起点。1991 年，集团收购家具零售商 Conforama 后，切入零售业务。1999 年并购 Gucci 之后，Kering 正式进入了奢侈品行业。一系列品牌买卖让这个曾经的木材交易商脱胎换骨，成为世界前三大奢侈品集团之一。目前 Kering 集团包括奢侈品类和运动时尚两大类主业。同 LVMH 相似，Kering 也采用了多品牌策略保证集团的成长与稳定。

表 10: Kering 集团大事记

时间	事件
1963	集团创始人弗朗索瓦·皮诺创建 Pinault Group, 主营木材贸易
1988	集团于巴黎股票交易所上市
1990	收购 CFAO
1991	集团收购 Conforama, 进入零售业
1992	收购 Au Printemps (亦是 La Redoute 的控股股东)
1994	La Redoute 并入集团, 集团更名为 Pinault-Printemps-Redoute; 收购 Fnac
1999	集团收购 Gucci 集团 42% 股权, 进入奢侈品领域; Gucci 集团收购 YSL 及其美妆业务, 集团向多品牌奢侈品集团迈进
2000	Gucci 集团收购高档珠宝品牌 Boucheron
2001	Gucci 集团收购意大利皮具品牌 Bottega Veneta 和法国奢侈品品牌 Balenciaga; 与 Stella McCartney 和 Alexander McQueen 缔结合作协议
2003	出售 Pinault Bois & Matériaux
2004	集团持股 Gucci 集团比例达到 99.4%
2005	集团名称缩短为 PPR; 弗朗索瓦·皮诺将集团交付其子弗朗索瓦-亨利·皮诺
2006	出售大部分 France Printemps 股权
2007	集团收购 PUMA 控股权, 进入运动及生活时尚领域
2008	出售 YSL 美妆业务予欧莱雅集团; 收购奢侈品手表品牌 Girard-Perregaux 小部分股权
2011	出售 Conforama; 收购 Girard-Perregaux 大部分股权
2012	收购意大利男装品牌 Brioni; 出售 CFAO 剩余股权; 与 Yoox 成立联合基金用于集团奢侈品牌的电商业务
2013	收购中国珠宝品牌 Qeelin; 收购奢侈品设计师品牌 Christopher Kane 大部分股权; 收购诺曼底一家皮革厂 Tannerie de Périers; Fnac 上市; 集团更名为 Kering (开云); 收购意大利珠宝品牌 Pomellato 和 Dodo 的大部分股权
2014	出售 La Redoute; 收购手表制造商 Ulysse Nardin
2015	设立 Kering Eyewear 高端眼镜业务
2017	Kering 眼镜与卡地亚签署战略合作协议
2018	处置 PUMA 70% 股权, 转型为经营纯粹的奢侈品业务

资料来源: 公司官方网站, 光大证券研究所整理

表 11: 近期 Kering 品牌出售梳理

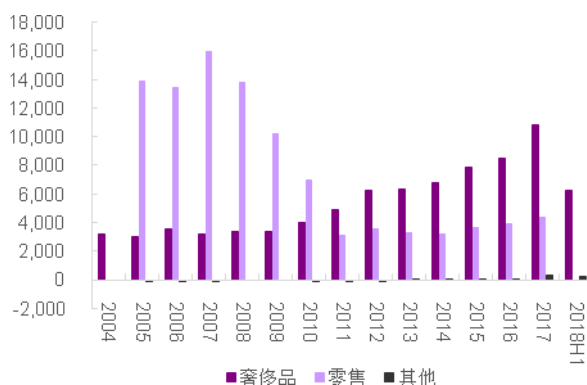
品牌简介	时间	出售股权	出售对象	背景	出售的影响
PUMA (彪马) 是德国运动品牌,设计提供专业运动装备,产品涉及跑步、足球、高尔夫乃至赛车领域,2017 年收入 41.52 亿欧元。	2018 年 2 月 13 日宣布交易条款; 2018 年 4 月 26 日集团大会上股东批准交易; 2018 年 5 月 16 日生效	持股比例从 86.25% 降低至 15.85%	向 Kering 股东分发实物股票; 持有 40.9% Kering 股份的 Artemis 将成为 puma 的长期战略股东,拥有约 29% 的股权。	2017 年全球奢侈品市场规模达到 1.2 万亿欧元,个人奢侈品市场规模达 2620 亿欧元,在全行业中占比 22.6%,增速超过业内平均水平。在收购前 12 个月中,Puma 股价已经猛涨了 45%,市值达到了 53 亿欧元,与 Kering 最初买入该品牌的价值一致。	自 1 月 11 日消息宣布到 1 月 12 日周五收盘,Puma 股价大幅下滑 10.3% 至 318.5 欧元,当前市值为 48 亿欧元,低于开云当年 53 亿欧元的收购价格。
Stella McCartney 是 2001 年 Stella McCartney 和 Kering 以各 50% 的股权配比合资成立的同名品牌。	2018 年 3 月 28 日	50%	Ms. Stella McCartney	2017 年 Kering 净利润飙升 120%,这得益于 Gucci 和 Yves Saint Laurent 的“惊人”增长以及 Balenciaga 的强劲表现。Kering 在 2017 年的销售额为 155 亿欧元(约合 192 亿美元)。结果与 2016 年相比增长了 27.2%。该集团奢侈品部门产生的收入首次突破 100 亿欧元,Gucci 在此期间的销售额突破 60 亿欧元。	Ms. Stella 和 Kering 的合作将继续,保证平稳过渡,以尽量减少中断和保持品牌的势头。Stella McCartney 女士将继续担任 Kering 基金会的董事会成员。
Volcom 是由 Richard Woolcott、Tucker Hall 创立于 1991 年的美国殿堂级的滑板、冲浪极限服饰等用品品牌,2017 年收入 2.3 亿欧元。	2018 年 4 月 6 日宣布为出售 Volcom 做准备			1、Kering 称根据 Kering 完全致力于发展其奢侈品的战略,Volcom 不再构成核心资产。 2、由于过去几年冲浪市场低迷,Volcom Inc. 收入比 2015 年的 2.79 亿欧元大减 17.6%,现在该品牌仍通过裁员和重组优化成本结构。	
Christopher Kane 是英国设计师 Christopher Kane 和他的妹妹 Tammy Kane 创立于 2006 年的品牌,销售男装、女装、配饰等。	2018 年 6 月 21 日	由 80% 减持至 51%	Mr Christopher Kane	在收购之后的几年里,Christopher Kane 品牌的发展速度并不快,管理层也频频发生变动。截止 2013 年 12 月 31 日的年销售额为 697 万英镑,而截止 2016 年底的年销售额为 780 万英镑。(注:该数字可能未完全反映品牌的整体业务情况)	

资料来源:公司官网、光大证券研究所

❖ 收入拆分: 奢侈品业务和零售业务

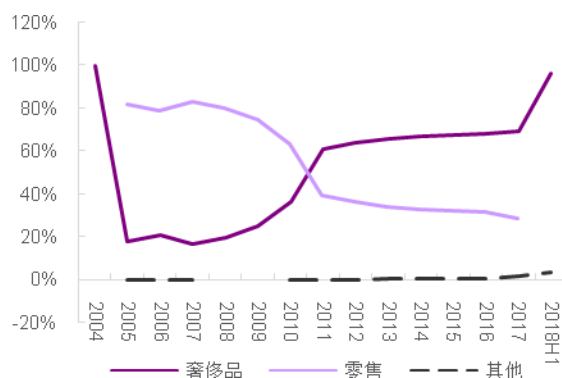
2003 年后 Kering 集团开始着手逐渐剥离木材加工业和零售业,奢侈品收入占比逐渐超过零售收入,成为集团收入主要的构成部分,2017 年占比 69.75%。增速方面,金融危机后零售业务出现较大幅度下滑,但奢侈品业务的稳定增长保障了集团的整体业绩,2013-2015 年奢侈品与零售业务收入增速均出现回升,2016 年有一定程度下滑,2017 年再度回升。

图 39: 2004-2018H1 Kering 收入分拆 (百万欧元)



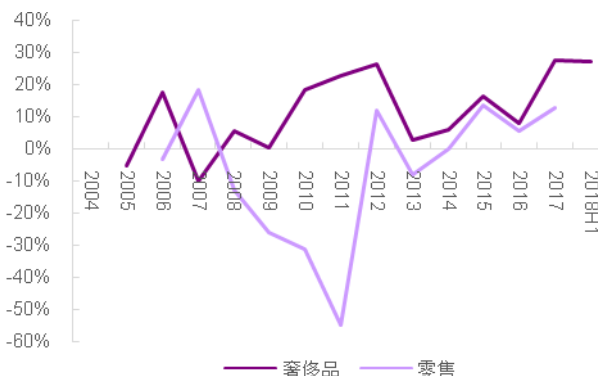
注: 2018 年公司已处置 PUMA 业务, 零售业务收入为 0。
资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

图 40: 2004-2018H1 Kering 各业务收入占比



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

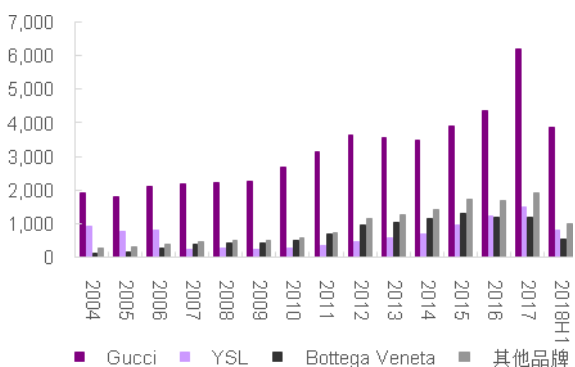
图 41: 2004-2018H1 Kering 奢侈品与零售业务增速



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

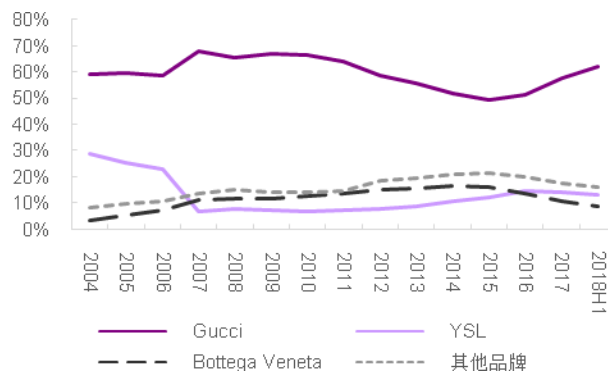
奢侈品业务分拆来看, 主品牌 Gucci 占比较高, 2017 年占奢侈品业务总收入 57.53%。但从历史上来看, Gucci 品牌近年呈现波动、2017 年明显回升, 收入端增速回升至 30% 以上; 而在 Gucci 品牌前期调整期间, 小品牌 BV/巴黎世家/YSL 等的增速有力拉动了集团奢侈品业务的收入增长。多品牌战略相应的分散了单一品牌的波动, 促使收入增长更加平滑和稳定。

