

# 主品牌持平、Ed Hardy 业务调整，拖累 Q3 业绩不及预期

## ——歌力思 (603808.SH) 2019 年三季度报点评

公司简报

### 买入 (维持)

当前价: 14.33 元

### 分析师

李婕 (执业证书编号: S0930511010001)

021-52523339

[lijie\\_yjs@ebscn.com](mailto:lijie_yjs@ebscn.com)

孙未末 (执业证书编号: S0930517080001)

021-52523672

[sunww@ebscn.com](mailto:sunww@ebscn.com)

### 市场数据

总股本(亿股): 3.33

总市值(亿元): 47.65

一年最低/最高(元): 12.84/18.62

近3月换手率: 62.49%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-11.15	4.04	-31.28
绝对	-10.15	5.00	-4.82

资料来源: Wind

### 相关研报

收购 IRO 剩余 43% 股权, 强化多品牌管控——歌力思 (603808.SH) 收购 IRO 剩余股权点评

..... 2019-10-15  
Q2 收入增速提升, 主品牌增长稳健、新品牌和百秋贡献亮点——歌力思 (603808.SH) 2019 年中报点评

..... 2019-08-28  
获得轻奢女装 self-portrait 中国大陆所有权, 多品牌阵容添新星——歌力思 (603808.SH) 对外投资事项点评

..... 2019-08-08

### ◆业绩概括: 19Q3 收入和利润同比下滑、低于预期

公司发布 2019 年三季度报, 实现营业收入 18.85 亿元、同比增 8.57%, 归母净利润 2.75 亿元、同比增 2.62%, 扣非归母净利润 2.39 亿元、同比降 7.90%, EPS0.82 元。其中扣非净利润下滑主要因毛利率下降、费用率提升。

分季度看, 19Q1~Q3 单季度收入分别同比增 8.32%、27.05%、-5.51%, 归母净利润分别同比增 11%、24.72%、-20.48%。单季度存波动, 19Q2 收入和利润增长明显较 Q1 提升, Q3 主要品牌歌力思、Ed Hardy、IRO 海外单季度收入现下滑致收入走弱, 毛利率降、费用率升致净利润降幅超过收入。

### ◆收入拆分: 主品牌 Q3 持平, EH 业务调整、下滑幅度较大, 其他品牌和百秋发展顺利

公司前三季度主营业务收入 16.48 亿元、同比增 3.94%, 较上半年的 12.50% 有所放缓。

分品牌来看: 1) 主品牌 ELLASSAY 收入仍占主导, 前三季度收入 7.41 亿元、占总收入比例为 45%, 同比增 4.22%。分季度来看, 主品牌 19Q1~19Q3 单季度收入分别增 6.42%、7.66%、-0.45%, 三季度略下滑主要为零售疲软影响。2) 新进品牌方面, 前三季度 LAUREL 收入 7991 万元、同比增 4.53%, 其中 Q1/Q2/Q3 分别增-13.55%、23.38%、6.17%; ED HARDY 收入 3.15 亿元、同比下降 17.17%, 其中 Q1/Q2/Q3 分别增 6.19%、-17.32%、-37.53%, 主要为零售环境走弱背景下、公司主动对经销商进行了一次性换货支持 (以前为卖断)、导致确认收入减少; IRO 国际收入 4.35 亿元、同比增 11.27%, Q3 收入下滑 18.77% 主要为发货节奏影响 (二季度部分提前发货, 当季收入增 79% 较高), 国内收入 6152 万元、同比增 181.53%; VT 品牌收入 1556 万元、同比增 153.59% 主要因基数较低; Jean Paul Knott 品牌收入 117 万元。

