

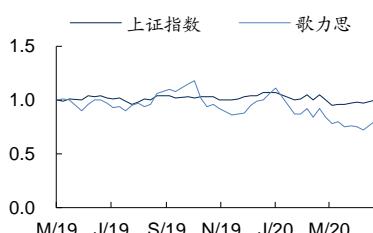
## 证券研究报告—动态报告

**纺织服装及日化**
**服装 II**

### 歌力思(603808)

**增持**
**(调低评级)**
**2020 年 05 月 12 日**

#### 一年该股与上证综指走势比较



#### 股票数据

总股本/流通(百万股)	333/333
总市值/流通(百万元)	4,010/4,010
上证综指/深圳成指	2,895/10,969
12 个月最高/最低(元)	17.94/10.05

#### 相关研究报告:

- 《歌力思-603808-2019 年三季报点评: Q3 多品牌调整下业绩影响较大, 中长期有望步入健康成长轨道》 ——2019-10-29
- 《歌力思-603808-重大事件快评: 拟全资控股 IRO 母公司, 估值修复进行时》 ——2019-10-17
- 《歌力思-603808-2019 年半年报点评: Q2 基本面复苏明显, 品牌矩阵持续丰富》 ——2019-08-28
- 《歌力思-603808-重大事件快评: 品牌矩阵进一步丰富, 基本面有望加速复苏》 ——2019-08-12
- 《歌力思-603808-2018 年报&19 年一季报点评: Q1 营收业绩开始回暖, 多品牌龙头值得期待》 ——2019-05-06

#### 证券分析师: 丁诗洁

电话: 0755-81981391  
E-MAIL: dingshijie@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040004

#### 独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

#### 财报点评

## 调整之年, 布局未来

#### ● 收入增长稳健, 品牌渠道调整产生短期负面影响

2019 年, 公司实现收入 26.13 亿元, +7.24%; 归母净利润 3.57 亿元, -2.31%; 扣非后净利润为 3.02 亿元, -13.69%; 毛利率 65.87%, -2.34 p.p.; 净利率为 13.65%, -1.33 p.p.. ROE 为 18.18%, +4.52 p.p.. 平均存货周转天数为 226 天, +6 天; 平均应收账款周转天数为 52 天, -1 天; 平均应付账款周转天数 73 天, -4 天。2019Q4 收入+4%, 净利润-16%。2020Q1 收入-34%, 净利润+173%, 其中出售百秋获得投资收益约 3 亿元, 扣非后净利润-110%。

#### ● 百秋网络引入战略投资回流现金

百秋网络是公司于 2016 年 8 月 4 日收购的中高端国际品牌电商运营公司。2019 年 12 月 12 日, 公司引入战投, 转让百秋网络共计 25.94% 的股份, 回流了 3.4 亿元的资金, 交易完成后公司共计持股 27.75%。红杉资本还向百秋增资 1.5 亿元, 为百秋未来的独立上市铺平了道路。

#### ● 多品牌矩阵丰富, 长期空间广阔

公司目前拥有 7 个高级时装品牌, 分别覆盖了不同细分市场的需求。公司凭借在销售渠道和管理经验方面的优势成功开拓国际品牌在中国的市场, 增资控股的 IRO 有望成为新的增长亮点, 合资经营的 Self-portrait 已经开设天猫网店, 有望尽快实现品牌盈利。

#### ● 风险提示

1. 疫情持续时间过长, 宏观经济与消费需求大幅下行;
2. 新品牌发展不及预期;
3. 市场的系统性风险。

#### ● 投资建议: 短期调整为中长期健康成长打下基础

疫情下公司主动进行品牌渠道与库存调整, 短期对业绩产生负面影响, 但有助于长期稳健增长。由于疫情和业务调整, 我们调整盈利预测, 预计 20-22 年净利润分别同增 31.8%/-27.2%/12.3%, EPS 分别为 1.41/0.86/0.96 元, 对应 PE 分别为 8.5x/14.1x/12.5x, 对应 21 年 15-16xPE 合理估值为 12.8-13.7, 下调至“增持”评级。

