

公司研究/季报点评

2017年10月31日

纺织服装/服装 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 24.52
合理价格区间(元): 29.4~34.3

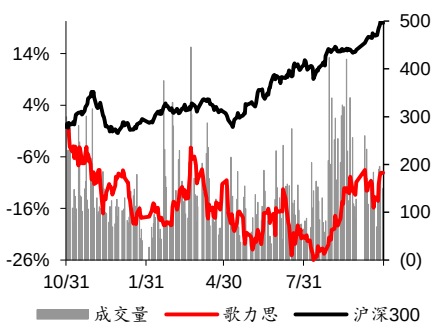
陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

汤培青 021-28972050
联系人 tangpeiying@htsc.com

相关研究

1《歌力思(603808,买入): 聚焦高端时尚, 推进集团化发展》2017.09

股价走势图



资料来源: Wind

多品牌协同作用, 业绩提升显著

歌力思(603808)

前三季度营收增长 101.91%, 归母净利润增长 124.25%, 超出预期

歌力思发布 2017 年三季报, 2017 年前三季度公司共实现营业收入 13.79 亿元, 同比增长 101.91%; 归母净利润为 2.02 亿元, 同比增长 124.25%; 扣非后净利润为 2.09 亿元, 同比增长 138.42%; 加权平均净资产收益率为 11.03%, 同比增加 5.03 个百分点。其中第三季度营业收入为 6.02 亿元, 同比增长 111.48%; 归母净利润为 0.8 亿元, 同比增长 92.53%。公司业绩较同期大幅提升主要由于三大原因: 1) 并购多个品牌, 业绩陆续并表; 2) 主品牌运营能力提升, 销售复苏; 3) 海外品牌落地顺利, 门店稳健推广。

业务协同效应显著, 各品牌收入大幅增长

公司旗下各品牌聚焦高端时尚, 在设计研发、营销体系和供应链体系方面均有显著的协同效应, 前三季度收入超预期。分品牌来看, 公司主品牌高端女装 ELLASSAY 主营收入 6.47 亿元, 同比增长 24.63%; 德国高端女装品牌 Laurèl 主营收入 0.64 亿元, 同比增长 360.19%; 美国轻奢潮牌 EdHardy 及 EdHardy X 主营收入 3.14 亿元, 同比增长 130.91%; 法国设计师轻奢品牌 IRO 主营收入 2.67 亿元。

主品牌门店持续调整, 并购品牌稳健开店

公司前三季度共新开 61 家门店, 关闭 34 家门店, 净增 27 家。前三季度分品牌来看, 主品牌 ELLASSAY 直营店净关闭 13 家, 分销店净关闭 1 家, 门店调整继续, 加强单个门店运营能力; Laurèl 直营店与分销店分别净增 9 家和 3 家, 门店总数上升至 29 家; EdHardy 及 EdHardy X 直营店与分销店分别净增 1 家和 20 家, 门店总数达到 137 家, 巩固国内潮牌领先地位; IRO 新开直营店 7 家, 开店速度逐步加快。

高端品牌重体验, 线下占比提升, 毛利率受分销模式影响略降

高端品牌更注重购物体验, 相比线上, 线下渠道更适合销售。前三季度公司线上销售 0.55 亿元, 占主营收入的 4.23%, 相较同期下降了 3.38 个百分点。同时, 公司前三季度毛利率为 70.88%, 较同期降低 1.01 个百分点, 主要为本期并表的 IRO 以分销模式为主, 分销模式毛利率较直营低, 且其分销出货折扣较其他品牌略低, 拉低总体毛利率所致。