另外, 估计百秋电商三季度收入增速超过 70% 提振总体收入增长, 利润增速 50% 以上。

分渠道来看: 1) 分线上线下来看, 线下仍占主导 (收入占比 95%), 线上占比较低、非重点发展渠道。线下收入为 15.67 亿元、同比增 3.26%; 线上收入 8163 万元、占比 5%、同比增 19.16%。2) 线下渠道分直营分销来看, 直营店表现好于分销店。直营店收入 9.85 亿元、同比增 14.66%, 分销店收入 6.63 亿元、同比降 8.74%, 分销店收入占线下比例为 40%。

### ◆外延内生情况: 外延净开店, 主品牌店铺较 6 月末回升

19 年 9 月末公司总渠道数 598 家, 较年初新开 71 家、关闭 65 家, 净增 6 家, 外延增 1.01%, 其中净开店主要为新进品牌 LAUREL、IRO 国内、VT、Knott, 主品牌和 ED HARDY 略有收缩。

分直营、分销来看, 公司直营店净增 35 家至 310 家, 数量占比为 52%, 分销店净减 29 家至 288 家 (关店主要为 EH 品牌和主品牌歌力思)。

**分品牌来看：**1) 主品牌持续调整优化，较年初的 312 家店减少 5 家至 307 家、外延净减 1.60%，但较 6 月末的 296 家已有回升。主品牌 ELLASSAY 在外延净关店背景下收入增长 4.22%主要来自同店贡献。

2) LAUREL 品牌净增 10 家至 47 家、外延增 27.03%，终端店铺层面已盈利；全年预计可小幅贡献利润。

3) ED HARDY 及 ED HARDY X 店净减 8 家至 173 家，外延净减 4.42%，结合收入下滑 17.17%，估计同店下滑 13%，与行业环境及上述换货业务等调整有关。

4) IRO 国际净减 1 家至 35 家，国内增加 7 家至 20 家。

5) VT 品牌门店新增 1 家至 14 家。

6) Jeans Paul Knott 品牌 9 月末已开设 2 家直营店。

7) 19 年新收购的 self-portrait 品牌预计明年开始开店。

◆**财务指标：毛利率降、费用率升，周转和现金流健康**

**毛利率：**前三季度毛利率同比降 3.21PCT 至 66.07%，主营业务毛利率同比降 2.71PCT 至 68.14%。其中，主品牌 ELLASSAY、LAUREL、ED HARDY、IRO 国际、IRO 国内、VT、Knott 毛利率分别为 69.78%(-1.51PCT)、77.01%(-5.04PCT)、67.74%(-2.78PCT)、63.33%(-4.65PCT)、74.02%(-2.64PCT)、65.52%(+2.71PCT)、48.80%。其中主品牌毛利率下降主要为 19 年春夏产品定价短暂下调、19 秋冬产品仍有影响，20 春夏产品会恢复原来定价水平；EH 毛利率下降主要为毛利率较低的奥莱渠道销售较快、占比提升所致。

分渠道来看，线下毛利率下降 2.49PCT 至 69.10%，其中直营店、分销店毛利率分别为 71.31%(-1.69PCT)、63.43%(-4.88PCT)。

分季度来看，19Q1~Q3 公司毛利率分别为 64.82%(-2.23PCT)、69.17%(-1.42PCT)、64.11%(-6.11PCT)。

**费用率：**公司前三季度期间费用率同比提升 1.36PCT 至 44.93%。其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 30.95%(+0.83PCT)、9.69%(-0.03PCT)、3.75%(-0.06PCT)、0.54%(+0.63PCT)。其中财务费用上升主要为汇兑损失增加及存货利息收入减少。

19Q1~Q3 期间费用率分别+0.89、-5.55、+7.49PCT。

**其他财务指标：**1) 19 年 9 月末存货较年初增 10.54%至 5.80 亿元，存货周转率为 1.16、较上年同期的 1.14 略加快。

2) 应收账款总额较年初降 18.34%至 3.03 亿元，应收账款周转率为 5.60、较上年同期的 5.18 有所加快。

3) 资产减值损失同比下降 16.36%至 3415 万元，主要为存货跌价损失减少。

4) 投资收益同比大增至 2988 万元、净增 3008 万元，主要为合营企业复星长歌基金清算分配利润及理财收益增加所致。

5) 政府补助净增 1047 万元至 2471 万元。

6) 经营活动净现金流同比增 19.58%至 3.13 亿元。其中销售商品获得现金同比增 8.03%至 20.96 亿元,购买商品接受劳务支付现金同比增 11.89%至 7.48 亿元。