#### 盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,613	2,052	2,346	2,587
(+/-%)	7.2%	-21.5%	14.3%	10.3%
净利润(百万元)	357	470	342	384
(+/-%)	-2.3%	31.8%	-27.2%	12.3%
摊薄每股收益(元)	1.07	1.41	0.86	0.96
EBIT Margin	22.6%	21.9%	21.6%	22.4%
净资产收益率(ROE)	19.1%	21.2%	13.8%	13.9%
市盈率(PE)	11.1	8.4	13.8	12.3
EV/EBITDA	8.4	11.0	11.5	10.3
市净率(PB)	2.1	1.8	1.9	1.7

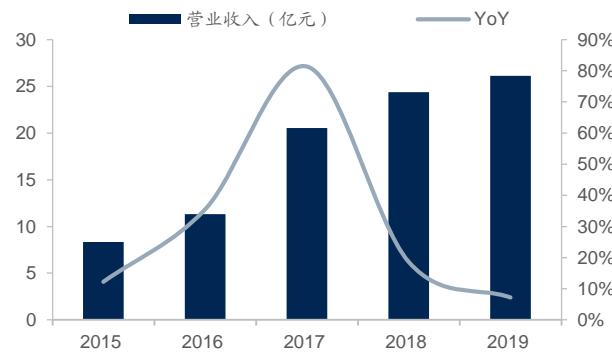
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 业绩受渠道改革拖累，盈利能力加强静待行业复苏

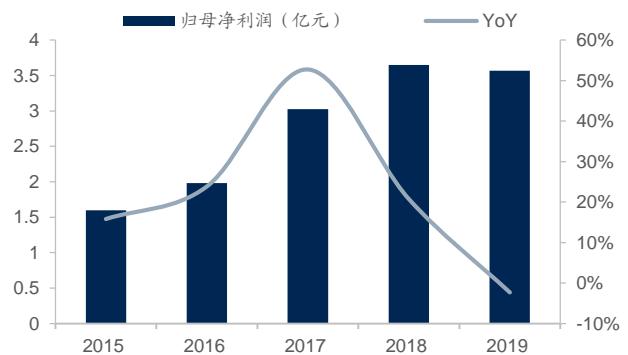
收入增长稳健，利润增长有所放缓。2019年，公司实现收入26.13亿元，同比增长7.24%；经营利润4.91亿元，同比减少11.36%；归母净利润3.57亿元，同比减少2.31%；扣非后归母净利润为3.02亿元，同减13.69%。分品牌来看，主品牌实现营业收入10.48亿元，同增4.42%，占营业总收入的40.11%；Laurel品牌收入1.17亿元，同增4.86%；Ed Hardy收入3.71亿元，同减25.46%，主要是由于关店和调整品牌风格的影响；IRO实现收入6.74亿元，同增18.90%；VIVIENNE TAM实现收入2066.12万元，同增107.33%；Jean Paul Knott线下开设门店不足一年，实现盈利224.35万元，体现了公司快速实现新店盈利的强大运营能力。

图 1：2015-2019 年公司营业收入与变化情况



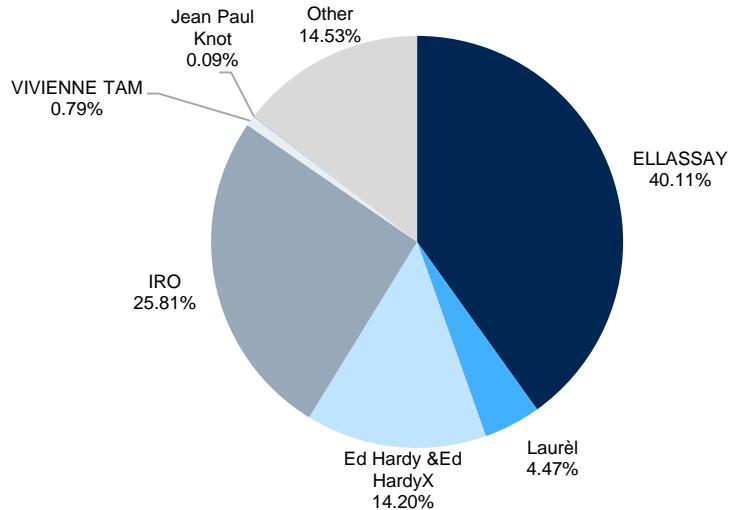
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：2015-2019 年公司归母净利润与变化情况



