

# 歌力思 (603808)

证券研究报告

2019年11月01日

## Ed Hardy 业务调整影响短期业绩，IRO 和百秋表现优秀

**事件：**公司公布 19 年前三季度业绩，实现营收 18.85 亿元 (+8.75%)，实现归母净利润 2.75 亿元 (+2.62%)，实现扣非净利润 2.39 亿元 (-7.9%)，公司扣非净利润与归母净利润之间的差异主要系公司 19 年前三季度政府补助相比 18 年同期增加 73.5%。19Q3 单季度公司实现营收 6.19 亿元 (-5.51%)，实现归母净利润 8488 万元 (-20.48%)。业绩增速略有放缓主要系 Ed Hardy 品牌在 19Q3 单季度集中进行加盟商换货；同时将加盟商的奥特莱斯店全部收归直营，由此收回了一部分存货，形成存货跌价准备，影响公司 19Q3 及前三季度的业绩水平。但是短期影响，长期来看这种调整利于品牌的长期发展。

### 按品牌拆分来看：

**1) 主品牌 ELLASSAY** 保持稳健增长，19 年前三季度实现营收 7.41 亿元 (+4.22%)，其中 19Q3 营收 2.64 亿元 (-0.46%)，业绩微降主要系消费疲软导致；门店数量为 307 家，相比年初净关 5 家。

**2) Laurèl 品牌** 19 年前三季度实现营收 7991.43 万元 (+4.53%)，实现稳健增长；其中 19Q3 营收 2571 万元 (+6.24%)；门店数量 47 家，相比年初净增 10 家。

**3) Ed Hardy 及 Ed Hardy X 品牌** 19 年前三季度实现营收 3.15 亿元 (-17.17%)，其中 19Q3 营收 8307 万元 (-37.50%)，业绩出现下滑，我们认为原因系：Ed Hardy 品牌在 19Q3 单季度集中进行换货对业绩造成了一定影响。门店数量为 173 家，相比年初净关店 8 家。

**4) IRO 品牌** 19 年前三季度实现营收 4.96 亿元 (+20.29%)，其中 19Q3 营收 1.53 亿元 (-9.33%)，IRO 全球门店数量 55 家，期内净增 6 家；预计 IRO 将加速拓展一线城市核心商圈渠道，逐步提高品牌的中国市场占有率。同时，公司将加强国际业务的管控及整合，发挥品牌的协同效应。

**IRO 中国区：**实现营收 6152 万元 (+181.53%)，得到快速发展，中国门店 20 家，相比年初净增 7 家；

**IRO 非中国区：**实现营收 4.35 亿元 (+11.27%)，非中国区门店 35 家，相比年初净关 1 家。

**5) VIVIENNE TAM 品牌** 19 年前三季度实现营收 1556 万元 (+153.59%)，收入增长迅速，主要系新拓品牌基数较小，其中 19Q3 营收 616 万元 (+78%)；门店数量 14 家，净增 1 家。

**6) Jean Paul Knott 品牌** 19 年前三季度实现营收 117 万元，品牌仍处在培育期，规模不大，目前共 2 家门店。

**7) 百秋电商**表现依旧靓丽预计 19Q3 营收实现 70%增长，利润实现 50%左右增长。

### 按渠道拆分来看：

**1) 线下渠道：**公司 19 年前三季度线下渠道实现营收 15.67 亿元 (+3.3%)，实现稳健增长，占主营业务收入比重为 95.68%。其中直营渠道实现营收 9.85 亿元，同比增长 14.66%，加盟渠道实现营收 6.63 亿元，同比下降 8.74%。

**2) 线上渠道：**公司 19 年前三季度线上渠道实现营收 8163.3 万元 (+19.16%)，增长较快，占主营业务比重 4.32%。

### 毛净利率有所下降，盈利能力有所下降

**毛利率：**19 年前三季度公司毛利率有所下降，销售毛利率为 66.07%

### 投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	13.81 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	332.52
流通 A 股股本(百万股)	332.52
A 股总市值(百万元)	4,592.13
流通 A 股市值(百万元)	4,592.04
每股净资产(元)	7.02
资产负债率(%)	26.56
一年内最高/最低(元)	19.26/12.84

### 作者

**吕明** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518040001  
lvming@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《歌力思-公司点评:实现对 IRO 品牌 100%的全球控制权，为公司多品牌全球化运营打下良好基础》 2019-10-15
- 《歌力思-半年报点评:19H1 收入超市场预期，多品牌协同优势体现明显》 2019-08-28
- 《歌力思-公司点评:取得 self-portrait 中国大陆地区经营权，继续向时尚集团迈进》 2019-08-09

