

# 歌力思 (603808)

## 主品牌增长稳健 ED Hardy 增速亮眼，消费疲软环境下彰显优秀运营能力

买入（维持）

2018 年 08 月 22 日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001

021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003

021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

| 盈利预测预估值    | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 2053.0 | 2628.6 | 3212.9 | 3892.3 |
| 同比（%）      | 81.4%  | 28.0%  | 22.2%  | 21.1%  |
| 归母净利润（百万元） | 302.3  | 377.4  | 458.0  | 555.7  |
| 同比（%）      | 52.7%  | 24.8%  | 21.4%  | 21.3%  |
| 每股收益（元/股）  | 0.90   | 1.12   | 1.36   | 1.65   |
| P/E（倍）     | 18.9   | 15.1   | 12.5   | 10.3   |

### 投资要点

■ **事件：**公司发布 18 年半年报，公司 18H1 收入同增 39.15%至 10.8 亿，归母净利润 1.6 亿，同增 32.28%；扣非归母净利润同增 25.1%。单季度 18Q2 公司收入 5.1 亿，同增 15.77%，归母净利 0.8 亿，同增 31.40%。

■ **主品牌稳健增长，ED Hardy 增速亮眼。**在整体百货数据有所下滑的情况下，公司旗下各个品牌的收入增速依旧保持稳定。**主品牌歌力思表现稳健**，18Q2 收入同增 11.9%，18H1 同增 14.87%；同时主品牌歌力思 18Q2 门店净关 6 家，收入增速基本依靠同店增长带来。**ED Hardy 在 18Q2 表现出了加速增长的态势**，18Q2 收入同增 28.2%，18H1 收入同增 26.42%。18H1 ED Hardy 门店净开店 17 家，收入增速与开店速度基本匹配。我们认为 ED Hardy 的快速增长表现出了其在细分赛道依旧具有品牌和设计上的独特优势。

■ **百货保持高速增长，成为增长又一动力。**百货在 18H1 继续保持高速增长，收入同比增长 69.5%，净利润同比增长 26%至 2166 万。净利润增速略慢主要由于百货依旧在进行包括人员、运营面积及系统上的扩张和升级，以为未来承接更多品牌做储备。随着其在运营品牌上的持续扩张以及在线上线下业务互动上的努力，我们认为其未来依旧有望保持稳定的增长势头。

■ **新品牌及业务扩大毛利率略有下滑，利润率整体稳定运营周转健康。**公司 18H1 毛利率下滑 3.43pct 至 68.71%，主要由于（1）主品牌歌力思毛利率下滑 2.25pct，主要受到成本上升所影响（2）包括 IRO、百秋等在内的毛利率相对较低的品牌占比在 18H1 上升明显，对公司整体毛利率有所拖累。费用率方面，公司销售和管理费用率均有所下滑（-1.95pct/-0.98pct），表现出一定的规模效应。同时公司整体周转情况健康，同时公司经营性现金流同比增长 25.4%，回款状况良好。

■ **盈利预测与投资评级：**各品牌增长健康，Q2 的稳健增长充分表明公司优秀的运营能力，我们维持 18 年公司归母净利润 3.7 亿以上预期。我们预计 18 年歌力思主品牌仍能维持 15%左右的增长，ED Hardy 增长则有望在 20%以上；同时，Laurel 虽然二季度增速有所波动但依旧处于应力状态；同时我们预计百秋在 18 年有望获得 30%左右的增长。我们预计未来三年公司归母净利润 3.77/4.58/5.56 亿的预期，同增 25%/21%/21%，对应估值 15.1/12.5/10.3X；在消费疲软的大环境下公司表现出的稳健增长，让我们对公司的运营管理能力更具备信心，目前较低的估值下维持“买入”评级。

■ **风险提示：**终端销售遇冷、多品牌协同不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 16.95       |
| 一年最低/最高价      | 16.23/26.18 |
| 市净率(倍)        | 2.54        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 5591.01     |

### 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元)    | 6.67   |
| 资产负债率(%)    | 26.18  |
| 总股本(百万股)    | 337.00 |
| 流通 A 股(百万股) | 329.85 |

### 相关研究

- 1、《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》2018-04-27
- 2、《歌力思：业绩预增 40%-60%，主品牌走强，多品牌健康稳定发展》2018-01-30
- 3、《歌力思：收购 IRO 中国区代理权，持续推进多品牌集团在中国落地》2018-01-11