#### ◆短期主品牌和 EH 品牌影响业绩, 关注 Q4 和明年表现

公司 19 年中报中 EH 品牌开始业务调整、收入出现下滑, 其他品牌均表现良好; 至三季报 EH 品牌业务调整力度较大、收入下滑幅度亦有所加大, 同时主品牌收入增速有所放缓、Q3 同比持平。

我们认为: 1) 公司主要品牌中, 主品牌发展平稳、三季度门店数回升, 单店水平良性, 未来随着内生产品力继续夯实提升单店店效、开店增加(包含主品牌和亲民线, 预计亲民线明年独立开店), 可保持稳健增长; 2) EH 品牌二三季度业务调整力度较大, 一次性大幅换货支持加盟商影响收入确认, 另外将加盟商处奥莱门店全部收回直营, 短期这些业务改革影响业绩、但有利于长期品牌战略统一实施和持续良性增长, 预计换货主要集中于三季度、四季度幅度会减小。另外, 经销的奥莱门店改为直营在未来将对收入有一定增厚作用; 3) 其他品牌稳步拓展, 目前体量均不大, 开店和成长空间较为广阔; 4) 百秋增速继续喜人, 将提振总体收入增长。

考虑到零售环境疲软背景下、主品牌季度波动和 EH 品牌业务暂时性调整致业绩不及预期, 下调公司 2019~2021 年 EPS 为 1.21/1.45/1.70 元, 19 年 PE12 倍, 继续看好公司多品牌国际化高端时装集团战略的长期空间, 以及明年主品牌、EH 品牌期待发力和小品牌的稳步培育, 维持“买入”评级。

◆风险提示: 终端消费疲软、新进品牌增长不及预期、并购整合不当、汇率波动影响部分并购品牌境外业务业绩。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,053	2,436	2,732	3,179	3,682
营业收入增长率	81.35%	18.66%	12.17%	16.36%	15.81%
净利润(百万元)	302	365	404	483	566
净利润增长率	52.72%	20.74%	10.63%	19.74%	17.14%
EPS(元)	0.91	1.10	1.21	1.45	1.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.59%	15.66%	15.81%	16.68%	17.17%
P/E	16	13	12	10	8
P/B	2.3	2.0	1.9	1.6	1.4

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 10 月 30 日

表 1: 公司分品牌渠道情况 (家)

		2018 年末	2019 年 9 月末	新开	关闭	净增	yoy
主品牌 ELLASSAY	直营店	159	165	15	9	6	3.77%
	分销店	153	142	8	19	-11	-7.19%
LAUREL	直营店	27	35	9	1	8	29.63%
	分销店	10	12	2	0	2	20.00%
ED HARDY	直营店	28	40	14	2	12	42.86%
	分销店	153	133	13	33	-20	-13.07%
IRO 国际	直营店	36	35	0	1	-1	-2.78%
IRO 国内	直营店	13	20	7	0	7	53.85%
VT	直营店	12	13	1	0	1	8.33%
	分销店	1	1	0	0	0	0.00%
Knott	直营店	0	2	2	0	2	-
小计-按品牌							
	主品牌 ELLASSAY	312	307	23	28	-5	-1.60%
	LAUREL	37	47	11	1	10	27.03%
	ED HARDY	181	173	27	35	-8	-4.42%
	IRO	49	55	7	1	6	12.24%
	VT	13	14	1	0	1	7.69%
	Knott	0	2	2	0	2	-
小计-按渠道							
	直营店	275	310	48	13	35	12.73%
	分销店	317	288	23	52	-29	-9.15%
合计		592	598	71	65	6	1.01%