图 42: 2004-2018H1 Kering 奢侈品收入分拆 (百万欧元)



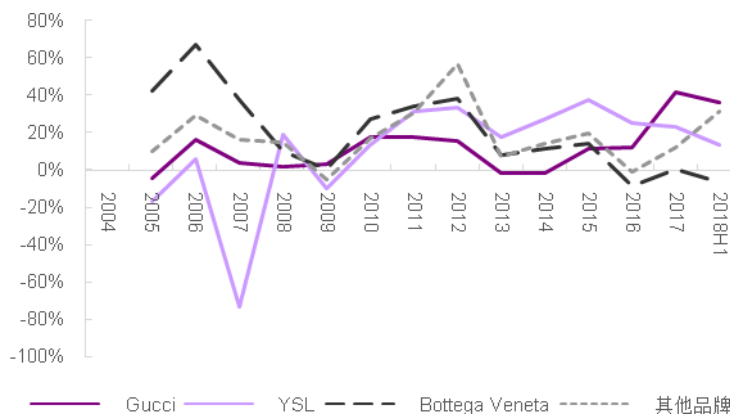
资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

图 43: 2004-2018H1 Kering 奢侈品各业务收入占比



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

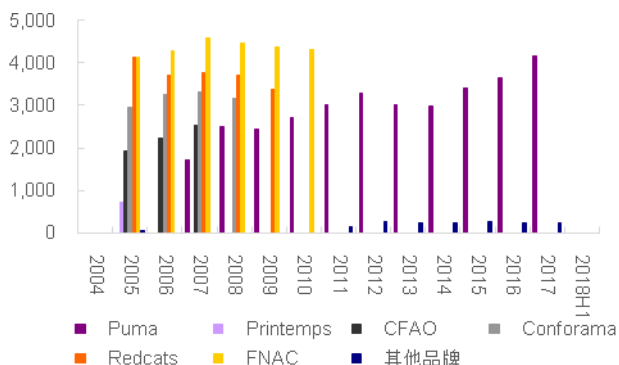
图 44：2000-2018H1 Kering 奢侈品收入增速分拆



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

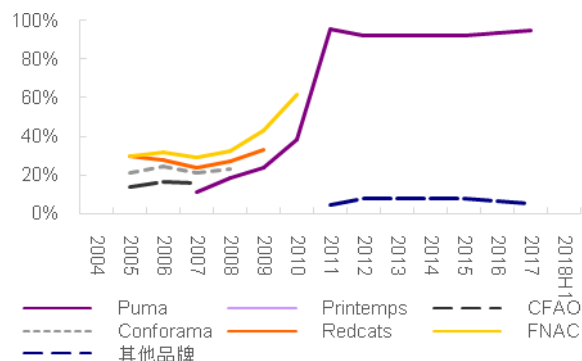
零售业务方面，2012 年开始零售收入主要由 Puma 的收入构成，2017 年其收入占零售总收入 94.75%，收入增速同样在 2013-2015 年回升，2016 年下降后 2017 年重新回升；2018 年公司处置了 PUMA 的股权。

图 45：2004-2018H1 Kering 零售收入分拆 (百万欧元)



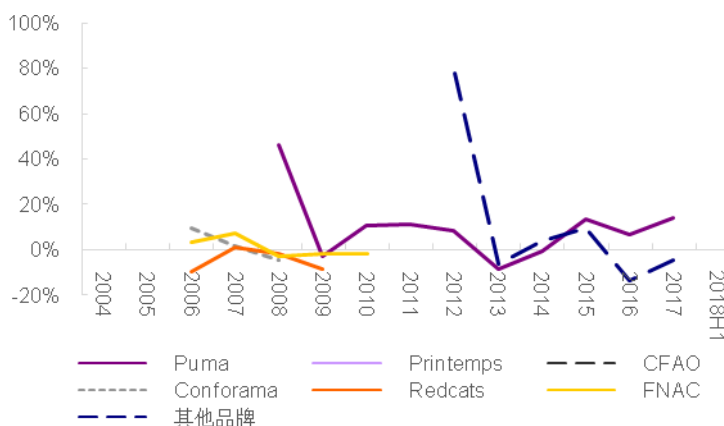
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图 46：2004- 2018H1 Kering 零售各业务收入占比



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图 47：2000-2018H1 Kering 零售业务收入增速分拆

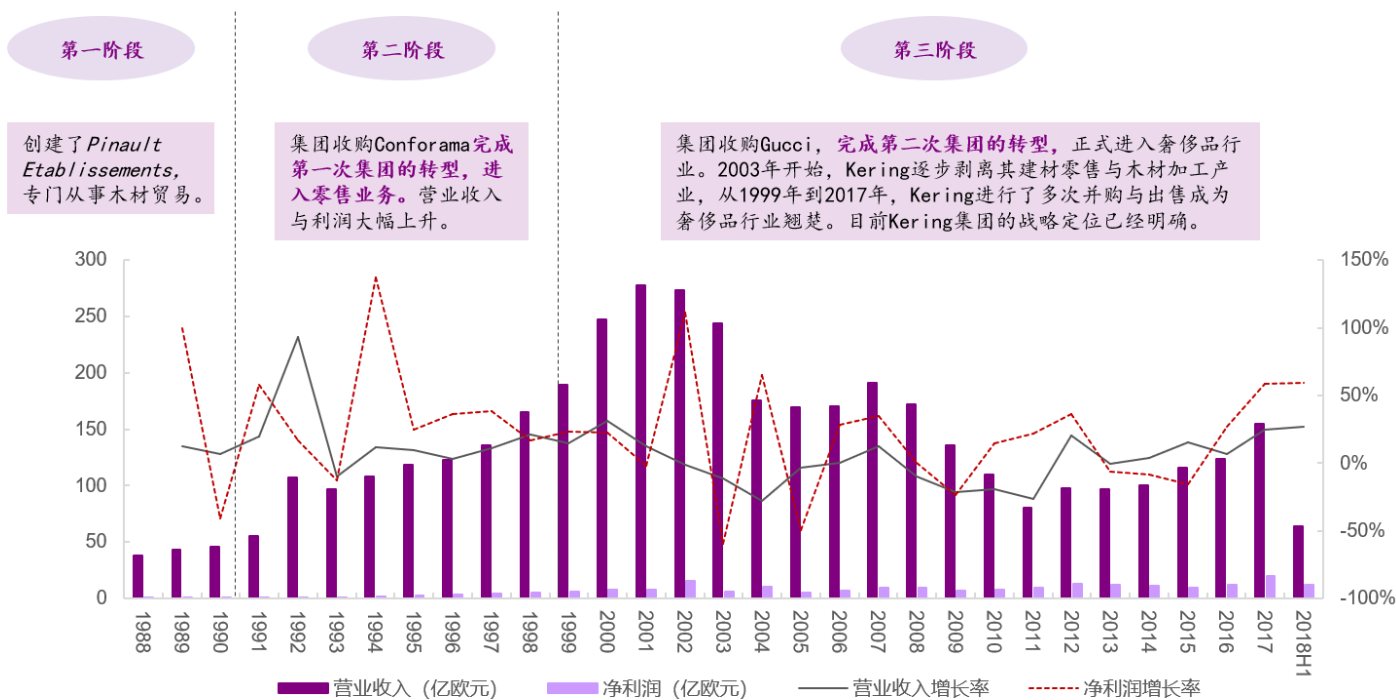


资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

❖ 并购之路：买卖不断，造就行业巨头

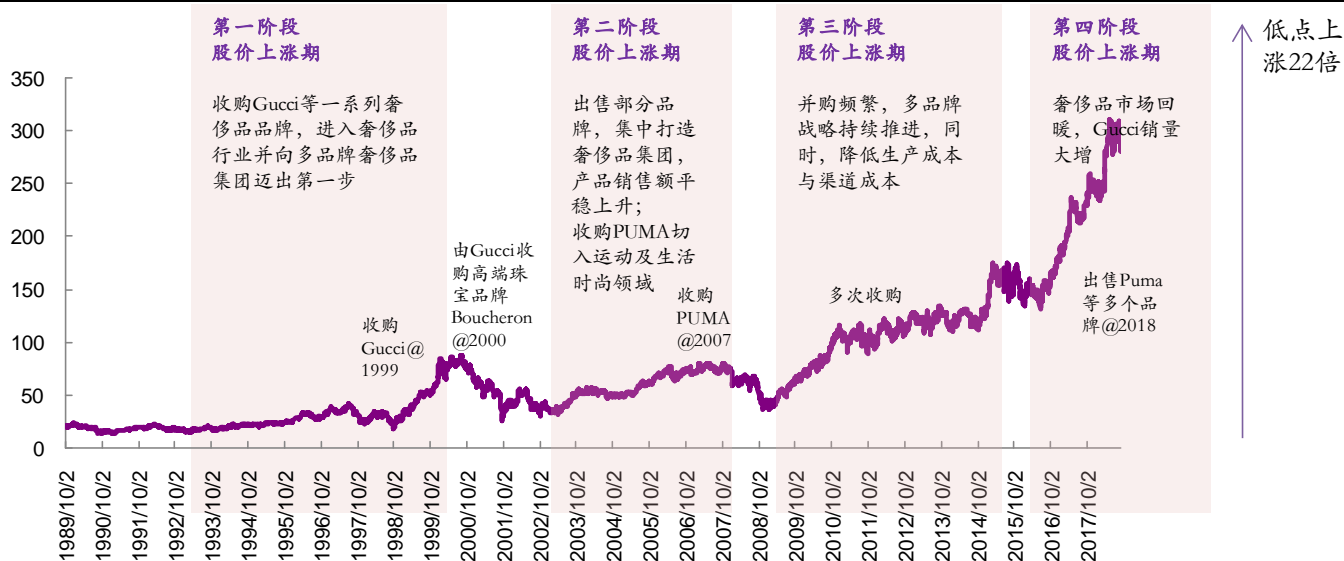
2003年起，Kering逐步剥离其建材零售/木材加工产业，不断出售自己旗下品牌。在这期间，集团利润率不断下降，营业收入规模不断减小。随着其他产业剥离程度增加，费用支出下降，利润率再度回升。随着主品牌Gucci销售向好，集团营业收入与利润率也不断增加。不过2013-2014年由于公司策略出现偏差，导致主品牌Gucci销量萎缩，2015年该品牌复苏（收入38.99亿欧元、同增11.47%），集团营业收入快速上涨（收入115.48亿欧元、同增15.40%）。2017年集团收入达到29.48亿欧元，同比上涨19%。

