

Q3 发展稳健，回购彰显管理层信心 买入（维持）

2018 年 10 月 30 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）	2,053.05	2,476.45	2,878.61	3,300.02
同比（%）	81.35	20.62	16.24	14.64
归母净利润（百万元）	302.32	374.38	445.28	520.89
同比（%）	52.72	23.84	18.94	16.98
每股收益（元/股）	0.90	1.11	1.32	1.55
P/E（倍）	17.36	14.02	11.78	10.07

投资要点

■ **事件：**公司公布三季报，收入同增 25.9%至 17.4 亿元，归母净利同增 32.7%至 2.7 亿元；具体到 Q3，收入同增 8.7%至 6.5 亿元，归母净利同增 33%至 1.1 亿元。

■ **分品牌看收入：零售承压背景下增速环比有所放缓，Ed Hardy、Laurel、歌力思品牌仍展现正向增长。**1) 歌力思主品牌：门店优化持续，Q3 在零售环境承压背景下单季度收入仍实现正增长 (+2.2%)，门店数量方面则较去年同期减少 18 家（主要是加盟门店减少），展现了更高的渠道质量。2) Ed Hardy：单季度来看仍是表现最好的品牌，Q3 收入增长 12%至 1.33 亿元，门店数量较去年同期净增 30 家达到 167 家。3) Laurel：增长基本与 Q2 持平，表现比较稳健，Q3 单季度收入增长 8%，门店数量较去年同期增长 6 家（3 家加盟、3 家直营）。4) IRO：延续 Q2 与去年同期基本收入持平趋势，Q3 收入同比微降 0.5%至 1.7 亿元，门店数量较去年同期净增 18 家。5) VT：初创期，门店数量较上一季度增加 5 家至 8 家，收入逐渐提升。

■ **分渠道来看：**直营渠道较 Q2 增速提升明显，18Q3 收入增 14.3%至 2.9 亿元，但加盟渠道由于新开店店效仍在爬坡阶段，Q3 单季发货同降 4%至 3.0 亿元（但毛利率有所提升，与高毛利率的 Ed Hardy 占比提升有关）；线上线下来看，Q3 线上增长较 Q2 有明显提速（同增 10.6%），但线下受到加盟未有增长的影响增速放缓（Q3 同增 4.0%）。

■ **盈利与周转：毛利率提升是 Q3 归母净利增长 33%的主要原因，周转略有放缓。**Q3 收入整体同增 8.7%至 6.5 亿元，同时毛利率同比提升 3.5pp（主要来自加盟毛利率上升）带来毛利润同比增 14.5%；期间费用方面控制良好，较去年同期增长 11%（主要是开店带来的销售费用增加），存货增长背景下减值损失同比增加 36%，但受益投资净损失的缩窄以及奇特受益的增长，营业利润同增 30%，带动归母净利增长 33%。Q3 存货同增 56%、应收账款同增 13%，周转较去年同期略有放缓，受此影响经营性现金流 Q3 同降 30%至 8266 万元。

■ **盈利预测及投资建议：**公司 9 月公布回购预案，截至目前已经以 350 万元回购 22.1 万股（占股本 0.07%），回购价格在 15.6-16.0 元/股之间，彰显对公司发展信心。作为品牌矩阵规划清晰的多品牌时尚集团持续看好，预计 18/19/20 年归母净利同增 24%/19%/17%至 3.74/4.45/5.21 亿元，PE 14/12/10X，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)	15.57
一年最低/最高价	14.70/26.18
市净率(倍)	2.21
流通 A 股市值(百万元)	5135.81

基础数据

每股净资产(元)	7.05
资产负债率(%)	25.65
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 (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》2018-08-23
- 2、《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
- 3、《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