稳步打造高级时尚集团, 维持公司“买入”评级

公司在持续并购多品牌的同时对已有门店精耕细作, 稳步打造高级时尚集团, 我们预计公司 2017-2019 年的收入分别为 19.45 亿元、24.73 亿元、29.15 亿元, 归母净利润分别为 3.16 亿元、4.20 亿元、5.32 亿元。歌力思多品牌战略推行顺利, 成长略超预期, 上调 2017-2019 年 EPS 至 0.98 元、1.30 元、1.65 元 (此前为 0.96 元、1.27 元、1.62 元), 维持给予 2017 年 30~35 倍 PE, 目标价上调至 29.4~34.3 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 1) 新收购品牌进入市场风险; 2) 收购品牌整合低于预期; 3) 高端消费需求复苏低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	337.30
流通 A 股 (百万股)	113.15
52 周内股价区间 (元)	19.97-35.34
总市值 (百万元)	8,271
总资产 (百万元)	3,184
每股净资产 (元)	5.54

资料来源: 公司公告

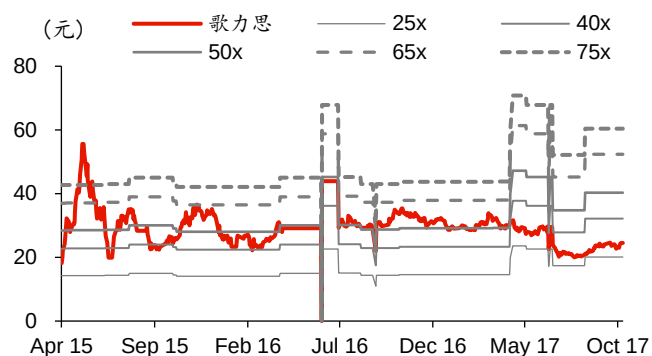
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	835.29	1,132	1,945	2,473	2,915
+/-%	12.28	35.53	71.80	27.16	17.86
归属母公司净利润 (百万元)	159.84	197.95	315.80	420.09	531.85
+/-%	15.82	23.84	59.53	33.03	26.60
EPS (元, 最新摊薄)	0.49	0.61	0.98	1.30	1.65
PE (倍)	49.55	40.01	25.08	18.85	14.89

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

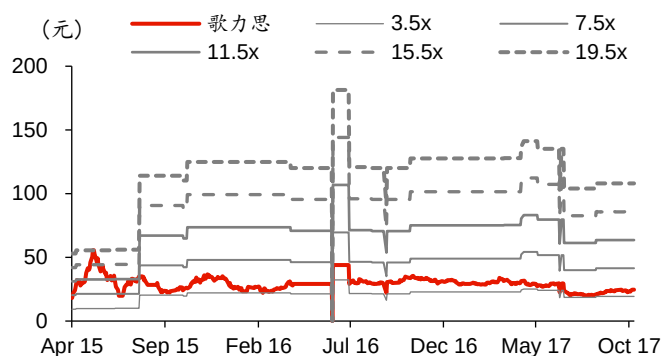
PE/PB - Bands

图表1: 歌力思历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 歌力思历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,379	1,208	1,688	2,025	2,507
现金	1,062	498.17	678.87	671.14	955.39
应收账款	113.39	213.55	332.58	437.45	509.85
其他应收账款	16.53	190.80	223.86	327.66	369.14
预付账款	4.58	10.87	15.84	21.19	24.00
存货	178.38	274.06	408.90	545.74	625.17
其他流动资产	4.50	20.15	28.19	21.53	23.51
非流动资产	485.85	1,362	1,155	1,293	1,323
长期投资	0.00	385.23	256.82	299.62	285.35
固定投资	216.78	206.87	186.40	165.94	145.48
无形资产	96.65	218.99	300.87	391.74	483.10
其他非流动资产	172.42	550.81	411.26	436.02	408.65
资产总计	1,865	2,569	2,844	3,318	3,830
流动负债	344.75	715.70	674.32	776.11	829.93
短期借款	0.00	146.14	97.42	113.66	108.25
应付账款	41.18	92.28	125.36	165.19	194.68
其他流动负债	303.57	477.28	451.53	497.26	527.01
非流动负债	8.00	44.93	8.77	10.21	10.95
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	8.00	44.93	8.77	10.21	10.95
负债合计	352.75	760.63	683.09	786.32	840.89
少数股东权益	0.00	71.06	98.76	142.39	194.73
股本	165.65	248.47	323.02	323.02	323.02
资本公积	1,058	967.79	893.25	893.25	893.25
留存公积	438.24	593.12	845.49	1,173	1,578
归属母公司股	1,513	1,738	2,062	2,389	2,794
负债和股东权益	1,865	2,569	2,844	3,318	3,830

