

歌力思(603808)

歌力思年报&一季报：多品牌运营能力得进一步验证，被低估的细分龙头 买入(维持)

2018年4月27日

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002

021-60199793

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号：S0600517070001

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号：S0600517050003

linjch@dwzq.com.cn

事件

公司发布 17 年年报公告，公司 17 年收入同增 81.4%至 20.5 亿，归母净利润 3.0 亿，同增 52.7%。单 17 年 Q4 公司收入 6.7 亿，同增 50.1%，归母净利 1.0 亿，同降 7.1%。

同时公司公布 18 年一季报，由于 IRO 并表，公司收入同增 69.3%至 5.75 亿（剔除并表因素同增 26%），归母净利润同增 33.2%至 8032 万元。

投资要点

■ 17 年主品牌歌力思同店增长 23%，Laurel 快速增长印证运营能力。

在零售回暖、行业竞争格局改善的大背景下，公司主品牌歌力思 17 年收入同比增长 20.8%，同店增长 23%。在 17 年 Q4 在 16 年同期基数较高的情况下依旧保持了较快的收入增速。同时在 18Q1 公司歌力思品牌依旧保持了 15%左右的同店增速，整体发展势头良好。

在 Laurel 方面，随着全国门店数量的不断增加，Laurel 在 17 年同比增长 230%，在 17Q4 同比增长达到 116%，同时已经逐步实现盈利。我们预计在歌力思主品牌设计研发、市场营销及供应链体系的帮助下，Laurel 有望在 18 年开始为公司贡献利润。主品牌的高速增长之余，Laurel 的成功盈利已证明了公司自主孵化品牌的能力，多品牌间的协同效应已经开始得到体现。

表：歌力思主品牌及 Laurel 17 年收入情况

(单位：百万元)	16	17	16Q4	17Q4
歌力思主品牌	796.6	962.0	277.1	314.6
YOY		20.8%		13.5%
门店数	341	322	341	322
平均单店销售	2.3	3.0	0.8	1.0
YOY		27.9%		20.2%
Laurel	29.6	97.7	15.8	34.1
YOY		230.1%		115.8%
门店数	17	30	17	30

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

同时，18Q1 歌力思主品牌在门店数量相较去年同期净减 12 家的情况下，同增 17.6%至 2.38 亿，保持良好的单店销售状况；Laurel 品牌继续高速发展，18Q1 收入同增 49.5%至 2775 万元。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.25
一年最低/最高价	18.66/25.72
市净率(倍)	3.16
流通 A 股市值(百万元)	6,535

基础数据

每股净资产(元)	6.41
资产负债率(%)	30.85
总股本(百万股)	337
流通 A 股(百万股)	323

相关研究

1. 歌力思：业绩预增 40%-60%，主品牌走强，多品牌健康稳定发展
2. 歌力思：收购 IRO 中国代理权，持续推进多品牌集团在中国落地 -20180110
3. 歌力思三季报：个品牌销售增速超预期，品牌时尚集团协同效应初现 -20171031
4. 歌力思 17H1 半年报：主品牌复苏态势喜人，新品牌并购落地，战略推进顺畅 -20170829

表：歌力思主品牌及 Laurel 18Q1 收入情况

(单位：百万元)	17Q1	18Q1
歌力思主品牌	202.4	238.0
YOY		17.6%
门店数	330	318
平均单店销售	0.6	0.7
YOY		22.0%
Laurel	18.6	27.8
YOY		49.5%
门店数	19	30

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

- **ED Hardy 持续保持良性增长。**公司收购的轻奢潮牌 ED Hardy 剔除并表因素收入同增 17.8%，在 17 年 Q4 由于个别区域冬装提货规划不足，收入略受影响，加强经销商订货指导后，18Q1 增速迅速回升。

表：ED Hardy 收入情况

	16	17	16Q4	17Q4
收入（百万元）	370.4	436.1	107.3	121.8
YOY		17.74%		13.51%
门店数	116	148	116	148

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

在 18Q1 ED Hardy 收入恢复快速增长，单季度同比增长 24.5%，门店数量由去年同期的 119 家增长至 151 家。我们预计同店增长加展店下 ED Hardy 在 18 年有望保持 20% 的增长。