图 48：Kering 主要发展阶段划分



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 49: Kering 股价表现和驱动因素 (欧元, 截至 2018/9/12)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

❖ 收购带来盈利能力的改善, 存货情况稳定

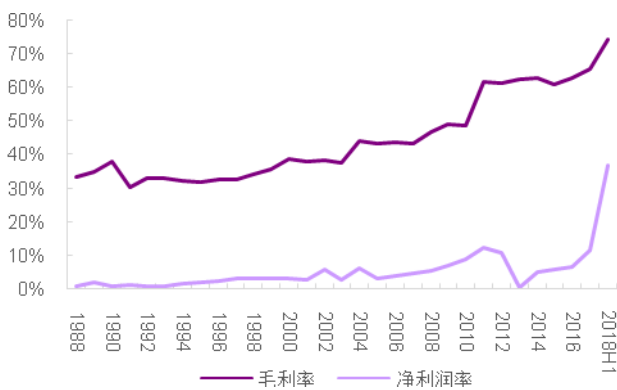
Kering 公司的盈利情况持续改善。毛利率方面, 自 1988 财年起, Kering 的毛利率基本呈稳步提升的趋势, 从 33.46% 提高至 2010 财年的 48.77%。期间受出售 Pinault Bois & Matériaux、剥离木材业务影响, 毛利率于 2003 财年经历了小幅下跌。2004 年后其毛利率提升 6.36PCT, 此后稳定在 40% 以上。2011 财年, Kering 收购奢侈腕表制造商 Girard-Perregaux 多数股权并出售 Conforama、剥离零售业务, 当年其毛利率提升 12.95PCT 至 61.72%, 此后毛利率稳定在 60% 以上, 2017 财年毛利率增至 65.47%。

净利率方面, 2011 财年前, Kering 净利率的变动趋势与毛利率大体一致, 基本呈上升趋势, 自 1988 财年的 1.07% 逐步提升至 2012 财年的 10.77%。2013 财年, Kering 进行了多项并购, 收购费用对其净利率产生影响, 其净利率大幅下降至 0.51% 的历史低点, 之后又恢复稳步提升的趋势。2017 财年 Kering 净利率增至 11.54%, 仅次于 2011 财年的历史高点 12.23%。

由 Kering 公司毛利率和净利率历年变动趋势可以发现, 尽管在通过并购与出售进行业务转型的过程中, 短期内利润率可能下降, 但只要发展战略与收购标的选择得当, 长期看盈利状况仍会受益于转型策略而持续向好。

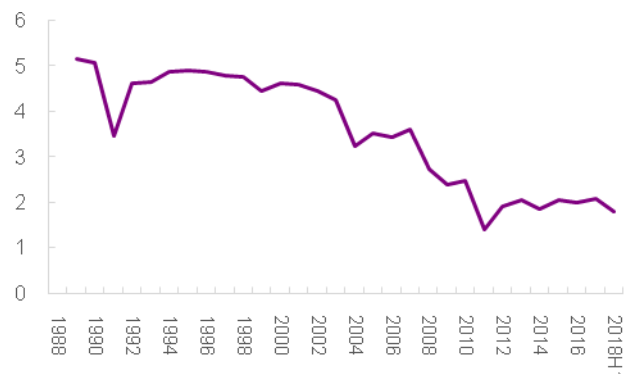
以 2011 财年为分界点, Kering 公司的存货周转率也可分为两个阶段。1989 财年至 2011 财年, Kering 的存货周转率基本呈下降趋势, 自 5.16 降至 1.39。2011 财年后, Kering 的存货周转率稳中有升, 基本维持在 2 附近, 2017 财年为 2.08。

图 50: Kering1988~2018H1 毛利率、净利率



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

图 51: Kering1989~2018H1 存货周转率



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

❖ 收购策略: 层次丰富, 小众口味, 进军新领域

虽然同样位列奢侈品领域前三, 但是 Kering 的收购整合策略与 LVMH 有所差异。对于 Kering 来说, 并购不仅仅是做大企业的手段, 也是进入新领域的敲门砖。Kering 的并购之路显得更加“接地气”, 对国内企业并购国际品牌有着更强的借鉴意义。

标的品牌价格带较宽、品牌矩阵层次丰富。与 LVMH 对比, Kering 的标的品牌产品并非一定要走高端路线。此前零售商的经历让 Kering 旗下品牌定位更加大众亲民。大众化定位会给集团带来更广阔的客户群, 消费对象也更加庞大, 从而扩大公司市场份额。差异化品牌战略也有利于分散行业风险。

值得注意的是, 大众化的品牌定位与奢侈品本身特点有所冲突。2014 年对主打品牌 Gucci 进行的大众化改造令品牌惨遭损失, 直到 2015 年重新进行品牌塑造, Gucci 才扳回一局。

表 12: Kering 与 LVMH 旗下产品主要价格带对比

Kering 旗下		LVMH 旗下	
品牌	主要产品价格(元)	品牌	主要产品价格(元)
Gucci	2000~40000	LV	2000~40000
BV	2000~130000	Dior	2000~20000
PUMA	159~5000	Celine	2000~70000
Balenciaga	2000~40000	Givenchy	2000~70000
Sergio Rossi	2000~8000	Fendi	1000~60000
Stella McCartney	2000~30000	LOEWE	2000~40000
Qeelin	8000~70000	De Beers	10000~500000
Boucheron	10000~5000000	Bvlgari	5000~150000

资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

小众品牌(高端、规模较小、特征鲜明)颇受青睐, 品牌培育+挖掘潜力是关键。与 LVMH “只要最高贵”的标的选择原则有所不同的, 是 Kering 标的品牌的选择原则——高端、规模较小、特征鲜明。如 YSL 品牌创始之初, 仅服务于全球仅几千名的富豪, 用料奢华, 加工讲究, 价格昂贵。但是在 2013~2014 主品牌 Gucci 销量大跌时, YSL 异军突起(2012 年 YSL 更换产品设计总监 Hedi Slimane, 改变原有产品美学, 加入摇滚元素获得市场青睐,

加之渠道开店以及 2014 年网上商城进入亚洲市场，YSL 在 2014 年收入增速达 27.02%，异军突起成为集团内增长最快的品牌），挽救了集团的颓势。

图 52: YSL2014 年加入摇滚元素，与原有风格实现差异化



资料来源：中国服装网，环球网，光大证券研究所
注：左图为 2011 春夏系列，右图为 2014 春夏系列

表 13: YSL 在 Gucci 销量下跌的时候弥补颓势

	2013	2014	2015
GUCCI 收入 (亿欧元)	35.61	34.97	38.98
同比增速	-2.14%	-1.79%	11.46%
YSL 收入(亿欧元)	5.57	7.07	9.74
同比增速	17.79%	27.01%	37.65%
集团总收入 (亿欧元)	96.56	100.38	115.84
同比增速	-0.83%	3.95%	15.41%

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

高端品牌的选择维持了 Kering 奢侈品集团的定位；规模适中有利于公司压低成本；特征鲜明体现了品牌的未来潜力。同时并购的品牌与原有品牌差异化明显，对原有品牌挤出效应较小。

并购开拓新业务领域，促进集团整体业务转型。Kering 最初的转型就是来自于并购。在 55 年的发展历程中，集团不断并购进入新的领域。如 2008 年时收购瑞士手表企业 Sowind Group（该集团旗下拥有手表品牌芝柏 Girard-Perregaux 和尚维沙 Jean Richard）23% 的股份、2011 年再次对其增持，由此进军手表界，体现了品牌收购是集团切入新领域的捷径。

3.2.4、借鉴意义：定位轻奢+践行多品牌战略具备长期合理性

国际对标的发展对歌力思的借鉴意义主要是两个方面：

1) 行业层面，我国轻奢行业有比较大的发展空间，歌力思收购品牌定位轻奢，空间较大。类比美国日本，我国轻奢行业发展仍然处于较为初级的阶段，增速较好。

2) 公司层面，多品牌战略的合理性已经被验证，歌力思的多品牌策略长期看有助于公司稳定增长。

国际龙头的发展经验为我们揭示了多品牌战略的优越之处。通过多品牌，我国企业可以加速实现在高端到轻奢领域的布局。我国企业通过并购实

现品牌集群、品类互补，带来诸多裨益：突破单品牌规模和受众方面的瓶颈，增强单品牌对抗自身生命周期以及经济运转周期风险的能力，并且可发挥生产、设计、营销方面的协同效应。

协同效应具体体现在：1) 我国企业通过旗下国际品牌的高议价能力，增强与渠道的议价能力，从而在集团层面降低成本；2) 通过集中原料的采购，降低采购的价格；3) 学习海外品牌全球布局的优势，助力本土品牌的国际扩张；4) 帮助海外品牌在中国快速开店，实现收入的扩张。

歌力思通过外延并购持续推进多品牌战略。公司陆续收购德国高端女装 Laurèl 大陆地区所有权、美国轻奢潮牌 Ed Hardy 大中华地区所有权，法国轻奢女装品牌 IRO 控股权、VT 品牌在中国大陆地区的所有权，从品类上、风格上拓宽了目标客户群覆盖，从而突破主品牌 ELLASSAY 外延开店瓶颈（预计未来主品牌店铺数量主要也以稳健增长为主，不会进行大规模扩张），同时抗风险能力和协同效应也获得增强。