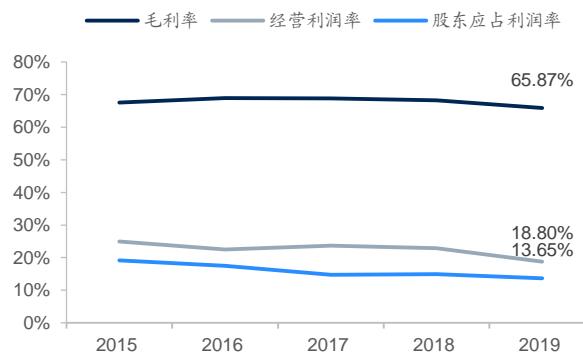
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 3：2019 年公司各品牌营业收入

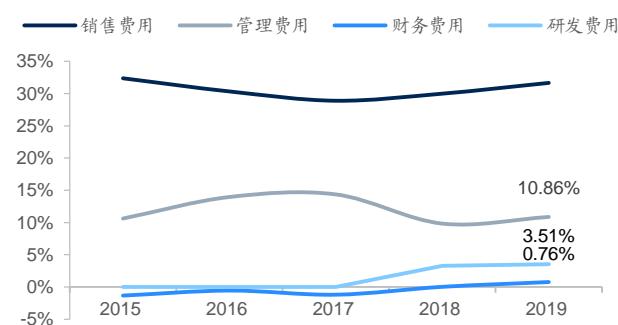


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

品牌渠道调整对毛利率与销售费用率造成一定压力。2019年，公司实现毛利率65.87%，同比减少2.34 p.p.，各品牌毛利率均有一定下跌；经营利润率18.80%，同比减少4.10 p.p.，净利率为13.65%，同比减少1.33 p.p.。公司的费用水平有所上升，销售费用占比31.65%，增加1.67 p.p.，直营渠道占比提升有一定影响；管理费用同增1.03 p.p.占比10.86%；研发费用增加0.25 p.p.占比3.51%；财务费用同增0.74 p.p.占比0.76%。

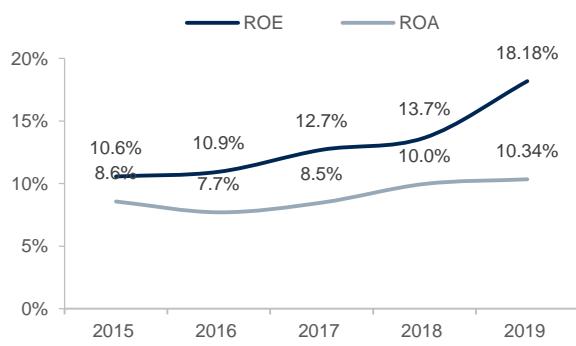
**图4：2015-2019年公司利润率水平**


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**图5：2015-2019年公司费用率水平**


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

负债有所提升，营运资金周转保持平稳。2019年，公司ROE为18.18%，同比提升4.52 p.p.，主要来源于债务的增长。公司平均存货周转天数为226天，同增6天；平均应收账款周转天数为52天，同比减少1天；平均应付账款周转天数73天，同比减少4天。目前，公司利用柔性供应链严格防范库存风险。公司的资产负债率为43.11%，其中有息负债率为17.78%，负债增大主要是由于年内以6.98亿元的对价收购东明国际股权增加了长期借款。目前，公司的货币资金较为充足，偿债能力较强。派息比例（不含回购）为23.31%，同减24.52%，有助于公司保持短期内现金的充足。

**图6：2015-2019年公司ROE水平**


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**图7：2015-2019年公司平均周转天数**


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**图 8: 2015-2019 年公司负债率水平**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

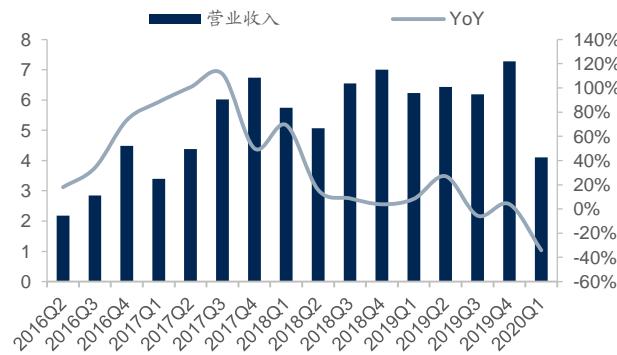
**图 9: 2017-2019 派息比例 (不含回购)**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