表：ED HARDY 并表日程汇总

2016.4.26	耗资 2.405 亿人民币收购唐利国际 65% 股权，整体估值 3.7 亿
2016.7.5	耗资 5550 万收购唐利国际 15% 股权，估值 3.7 亿
2017.7.18	公告拟耗资 1.54 亿收购唐利国际 10% 股权，整体估值 15.4 亿

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

- **代运营公司百秋随行业一起迅速增长，已成为高端服饰品牌运营商中的标杆企业。**公司成功运营的品牌包括服装类的 Sandro、Maje、Claudiepierlot、Pinko；手表配饰类的潘多拉（PANDORA）、天梭表（Tissot）、SWATCH、FOSSIL；箱包类的 TUMI、ELLE、Kipling、Delsey；鞋履类的 Clarks、Achette、cole hann 等多个国际知名品牌。17 年全年百秋实现净利润 4990.5 万元，同增 45.99%，在 17 年做了各种旨在强化各方面能力的费用投入（摄影棚、物流等）之后，仍高于 4200 万的承诺业绩，预计百秋在 18 年将加速成长。

- **17 年 8 月以 3700 万元人民币收购薇薇安 75% 的股权，继续丰富品牌矩阵。**薇薇安成立于 17 年 6 月 27 日，其拥有美国设计师品牌 VIVIENNE TAM 品牌在中国大陆地区的所有权，成立主要目的便是在中国大陆地区运营 VIVIENNE TAM 品牌。本次收购后，公司将持有薇薇安 75% 股权，我们认为 VIVIENNE TAM 具有东方文化气息产品，可以对公司目前的中高端商务女装及时尚潮牌的产品矩阵起到较强的补充作用，目前薇薇安已在王府中环购物中心及深圳益田假日广场开设终端门店，2018 年计划开设 15 家店。

- **完成对 IRO 中国区代理权收购，有助于公司从具体事务层面，重点推进 IRO 在中国的品牌及渠道扩张。**公司在 17 年 4 月 12 日完成对 IRO 的并表，目前实际持有 IRO 品牌全球范围 45.7% 的股权，拥有控股权。同时歌力

思于 18 年 1 月收购了 IRO 中国区代理权，以重点推进 IRO 在中国的扩张。IRO 于 2017 年 2 月进驻上海港汇恒隆广场，截止 17 年底已在大陆拥有 5 家门店。

在收购 IRO 的中国区代理权后，我们认为歌力思将开始全面负责 IRO 产品在代理区域的销售和经销商管理。这有助于公司提高对 IRO 产品在渠道开拓、产品营销、供应链整合等方面的把控程度，使管理更灵活更符合国情，最大程度帮助 IRO 产品在中国规模化落地。

同时 18Q1，IRO 品牌并表贡献收入 1.46 亿元，成为公司收入快速增长的重要动力。

■ **Q4 费用率提升减值有所增加，导致单季度净利率有所降低。**公司 17 年全年销售费用率（-1.4pct）及管理费用率（+0.4pct）基本保持稳定，全年净利率同比下降 2.3pct 主要由于所得税率在 17 年由 16 年的 17% 提升至 26%。单从 17Q4 看，公司单季度净利率同比下滑 9.1pct，主要由于（1）销售费用率由于营销活动增加同比上升 3.5pct，（2）资产减值损失同比增加 759 万，（3）投资收益同比下降 1116 万元导致。

18Q1，由于 IRO（毛利率 58.17% 明显低于其他品牌）并表导致整体毛利率下降 5.65pct 至 67.1%；毛利率下降使公司整体归母净利率同比下降 3.76pct 至 13.97%，公司归母净利润同增 33.2% 至 8032 万元。

■ 盈利预测与投资建议：

各品牌增长健康，我们预计 18 年公司归母净利润 3.7 亿以上。我们预计 18 年歌力思主品牌将继续保持 15% 以上的增长，贡献 1.7+ 净利润亿；ED Hardy 18 年有望保持 20% 左右的增长，在全年并表下有望贡献 1.4 亿+ 净利润；Laurel 我们预计有望开始贡献利润；百秋在 17 年超预期实现净利润接近 5000 万，若 18 年保持 30% 的增长，全年有望贡献并表利润接近 5000 万元；IRO 在全年并表下预计贡献 2000 万+ 利润。考虑到公司 1000 万左右的股权激励费用，我们预计公司 18 年净利润 3.7+ 亿。