表 14：高端/轻奢品牌多品牌战略的好处

并购的好处	要点	具体情况
突破单品牌瓶颈	时尚品牌受限于风格特点、市场空间有限，长期可能增长乏力	很多高端品牌风格鲜明独特，受众可能范围较小，规模角度受限。并购带来多风格多品类，覆盖更为广泛的客群。
	单品牌自身也具有一定的生命周期	单品牌自身会有一些的生命周期，每个品牌起源、成长、爆发之后，都存在走向衰落的可能性。通过并购可以形成品牌矩阵，各品牌陆续发力，对抗单品牌生命周期对于集团业绩的影响。
对冲经济/时尚周期风险	通过分散化多品牌布局可以降低经济波动的风险	服装类周期相对较弱，季节性较强，每款数量有限，尤其是设计师品牌，每款数量更少。轻奢珠宝钟表类轻奢品购买频次低、决策期长。各类轻奢品具备不同的特点，在经济下行时多品类多品牌能增强母公司抵御经济周期的能力。
	轻奢品由于风格鲜明，母公司更需具备应对潮流喜好更迭的能力	不少轻奢品牌个性鲜明独特，而消费者时尚潮流偏好不稳定，忠诚度有限。同时越来越多的国际品牌涌入市场，消费者选择极为丰富，容易被广告宣传等影响购买偏好。这些都为轻奢品带来较大的运营风险。通过并购得来的多品牌多品类多风格的高级品牌矩阵可以一定程度上应对这类风险。
协同效应	生产协同降低成本；	高端品牌的制作工艺要求较高，一些轻奢品牌的生产要求甚至比肩大牌。集团可以将多个品牌的订单进行汇总，从而压低订单价格降低成本。
	设计协同激发灵感；	各品牌的设计师之间可以互相借鉴灵感和生产设施，从而促进多个品牌共同发展。
	整合管理降低费用	集团多个品牌共同入驻购物中心，提升整体议价能力，为各品牌降低店铺租金和商场扣点（尤其是国际轻奢品牌往往议价能力高），从而降低销售费用；整合后台资源能带来管理费用的降低；集团规模扩大会降低融资成本，从而降低财务费用。

资料来源：光大证券研究所

4、财务分析：业绩增长健康、结构多元

4.1、公司层面：业绩中高速增长，协同效应初步体现

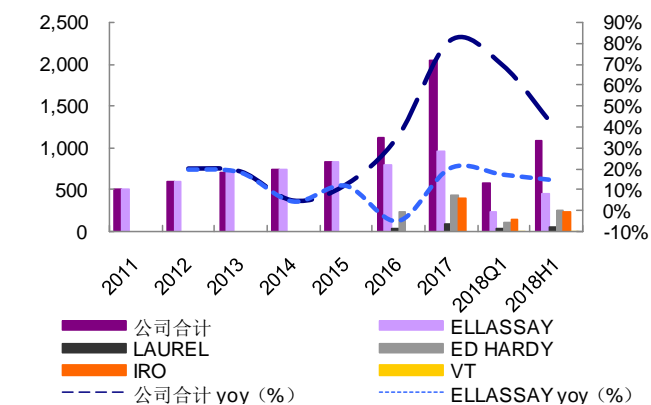
4.1.1、财务指标：多方面良性增长

❖ 收入利润：长周期保持中高速增长

2012~2014 年公司收入增速略有放缓，2015 年上市后公司合并报表口径收入增速不断提升。2016 年之后，一方面受收购品牌并表贡献，另一方面公司不断优化渠道质量，采用新开店、升级改造等措施，使有效营业面

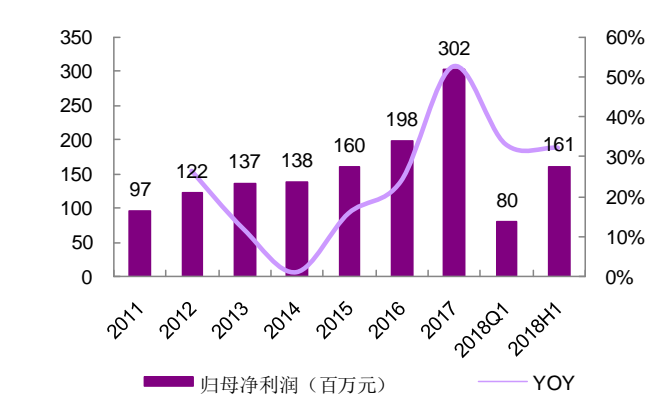
积、单店销售能力得到提升，主品牌在 2016 年增速下滑后于 2017 年呈现回暖。内外因素共促营收增长进一步提速，16、17 年同比增长 35.53%、81.35%；相应的，归母净利润也自 2014 年开始不断增长，且增速逐年提升，2016、2017 年同比增长 23.84%、52.72%。

图 53：2011~2018H1 公司各品牌收入（百万元）及增速（%）



资料来源：公司年报、招股说明书、光大证券研究所

图 54：2011~2018H1 公司归母净利润（百万元）及增速（%）



资料来源：公司年报、招股说明书、光大证券研究所

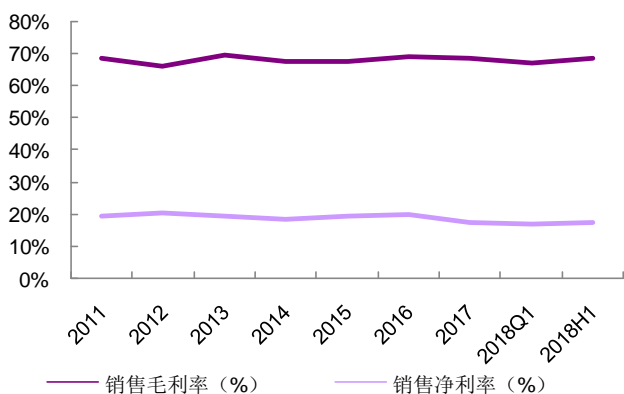
❖ 盈利能力：公司盈利能力较强、毛利率较为平稳

2014-16 年公司毛利率分别为 67.51%、67.61%、68.96%，保持上升趋势。2017 年毛利率基本维持稳定，小幅下降 0.12PCT 至 68.84%。2018H1 毛利率同比下降 3.43PCT 至 68.71%，其中主品牌略降 2.25PCT，主要为成本上升以及上半年有部分促销活动，另外品牌结构变化也有影响，如毛利率较低的 Ed Hardy X 系列以及 IRO 品牌占比提升等影响。

费用方面，2012-15 年期间费用率略有上升，16 年以来企稳；其中，销售费用率 16、17 年下行明显，但受研发投入增加和股权激励摊销成本等影响，管理费用率有所提升。正负两种效应叠加之下，16 年期间费用率提升 2.07PCT 至 43.72%，17 年则下降 1.68PCT 至 42.04%。2018H1 期间费用率持平略降，为 45.81%（同比下降 0.80PCT）。

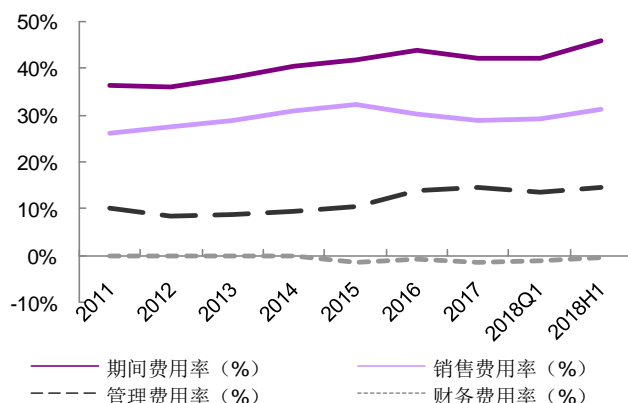
2012-16 年公司净利润率波动较小，保持在 19% 左右，其中由于店铺调整等原因，2014 年的净利润率较低，为 18.55%。2017 年净利润率为 17.27%，同比下降 2.37PCT，主要由于税率等上升（营业利润率 2017 年为 23.71%、同比上升 1.16PCT）。

图 55: 2011~2018H1 公司毛利率及净利率



资料来源: Wind

图 56: 2011~2018H1 公司费用率



资料来源: Wind

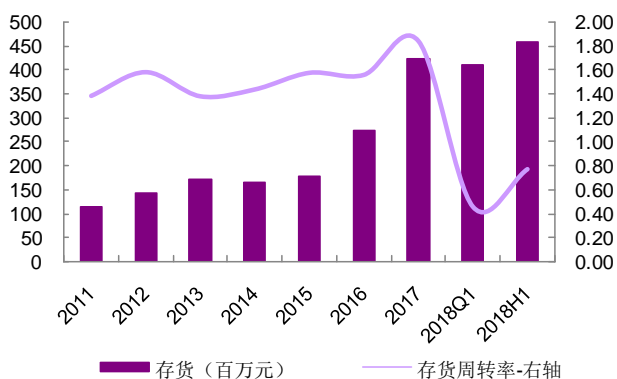
❖ 营运能力: 营运能力稳中有升

库存方面, 2013-16 年公司存货周转率分别为 1.38、1.43、1.57、1.55, 波动幅度不大, 2017 年小幅提升至 1.84, 在行业中一直处于较好水平, 经营周转效率较高。

同时, 公司对存货计提管控较为严格, 其计提政策为货龄 1 年以内不计提, 1~2 年计提 50%、2 年以上计提 100%。

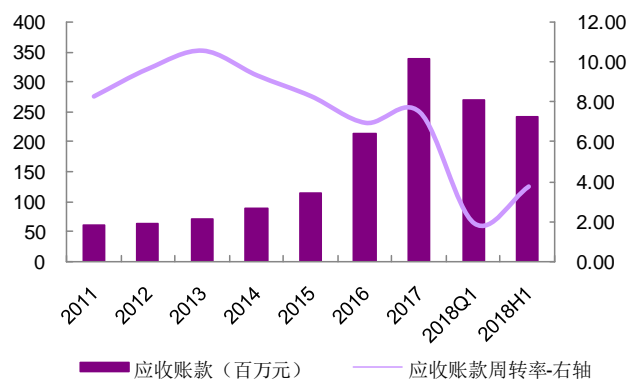
应收账款方面, 2016、2017 年主要受并表影响, 应收账款增加较多。2013-2016 年应收账款周转率不断下降至 6.93, 2017 年小幅回升至 7.45, 2018H1 较 17 年同期周转略有加快。同时, 从账龄角度看, 2017 年末 97.77% 的应收账款账龄在一年以内。总体来看应收账款方面周转能力较为健康。