表：歌力思主营业务收入中各品牌季度经营情况拆分（单位：百万元）

	17Q1	17Q2	17Q3	18Q1	18Q2	18Q3
主品牌 ELLASSAY	202.37	185.95	259.12	238.00	208.06	264.84
yoy				17.60%	11.89%	2.20%
成本	53.24	49.36	75.54	69.24	58.67	76.20
毛利率	73.69%	73.46%	70.85%	70.91%	71.80%	71.23%
期末门店数-直营	160	155	157	161	159	157
期末门店数-分销	170	168	170	157	153	152
门店数	330	323	327	318	312	309
LAUREL	18.60	22.61	22.35	27.75	24.50	24.20
yoy				49.23%	8.37%	8.29%
成本	3.77	4.67	3.26	4.91	4.02	4.79
毛利率	79.73%	79.33%	85.42%	82.30%	83.59%	80.20%
期末门店数-直营	16	18	23	24	27	26
期末门店数-分销	3	5	6	6	8	9
门店数	19	23	29	30	35	35
Ed Hardy 及 Ed Hardy X	93.71	101.57	119.05	116.66	130.20	132.92
yoy				24.49%	28.19%	11.65%
成本	26.64	25.57	37.60	32.14	35.55	44.30
毛利率	71.58%	74.83%	68.42%	72.45%	72.70%	66.68%
期末门店数-直营	24	25	24	22	22	25
期末门店数-分销	95	100	113	129	143	142
门店数	119	125	137	151	165	167
IRO		97.12	169.72	145.73	97.82	168.85
yoy					0.73%	-0.52%
成本		33.58	37.60	60.96	29.80	39.38
毛利率		65.42%	77.85%	58.17%	69.54%	76.68%
期末门店数-直营		21	29	36	36	47
门店数（全直营）		21	29	36	36	47
VIVIENNE TAM				0.79	1.88	3.46
成本				0.36	0.51	1.40
毛利率				54.11%	72.66%	59.46%
期末门店数-直营				1	3	7
期末门店数-分销						1
门店数				1	3	8

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表：歌力思主营业务收入线上线下单季度表现（单位：百万元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2018Q1	2018Q2	2018Q3
线上收入	11.13	22.55	21.04	21.18	24.04	23.28
YOY				90.35%	6.62%	10.64%
毛利率	43.02%	56.09%	60.14%	47.54%	59.17%	56.16%
线下收入	303.56	384.70	549.20	507.76	438.43	570.99
YOY				67.27%	13.97%	3.97%

毛利率	74.53%	73.15%	68.85%	69.18%	72.91%	72.72%
合计	314.68	407.24	570.25	528.94	462.47	594.27
YOY				68.09%	13.56%	4.21%
毛利率	73.42%	72.21%	68.53%	68.31%	72.21%	72.05%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表：歌力思分渠道单季度表现（单位：百万元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2018Q1	2018Q2	2018Q3
直营收入	196.47	260.492	253.78	288.479	280.981	290.06
YOY				46.83%	7.87%	14.29%
毛利率	75.31%	75.59%	75.41%	72.86%	72.15%	73.96%
加盟收入	118.21	146.75	316.47	240.46	181.49	304.22
YOY				103.41%	23.67%	-3.87%
毛利率	70.27%	66.21%	62.99%	62.85%	72.31%	70.24%
合计	314.68	407.24	570.25	528.94	462.47	594.27
YOY				68.09%	13.56%	4.21%
毛利率	73.42%	72.21%	68.53%	68.31%	72.21%	72.05%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表：歌力思季度数据拆分（单位：百万元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入	339.55	437.62	602.18	574.80	506.65	654.75
YOY	88.37%	100.63%	111.48%	69.28%	15.77%	8.73%
毛利润	246.86	313.80	401.74	385.41	357.63	459.79
YOY	100.44%	104.32%	108.03%	56.12%	13.97%	14.45%
毛利率	72.70%	71.71%	66.71%	67.05%	70.59%	70.22%
期间费用	144.25	218.02	234.81	241.75	253.71	261.05
YOY	69.35%	94.28%	89.89%	67.59%	16.37%	11.17%
期间费用率	42.48%	49.82%	38.99%	42.06%	50.08%	39.87%
销售费用	111.20	148.55	142.85	169.14	171.20	182.69
销售费用率	32.75%	33.94%	23.72%	29.43%	33.79%	27.90%
管理费用	37.07	83.22	70.41	77.74	79.04	55.73
管理费用率	10.92%	19.02%	11.69%	13.52%	15.60%	8.51%
研发费用	与管理费用		24.29	与管理费用共同列		22.58
研发费用率	共同列支		4.03%	支		3.45%
财务费用	-4.02	-13.75	-2.73	-5.13	3.47	0.05
财务费用率	-1.18%	-3.14%	-0.45%	-0.89%	0.68%	0.01%
资产减值损失	11.98	3.57	25.15	7.04	-0.49	34.27
YOY	403.36%	12.26%	67.11%	-41.24%	-113.73%	36.26%
投资净收益	1.43	-4.88	-5.25	0.73	-0.83	-0.11

