

# 歌力思 (603808.SH)

## 主业运营稳健，拟受让百秋部分股权

**公司拟受让百秋网络部分股权。**公司公告拟受让百秋网络部分股权，具体方案如下：①增发：百秋网络拟增发 32.89 万元注册资本；②受让：歌力思出于激励目的同意创始股东及其一直行动人（刘志成、胡少群、邱玉洪等高管）认购 16.27 万元新增注册资本；红杉资本认购 16.61 万元新增注册资本；A 轮投资人（杭州解百集团等公司）向歌力思购买部分股权。目前歌力思拥有百秋网络 75% 的股权；若交易完成之后，歌力思与红杉资本分别持有 27.75% 的股权；刘志成持股 14.92%，上海百秋帕特尼企业（创始股东及其一致行动人）持股 10.5%，杭州解百集团持股 5%。此举能够给百秋创始团队更好的激励，相对独立的运营环境，同时进入了战略资本进行支持。

**百秋电商是极具潜力的国际时尚品牌全域服务商。**目前百秋电商已签约 50 余个国际时尚品牌，与轻奢/奢侈品品牌建立长期良好合作关系。此外，积极拓展全渠道品牌咨询、品牌电商运营、数字营销、仓储物流、IT 解决方案和新零售等全链路服务。2018 年，百秋电商成立海外子公司“ARRIVA”，专注于为国际品牌在东南亚地区提供电商运营服务。未来，将会形成遍及中国、菲律宾、马来西亚等东南亚国家的整体电商服务体系。2018 年百秋电商实现营收 2.2 亿元，净利润 6014 万元；2019 年 1~9 月实现营收 2.2 亿元，净利润 4026 万元。

**歌力思多品牌集团管理深化，运营能力逐渐得到认可。**目前歌力思已拥有 Ellasay/EdHardy/Laurel/IRO/VIVIENNE TAM/JPK/self-portrait 等 7 个中高端时尚品牌，已形成定位相近、风格互补的多品牌矩阵，在渠道布局、营销推广等方面多有协同。主品牌注重高效店运营，我们判断直营同店保持稳定增速，外延拓店较为谨慎；多品牌孵化顺利，陆续贡献业绩，其中 IRO 深受销售者喜爱，销售增速靓丽。此外，公司计划收购 IRO 全球业务，加强海外业务整合管理，代表歌力思全球化进程的重要推进。

**投资建议。**公司内生外延，业绩稳固提升，多品牌开始发力，优质品牌梯队加之创新化集团管理模式，看好后续成长性。考虑到整体消费增速趋缓，影响公司短期业绩波动，调整 2019/2020/2021 年净利润至 4.00/4.62/5.37 亿元（暂未考虑股权转让），对应 EPS 1.20/1.39/1.62 元，对应估值 12/11/9 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济不景气导致消费疲软；加盟业绩不及预期；新品牌门店扩张进展低；交易不确定性带来的相关风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2053	2,436	2,706	3,121	3,605
增长率 yoy (%)	81.4	18.7	11.1	15.3	15.5
归母净利润（百万元）	302.3	365	400	462	537
增长率 yoy (%)	52.7	20.7	9.5	15.5	16.4
EPS 最新摊薄（元/股）	0.91	1.10	1.20	1.39	1.62
净资产收益率 (%)	14.9	16.4	13.8	14.5	15.2
P/E (倍)	14.2	11.8	12.2	10.6	9.1
P/B (倍)	2.07	1.84	1.92	1.72	1.53

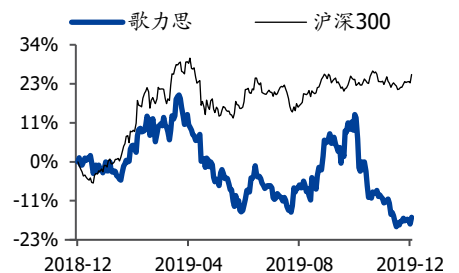
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入（维持）

#### 股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
最新收盘价	12.91
总市值(百万元)	4,292.86
总股本(百万股)	332.52
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	1.49

#### 股价走势



#### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

研究助理 杨莹

邮箱：yangying1@gszq.com

研究助理 刘家薇

邮箱：liujiawei@gszq.com

#### 相关研究

- 《歌力思 (603808.SH)：存货计提拖累 Q3 业绩》2019-10-29
- 《歌力思 (603808.SH)：业绩符合预期，多品牌协同效率显现》2019-08-28
- 《歌力思 (603808.SH)：符合预期，期待多品牌靓丽发展》2019-04-26