(-3.21pct), 产品毛利率为 68.14%(-2.71pct); 其中歌力思主品牌、Laurel、Ed Hardy 系列品牌、IRO、VIVIENNE TAM、JPK 品牌的毛利率分别为 69.78%(-1.51pct)、77.01%(-5.04pct)、67.74%(-2.78pct)、64.66%(-3.78pct) 65.52%(+2.71pct)、48.80%。其中主品牌及 Laurel 毛利率略有下降我们认为主要系产品调价影响, 目前价格已经回调, 预计明年上半年毛利率会逐步恢复; Ed Hardy 品牌的毛利率略有下降主要系奥莱渠道增速较快的影响; IRO 品牌毛利率略有下降主要系库存消化影响; 19Q3 单季度公司毛利率为 64.11%(-6.11pct)。

**费用率:** 公司 19 年前三季度费用率水平整体有所上升, 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)。分季度来看, 19Q3 公司销售/管理+研发/财务费用率分别 32.35%(+4.45pct)、9.25%(+0.74pct)、3.95%(+0.50pct)、1.81%(+1.80pct)。

**净利率:** 19 年前三季度公司归母净利率有所下降, 为 14.60%(-0.85pct)。其中 19Q3 实现净利率 13.72%(-2.58pct)。

### 19 年前三季度应收账款规模有所下降, 经营性现金流净额同比改善

**存货:** 19 年前三季度公司存货规模为 5.80 亿元(+12.8%), 规模略有上升, 相比年初增加 10.54%; 存货周转率为 1.16 次(+0.02 次), 维持平稳。

**应收账款:** 19 年前三季度公司应收账款规模为 3.03 亿元(-9.04%), 相比年初下降 18.34%, 应收账款规模有所下降。

**经营性现金流:** 公司 19 年前三季度经营性净现金净额为 3.13 亿元, 相比 18 年前三季度增长 19.47%, 表现优异。其中 19Q3 单季度产生的经营性净现金净额为 0.82 亿元(-1.2%)。

考虑到公司 19Q3 收到 Ed Hardy 调整影响, 业绩增速放缓, 同时考虑到消费疲软影响, 我们略下调公司盈利预测。未来随着 Ed Hardy 调整结束, IRO 及新品牌持续发力, 预计未来公司业绩将持续提升。预计 2019-2021 年实现归母净利润 4.05/4.72/5.49 亿元, 同比增长 11.06%、16.47%、16.34%; 预计 19-21 年 EPS 为 1.22/1.42/1.65 元(原值为 1.32/1.57/1.84 元)。

**风险提示:** 中高端服饰消费疲软、新并购品牌销售不达预期、主品牌同店持续下滑等。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,053.05	2,436.10	2,695.73	3,122.50	3,603.64
增长率(%)	81.35	18.66	10.66	15.83	15.41
EBITDA(百万元)	487.91	670.26	600.38	693.43	805.07
净利润(百万元)	302.32	365.01	405.38	472.16	549.29
增长率(%)	52.72	20.74	11.06	16.47	16.34
EPS(元/股)	0.91	1.10	1.22	1.42	1.65
市盈率(P/E)	15.19	12.58	11.33	9.73	8.36
市净率(P/B)	2.22	1.97	1.71	1.54	1.39
市销率(P/S)	2.24	1.89	1.70	1.47	1.27
EV/EBITDA	14.79	7.34	5.84	4.87	3.80

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	769.14	641.31	1,251.36	1,492.99	1,908.29
应收票据及应收账款	344.79	370.64	397.15	314.56	506.81
预付账款	14.99	27.74	13.54	34.88	23.86
存货	423.01	524.50	540.61	656.55	755.50
其他	138.66	248.96	326.82	182.95	381.89
<b>流动资产合计</b>	<b>1,690.60</b>	<b>1,813.15</b>	<b>2,529.48</b>	<b>2,681.92</b>	<b>3,576.36</b>
长期股权投资	138.34	97.70	97.70	97.70	97.70
固定资产	212.21	200.64	212.83	245.10	276.42
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	702.23	704.85	683.60	662.36	641.12
其他	822.52	844.49	787.44	758.09	760.17
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,875.30</b>	<b>1,847.67</b>	<b>1,817.57</b>	<b>1,832.85</b>	<b>1,847.16</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,565.90</b>	<b>3,660.83</b>	<b>4,347.05</b>	<b>4,514.78</b>	<b>5,423.52</b>
短期借款	113.13	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	171.36	161.60	199.83	225.87	268.17
其他	637.73	600.87	914.67	649.93	1,099.79
<b>流动负债合计</b>	<b>922.23</b>	<b>762.47</b>	<b>1,114.51</b>	<b>875.80</b>	<b>1,367.96</b>
长期借款	80.86	47.82	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	181.87	177.98	134.93	164.92	159.28
<b>非流动负债合计</b>	<b>262.73</b>	<b>225.80</b>	<b>134.93</b>	<b>164.92</b>	<b>159.28</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,184.96</b>	<b>988.27</b>	<b>1,249.43</b>	<b>1,040.73</b>	<b>1,527.24</b>
少数股东权益	309.52	341.22	404.95	488.69	586.96
股本	337.30	337.00	332.52	332.52	332.52
资本公积	1,086.09	1,001.87	1,001.87	1,001.87	1,001.87
留存收益	1,912.51	2,105.68	2,360.15	2,652.84	2,976.80
其他	(1,264.48)	(1,113.21)	(1,001.87)	(1,001.87)	(1,001.87)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,380.94</b>	<b>2,672.56</b>	<b>3,097.62</b>	<b>3,474.05</b>	<b>3,896.28</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,565.90</b>	<b>3,660.83</b>	<b>4,347.05</b>	<b>4,514.78</b>	<b>5,423.52</b>