图 57: 2011~2018H1 公司存货及周转率



资料来源: Wind

图 58: 2011~2018H1 公司应收账款及周转率

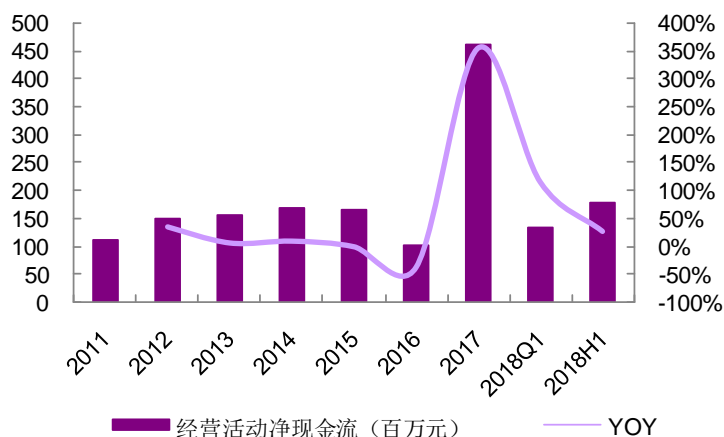


资料来源: Wind

❖ 现金流分析: 经营性现金流逐年增长

现金流方面, 2013-16 年公司经营活动产生的现金流量净额较为平稳; 2017 年经营活动净现金流增加幅度较大, 主要为主品牌回暖以及新品牌并表共同促进。2018H1 经营活动净现金流同比增 25.42%, 保持了良性增长。

图 59: 2011~2018H1 公司经营活动现金流量净额情况

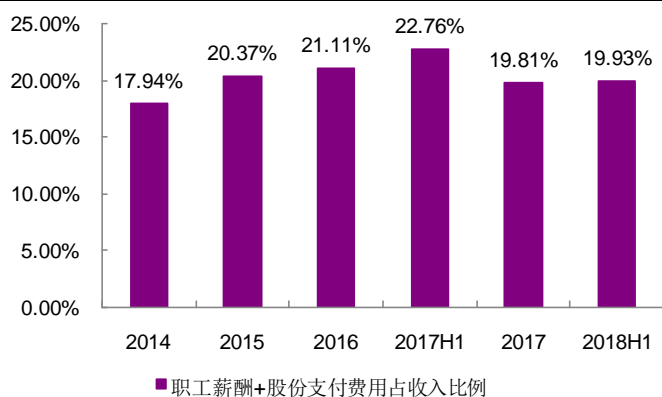


资料来源：公司公告，光大证券研究所

4.1.2、协同效应：费用率和人效端初步显现

我们对公司销售费用和管理费用的详细科目进行拆分，发现 2016 年以来随着公司并表品牌的增加，费用率呈现下行，其中主要科目如薪酬费用、渠道费用等规模效应体现、费用率得到压缩。

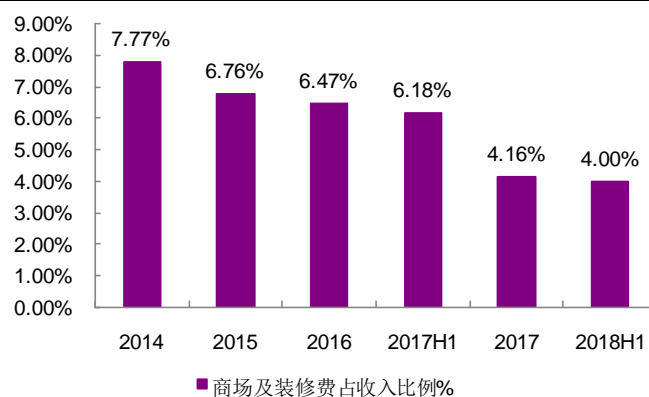
图 60: 公司职工薪酬相关费用占收入比例 (%)



注：此处统计销售费用科目中的职工薪酬以及管理费用科目中的职工薪酬和股份支付费用之和。

资料来源：公司年报，光大证券研究所整理

图 61: 公司渠道相关费用占收入比例 (%)



注：此处统计销售费用科目中的商场费用、装修费以及管理费用中的装修费之和。

资料来源：公司年报，光大证券研究所整理

同时从业务层面，歌力思帮助新进品牌提高渠道议价能力，以更好的条件、较快实现在国内优质渠道的布局。举例而言，IRO 品牌已于近期在上海国金中心商场开设店铺，该商场渠道定位较高、全部为国际品牌。

图 62：上海 IFC 商场介绍



资料来源：上海 IFC 商场官方微信公众号

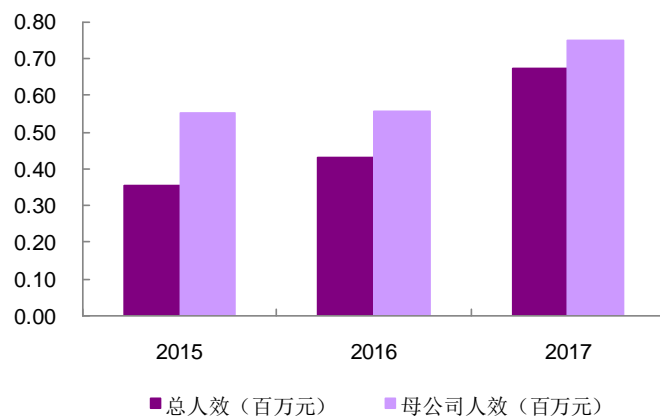
图 63：IRO 品牌上海 IFC 门店



资料来源：光大证券研究所

从单人效率来看，我们观察到公司不论是合并报表层面还是母公司层面，平均人效（单人贡献的销售收入）亦有提升。2015 年以来合并报表层面人效不断提升，与新品牌并表以及业务结构变化（部分新品牌如 EH、IRO 等分销占比较高）有关；从母公司人效来看，2017 年提升幅度亦明显，显示公司管理效益得到释放。

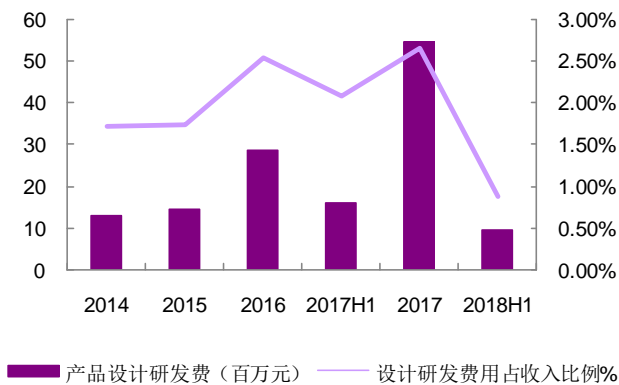
图 64：公司近 3 年平均人效变化



资料来源：公司年报，光大证券研究所测算

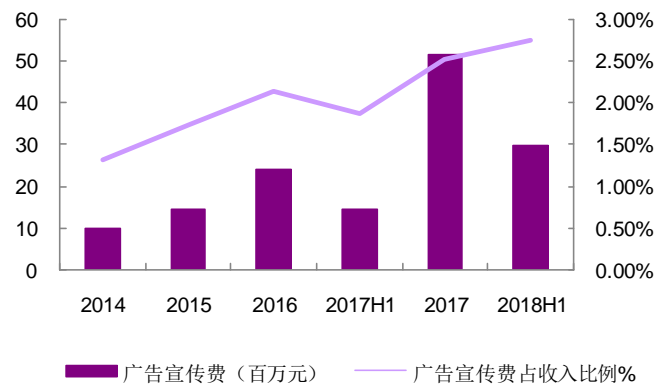
多品牌战略推进上，新品牌的引入和培育将带来一定投入的增加。从设计研发相关费用支出来看，2016~2017 年占比相对较高，主要为 Laurel/EH 开发新系列 X 等相关投入有所增加，后续品牌如 IRO、VT 等在设计方面已有基础，因此体现在 2018 年研发支出有所下降；广告宣传费占比目前还较低，2017 年、2018H1 均不到 3%，但长期来看随着公司品牌数量的增加，广告宣传费规模上预计将持续增加。

图 65：公司设计研发相关费用及占比变化



资料来源：公司年报、中报，光大证券研究所测算

图 66：公司广告宣传费及占比变化



资料来源：公司年报、中报，光大证券研究所测算

4.2、同业比较

4.2.1、品牌结构：多梯度小品牌快速成长、占比逐步提升

高端女装行业上市公司中，歌力思的可比公司包括朗姿股份、安正时尚和维格娜丝，2017 年收入规模为 20.53、23.53、14.21、25.64 亿元，其中安正时尚的收入规模较其他三家较小。

4 家公司均采用多品牌战略，通过自创、收购或者代理的方式扩充品牌矩阵。在品牌收入构成上，维格娜丝、歌力思的新进品牌占比相对较高。

其中，歌力思主品牌收入 17 年占比 46.89%，收购品牌占比较高（合计超过 50%），但品牌构成更为多元，其中 Ed Hardy 品牌、IRO 品牌、Laurel 品牌收入占比分别为 21.25%、19.23%、4.76%，新进品牌中已有一定基础的 Ed Hardy 保持健康增长，Laurel、IRO 国内以及 VT 等稳步推进，开店和单店效益目前来看符合预期、未来可带来新的增量。公司品牌结构更为多元，不同品牌处于不同发展阶段，可带来不同层面的发展动力，促业绩增长更为平稳和持续。

表 15：同业公司比较

公司	成立时间	上市时间	公司定位	品牌	来源	品牌定位	2017 年 收入规模 (亿元)	2017 年收 入占比 (%)	2017 年同 比增速 (%)
歌力思	1999	2015	有国际竞争力的高级时装品牌集团	ELLASSAY	自创	具有国际影响力的中国时装品牌	9.62	46.89%	20.76%
				Laurel	收购	国际轻奢高端潮流品牌	0.98	4.76%	230.46%
				Ed Hardy	收购		4.36	21.25%	79.15%
				IRO	收购		3.95	19.23%	-
				VIVIENNE TAM	收购	注重剪裁及设计追求的高品质生活的年轻女性客群		-	-
朗姿股份	2006	2011	中高端女装市场	朗姿	自创	25-55 岁都市成熟女性	7.27	65.53%	23.34%
				莱茵	自创	25-55 岁都市成熟女性	2.30	20.81%	11.58%
				卓可	代理	20-45 岁都市白领女性	0.99	8.88%	-6.50%
				玛丽	自创	18-35 岁都市年轻女性	0.20	1.82%	-54.77%
				吉高特	代理	30-50 岁成熟完美女性	0.15	1.37%	-3.51%
				FF	代理	30-45 岁职业女性	0.14	1.29%	31.17%
				DEWL	代理	20-35 岁都市年轻女性	0.03	0.30%	-8.62%
安正时尚	2008	2017	中高档品牌时装	玖姿	自创	核心客户为 35-45 岁女性	9.36	65.89%	10.49%
				尹默	自创	高端女装	2.14	15.08%	10.76%
				安正	自创	都市高端男士商务时尚	0.75	5.26%	37.11%
				摩萨克	收购	核心客户年龄为 25-35 岁	0.35	2.49%	15.47%
				斐娜晨	收购	目标客户年龄为 25-32 岁	1.02	7.20%	92.41%
				安娜蔻	自创	互联网消费者	0.49	3.42%	-
维格娜丝	2003	2014	具备中国文化元素的奢侈品牌	VGRASS	自创	国际高端女装市场上的一线品牌	7.92	30.88%	10.52%
				祥云锦	自创	具备中国文化元素的国际知名一线奢侈品牌	0.22	0.86%	-19.80%
				TEENIE WEENIE	收购	中高端群体	17.43	68.01%	3.40%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