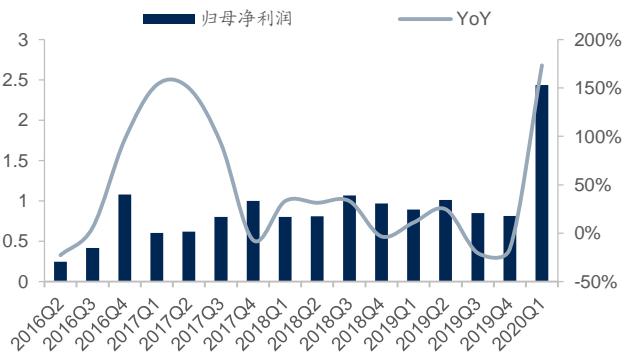
由于疫情影响下整个纺服行业的零售情况均有不同程度的下跌, 存货风险增加, 因此在报告中, 我们使用了单季度周转情况来衡量公司的营运资金, 库存周转天数、应收周转天数和应付周转天数的计算公式分别为 (当季存货\*360) /前四个季度营业成本、(应收\*360) /前四个季度营业收入和 (应付\*360) /前四个季度营业成本。

**2019 年第四季度公司业绩保持平稳, 资产减值和费用增长影响利润率。**公司实现营业收入 7.28 亿元, 同比增加 3.96%; 净利润 0.81 亿元, 同比减少 15.98%, 主要是由于各项费用的增长和资产减值、信用减值的影响。公司的存货周转天数为 240 天, 同减 4 天; 应收周转天数为 53 天, 同增 8 天; 应付周转天数为 80 天。资产减值损失为 0.11 亿元, 占收入比 1.51%。

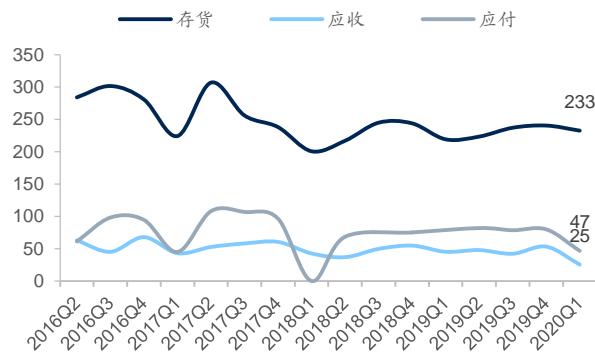
**2020 年第一季度收入下滑符合行业趋势, 出售百秋网络股权带来一次性收益。**公司实现营业收入 4.10 亿元, 同比减少 34.11%; 净利润 2.44 亿元, 同比增加 173.27%, 主要是由于百秋网络的出售带来的一次性收入约 3 亿元; 扣非后净利润为 -79 亿元同减 109.51%。存货周转天数为 233 天, 同比增加 14 天; 应付周转天数为 25 天, 同减 24 天; 应收周转天数为 47 天。资产减值损失 0.2907 亿元, 占收入比 7.09%, 主要是由于存货跌价计提的增加。

**图 10: 2018-2019 年公司分季度营业收入与变化情况**


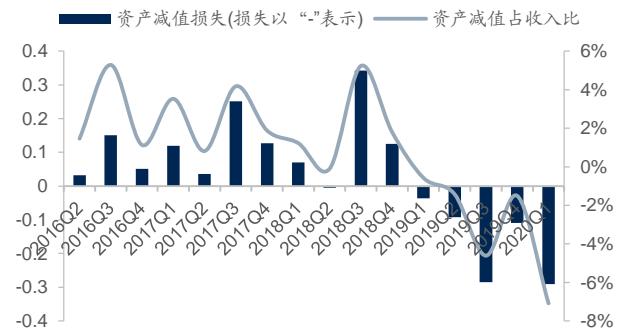
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图 11: 2018-2019 年公司分季度归母净利润与变化情况**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图 12: 2018-2019 年公司分季度营业收入与变化情况**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