  

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	354.51	439.35	405.38	472.16	549.29
折旧摊销	79.53	93.32	33.05	35.37	37.76
财务费用	1.78	7.30	(21.76)	(32.39)	(40.14)
投资损失	4.14	(2.04)	(3.91)	(3.91)	(3.91)
营运资金变动	100.93	(275.48)	259.68	(90.12)	5.30
其它	(80.40)	147.97	67.09	85.16	100.50
<b>经营活动现金流</b>	<b>460.49</b>	<b>410.42</b>	<b>739.52</b>	<b>466.26</b>	<b>648.80</b>
资本支出	339.06	6.61	103.05	50.00	55.65
长期投资	(246.89)	(40.64)	0.00	0.00	0.00
其他	(320.20)	(77.88)	(159.14)	(126.09)	(101.73)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(228.03)</b>	<b>(111.91)</b>	<b>(56.09)</b>	<b>(76.09)</b>	<b>(46.09)</b>
债权融资	193.99	47.82	0.08	0.03	0.03
股权融资	124.97	(17.98)	128.62	32.39	40.14
其他	(294.53)	(340.14)	(202.07)	(180.97)	(227.59)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>24.43</b>	<b>(310.30)</b>	<b>(73.38)</b>	<b>(148.55)</b>	<b>(187.41)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>256.90</b>	<b>(11.80)</b>	<b>610.06</b>	<b>241.62</b>	<b>415.30</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>2,053.05</b>	<b>2,436.10</b>	<b>2,695.73</b>	<b>3,122.50</b>	<b>3,603.64</b>
营业成本	639.82	774.47	887.50	1,022.32	1,182.32
营业税金及附加	25.08	22.52	34.01	37.47	43.24
营业费用	593.02	730.46	817.58	952.36	1,102.71
管理费用	294.69	239.38	261.22	302.88	347.39
研发费用	66.52	79.44	87.88	103.04	115.32
财务费用	(24.64)	0.51	(21.76)	(32.39)	(40.14)
资产减值损失	53.34	53.37	44.13	50.28	49.26
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(4.14)	2.04	3.91	3.91	3.91
其他	(77.50)	(23.95)	(7.83)	(7.83)	(7.83)
<b>营业利润</b>	<b>486.86</b>	<b>557.87</b>	<b>589.09</b>	<b>690.45</b>	<b>807.45</b>
营业外收入	1.62	2.76	6.79	3.72	4.42
营业外支出	10.46	2.61	5.31	6.12	4.68
<b>利润总额</b>	<b>478.02</b>	<b>558.02</b>	<b>590.58</b>	<b>688.05</b>	<b>807.20</b>
所得税	123.51	118.67	118.12	130.73	157.40
<b>净利润</b>	<b>354.51</b>	<b>439.35</b>	<b>472.46</b>	<b>557.32</b>	<b>649.80</b>
少数股东损益	52.20	74.34	67.09	85.16	100.50
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>302.32</b>	<b>365.01</b>	<b>405.38</b>	<b>472.16</b>	<b>549.29</b>
每股收益(元)	0.91	1.10	1.22	1.42	1.65

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	81.35%	18.66%	10.66%	15.83%	15.41%
营业利润	90.72%	14.59%	5.60%	17.21%	16.95%
归属于母公司净利润	52.72%	20.74%	11.06%	16.47%	16.34%
<b>获利能力</b>					
毛利率	68.84%	68.21%	67.08%	67.26%	67.19%
净利率	14.73%	14.98%	15.04%	15.12%	15.24%
ROE	14.59%	15.66%	15.05%	15.82%	16.60%
ROIC	27.13%	28.74%	25.48%	33.20%	34.90%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	33.23%	27.00%	28.74%	23.05%	28.16%
净负债率	-24.16%	-22.21%	-40.40%	-42.97%	-48.98%
流动比率	1.83	2.38	2.27	3.06	2.61
速动比率	1.37	1.69	1.78	2.31	2.06
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	7.35	6.81	7.02	8.77	8.77
存货周转率	5.89	5.14	5.06	5.22	5.10
总资产周转率	0.67	0.67	0.67	0.70	0.73
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.91	1.10	1.22	1.42	1.65
每股经营现金流	1.38	1.23	2.22	1.40	1.95
每股净资产	6.23	7.01	8.10	8.98	9.95
<b>估值比率</b>					
市盈率	15.19	12.58	11.33	9.73	8.36
市净率	2.22	1.97	1.71	1.54	1.39
EV/EBITDA	14.79	7.34	5.84	4.87	3.80
EV/EBIT	16.29	7.97	6.18	5.13	3.98

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com