资料来源: 公司公告

表 2: 2019 年前三季度公司分品牌收入和毛利率情况

	营业收入 (百万元)	营业收入 Yoy	收入占比%	毛利率%	毛利率变化 PCT
主品牌歌力思	740.92	4.22%	44.95%	69.78%	-1.51%
LAUREL	79.91	4.53%	4.85%	77.01%	-5.04%
ED HARDY	314.57	-17.17%	19.09%	67.74%	-2.78%
IRO 国际	434.57	11.27%	26.37%	63.33%	-4.65%
IRO 国内	61.52	181.53%	3.73%	74.02%	-2.64%
VT	15.56	153.59%	0.94%	65.52%	2.71%
Knott	1.17	-	0.07%	48.80%	-
合计	1648.22	3.94%	100.00%	68.14%	-2.71%

资料来源: 公司公告

表 3: 2019 前三季度公司分线上线下载入和毛利率情况

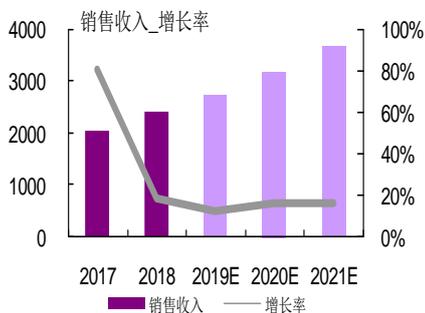
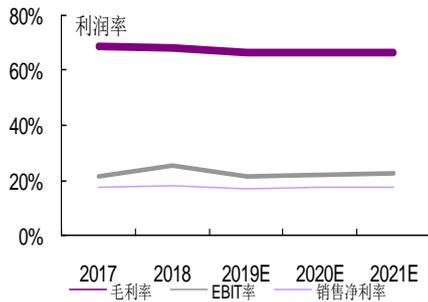
	营业收入 (百万元)	营业收入 Yoy	收入占比%	毛利率%	毛利率变化 PCT
线上销售	81.63	19.16%	4.95%	49.72%	-4.83%
线下销售	1566.59	3.26%	95.05%	69.10%	-2.49%
合计	1648.22	3.94%	100.00%	68.14%	-2.71%

资料来源: 公司公告

表 4：2019 前三季度公司分渠道收入和毛利率情况

	营业收入 (百万元)	营业收入 Yoy	收入占比%	毛利率%	毛利率变化 PCT
直营店	985.49	14.66%	59.79%	71.31%	-1.69%
加盟店	662.73	-8.74%	40.21%	63.43%	-4.88%
<b>合计</b>	<b>1648.22</b>	<b>3.94%</b>	<b>100.00%</b>	<b>68.14%</b>	<b>-2.71%</b>

资料来源：公司公告



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>2,053</b>	<b>2,436</b>	<b>2,732</b>	<b>3,179</b>	<b>3,682</b>
营业成本	640	774	899	1,048	1,217
折旧和摊销	80	93	68	73	78
营业税费	25	23	27	32	37
销售费用	593	730	803	922	1,060
管理费用	295	239	355	413	471
财务费用	-25	1	0	-1	-2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-4	2	10	10	10
<b>营业利润</b>	<b>487</b>	<b>558</b>	<b>603</b>	<b>722</b>	<b>846</b>
<b>利润总额</b>	<b>478</b>	<b>558</b>	<b>618</b>	<b>737</b>	<b>861</b>
少数股东损益	52	74	60	69	79
<b>归属母公司净利润</b>	<b>302</b>	<b>365</b>	<b>404</b>	<b>483</b>	<b>566</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>3,566</b>	<b>3,661</b>	<b>4,037</b>	<b>4,546</b>	<b>5,132</b>
流动资产	1,691	1,813	2,127	2,578	3,111
货币资金	769	641	837	1,130	1,459
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	338	371	385	448	519
应收票据	7	0	14	16	18
其他应收款	52	85	109	127	147
存货	423	525	572	618	698
可供出售投资	35	35	35	35	35
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	138	98	99	100	101
固定资产	212	201	248	295	339
无形资产	702	705	699	693	688
<b>总负债</b>	<b>1,185</b>	<b>988</b>	<b>1,083</b>	<b>1,177</b>	<b>1,284</b>
无息负债	991	940	1,035	1,130	1,236
有息负债	194	48	48	48	48
<b>股东权益</b>	<b>2,381</b>	<b>2,673</b>	<b>2,955</b>	<b>3,368</b>	<b>3,848</b>
股本	337	337	333	333	333
公积金	1,169	1,101	1,141	1,168	1,168
未分配利润	743	1,005	1,191	1,509	1,909
少数股东权益	310	341	401	470	550

