



2019年12月15日

# 百秋引入战投，实现投资收益+分拆上市推进

## 歌力思(603808)

评级:	增持	股票代码:	603808
上次评级:	增持	总市值(亿)	42.93
52周最高价/最低价:	18.62/12.35	自由流通市值(亿)	17.08
最新收盘价:	12.91	自由流通股数(百万)	132

**事件概述:** 2019年12月15日，公司公告董事会审议通过：(1) 出于激励目的，同意创始股东及其一致行动人以16.279万元认购百秋网络新增注册资本，折算对应14%股权，行权条件为未来3年复合增长率为30%；(2) 红杉璟睿以1.5亿元认购新增注册资本，折算对应12.50%股权。(3) A轮投资人以3.443亿元购买歌力思持有股份，折算对应28.69%股权。

### 分析判断

我们分析，此次交易意义在于：(1) 歌力思获得投资收益3.24亿，有望增厚2020年利润：目前歌力思对百秋持股比例为75%，增发后降为27.75%，2016年9月公司以27,750万元收购百秋75%的股份，对应估值3.7亿元。目前A轮投资人增资对应估值为12亿元，预计公司实现投资收益3.24亿元。(2) 百秋团队获得激励：创始股东及其一致行动人将成为百秋网络实控人，持股31.06%。(3) 引入红杉资本，有利于加快百秋单独分拆上市节奏。

百秋是六星级电商代运营服务商之一，目前代运营品牌估计50多个、今年新签约10个品牌，定位中高端品牌，品类包括服装、奢侈品、珠宝、鞋类等大时尚品类。2019年前三季度，百秋实现收入2.2亿元，净利润0.41亿元，我们预计今年全年有望实现30%以上收入增速、GMV有望翻倍达60亿元，预计2020年有望维持80%以上GMV增速。

### 投资建议

短期来看，我们判断，公司明年有望好于今年：(1) 主品牌有望开店加速；(2) EH品牌去库存后恢复增长；(3) IRO收购剩余股权并表以及开店加速；(4) 百秋网络依托电商平台资源+IT能力+线上线下整体解决方案+海外布局的竞争优势，预计GMV持续高速增长。中期来看，关注壹网壹创上市后带来的百秋估值提升；长期来看，关注品牌开店空间以及店效提升情况，我们判断主品牌未来开店空间在500家以上、EH在250家以上、其他国际品牌在200家以上。考虑EH下半年仍在去库存、复苏低于预期，暂不考虑百秋股权转让贡献明年利润，将19/20/21EPS从1.21/1.39/1.63元下调至1.2/1.37/1.62元，下调幅度为0.8%/1.4%/0.6%，维持“增持”评级。

### 风险提示

代运营行业竞争加剧；库存高企风险；系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2053.05	2436.10	2682.39	3111.84	3616.58
YoY (%)	81.35	18.66	10.11	16.01	16.22
归母净利润(百万元)	302.32	365.01	398.25	457.06	537.87
YoY (%)	52.72	20.74	9.11	14.77	17.68
毛利率 (%)	68.84%	68.21%	67.77%	68.09%	68.44%
每股收益(元)	0.91	1.10	1.20	1.37	1.62
ROE	14.59%	15.66%	16.23%	17.24%	18.70%
市盈率	14.20	11.76	10.78	9.39	7.98

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：010-5977 5330

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2436.10	2833.92	3290.74	3812.98	净利润	439.35	484.33	555.85	654.10
YoY (%)	18.66	16.33	16.12	15.87	折旧和摊销	93.32	56.68	60.97	66.46
营业成本	774.47	919.29	1059.02	1216.82	营运资金变动	-167.63	-178.02	-143.67	-202.92
营业税金及附加	22.52	22.67	30.27	35.08	经营活动现金流	410.42	442.17	526.77	589.38
销售费用	730.46	849.75	1009.27	1166.39	资本开支	-71.50	-80.49	-72.62	-72.96
管理费用	239.38	276.59	333.35	386.26	投资	38.70	30.00	0.00	0.00
财务费用	0.51	-13.07	-16.25	-20.30	投资活动现金流	-111.91	-46.39	-68.40	-69.09
资产减值损失	53.37	75.97	58.87	76.30	股权募资	0.00	-42.63	0.00	0.00
投资收益	2.04	4.10	4.22	3.87	债务募资	-147.91	-47.82	0.00	0.00
营业利润	557.87	621.39	719.98	836.75	筹资活动现金流	-310.30	-323.45	-260.66	-312.80
营业外收支	0.15	-0.44	0.04	-0.30	现金净流量	-11.80	72.34	197.70	207.49
利润总额	558.02	620.94	720.02	836.45	<b>主要财务指标</b>				
所得税	118.67	136.61	164.16	182.35	<b>成长能力</b>				
净利润	439.35	484.33	555.85	654.10	营业收入增长率	18.66%	16.33%	16.12%	15.87%
归属于母公司净利润	365.01	402.39	461.80	543.43	净利润增长率	20.74%	10.24%	14.77%	17.68%
YoY (%)	20.74	10.24	14.77	17.68	<b>盈利能力</b>				
每股收益	1.10	1.21	1.39	1.63	毛利率	68.21%	67.56%	67.82%	68.09%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利率率	18.03%	17.09%	16.89%	17.15%
货币资金	641.31	713.64	911.35	1118.84	总资产收益率 ROA	9.97%	10.19%	10.56%	11.19%
预付款项	27.74	32.93	37.93	43.59	净资产收益率 ROE	15.66%	16.37%	17.36%	18.80%
存货	524.50	618.57	714.91	840.10	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	619.60	748.33	861.36	999.17	流动比率	2.38	2.38	2.48	2.59
流动资产合计	1813.15	2113.47	2525.55	3001.69	速动比率	1.65	1.65	1.74	1.83
长期股权投资	97.70	102.70	102.70	102.70	现金比率	0.84	0.80	0.90	0.96
固定资产	200.64	216.58	227.80	234.61	资产负债率	27.00%	27.01%	27.35%	27.55%
无形资产	704.85	705.89	707.35	707.74	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	1847.67	1834.65	1847.34	1854.54	总资产周转率	0.67	0.74	0.79	0.83
资产合计	3660.83	3948.12	4372.89	4856.23	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.10	1.21	1.39	1.63
应付账款及票据	161.60	186.88	211.80	233.36	每股净资产	7.01	7.39	8.00	8.69
其他流动负债	600.87	701.52	806.18	926.66	每股经营现金流	1.23	1.33	1.58	1.77
流动负债合计	762.47	888.40	1017.98	1160.02	每股股利	0.52	0.65	0.78	0.94
长期借款	47.82	0.00	0.00	0.00	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	177.98	177.98	177.98	177.98	PE	14.04	12.73	11.10	9.43
非流动负债合计	225.80	177.98	177.98	177.98	PB	2.32	2.08	1.93	1.77
负债合计	988.27	1066.38	1195.96	1338.00					
股本	337.00	334.34	334.34	334.34					
少数股东权益	341.22	423.16	517.21	627.89					
股东权益合计	2672.56	2881.74	3176.93	3518.23					
负债和股东权益合计	3660.83	3948.12	4372.89	4856.23					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，9年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。