

2018年10月29日

歌力思 (603808.SH)

公司快报

三季度业绩增速环比稳定，毛利率提升带动净利率提升

事件

10月29日晚，公司发布2018年三季报。前三季度，公司实现营业收入17.36亿元，较上年同期增加25.87%；归属于上市公司股东的净利润2.68亿元，较上年同期增加32.65%。EPS为0.80元。

其中第三季度公司营业收入6.55亿元，同比增长8.73%，实现归母净利润1.07亿元，同比增长33.21%。

投资要点

◆ **三季度营收增速有所放缓，业绩增速保持环比稳定：**分季度看，公司前三季度分别实现营收增长69.28%、15.77%、8.73%，三季度营收增速有所放缓。我们认为主要是受整体消费增速放缓影响了公司营收增速。净利润端，前三季度分别实现归母净利润增长33.18%、31.39%、33.21%，归母净利增速保持环比稳定，主要是三季度毛利率提升、费用及资产减值控制良好，使净利率有所提升所致。

门店方面，主品牌ELLASAY三季度末店铺数量较去年同期净减少18家至309家，其中分销店净减少18家，若与上半年末相比则净减少3家。Ed Hardy品牌三季度末店铺数量较去年同期净增加30家至167家，其中直营店净增加1家，分销店净增加29家。Laurel品牌店铺数量同比增加6家至35家，IRO品牌店铺数量同比增加18家至47家，Vivienne Tam品牌三季度末店铺数量较上半年末增加5家至8家。

分品牌看，占主要品牌营收约45%的主品牌ELLASAY前三季度营收同比增长9.8%，三季度营收增速受整体消费增速放缓影响，但前三季度内生增长良好，店均收入仍保持16.20%的较快增长。占比约26%的IRO品牌实现54.55%的营收增长，占比约24%的Ed Hardy品牌前三季度实现20.82%的营收增长，占比约5%的Laurel实现20.30%的营收增长，Vivienne Tam前三季度取得614万元的营收，上述品牌外延扩张及并表效应带动营收增速向好，最终公司主要品牌前三季度实现营收增长22.71%至15.86亿元，三季度增速有所放缓，毛利率保持大致稳定。

分渠道看，线下渠道方面，前三季度占线下营收54%的直营渠道营收增长20.93%，三季度增速较二季度有所提速，前三季度分销渠道营收增长24.89%，三季度分销渠道增速明显放缓。**线上渠道方面，**前三季度线上实现营收增速25.20%，三季度增速较二季度环比有所提升。

◆ **前三季度毛利率提升带动净利率提升，存货保持良好态势：**盈利能力方面，公司三季度环比有所提升，由上半年的68.71%提升至70.22%，一季度毛利率偏低使前三季度毛利率同比下降0.49pct至69.28%。期间费用方面，店铺及销售投入增加使前三季度销售费用率同比提升0.94pct至30.13%，管理费用及研发费用合计占营收同比下降2.05pct至13.54%，财务费用率同比提升1.40pct至-0.09%，另有资产减值

纺织服装 | 大众品牌 III

投资评级

买入-A(维持)

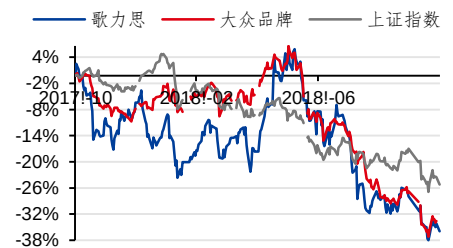
股价(2018-10-29)

15.57元

交易数据

总市值(百万元)	5,247.14
流通市值(百万元)	5,135.81
总股本(百万股)	337.00
流通股本(百万股)	329.85
12个月价格区间	14.70/26.50元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.13	-15.67	-10.13
绝对收益	-11.03	-27.21	-35.73

分析师

王冯
SAC 执业证书编号：S0910516120001
wangfeng@hua.jinsc.cn
021-20377089

报告联系人

吴雨舟
wuyuzhou@hua.jinsc.cn
021-20377061

相关报告

歌力思：多品牌稳步发展推升营收，费用及减值损失控制提振利润 2018-08-23

歌力思：主品牌稳步回暖，多品牌全年并表助力业绩提升 2018-04-27

歌力思：三季度收入维持快速增长，多品牌共同发展 2017-10-31

歌力思：并购&主品牌回暖带动营收增长，四季度超预期 2017-05-02

歌力思：并购稳步推进，打造中国多品牌高级时装集团 2016-12-16

损失占营收同比降低 0.60pct 至 2.35%，去年三季度投资净收益为负。最终前三季度销售净利率有所提升，同比增加 0.97pct 至 18.52%，带动前三季度利润增速高于营收增速。存货方面，三季度末公司存货较去年末提升 21.59%，存货占营收比例同比提升 1.01pct 至 29.63%，存货整体保持良好态势。

◆ **拟以不超 2 亿元回购公司股份，彰显公司对发展前景的信心：**10 月 12 日公司公告称，公司认为目前股价不能反映公司价值，为了彰显公司对未来发展前景的信心以及对公司价值的认可，增强投资者信心，公司拟以集中竞价方式回购公司股份。本次回购资金不低于 5000 万元，不超过 2 亿元，回购价格上限 21 元/股。若以 2 亿元的回购资金及 21 元/股的价格上限计算，预计回购股份占公司目前总股本的 2.83%。本次回购股份将依法注销，减少对应注册资本。截止 10 月 29 日，公司已支付约 350 万元回购 22.1 万股，回购事宜逐步推进。