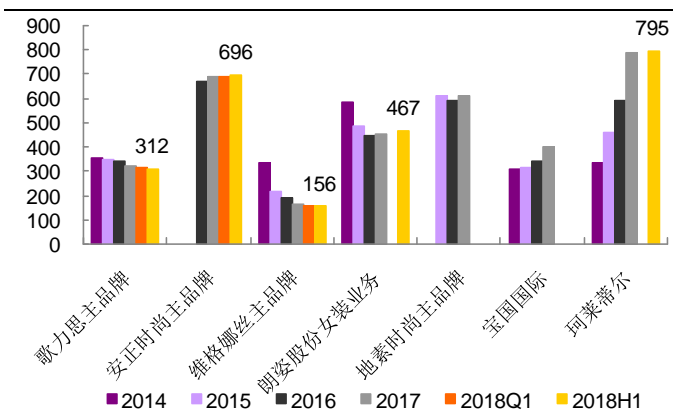
注：上述收入及增速为 2017 年数据，收入规模单位为亿元。

4.2.2、渠道情况：店铺调整相对温和，单店效益较高

公司主品牌渠道数量在同业中处于中游，同时 2014 年以来的店铺调整力度相对温和，店铺数小幅度收缩，相应的也带来业绩波动相对较小。

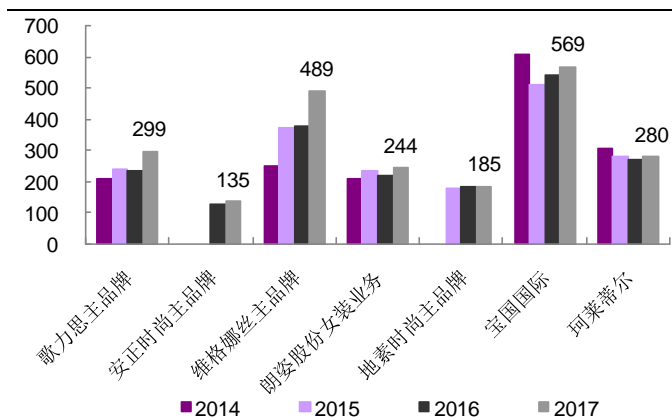
同时，从单店店效表现来看，公司 2014 年至今单店销售不断提升，2017 年为 299 万元，在业内 7 家公司中排名第三，较为领先。歌力思品牌单店表现在纵向历史趋势和横向同业比较两方面综合来看较为领先。前二名中，维格娜丝店效较高，与其几乎全直营以及店铺精简力度较大有关（相应地体现在店效大幅增长同时受渠道减少较多影响，主品牌收入几度呈现下滑）；宝姿品牌单店虽维持较高水平、但从趋势上来看低于之前，单店效益呈现下降。

图 67：主要高端女装公司主品牌渠道数量（家）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 68：主要高端女装公司主品牌单店销售额（万元）



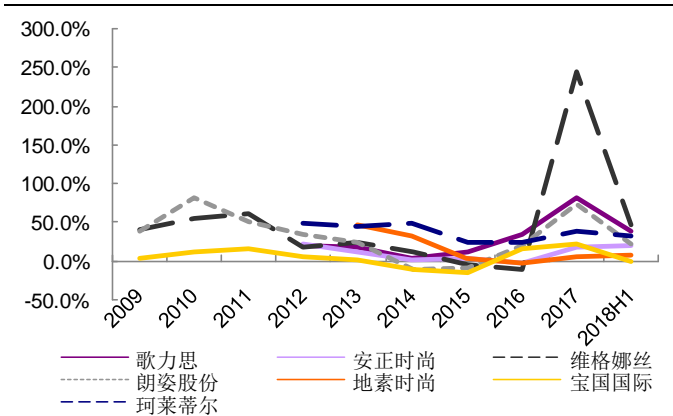
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

4.2.3、财务指标：收入利润稳步增长、盈利能力和营运能力同业领先

主要高端女装公司的收入增速自 2016 年四季度出现回暖势头，2017 年提速，其中维格娜丝、歌力思与朗姿股份回升明显。各公司毛利率基本保持平稳，其中宝国国际毛利率处于领先水平（主要由于定价略高于同业），歌力思、维格娜丝与安正时尚的毛利率水平接近，朗姿股份女装业务毛利率较低。

净利率方面，歌力思净利率和同业相比较为稳定，安正时尚基本保持稳定，2018Q1 小幅上升，维格娜丝与朗姿股份 2017H1 出现一定程度下滑，目前已回升。歌力思的毛利率、净利率均位于行业前列，显示出较好的盈利能力。

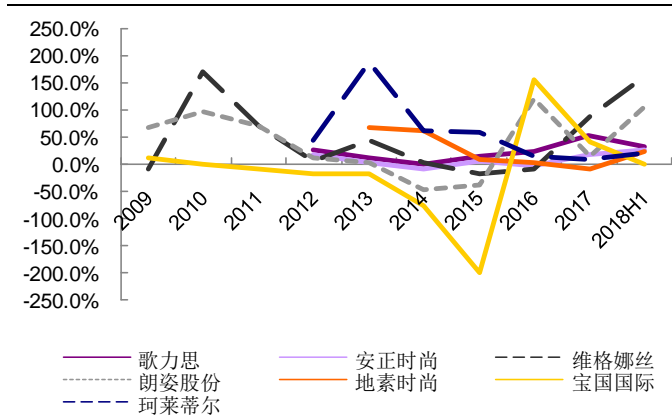
图 69：主要高端女装公司营业收入增速



资料来源：Wind

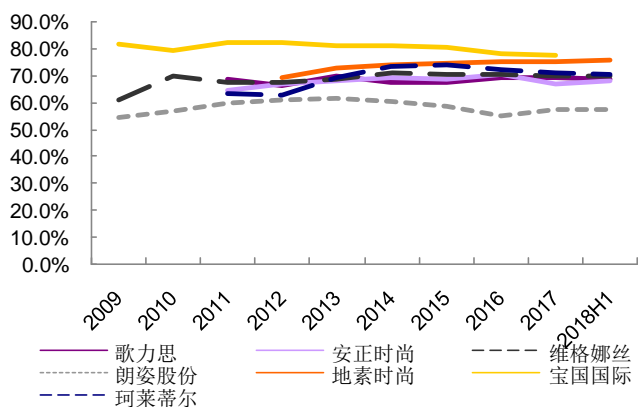
注：由于本节主要涉及公司层面的比较，因此选用上市公司整体层面的数据

图 70：主要高端女装公司净利润增速



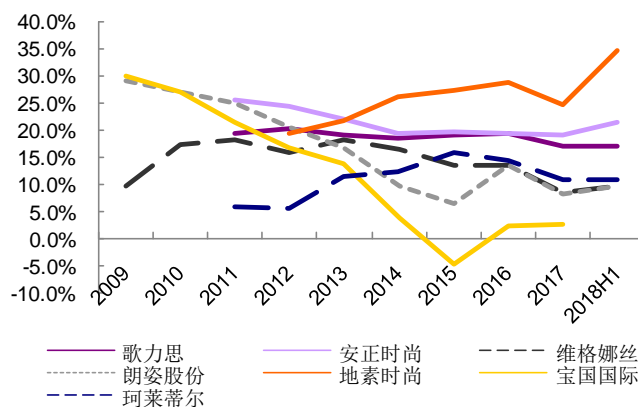
资料来源：Wind

图 71：主要高端女装公司毛利率情况



资料来源：Wind

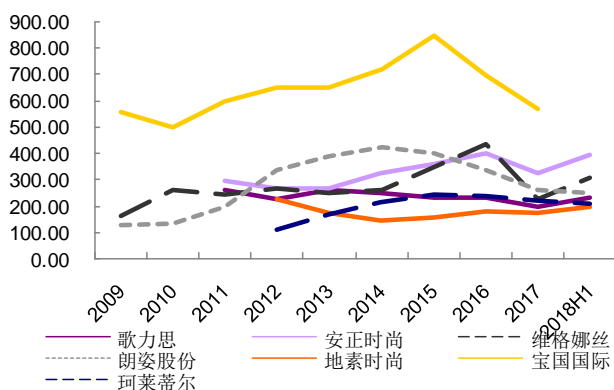
图 72：主要高端女装公司净利率情况



资料来源：Wind

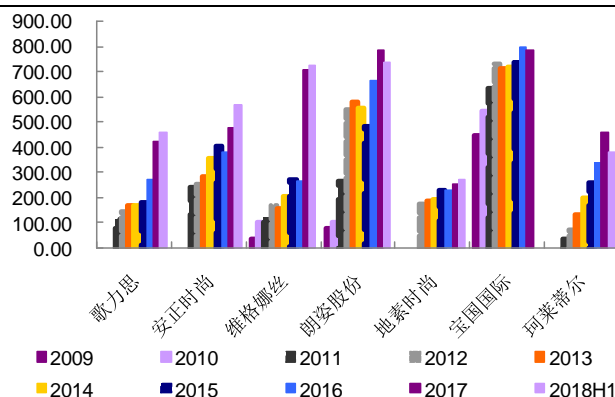
各主要高端女装公司的存货水平基本处于持续增加态势，其中维格娜丝、朗姿股份和宝国国际的存货水平较高，歌力思存货金额处于行业较低水平。营运能力方面，2016 年部分高端女装公司的存货周转率出现好转，2017 年各公司均有一定程度提升，其中维格娜丝提升明显。行业整体上，歌力思的存货周转率处于行业较高水平，营运能力较强。