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	165.98	101.17	77.75	253.78	491.00
净利润	159.84	222.30	343.50	463.72	584.20
折旧摊销	47.81	54.87	50.11	50.44	50.69
财务费用	(11.17)	(6.31)	0.29	(5.60)	(7.96)
投资损失	(10.37)	(13.85)	(10.89)	(11.79)	(11.83)
营运资金变动	(41.56)	(198.59)	(412.16)	(347.13)	(196.31)
其他经营现金	21.42	42.74	106.90	104.13	72.21
投资活动现金	(13.82)	(764.75)	144.02	(190.82)	(82.13)
资本支出	119.79	60.71	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	306.84	(125.47)	42.07	(14.39)
其他投资现金	105.97	(397.20)	18.56	(148.75)	(96.52)
筹资活动现金	840.15	6.85	(41.07)	(70.69)	(124.61)
短期借款	0.00	146.14	(48.71)	16.24	(5.41)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	45.65	82.82	74.54	0.00	0.00
资本公积增加	838.31	(90.24)	(74.54)	0.00	0.00
其他筹资现金	(43.81)	(131.87)	7.64	(86.93)	(119.20)
现金净增加额	992.31	(655.92)	180.70	(7.73)	284.25

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	835.29	1,132	1,945	2,473	2,915
营业成本	270.54	351.42	603.26	761.95	879.19
营业税金及附加	12.66	18.55	30.21	38.96	46.02
营业费用	270.38	343.34	604.97	768.09	902.18
管理费用	88.66	157.95	252.84	296.78	320.62
财务费用	(11.17)	(6.31)	0.29	(5.60)	(7.96)
资产减值损失	5.97	25.68	17.25	18.18	19.12
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.37	13.85	10.89	11.79	11.83
营业利润	208.62	255.28	446.97	606.56	767.43
营业外收入	7.18	16.01	13.07	14.05	13.72
营业外支出	0.41	2.86	2.04	2.31	2.22
利润总额	215.40	268.43	458.00	618.29	778.93
所得税	55.55	46.13	114.50	154.57	194.73
净利润	159.84	222.30	343.50	463.72	584.20
少数股东损益	0.00	24.35	27.70	43.63	52.34
归属母公司净利润	159.84	197.95	315.80	420.09	531.85
EBITDA	245.25	303.84	497.37	651.40	810.17
EPS (元)	0.97	0.80	0.98	1.30	1.65

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	12.28	35.53	71.80	27.16	17.86
营业利润	15.32	22.37	75.09	35.71	26.52
归属母公司净利润	15.82	23.84	59.53	33.03	26.60
获利能力 (%)					
毛利率	67.61	68.96	68.98	69.19	69.84
净利率	19.14	17.49	16.24	16.99	18.25
ROE	10.57	11.39	15.32	17.58	19.04
ROIC	46.10	20.98	28.34	29.62	33.72
偿债能力					
资产负债率 (%)	18.91	29.60	24.02	23.70	21.96
净负债比率 (%)	0	19.24	14.26	14.45	12.87
流动比率	4.00	1.69	2.50	2.61	3.02
速动比率	3.02	1.03	1.43	1.38	1.70
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.51	0.72	0.80	0.82
应收账款周转率	8.00	6.56	6.75	6.08	5.83
应付账款周转率	6.89	5.27	5.54	5.24	4.89
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.61	0.98	1.30	1.65
每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.31	0.24	0.79	1.52
每股净资产(最新摊薄)	4.68	5.38	6.38	7.40	8.65
估值比率					
PE (倍)	49.55	40.01	25.08	18.85	14.89
PB (倍)	5.24	4.56	3.84	3.31	2.83
EV_EBITDA (倍)	30.60	24.70	15.09	11.52	9.26

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com