## 事件：

公司发布 18 年半年报，公司 18H1 收入同增 39.15%至 10.8 亿，归母净利润 1.6 亿，同增 32.28%；扣非归母净利润同增 25.1%。单季度 18Q2 公司收入 5.1 亿，同增 15.77%，归母净利 0.8 亿，同增 31.40%。

## 1. 主品牌稳健增长，ED Hardy 增速亮眼

在整体百货数据有所下滑的情况下，公司旗下各个品牌的收入增速依旧保持稳定。主品牌歌力思表现稳健，18Q2 收入同增 11.9%，18H1 同增 14.87%；同时主品牌歌力思 18Q2 门店净关 6 家，收入增速基本依靠同店增长带来。18H1 公司主品牌月店均销售额同增 10.30%；其中，直营店月店均销售额同增 14.72%。直营店同期同店单店销售收入同增 8.49%。

ED Hardy 在 18Q2 表现出了加速增长的态势，18Q2 收入同增 28.2%，18H1 收入同增 26.42%。18H1 ED Hardy 门店净开店 17 家，收入增速与开店速度基本匹配。我们认为 ED Hardy 的快速增长表现出了其在细分赛道依旧具有品牌和设计上的独特优势。

表 1：歌力思主品牌和 Ed Hardy 及 Ed Hardy X 分季度收入

|                       | 17Q1   | 17Q2   | 18Q1   | 18Q2   |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|
| 主品牌 ELLASSAY          | 202.37 | 185.95 | 238.00 | 208.06 |
| yoy                   |        |        | 17.60% | 11.89% |
| 门店数                   | 330    | 323    | 318    | 312    |
| 报表端单店收入（万元）           | 61.3   | 57.6   | 74.8   | 66.7   |
| yoy                   |        |        | 22.04% | 15.84% |
| Ed Hardy 及 Ed Hardy X | 93.71  | 101.57 | 116.66 | 130.20 |
| yoy                   |        |        | 24.49% | 28.19% |
| 门店数                   | 119    | 125    | 151    | 165    |
| 报表端单店收入（万元）           | 78.8   | 81.3   | 77.3   | 78.9   |
| yoy                   |        |        | -1.89% | -2.88% |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Laurel 收入 18H1 收入同比增长 26.8%，其中在 Q2 其增速有所下滑为 8.4%，主要由于门店基数较小，收入仍存在一定波动性。

表 2：LAUREL 分季度收入

|          | 17Q1  | 17Q2  | 18Q1   | 18Q2    |
|----------|-------|-------|--------|---------|
| LAUREL   | 18.60 | 22.61 | 27.75  | 24.50   |
| yoy      |       |       | 49.23% | 8.37%   |
| 门店数      | 19    | 23    | 30     | 35      |
| 单店收入（万元） | 97.9  | 98.3  | 92.5   | 70.0    |
| yoy      |       |       | -5.49% | -28.78% |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**IRO 和 VIVIENNE TAM 推进有条不紊。**IRO 在 18H1 贡献收入 2.44 亿（去年 4 月并表），目前其在全球共拥有门店 39 家。其中在中国其已在上海港汇、北京 SKP、南京德基等地开设 8 家门店。我们预计，作为定位轻奢领域的法国设计师品牌，其未来在中国依旧具备扩张空间。

**VIVIENNE TAM 在 18H1 贡献收入 267 万**，目前在中国拥有 3 家门店依旧处于成长期。

**表 3: IRO、VIVIENNE TAM 分季度收入**

|                     | 17Q2         | 18Q1          | 18Q2         |
|---------------------|--------------|---------------|--------------|
| <b>IRO</b>          | <b>97.12</b> | <b>145.73</b> | <b>97.82</b> |
| yoy                 |              |               | 0.73%        |
| 门店数                 | 21           | 36            | 36           |
| <b>VIVIENNE TAM</b> |              | <b>0.79</b>   | <b>1.88</b>  |
| 门店数                 |              | 1             | 3            |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 百秋保持高速增长，成为增长又一动力