图 73：主要高端女装公司存货周转天数



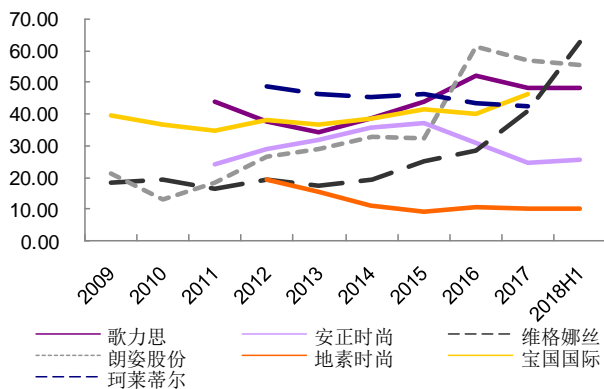
资料来源：Wind

图 74：主要高端女装公司存货总额（百万元）



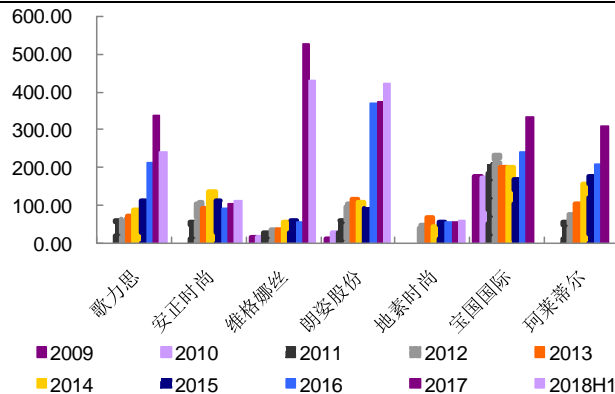
资料来源：Wind

图 75：主要高端女装公司应收账款周转天数



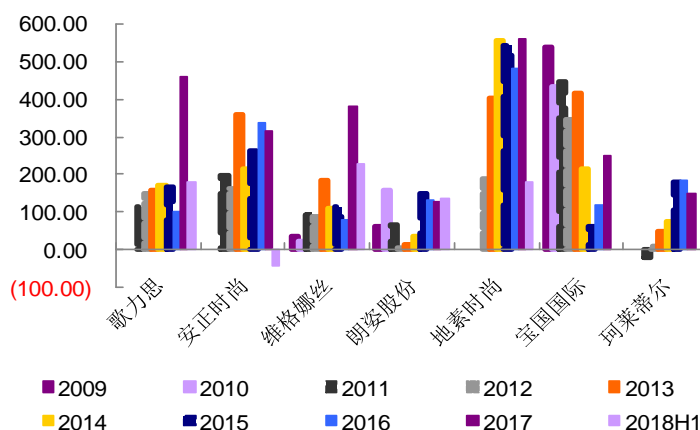
资料来源：Wind

图 76：主要高端女装公司应收账款总额（百万元）



资料来源：Wind

图 77：主要高端女装公司经营活动现金流量净额（百万元）



资料来源：Wind

总结来看，公司多品牌战略持续推进、效果初步显现，体现在新进品牌发展阶段和机会不同，但各有潜力、合计占收入比重较高。同时，协同效应在费用和人效端初步体现。

同业财务对比来看，公司在收入利润增长的稳定性、盈利能力、以及周转能力端表现处于前列，显示经营能力较强。

5、盈利和估值

5.1、盈利预测

❖ 歌力思主品牌：内生增长持续良性

(1) 店铺数：歌力思主品牌自 2014 年起对渠道持续调整，淘汰与公司形象定位不符的门店，注重单店内生增长，近年来呈现店铺数量的持续小幅收缩。随着低效店铺的逐步淘汰和渠道质量的不断优化，预计 2018~2020 年主品牌门店基本稳定或略增。

(2) 店效：我们预计在产品的设计、会员服务、渠道优化多重因素贡献下，单店销售保持双位数增长，预计 2018~2020 年主品牌单店店效分别同比增长 13%、12%、11%。

❖ Ed Hardy：继续扩张、业绩向好

(1) 店铺数：Ed Hardy 品牌在国内小有基础、开店空间仍存，且新系列 X 推出进一步拓宽空间，预计 Ed Hardy 品牌内生和同店将共同发力、共促业绩增长，预计 2018~2020 年店铺数分别增 30、25、20 家，对应外延增速分别为 20%、14%、10%。

(2) 店效：预计店效方面保持稳定高个位数增长。

❖ 其他品牌：逐步成长扩大体量

IRO 并表后开始在中国区加大投入，同时公司直接负责国内运营、国内落地力度预计加大。我们预计未来国内店铺数每年增长高个位数，海外业务方面相对成熟、保持稳健增长。预计 2018~2020 年 IRO 品牌收入分别为 5.52 亿元、5.80 亿元、6.09 亿元。

Laurel 品牌 2017 年实现盈亏平衡，未来预计继续拓展，预计 2018~2020 年每年店铺数净增加双位数，收入端分别为 1.44 亿元、2.06 亿元、2.74 亿元。

VT 已在国内开设 3 家终端店铺，未来公司将加速其在国内落地，预计 2018~2020 年每年新增店铺数在双位数，收入分别达 0.11 亿元、0.62 亿元、1.23 亿元。

百秋网络 17 年完成业绩承诺，代运营品牌持续增多，并且由线上业务逐步拓展至线下，线上线下一体化运营能力持续增强。百秋网络未来仍将持续增长，预计 2018/19/20 年收入同比增长 25%、22%、20%。

新收购的 Jean Paul Knott 品牌尚未开始运营，暂不考虑其贡献。

❖ 盈利能力：毛利率预计回升，费用率下降体现协同效应

2018 年 IRO 仍有一定并表影响，品牌和业务结构变化（如 Ed Hardy X 毛利率低于 EH）、同时考虑到新品牌或者新品牌在上量初期平均成本较高，我们预计 2018~2020 年毛利率同比预计略有下降，分别为 68.19%、68.10%、67.79%。

同时，随着多品牌战略推进，对渠道等议价能力增强，规模效应体现，预计公司销售费用和管理费用将呈现稳中略降。

综合来看，我们维持原有盈利预测，预计公司 2018/19/20 年收入同增 22.0%、19.2%、16.9%至 25.05 亿元、29.85 亿元、34.91 亿元，归母净利润同增 22.9%、23.9%、20.9%至 3.71、4.60、5.57 亿元。继续看好公司“有国际竞争力的高级时装品牌集团”的践行能力，对应 2018-20 年 EPS 为 1.10/1.37/1.65 元。

表 16: 关键项目预测表

品牌	指标	2017A	2018E	2019E	2020E
ELLASSAY					
	渠道数 (家)	322	327	332	337
	yoy	-5.57%	1.55%	1.53%	1.51%
	店效 (万元)	298.76	337.60	378.11	419.70
	yoy	27.89%	13.00%	12.00%	11.00%
	收入 (百万元)	962.00	1091.28	1241.14	1398.65
	yoy	20.76%	13.44%	13.73%	12.69%
	毛利率 (%)	71.49%	71.50%	71.50%	71.50%
Ed Hardy					
	渠道数 (家)	148	178	203	223
	yoy	27.59%	20.27%	14.04%	9.85%
	店效 (万元)	294.64	324.11	353.28	381.54
	yoy	-	10.00%	9.00%	8.00%
	收入 (百万元)	436.07	503.99	650.91	793.60
	yoy	79.15%	15.57%	29.15%	21.92%
	毛利率 (%)	71.39%	70.00%	69.00%	68.00%
IRO					
	渠道数 (家)	33	41	49	57
	yoy	-	24.24%	19.51%	16.33%
	收入 (百万元)	394.53	552.34	579.96	608.95
	yoy	-	40.00%	5.00%	5.00%
	毛利率 (%)	61.47%	61.50%	61.50%	61.50%
Laurel					
	渠道数 (家)	30	42	54	66
	yoy	76.47%	40.00%	28.57%	22.22%
	收入 (百万元)	97.74	144.12	206.35	274.45
	yoy	230.46%	47.45%	43.18%	33.00%
	毛利率 (%)	80.54%	80.00%	78.00%	75.00%
VIVIENNE TAM					
	渠道数 (家)	0	15	30	45
	yoy	-	-	100.00%	50.00%
	收入 (百万元)	-	11.25	61.88	122.51
	yoy	-	-	450.00%	98.00%
	毛利率 (%)	-	67.00%	67.00%	67.00%
百秋网络					
	收入 (百万元)	146.20	182.75	222.95	267.54
	yoy	-	25.00%	22.00%	20.00%
合计					
	收入 (百万元)	2053.05	2504.70	2985.02	3490.81
	yoy	81.35%	22.00%	19.18%	16.94%
	毛利率 (%)	68.84%	68.19%	68.10%	67.79%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

5.2、相对估值

当前品牌服饰 A 股上市公司中同样定位高端服装的主要是朗姿股份、维格娜丝、安正时尚、地素时尚和比音勒芬，上述四家可比公司 2018 年 PE 均值为 15 倍。考虑到歌力思集团化管理能力较强（多品牌运营带来较好的营运能力和盈利能力），多品牌战略布局较为完备、推行顺利，公司整体竞争力较强，给予歌力思一定估值溢价较为合理。结合公司 2017 年以来估值中枢水平在 21 倍，给予歌力思 2018 年 21 倍 PE，对应目标价 23.10 元。

表 17：可比公司 PE 比较

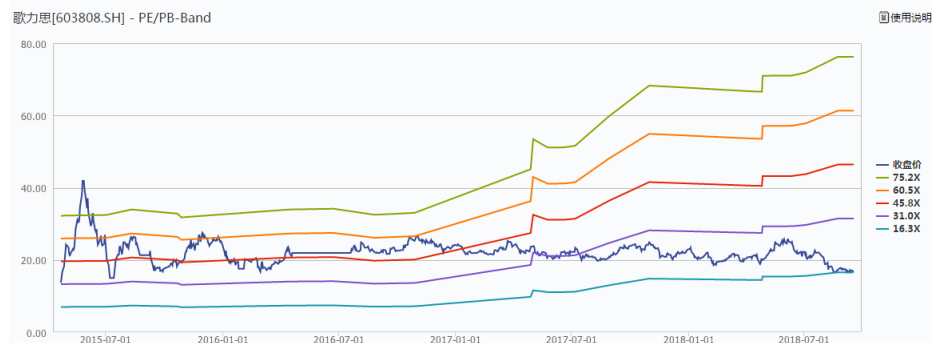
公司	收盘价 (元)		EPS (元/股)					PE			3 年 CAGR	PEG	市值 (亿元)
	2018/9/17	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E				
朗姿股份	9.87	0.47	0.69	0.80	0.89	21	14	12	11	23.81%	0.61	39	
维格娜丝	15.15	1.05	1.61	1.93	2.30	14	9	8	7	29.87%	0.32	27	
安正时尚	12.34	0.68	0.89	1.16	1.46	18	14	11	8	29.42%	0.47	50	
地素时尚	24.75	1.20	1.57	1.82	2.09	21	16	14	12	20.50%	0.77	99	
比音勒芬	31.15	0.99	1.44	1.95	2.55	31	22	16	12	36.86%	0.58	56	
珂莱蒂尔	9.50	0.52				18							
歌力思	16.68	0.90	1.10	1.37	1.65	19	15	12	10	22.58%	0.67	56	
平均值						21	15	12	10	28.09%	0.55		