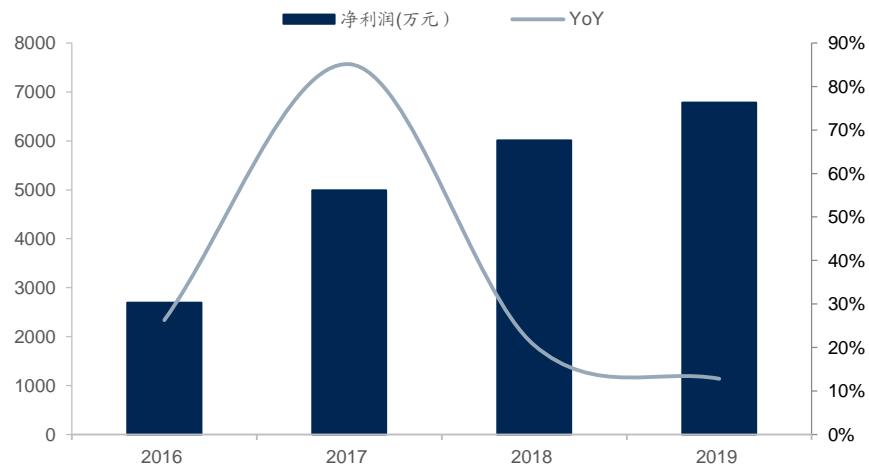
**图 13: 2018-2019 年公司分季度归母净利润与变化情况**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 百秋网络引入战略投资回流现金

百秋网络是公司于 2016 年 8 月 4 日收购的中高端国际品牌电商运营公司，主要业务是为国际时尚品牌提供整合线上线下全渠道的品牌咨询、整合营销、店铺运营、仓储物流和 IT 解决方案等全链路服务。公司收购百秋网络对公司的战略目标有直接的促进作用：1) 强化公司的互联网运营能力，以更好地捕捉市场新变化带来的发展机会。2) 完善公司的渠道布局，为公司旗下多品牌提供了更优质的销售和推广渠道。3) 提升品牌协同效应，帮助公司对接更多的国际品牌资源。4) 拓展公司的业绩空间，在网络销售方面提供较好的业绩贡献。

百秋网络在业绩上的增速也十分亮眼。净利润规模从收购之初（2016 年）的 2695.4 万元增至 2019 年的 6782.8 万元，2016/2017/2018/2019 的增速分别为 26.3%/85.2%/20.5%/12.8%。

**图 14: 2016-2019 年百秋网络净利润与增速**


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

出售百秋部分股权引入战投，回流 3.4 亿元现金。2019 年 12 月 12 日，歌力思分别向红杉资本/杭州解百/宁波峰上观妙/深圳智诚东晟/上海爱服以 18300/6000/5000/4000/1130 万元的对价转让百秋网络

12.50%/5.00%/4.17%/3.33%/0.94%的股份，共计 25.94%，交易完成后公司共计持股 27.75%，与红杉资本持股相同。本次交易后，公司回流了 3.4 亿元的资金；百秋网络的创始股东及其一致行动人合计持有百秋网络股份的 31.06%，为百秋网络的实际控制人。公司出于激励目的，同意创始股东及其一致行动人以 16.28 万元认购百秋网络 16.28 万元新增注册资本，折算对应百秋网络 14% 股权。另外，红杉资本除了收购公司所持有的的股权外，还向百秋网络增资 1.5 亿元。本次的增资扩股和引入战略投资者为百秋网络实现外延式突破性发展和独立上市奠定了基础。

## 多品牌矩阵丰富，长期空间广阔

疫情带来行业巨变，促使公司抢跑未来产生的新赛道。目前，公司已经做好 Q2、Q3 持续受影响的准备，并作出了以下改变更好地渡过难关：1) 以顾客为中心，启动全域全时营销。2) 灵活快速调整生产计划，施行高快反比例。3) 精简编制，控制费用，严控成本。目前，公司的各项举措已经取得了良好的效果，离店销售和直播参与度较为出色。