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1691	1813	2351	2412	2916	<b>营业收入</b>	2053	2436	2706	3121	3605
现金	769	641	1066	940	1280	营业成本	640	774	866	999	1154
应收账款	338	371	416	491	557	营业税金及附加	25	23	35	41	47
其他应收款	52	0	58	9	68	营业费用	593	730	893	967	1118
预付账款	15	28	20	35	28	管理费用	295	239	346	431	505
存货	423	525	535	687	725	财务费用	-25	1	-15	-16	-28
其他流动资产	93	249	257	250	258	资产减值损失	53	53	54	90	101
<b>非流动资产</b>	1875	1848	1933	2050	2170	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	138	98	57	16	-24	投资净收益	-4	2	4	4	4
固定投资	212	201	228	267	302	<b>营业利润</b>	487	558	530	612	713
无形资产	702	705	819	954	1101	营业外收入	2	3	5	5	5
其他非流动资产	823	844	829	812	792	营业外支出	10	3	2	2	2
<b>资产总计</b>	3566	3661	4284	4462	5086	<b>利润总额</b>	478	558	533	615	716
<b>流动负债</b>	922	762	1171	1071	1343	所得税	124	119	133	154	179
短期借款	113	0	0	152	-0	<b>净利润</b>	355	439	400	462	537
应付账款	171	162	211	219	277	少数股东收益	52	74	0	0	0
其他流动负债	638	601	961	700	1066	<b>归属母公司净利润</b>	302	365	400	462	537
<b>非流动负债</b>	263	226	218	210	203	EBITDA	547	635	584	682	797
长期借款	81	48	40	32	25	EPS (元/股)	0.91	1.10	1.20	1.39	1.62
其他非流动负债	182	178	178	178	178	<b>主要财务比率</b>					
<b>负债合计</b>	1185	988	1389	1282	1546	<b>会计年度</b>	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	310	341	341	341	341	<b>成长能力</b>					
股本	337	337	337	337	337	营业收入 (%)	81.4	18.7	11.1	15.3	15.5
资本公积	1086	1002	1002	1002	1002	营业利润 (%)	90.7	14.6	-5.0	15.5	16.5
留存收益	826	1104	1310	1584	1942	归属母公司净利润 (%)	52.7	20.7	9.5	15.5	16.4
归属母公司股东收益	2071	2331	2554	2839	3199	<b>盈利能力</b>					
<b>负债和股东权益</b>	3566	3661	4284	4462	5086	毛利率 (%)	68.8	68.2	68.0	68.0	68.0
						净利率 (%)	14.7	15.0	14.8	14.8	14.9
						ROE (%)	14.9	16.4	13.8	14.5	15.2
						ROIC (%)	15.2	17.8	14.5	14.5	15.9
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率 (%)	33.2	27.0	32.4	28.7	30.4
						净负债比率 (%)	-24.2	-22.2	-35.1	-23.4	-35.1
						流动比率	1.8	2.4	2.0	2.3	2.2
						速动比率	1.4	1.7	1.6	1.6	1.6
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
						应收账款周转率	7.4	6.9	6.9	6.9	6.9
						应付账款周转率	4.9	4.7	4.7	4.7	4.7
						<b>每股指标 (元/股)</b>					
						每股收益 (最新摊薄)	0.91	1.10	1.20	1.39	1.62
						每股经营现金流 (最新摊薄)	1.64	0.67	2.23	0.28	2.63
						每股净资产 (最新摊薄)	6.23	7.01	7.68	8.54	9.62
						<b>估值指标 (倍)</b>					
						P/E	16.18	13.40	12.24	10.60	9.11
						P/B	2.36	2.10	1.92	1.72	1.53
						EV/EBITDA	8.61	7.4	7.4	6.7	5.1

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	460	410	742	94	873
净利润	355	439	400	462	537
折旧摊销	80	93	76	91	109
财务费用	-25	1	-15	-16	-28
投资损失	4	-2	-4	-4	-4
营运资金变动	-51	-189	285	-440	259
其他经营现金流	98	68	0	0	0
<b>投资活动净现金流</b>	-228	-112	-157	-204	-226
资本支出	92	74	126	157	161
长期投资	-35	39	41	41	41
其他投资现金流	-171	1	10	-5	-24
<b>筹资活动净现金流</b>	24	-310	-160	-168	-156
短期借款	-33	-113	0	0	0
长期借款	81	-33	-8	-7	-7
普通股增加	89	-0	0	0	0
资本公积增加	118	-84	0	0	0
其他筹资现金流	-231	-80	-152	-161	-148
<b>现金净增加额</b>	246	-13	425	-278	492

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com