注：盈利预测数据为光大证券研究所预测。

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

纵向从公司历史估值来看，当前处于历史低位。

图 78：公司历史 PE-ttm 走势（更新至 2018/9/17）



资料来源：Wind

5.3、绝对估值

- 1、长期增长率：假设长期增长率为 3%；
- 2、β 值选取：采用申万二级行业分类-女装的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 25%。

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.43%
β (β levered)	0.74
Rm-Rf	10.00%
Ke(levered)	10.80%
税率	25.00%
Kd	5.29%
Ve	6,205.8
Vd	69.1
目标资本结构	10.00%
WACC	10.25%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	1,177.89	12.16%
第二阶段	3,143.47	32.46%
第三阶段 (终值)	5,363.53	55.38%
企业价值 AEV	9,684.89	100.00%
加：非经营性净资产价值	633.29	6.54%
减：少数股东权益 (市值)	656.21	-6.78%
减：债务价值	69.06	-0.71%
总股本价值	9,592.92	99.05%
股本 (百万股)	337.00	-
每股价值 (元)	28.47	-
PE (隐含)	25.82	-
PE (动态)	15.13	-

资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
9.25%	31.04	32.44	34.06	35.97	38.24
9.75%	28.56	29.72	31.05	32.59	34.40
10.25%	26.40	27.37	28.47	29.73	31.19
10.75%	24.50	25.31	26.23	27.28	28.48
11.25%	22.82	23.51	24.28	25.15	26.15

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果		估值区间		敏感度分析区间
FCFF	28	23	—	38	贴现率 \pm 1%，长期增长率 \pm 1%
FCFE	9	7	—	11	贴现率 \pm 1%，长期增长率 \pm 1%
DDM	12	10	—	15	贴现率 \pm 1%，长期增长率 \pm 1%
APV	29	23	—	38	贴现率 \pm 1%，长期增长率 \pm 1%
AE	18	16	—	21	贴现率 \pm 1%，长期增长率 \pm 1%
EVA	25	22	—	30	贴现率 \pm 1%，长期增长率 \pm 1%

资料来源：光大证券研究所

根据 DCF (FCFF) 绝对估值方法, 我们得出公司合理估值为 28.47 元/股。

5.4、投资评级

综合上述相对估值和绝对估值两种估值方法, 我们给予公司合理价值为 23.10 元/股。

公司于 2018 年 9 月 11 日公告, 拟于股东大会通过之日起 6 个月内以 0.5~2 亿元、不超过 21 元/股回购公司股票, 交易方式为集中竞价, 回购股份予以注销, 提振市场信心。

当前公司估值处于历史低位, 业绩增长持续性较好, 维持“买入”评级。

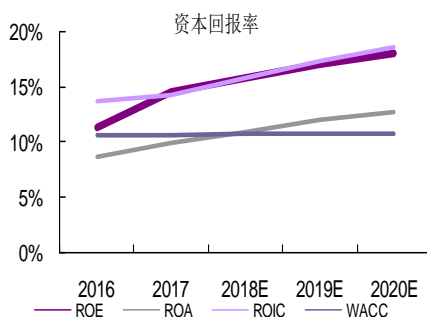
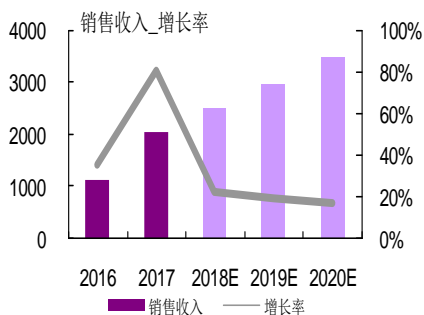
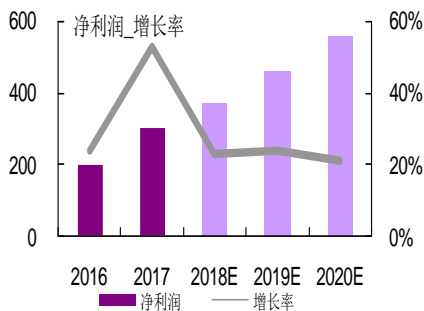
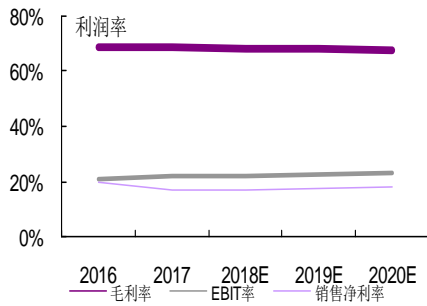
6、风险提示

宏观经济下行或者不确定性增加。服装行业消费受到宏观经济大环境的影响, 如果经济周期呈现下行或者不确定性增加, 可能影响人们收入或者对未来收入的预期, 从而对消费以及公司业绩产生一定影响。

消费需求疲软。若高端服装的需求端增长放缓, 会影响公司终端销售情况, 进而对公司业绩产生影响。

新品牌业绩增长不及预期。新品牌逐渐落地的过程中, 可能出现门店扩展进度缓慢、收入利润不及预期的情况。

并购整合不当。公司在扩充品牌矩阵时, 可能出现各品牌资源整合不到位、协同效应难以充分发挥的情况。



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,132	2,053	2,505	2,985	3,491
营业成本	351	640	797	952	1,124
折旧和摊销	55	80	67	72	77
营业税费	19	25	25	30	35
销售费用	343	593	734	851	981
管理费用	158	295	363	427	482
财务费用	-6	-25	-14	-9	-13
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	14	-4	10	10	10
营业利润	255	487	571	699	840
利润总额	268	478	575	706	848
少数股东损益	24	52	60	69	79
归属母公司净利润	198	302	371	460	557

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	2,569	3,566	3,960	4,417	5,011
流动资产	1,208	1,691	2,021	2,419	2,959
货币资金	498	769	952	1,140	1,451
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	214	338	396	463	541
应收票据	0	7	13	15	17
其他应收款	191	52	60	72	84
存货	274	423	472	572	679
可供出售投资	0	35	35	35	35
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	385	138	139	140	141
固定资产	207	212	261	308	353
无形资产	219	702	696	691	686
总负债	761	1,185	1,235	1,292	1,409
无息负债	614	991	1,101	1,211	1,328
有息负债	146	194	134	81	81
股东权益	1,809	2,381	2,725	3,125	3,602
股本	248	337	337	337	337
公积金	1,038	1,169	1,207	1,253	1,255
未分配利润	523	743	990	1,275	1,671
少数股东权益	71	310	370	439	518

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	101	460	433	478	573
净利润	198	302	371	460	557
折旧摊销	55	80	67	72	77
净营运资金增加	280	322	214	287	310
其他	-432	-244	-219	-341	-371
投资活动产生现金流	-765	-228	-121	-121	-121
净资本支出	-61	-73	-130	-130	-130
长期投资变化	385	138	-1	-1	-1
其他资产变化	-1,089	-293	10	10	10
融资活动现金流	7	24	-130	-169	-141
股本变化	83	89	0	0	0
债务净变化	146	48	-60	-53	0
无息负债变化	262	377	110	110	117
净现金流	-656	246	183	188	311

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	35.53%	81.35%	22.00%	19.18%	16.94%
净利润增长率	23.84%	52.72%	22.88%	23.92%	20.94%
EBITDA 增长率	23.46%	81.60%	16.77%	22.31%	18.86%
EBIT 增长率	25.68%	90.16%	22.46%	24.22%	20.15%
估值指标					
PE	28	19	15	12	10
PB	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	13	12	10	8	7
EV/EBIT	17	14	11	9	8
EV/NOPLAT	20	19	15	12	10
EV/Sales	3	3	2	2	2
EV/IC	3	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	68.96%	68.84%	68.19%	68.10%	67.79%
EBITDA 率	25.62%	25.65%	24.55%	25.20%	25.61%
EBIT 率	20.77%	21.78%	21.86%	22.78%	23.41%
税前净利润率	23.71%	23.28%	22.97%	23.64%	24.30%
税后净利润率 (归属母公司)	17.49%	14.73%	14.83%	15.42%	15.95%
ROA	8.65%	9.94%	10.90%	11.99%	12.69%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.39%	14.59%	15.77%	17.14%	18.05%
经营性 ROIC	13.71%	14.25%	15.80%	17.36%	18.59%
偿债能力					
流动比率	1.69	1.83	2.09	2.37	2.61
速动比率	1.30	1.37	1.60	1.81	2.01
归属母公司权益/有息债务	11.87	10.68	17.60	33.22	38.14
有形资产/有息债务	12.98	11.15	19.15	37.41	44.83
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.59	0.90	1.10	1.37	1.65
每股红利	0.20	0.26	0.38	0.47	0.57
每股经营现金流	0.30	1.37	1.29	1.42	1.70
每股自由现金流(FCFF)	-0.19	0.20	0.51	0.62	0.90
每股净资产	5.16	6.15	6.99	7.97	9.15
每股销售收入	3.36	6.09	7.43	8.86	10.36

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。

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，光大证券股份有限公司的经营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，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。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做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达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达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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見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，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

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

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
北京	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com	
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebscn.com	
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	鹿舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com	
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebscn.com
		金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
		王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
		郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
		凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
周梦颖		021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com	
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
		王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
私募业务部	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	安羚娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	张浩东	021-22167052	18516161380	zhanghd@ebscn.com	
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com	
	吴琦	021-22169259	13761057445	wuqi@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com	
	陈潞	021-22169369	18701777950	chenlu@ebscn.com	
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com	