长期来看，公司致力于品牌矩阵的完善和企业的全球化。公司目前拥有 7 个高级时装品牌，分别覆盖了不同细分市场的需求。公司凭借在销售渠道和管理经验方面的优势成功开拓国际品牌在中国的市场，并通过多品牌的协同作用进一步提升经营效率。年内，公司的品牌发展举措和计划包括：

**1) 主品牌歌力思将保持稳健发展。**渠道下沉和亲民线推进，保持对质量和速度的严格控制。

**2) 发行定增收购 IRO 品牌，实现 100% 的控制权：**2019 年 10 月 14 日，公司通过全资子公司向 ELYONE SARL 以 8950 万欧元的对价收购 ADON WORLD SAS 的 43% 的股权。转让完成后，公司将有 ADON WORLD SAS 100% 的权益，并进一步实现对 IRO 品牌全球 100% 控制权。IRO 品牌销售范围的覆盖多个国家和地区，截至 2019 年 12 月 30 日，全球开设门店已达 58 家。IRO 摆洒、轻松的时尚风格在全球广受欢迎，营收规模为 6.74 亿元，占营业收入总收入的 25.81%，有望为公司贡献新的增长亮点。

**海外业务受影响可控。**作为公司唯一有海外业务的品牌，IRO 的海外销售收入占比约 2 成，利润大部分由国内贡献。德国、荷兰开店已有较好的效果，下个月全球门店也将恢复营业。海外疫情不确定性较大但公司已做好相应准备。

**3) 合资经营 self-portrait 品牌的大陆地区业务，开启线上门店。**self-portrait 天猫官方旗舰店已于一季度正式上线，进一步丰富公司的高端品牌阵容。公司拥有强大的品牌运营能力，预计 self-portrait 在经过短期的孵化之后有望开始盈利。

**4) Ed-Hardy 品牌经历短暂波动。**公司积极调整 Ed Hardy 品牌的渠道和产品，将产品风格调整为更大众、不过于强势。当前澳门业务仍处于暂停状态，今年预计受影响较大，但是公司保持长期看好 Ed Hardy 的发展。

**5) Laurel 品牌未来将会继续下沉，盈利能力有望加强。**2019 年 Laurel 品牌实现了 4.86% 的稳步增长，毛利为 78.48%，在公司的所有品牌中毛利率最高。目前在一线重要位置继续扩张，另一方面也将继续下沉，有望增强盈利能力。

## 投资建议：短期调整为中长期健康成长打下基础

疫情下公司主动进行品牌渠道与库存调整，短期对业绩产生负面影响，但有助于长期稳健增长。由于疫情对业绩的影响、百秋投资收益和其他品牌业务调整，我们调整盈利预测，预计 20-22 年收入分别同增-21.5%/14.3%/10.3%，净利润分别同增 31.8%/-27.2%/12.3%，EPS 分别为 1.41/0.86/0.96 元（20-21 年原为 1.1/1.2 元，分别调整+28.5%/-29.2%），对应 PE 分别为 8.5x/14.1x/12.5x，对应 21 年 15-16xPE 合理估值为 12.8-13.7，下调至“增持”评级。

**表 1：盈利预测及市场重要数据**

盈利预测及市场重要数据	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,613	2,052	2,346	2,587
(+/-%)	7.2%	-21.5%	14.3%	10.3%
净利润(百万元)	357	470	342	384
(+/-%)	-2.3%	31.8%	-27.2%	12.3%
每股收益(元)	1.07	1.41	0.86	0.96
EBIT Margin	22.6%	21.9%	21.6%	22.4%
净资产收益率(ROE)	19.1%	21.2%	13.8%	13.9%
市盈率(PE)	11.1	8.4	13.8	12.3
EV/EBITDA	8.4	11.0	11.5	10.3
市净率(PB)	2.1	1.8	1.9	1.7

资料来源:公司资料，国信证券经济研究所整理预测

**表 2：盈利预测调整**

项目	原 2020E	现 2020E	变化幅度	原因	原 2021E	现 2021E	变化幅度	原因
营业收入	3071	2052	-33.2%	疫情影响	3541	2346	-33.8%	疫情影响
净利润	439	470	7.0%	疫情影响和业务调整	485	342	-29.5%	疫情影响和业务调整
EPS	1.10	1.41	28.5%	疫情影响和业务调整，股本预测发生变化	1.21	0.86	-29.2%	疫情影响和业务调整，股本预测发生变化