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>460</b>	<b>410</b>	<b>495</b>	<b>548</b>	<b>609</b>
净利润	302	365	404	483	566
折旧摊销	80	93	68	73	78
净营运资金增加	249	412	116	201	253
其他	-170	-460	-93	-210	-288
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-228</b>	<b>-112</b>	<b>-121</b>	<b>-121</b>	<b>-121</b>
净资本支出	-73	-71	-130	-130	-130
长期投资变化	138	98	-1	-1	-1
其他资产变化	-293	-138	10	10	10
<b>融资活动现金流</b>	<b>24</b>	<b>-310</b>	<b>-178</b>	<b>-134</b>	<b>-159</b>
股本变化	89	0	-4	0	0
债务净变化	48	-146	0	0	0
无息负债变化	377	-51	94	95	106
<b>净现金流</b>	<b>246</b>	<b>-13</b>	<b>196</b>	<b>293</b>	<b>329</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	81.35%	18.66%	12.17%	16.36%	15.81%
净利润增长率	52.72%	20.74%	10.63%	19.74%	17.14%
EBITDA 增长率	81.60%	34.67%	-6.69%	18.43%	16.38%
EBIT 增长率	90.16%	37.76%	-3.67%	19.78%	17.38%
<b>估值指标</b>					
PE	16	13	12	10	8
PB	2	2	2	2	1
EV/EBITDA	10	8	8	7	6
EV/EBIT	12	9	9	8	6
EV/NOPLAT	16	11	12	10	9
EV/Sales	3	2	2	2	1
EV/IC	2	2	2	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	68.84%	68.21%	67.11%	67.05%	66.94%
EBITDA 率	25.65%	29.11%	24.22%	24.65%	24.77%
EBIT 率	21.78%	25.28%	21.71%	22.35%	22.66%
税前净利润率	23.28%	22.91%	22.63%	23.17%	23.38%
税后净利润率 (归属母公司)	14.73%	14.98%	14.78%	15.21%	15.38%
ROA	9.94%	12.00%	11.49%	12.15%	12.58%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.59%	15.66%	15.81%	16.68%	17.17%
经营性 ROIC	15.33%	18.68%	16.06%	17.63%	18.82%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.83	2.38	2.49	2.73	2.98
速动比率	1.37	1.69	1.82	2.07	2.31
归属母公司权益/有息债务	10.68	48.75	53.41	60.61	68.99
有形资产/有息债务	11.15	46.71	54.72	65.46	77.84
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.91	1.10	1.21	1.45	1.70
每股红利	0.26	0.53	0.42	0.50	0.58
每股经营现金流	1.38	1.23	1.49	1.65	1.83
每股自由现金流(FCFF)	0.43	0.45	0.97	0.99	1.15
每股净资产	6.23	7.01	7.68	8.72	9.92
每股销售收入	6.17	7.33	8.22	9.56	11.07

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投资评级。

**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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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，本公司的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，本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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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述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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见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，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