**百秋在 18H1 继续保持高速增长**，收入同比增长 69.5%，净利润同比增长 26% 至 **2166 万**，净利润增速略慢主要由于百秋依旧在进行包括人员、运营面积及系统上的扩张和升级，以为未来承接更多品牌做储备。

百秋截止 18H1 共运营包括 PANDORA、TISSOT、Clarks、Maje、Sandro 等在内的近 40 个国际知名品牌，并为其提供包括整合营销、店铺运营、仓储物流、IT 解决方案在内的全流程服务。随着其在运营品牌上的持续扩张以及在线上线下业务互动上的努力，我们认为其未来依旧有望保持稳定的增长势头。

## 3. 新品牌及业务扩大毛利率略有下滑，利润率整体稳定运营周转健康

**公司 18H1 毛利率下滑 3.43pct 至 68.71%**，主要由于（1）主品牌歌力思毛利率下滑 2.25pct，主要受到成本上升所影响（2）包括 IRO、百秋等在内的毛利率相对较低的品牌占比在 18H1 上升明显，对公司整体毛利率有所拖累。

**表 4: 分季度品牌收入及毛利率**

|                     | 17H1          | 17H2           | 18H1            |
|---------------------|---------------|----------------|-----------------|
| <b>收入</b>           | <b>777.17</b> | <b>-777.17</b> | <b>1,081.45</b> |
| 毛利率                 | 72.14%        | 66.82%         | 68.71%          |
| <b>主品牌 ELLASSAY</b> | <b>388.32</b> | <b>573.68</b>  | <b>446.06</b>   |
| 毛利率                 | 73.58%        | 70.08%         | 71.33%          |
| <b>LAUREL</b>       | <b>41.20</b>  | <b>56.54</b>   | <b>52.25</b>    |
| 毛利率                 | 79.51%        | 81.30%         | 82.90%          |

|                       |        |        |        |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Ed Hardy 及 Ed Hardy X | 195.28 | 240.79 | 246.87 |
| 毛利率                   | 73.27% | 69.87% | 72.58% |
| IRO                   | 97.12  | 297.41 | 243.56 |
| 毛利率                   | 65.42% | 68.76% | 62.74% |
| VIVIENNE TAM          |        |        | 2.67   |
| 毛利率                   |        |        | 67.15% |

数据来源：wind，东吴证券研究所

费用率方面，由于收入规模的扩大，公司销售和管理费用率均有所下滑（-1.95pct/-0.98pct），表现出一定的规模效应。费用率的下降基本抵消毛利率的下降，公司营业利润率下降 1.03pct 至 1.61%，扣非归母净利润增速略低于收入增速但仍达到 25.1%。

表 5：歌力思半年度拆分（单位：百万元）

|               | 2015   | 2016     | 2017     | 17H1    | 18H1     |
|---------------|--------|----------|----------|---------|----------|
| 营业收入          | 835.29 | 1,132.06 | 2,053.05 | 777.17  | 1,081.45 |
| yoy           |        | 35.53%   | 415.35%  | 95.08%  | 39.15%   |
| 毛利率           | 67.61% | 68.96%   | 68.84%   | 72.14%  | 68.71%   |
| 期间费用率         | 41.65% | 43.72%   | 42.04%   | 46.61%  | 45.81%   |
| 销售费用          | 270.38 | 343.34   | 593.02   | 259.75  | 340.34   |
| 销售费用率         | 32.37% | 30.33%   | 28.88%   | 33.42%  | 31.47%   |
| 管理费用          | 88.66  | 157.95   | 294.69   | 120.29  | 156.78   |
| 管理费用率         | 10.61% | 13.95%   | 14.35%   | 15.48%  | 14.50%   |
| 财务费用          | -11.17 | -6.31    | -24.64   | -17.77  | -1.66    |
| 财务费用率         | -1.34% | -0.56%   | -1.20%   | -2.29%  | -0.15%   |
| 资产减值损失        | 5.97   | 25.68    | 53.34    | 15.55   | 6.56     |
| 所得税税率         | 25.79% | 17.19%   | 25.84%   | 20.35%  | 20.22%   |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 159.84 | 197.95   | 302.32   | 122.07  | 161.47   |
| yoy           |        | 23.84%   | 52.73%   | 151.43% | 32.28%   |
| 净利润率          | 19.14% | 17.49%   | 14.73%   | 15.71%  | 14.93%   |

