

2019年12月15日

多方向向百秋网络增资，备受期待的代运营龙头

买入 (维持)

盈利预测预估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,436.10	2,669.98	3,086.54	3,546.41
同比 (%)	18.66	9.60	15.60	14.90
归母净利润 (百万元)	365.01	402.71	484.72	580.02
同比 (%)	20.74	10.33	20.37	19.66
每股收益 (元/股)	1.08	1.21	1.46	1.74
P/E (倍)	11.8	10.7	8.9	7.4

投资要点

■ **事件：**公司公告子公司百秋网络股权结构拟发生如下变化：

- 1) 百秋创始股东及一致行动人以 16.279 万元认购百秋网络 16.279 万元新增注册资本，对应百秋网络股权 14%；
- 2) 红杉资本以人民币 1.5 亿元认购百秋网络 16.61 万元新增注册资本，折算对应百秋网络 12.5% 股权；
- 3) A 轮投资人 (包括红杉) 以人民币 3.443 亿元收购歌力思持有的百秋网络注册资本 38.12 万，折算对应百秋 28.69% 股权；

按照红杉资本及 A 轮投资人出资计算，百秋网络估值 12 亿元，2018 年其归母净利润达到 5746.58 万元，估值为 21X。本次交易前，歌力思及百秋团队分别拥有百秋 75%/25% 股权，本次交易后，歌力思/百秋团队/红杉资本/其他 A 轮投资人分别拥有百秋 27.75%/31.06%/27.75%/13.44% 股权。

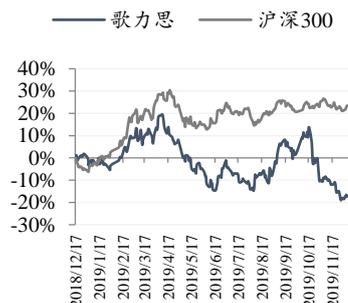
■ **作为代运营界翘楚，百秋发展前景一直备受期待，本次股权变动有望进一步激发管理活力。**百秋作为专注国际时尚品牌的全渠道运营服务商，目前与包括服饰领域的 Maje、Sandro、Theory、鞋履领域 Clarks、New Balance、鬼冢虎、配饰领域的 PANDORA、Tissot、Swatch、Fossil 以及奢侈品的 TUMI、BALLY、MCM 等超过 50 个品牌进行合作，提供线上线下全渠道品牌咨询、电商运营、仓储、IT 解决方案和新零售服务，其线上运营平台包括天猫、魅力惠、京东、唯品会、小红书、网易考拉、品牌官网，线下则包括购物中心、百货、自营及寄卖渠道，凭借着出色的运营口碑，近年客户拓展迅速，业绩增长迅猛。2018 年收入和净利润分别达到 2.20 亿/6014 万元，同比增长 55%/21%，2019 年更全面加速，前三季度收入和利润达到 2.20 亿/4026 万元，我们估算同比增长皆超过 50%。本次股权变动，出于激励考虑同意百秋团队以较低成本增资，其中员工持股平台百秋帕特尼持股达到 10.50%，该平台授予激励对象的行权条件为百秋在 2019 年净利润基础上每年复合增长达到 30% (激励周期 3 年) 或百秋 IPO 前净利润符合增速达到 30%。考虑同为代运营龙头的壹网壹创目前 19 年估值已达到 50X 以上，我们认为未来百秋若成功 IPO，也将进一步提升估值水准。

■ **盈利预测及投资建议：**本次交易预计将对歌力思产生 3.24 亿元的资产转让投资收益，暂不考虑百秋股权转让收益及不再并表带来的财务影响，19 年作为 Ed Hardy 调整之年公司业绩增速预计较为平缓，随 2020 年调整到位以及 IRO 的国内开店、海外批发业务发力，未来增速有望提升，我们预计公司 19/20/21 年归母净利润同增 10.3%/20.4%/19.7% 至 4.0/4.8/5.8 亿元，PE 11/9/7X，前期股价回调后回归低估值水准，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**终端销售遇冷、多品牌协同不及预期。