公司目前市值 69 亿，预计 18/19/20 年归母净利润为 3.77/4.58/5.56 亿，同比增长 25%/21%/21%，对应 PE 为 18/15/12X，对应业绩增速估值偏低。公司在主品牌保持高质量增长的同时，并购的各个品牌均表现优秀，Laurel 在 18 年有望贡献利润更说明公司自主孵化品牌能力以及各品牌之间的协同效应已经得到初步印证，再考虑到百秋在高端服饰的能力与地位，歌力思的价值理应得到重新审视。同时作为公司投资的最主要逻辑，我们依旧看好公司未来在时尚产业上的投资并购机会。在这样的基础上，我们认为公司在业绩保持强劲增长的背景下，从市盈率角度理解是被低估的，在目前位置上我们继续给予“买入”评级。

■ **风险提示：**终端销售遇冷、多品牌协同不及预期。

歌力思三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1690.6	1693.0	2478.2	2850.9	营业收入	2053.0	2628.6	3212.9	3892.3
现金	769.1	850.8	1234.5	1506.4	营业成本	639.8	819.2	1001.3	1213.0
应收款项	337.7	362.6	494.0	543.5	营业税金及附加	25.1	31.5	38.6	46.7
存货	423.0	423.2	691.6	734.4	销售费用	593.0	841.2	1028.1	1245.5
其他	160.7	56.4	58.1	66.7	管理费用	294.7	368.0	449.8	544.9
非流动资产	1875.3	1758.8	1710.4	1647.7	财务费用	(24.6)	(8.5)	(12.3)	(15.1)
长期股权投资	138.3	138.3	138.3	138.3	投资净收益	(4.1)	5.0	5.6	6.1
固定资产	212.2	231.1	239.6	237.7	其他	34.1	25.4	33.9	37.4
无形资产	702.2	635.0	567.8	500.5	营业利润	486.9	556.7	679.2	825.9
其他	822.5	754.3	764.7	771.2	营业外净收支	(8.8)	3.3	3.6	3.6
资产总计	3565.9	3451.8	4188.6	4498.7	利润总额	478.0	560.1	682.7	829.5
流动负债	922.2	684.9	985.3	757.8	所得税费用	123.5	140.0	170.7	207.4
短期借款	113.1	50.0	50.0	51.0	少数股东损益	52.2	42.7	54.0	66.4
应付账款	171.4	117.6	262.9	198.2	归属母公司净利润	302.3	377.4	458.0	555.7
其他	637.7	517.3	672.5	508.6	EBIT	525.5	600.3	733.7	888.8
非流动负债	262.7	12.8	14.4	14.5	EBITDA	570.5	707.1	850.9	1016.5
长期借款	80.9	0.0	0.0	0.0					
其他	181.9	12.8	14.4	14.5					
负债总计	1185.0	697.7	999.7	772.3	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	309.5	352.2	406.2	472.7	每股收益(元)	0.90	1.12	1.36	1.65
归属母公司股东权益	2071.4	2401.9	2782.7	3253.7	每股净资产(元)	6.14	7.12	8.25	9.65
负债和股东权益总计	3565.9	3451.8	4188.6	4498.7	发行在外股份(百万股)	337.3	337.3	337.3	337.3
					ROIC(%)	15.1%	16.1%	17.0%	17.6%
					ROE(%)	16.4%	16.7%	17.2%	17.6%
					毛利率(%)	68.8%	68.8%	68.8%	68.8%
					EBIT Margin(%)	25.6%	22.8%	22.8%	22.8%
					销售净利率(%)	14.7%	14.4%	14.3%	14.3%
					资产负债率(%)	33.2%	20.2%	23.9%	17.2%
					收入增长率(%)	81.4%	28.0%	22.2%	21.1%
					净利润增长率(%)	52.7%	24.8%	21.4%	21.3%
					P/E	22.8	18.3	15.0	12.4
					P/B	3.33	2.87	2.48	2.12
					EV/EBITDA	12.4	9.8	8.2	6.8

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

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>