数据来源：wind，东吴证券研究所

同时公司整体周转情况健康，存货和应收周转天数较去年同期均有较明显下降，同时公司经营性现金流同比增长 25.4%，回款状况良好。

#### 4. 投资建议

各品牌增长健康，Q2 的稳健增长充分表明公司优秀的运营能力，我们维持 18 年公司归母净利润 3.7 亿以上预期。我们预计 18 年歌力思主品牌仍能维持 15% 左右的增长，ED Hardy 增长则有望在 20% 以上；同时，Laurel 虽然二季度增速有所波动但依旧处于应力状态；同时我们预计百秋在 18 年有望获得 30% 左右的增长。

我们预计未来三年公司归母净利润 3.77/4.58/5.56 亿的预期，同增 25%/21%/21%，对应估值 15.1/12.5/10.3X；在消费疲软的大环境下公司表现出的稳健增长，让我们对公

司的运营管理能力更具备信心，目前较低的估值下维持“买入”评级。

## 5. 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        |
| <b>流动资产</b>        |               |               |               |               | <b>营业收入</b>      |              |              |              |              |
| 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        |
| <b>非流动资产</b>       | <b>1875.3</b> | <b>1758.8</b> | <b>1710.4</b> | <b>1647.7</b> | 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         | <b>营业利润</b>      | <b>486.9</b> | <b>556.7</b> | <b>679.2</b> | <b>825.9</b> |
| 其他                 | 822.5         | 754.3         | 764.7         | 771.2         | 营业外净收支           | (8.8)        | 3.3          | 3.6          | 3.6          |
| <b>资产总计</b>        | <b>3565.9</b> | <b>3451.8</b> | <b>4188.6</b> | <b>4498.7</b> | <b>利润总额</b>      | <b>478.0</b> | <b>560.1</b> | <b>682.7</b> | <b>829.5</b> |
| <b>流动负债</b>        | <b>922.2</b>  | <b>684.9</b>  | <b>985.3</b>  | <b>757.8</b>  | 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         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>302.3</b> | <b>377.4</b> | <b>458.0</b> | <b>555.7</b> |
| 其他                 | 637.7         | 517.3         | 672.5         | 508.6         | EBIT             | 525.5        | 600.3        | 733.7        | 888.8        |
| <b>非流动负债</b>       | <b>262.7</b>  | <b>12.8</b>   | <b>14.4</b>   | <b>14.5</b>   | 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          |                  |              |              |              |              |
| <b>负债总计</b>        | <b>1185.0</b> | <b>697.7</b>  | <b>999.7</b>  | <b>772.3</b>  | <b>重要财务与估值指标</b> |              |              |              |              |
| 少数股东权益             | 309.5         | 352.2         | 406.2         | 472.7         |                  | 2017         | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
| 归属母公司股东权益          | 2071.4        | 2401.9        | 2782.7        | 3253.7        | 每股收益(元)          | 0.90         | 1.12         | 1.36         | 1.65         |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>3565.9</b> | <b>3451.8</b> | <b>4188.6</b> | <b>4498.7</b> | 每股净资产(元)         | 6.14         | 7.13         | 8.26         | 9.65         |
|                    |               |               |               |               | 发行在外股份(百万股)      | 337.3        | 337.0        | 337.0        | 337.0        |
|                    |               |               |               |               | 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              | 18.9         | 15.1         | 12.5         | 10.3         |
|                    |               |               |               |               | P/B              | 2.76         | 2.38         | 2.05         | 1.76         |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> |               |               |               |               |                  |              |              |              |              |
|                    | 2017          | 2018E         | 2019E         | 2020E         |                  |              |              |              |              |
| 经营活动现金流            | 460.5         | 308.8         | 559.8         | 461.3         |                  |              |              |              |              |
| 投资活动现金流            | (228.0)       | (79.1)        | 54.9          | 62.3          |                  |              |              |              |              |
| 筹资活动现金流            | 24.4          | (148.1)       | (231.0)       | (251.7)       |                  |              |              |              |              |
| 现金净增加额             | 245.7         | 81.7          | 383.7         | 271.8         |                  |              |              |              |              |
| 折旧与摊销              | 44.9          | 106.8         | 117.2         | 127.6         |                  |              |              |              |              |
| 资本开支               | 92.1          | 58.5          | 58.5          | 58.5          |                  |              |              |              |              |
| 营运资本变动             | (50.9)        | (101.0)       | (92.3)        | (316.6)       |                  |              |              |              |              |

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

## 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>