证券分析师 马莉
 执业证号：S0600517050002
 010-66573632
 mal@dwzq.com.cn
 证券分析师 陈晨曦
 执业证号：S0600517070001
 021-60199793
 chentx@dwzq.com.cn
 证券分析师 林骥川
 执业证号：S0600517050003
 021-60199793
 linjch@dwzq.com.cn
 证券分析师 詹陆雨
 执业证号：S0600519070002
 021-60199793
 zhanly@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.91
一年最低/最高价	12.35/18.62
市净率(倍)	1.84
流通 A 股市值(百万元)	4292.83

基础数据

每股净资产(元)	7.02
资产负债率(%)	26.56
总股本(百万股)	332.52
流通 A 股(百万股)	332.52

相关研究

1、《歌力思 (603808)：Ed Hardy 业务调整影响 Q3 业绩表现，IRO 中国业务及百秋依旧出色》19-10-28

表：百秋运营数据（单位：百万元）

	2016	2017	2018	2019 前三季度
收入	未披露	141.48	219.88	219.54
YOY			55%	
净利润	34.18	49.91	60.14	40.26
YOY		46%	21%	
归母净利		未披露	57.47	40.62

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

歌力思三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1813.2	2111.7	2520.9	3047.8	营业收入	2436.1	2670.0	3086.5	3546.4
现金	641.3	1012.4	1189.7	1573.3	营业成本	774.5	912.4	1050.3	1217.6
应收款项	370.6	369.9	482.2	494.7	营业税金及附加	22.5	24.0	27.8	31.9
存货	524.5	611.6	710.1	853.7	销售费用	730.5	801.0	922.9	1039.1
其他	276.7	117.8	138.9	126.1	管理费用	239.4	257.7	296.3	329.8
非流动资产	1847.7	1748.5	1738.8	1714.9	财务费用	0.5	(6.8)	(5.9)	(11.5)
长期股权投资	97.7	97.7	97.7	97.7	投资净收益	2.0	30.0	5.0	5.0
固定资产	200.6	196.0	189.1	179.2	其他	112.9	112.6	129.3	142.7
无形资产	704.8	668.7	652.4	636.0	营业利润	557.9	599.2	670.8	801.8
其他	844.5	786.1	799.7	802.0	营业外净收支	0.2	0.0	0.0	0.0
资产总计	3660.8	3860.2	4259.6	4762.7	利润总额	558.0	599.2	670.8	801.8
流动负债	762.5	658.1	737.8	844.0	所得税费用	118.7	137.8	154.3	184.4
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	74.3	58.7	31.8	37.3
应付账款	161.6	209.0	227.8	280.1	归属母公司净利润	365.0	402.7	484.7	580.0
其他	600.9	449.1	510.1	563.9	EBIT	691.8	699.0	817.0	959.9
非流动负债	225.8	247.0	248.0	248.5	EBITDA	744.1	752.3	873.4	1019.2
长期借款	47.8	230.0	230.0	230.0					
其他	178.0	17.0	18.0	18.5					
负债总计	988.3	905.1	985.8	1092.5	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	341.2	399.9	431.7	469.1	每股收益(元)	1.08	1.21	1.46	1.74
归属母公司股东权益	2331.3	2555.2	2842.1	3201.2	每股净资产(元)	6.92	7.68	8.55	9.63
负债和股东权益总计	3660.8	3860.2	4259.6	4762.7	发行在外股份(百万股)	337.0	332.5	332.5	332.5
					ROIC(%)	20.0%	16.9%	18.0%	18.9%
					ROE(%)	18.2%	16.4%	16.6%	17.8%
					毛利率(%)	68.2%	65.8%	66.0%	65.7%
					EBIT Margin(%)	28.4%	26.2%	26.5%	27.1%
					销售净利率(%)	15.0%	15.1%	15.7%	16.4%
					资产负债率(%)	27.0%	23.4%	23.1%	22.9%
					收入增长率(%)	18.7%	9.6%	15.6%	14.9%
					净利润增长率(%)	20.7%	10.3%	20.4%	19.7%
					P/E	11.8	10.7	8.9	7.4
					P/B	1.84	1.68	1.51	1.34

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