资料来源:Wind，国信证券经济研究所整理预测

## 风险提示

1. 疫情持续时间过长，宏观经济与消费需求大幅下行；
2. 新品牌发展不及预期；
3. 存货跌价准备计提比例大幅提升；
4. 市场的系统性风险。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	540	1284	1616	1994	营业收入	2613	2052	2346	2587
应收款项	458	393	450	496	营业成本	892	717	810	884
存货净额	595	481	543	591	营业税金及附加	19	18	21	23
其他流动资产	68	103	117	129	销售费用	827	630	750	818
<b>流动资产合计</b>	<b>1701</b>	<b>2300</b>	<b>2765</b>	<b>3250</b>	管理费用	284	236	259	281
固定资产	199	186	203	214	财务费用	20	8	5	5
无形资产及其他	702	675	648	621	投资收益	39	350	40	40
投资性房地产	827	827	827	827	资产减值及公允价值变动	45	(80)	(30)	(30)
长期股权投资	19	19	19	19	其他收入	(164)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3448</b>	<b>4008</b>	<b>4462</b>	<b>4931</b>	营业利润	491	711	512	586
短期借款及交易性金融负债	35	100	100	100	营业外净收支	(5)	(1)	0	0
应付款项	198	155	175	191	<b>利润总额</b>	<b>487</b>	<b>710</b>	<b>512</b>	<b>586</b>
其他流动负债	475	541	623	679	所得税费用	78	142	102	117
<b>流动负债合计</b>	<b>707</b>	<b>797</b>	<b>898</b>	<b>970</b>	少数股东损益	52	98	67	85
长期借款及应付债券	613	613	613	613	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>357</b>	<b>470</b>	<b>342</b>	<b>384</b>
其他长期负债	166	216	266	316					
<b>长期负债合计</b>	<b>779</b>	<b>829</b>	<b>879</b>	<b>929</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1486</b>	<b>1626</b>	<b>1777</b>	<b>1899</b>					
少数股东权益	90	163	213	276					
股东权益	1871	2219	2472	2756					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3448</b>	<b>4008</b>	<b>4462</b>	<b>4931</b>					
关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	1.07	1.41	0.86	0.96	<b>净利润</b>	357	470	342	384
每股红利	0.64	0.37	0.22	0.25	资产减值准备	5	(15)	1	2
每股净资产	5.63	6.67	6.19	6.91	折旧摊销	54	55	60	65
ROIC	20%	15%	17%	21%	公允价值变动损失	(45)	80	30	30
ROE	19%	21%	14%	14%	财务费用	20	8	5	5
毛利率	66%	65%	65%	66%	营运资本变动	(29)	204	20	17
EBIT Margin	23%	22%	22%	22%	其它	16	87	49	61
EBITDA Margin	25%	25%	24%	25%	<b>经营活动现金流</b>	<b>357</b>	<b>882</b>	<b>502</b>	<b>559</b>
收入增长	7%	-21%	14%	10%	资本开支	(79)	(81)	(81)	(81)
净利润增长率	-2%	32%	-27%	12%	其它投资现金流	(39)	0	0	0
资产负债率	46%	45%	45%	44%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(39)</b>	<b>(81)</b>	<b>(81)</b>	<b>(81)</b>
息率	5.3%	3.0%	2.2%	2.5%	权益性融资	9	0	0	0
P/E	11.2	8.5	14.1	12.5	负债净变化	565	0	0	0
P/B	2.1	1.8	1.9	1.7	支付股利、利息	(212)	(122)	(89)	(100)
EV/EBITDA	8.5	11.2	11.6	10.4	其它融资现金流	(1135)	<b>65</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
					<b>融资活动现金流</b>	(418)	(57)	(89)	(100)
					<b>现金净变动</b>	(101)	744	332	378
					货币资金的期初余额	641	540	1284	1616
					货币资金的期末余额	540	1284	1616	1994
					企业自由现金流	441	537	404	466
					权益自由现金流	(128)	596	400	462

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032