其他收益		8.29	0.67	0.93	0.95	12.37	
营业利润		86.85	89.08	131.42	132.29	101.42	171.15
YOY	163.74%	130.78%	188.01%	52.32%	13.85%	30.23%	
加：营业外收入	1.29	4.05	2.26	0.13	0.16	0.54	
减：营业外支出	2.32	5.33	3.09	1.70	0.14	1.45	
利润总额		85.81	87.80	130.59	130.73	101.44	170.24
YOY	160.74%	106.30%	185.82%	52.35%	15.54%	30.36%	
所得税率	20.71%	20.00%	20.48%	26.38%	12.27%	19.93%	
净利润		68.04	70.24	103.85	96.24	88.99	136.32
YOY	185.64%	121.23%	118.45%	41.45%	26.69%	31.27%	
净利率	20.04%	16.05%	17.25%	16.74%	17.56%	20.82%	
归母净利		60.31	61.75	80.13	80.32	81.14	106.75
YOY	153.19%	149.80%	92.53%	33.18%	31.40%	33.22%	
资产负债表							
应收账款		154.37	221.05	294.90	270.98	241.53	332.73
YOY	48.39%	45.66%	149.30%	75.54%	9.26%	12.83%	
存货		240.98	380.34	394.74	410.47	458.89	614.36
YOY	46.15%	71.94%	56.95%	70.33%	20.65%	55.64%	
现金流量表							
经营活动产生的现金流量净额		62.18	80.48	118.15	132.94	45.98	82.66
YOY	369.64%	1594.32%	-1.34%	113.80%	-42.87%	-30.04%	
销售商品、提供劳务收到的现金		402.85	529.53	608.29	704.45	603.15	632.60
YOY	116.45%	121.66%	62.97%	74.87%	13.90%	4.00%	
购买商品、接受劳务支付的现金		108.54	162.82	227.90	229.58	188.21	250.85
YOY	114.08%	172.14%	107.46%	111.52%	15.59%	10.07%	
投资活动产生的现金流量净额		-30.56	-0.46	-78.14	52.29	5.95	-168.45
筹资活动产生的现金流量净额		-3.26	91.33	-58.65	17.26	-76.34	-54.11
现金及现金等价物净增加额		28.49	177.43	-18.37	199.64	-23.08	-135.84

数据来源：Wind，东吴证券研究所

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	1615.0	2351.7	2592.1	营业收入	2053.0	2476.5	2878.6	3300.0
现金	769.1	895.6	1252.9	1573.4	营业成本	639.8	771.8	897.1	1028.4
应收款项	337.7	319.2	442.7	427.9	营业税金及附加	25.1	29.7	34.5	39.6
存货	423.0	345.9	600.6	529.6	销售费用	593.0	787.5	915.4	1049.4
其他	160.7	54.3	55.6	61.2	管理费用	294.7	334.3	374.2	422.4
非流动资产	1875.3	1758.8	1710.4	1647.7	财务费用	(24.6)	(9.0)	(12.5)	(15.7)
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	22.6	30.6	29.8
无形资产	702.2	635.0	567.8	500.5	营业利润	486.9	544.5	644.9	752.2
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	3373.8	4062.2	4239.8	利润总额	478.0	547.8	648.4	755.8
流动负债	922.2	622.0	910.4	620.4	所得税费用	123.5	137.0	162.1	189.0
短期借款	113.1	50.0	50.0	51.0	少数股东损益	52.2	36.5	41.0	46.0
应付账款	171.4	100.9	240.0	150.9	归属母公司净利润	302.3	374.4	445.3	520.9
其他	637.7	471.1	620.4	418.5	EBIT	525.5	582.9	691.9	799.8
非流动负债	262.7	12.8	14.4	14.5	EBITDA	570.5	689.7	809.1	927.4
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	634.8	924.8	634.9	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	309.5	346.0	387.0	433.0	每股收益(元)	0.90	1.11	1.32	1.55
归属母公司股东权益	2071.4	2393.0	2750.3	3171.9	每股净资产(元)	6.14	7.10	8.16	9.41
负债和股东权益总计	3565.9	3373.8	4062.2	4239.8	发行在外股份(百万股)	337.3	337.0	337.0	337.0
					ROIC(%)	15.1%	15.7%	16.3%	16.4%
					ROE(%)	16.4%	16.7%	16.9%	17.0%
					毛利率(%)	68.8%	68.8%	68.8%	68.8%
					EBIT Margin(%)	25.6%	23.5%	24.0%	24.2%
					销售净利率(%)	14.7%	15.1%	15.5%	15.8%
					资产负债率(%)	33.2%	18.8%	22.8%	15.0%
					收入增长率(%)	81.4%	20.6%	16.2%	14.6%
					净利润增长率(%)	52.7%	23.8%	18.9%	17.0%
					P/E	17.4	14.0	11.8	10.1
					P/B	2.53	2.19	1.91	1.65
现金流量表 (百万元)									
	2017	2018E	2019E	2020E					
经营活动现金流	460.5	354.0	539.8	512.5					
投资活动现金流	(228.0)	(79.4)	47.6	56.0					
筹资活动现金流	24.4	(148.1)	(230.1)	(247.9)					
现金净增加额	245.7	126.5	357.3	320.5					
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)	(43.8)	(83.3)	(202.5)					

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>