◆ **投资建议：**歌力思是我国中高端女装龙头之一，多品牌内生外延推动营收增长，三季度整体消费增速下降背景下公司仍保持较快业绩增速。四季度为传统消费旺季，预计公司业绩有望保持稳步增长。我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 1.12、1.34 和 1.61 元。净资产收益率分别为 15.0%、16.0%和 16.8%，目前股价约为 2018 年对应 EPS 的 14 倍，维持“买入-A”建议。

◆ **风险提示：**公司门店外延或不及预期；行业销售增速放缓或致同店增长下滑；品牌间协同效果或不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	1,132.1	2,053.0	2,477.4	3,002.7	3,618.7
同比增长(%)	35.5%	81.4%	20.7%	21.2%	20.5%
营业利润(百万元)	255.3	486.9	598.1	720.7	861.1
同比增长(%)	22.4%	90.7%	22.9%	20.5%	19.5%
净利润(百万元)	198.0	302.3	376.0	453.2	541.6
同比增长(%)	23.8%	52.7%	24.4%	20.5%	19.5%
每股收益(元)	0.59	0.90	1.12	1.34	1.61
PE	26.5	17.4	14.0	11.6	9.7
PB	3.0	2.5	2.1	1.9	1.6

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,132.1	2,053.0	2,477.4	3,002.7	3,618.7	年增长率					
减: 营业成本	351.4	639.8	766.0	937.0	1,135.9	营业收入增长率	35.5%	81.4%	20.7%	21.2%	20.5%
营业税费	18.6	25.1	22.3	27.0	32.6	营业利润增长率	22.4%	90.7%	22.9%	20.5%	19.5%
销售费用	343.3	593.0	743.2	900.8	1,085.6	净利润增长率	23.8%	52.7%	24.4%	20.5%	19.5%
管理费用	158.0	294.7	322.1	390.3	470.4	EBITDA 增长率	28.0%	72.9%	31.5%	18.5%	18.5%
财务费用	-6.3	-24.6	-4.1	-11.9	-16.0	EBIT 增长率	26.1%	77.9%	34.1%	19.3%	19.2%
资产减值损失	25.7	53.3	45.1	54.6	65.8	NOPLAT 增长率	40.7%	66.3%	30.0%	19.3%	19.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	354.4%	21.1%	4.8%	4.7%	0.6%
投资和汇兑收益	13.8	-4.1	15.2	16.0	16.8	净资产增长率	19.6%	31.6%	21.6%	14.0%	14.7%
营业利润	255.3	486.9	598.1	720.7	861.1	盈利能力					
加: 营业外净收支	13.2	-8.8	-1.3	-1.4	-1.4	毛利率	69.0%	68.8%	69.1%	68.8%	68.6%
利润总额	268.4	478.0	596.8	719.3	859.6	营业利润率	22.5%	23.7%	24.1%	24.0%	23.8%
减: 所得税	46.1	123.5	149.2	179.8	214.9	净利润率	17.5%	14.7%	15.2%	15.1%	15.0%
净利润	198.0	302.3	376.0	453.2	541.6	EBITDA/营业收入	24.9%	23.8%	25.9%	25.3%	24.9%
						EBIT/营业收入	22.0%	21.6%	24.0%	23.6%	23.4%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	29.6%	33.2%	26.8%	29.2%	26.9%
货币资金	498.2	769.1	1,009.3	1,364.1	1,831.7	负债权益比	42.1%	49.8%	36.7%	41.2%	36.8%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.69	1.83	2.32	2.34	2.67
应收帐款	404.4	390.0	547.6	690.8	729.9	速动比率	1.30	1.37	1.89	1.85	2.21
应收票据	-	7.1	1.4	3.2	4.2	利息保障倍数	-39.45	-17.98	-144.06	-59.73	-52.89
预付帐款	10.9	15.0	15.9	23.1	23.3	营运能力					
存货	274.1	423.0	385.5	577.6	558.4	固定资产周转天数	67	37	31	25	20
其他流动资产	20.1	86.4	90.7	95.2	100.0	流动营业资本周转天数	18	22	20	22	21
可供出售金融资产	-	35.0	36.8	38.6	40.5	流动资产周转天数	411	254	272	288	299
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	85	70	68	74	71
长期股权投资	385.2	138.3	138.3	138.3	138.3	存货周转天数	72	61	59	58	57
投资性房地产	81.6	86.1	86.1	86.1	86.1	总资产周转天数	705	538	547	517	489
固定资产	206.9	212.2	208.5	202.7	194.8	投资资本周转天数	245	245	228	197	167
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	219.0	702.2	731.4	759.5	786.7	销售费用率	30.3%	28.9%	30.0%	30.0%	30.0%
其他非流动资产	469.3	701.5	706.4	680.4	685.8	管理费用率	14.0%	14.4%	13.0%	13.0%	13.0%
资产总额	2,569.5	3,565.9	3,957.8	4,659.6	5,179.6	财务费用率	-0.6%	-1.2%	-0.2%	-0.4%	-0.4%
短期债务	146.1	113.1	-	-	-	三费/营业收入	43.7%	42.0%	42.8%	42.6%	42.6%
应付帐款	341.2	481.8	475.3	717.6	730.2	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	11.4%	14.6%	15.0%	16.0%	16.8%
其他流动负债	228.4	327.3	406.9	461.0	484.2	ROA	8.7%	9.9%	11.3%	11.6%	12.4%
长期借款	-	80.9	-	-	-	ROIC	74.1%	27.1%	29.1%	33.1%	37.8%
其他非流动负债	44.9	181.9	180.0	180.0	180.0	分红指标					
负债总额	760.6	1,185.0	1,062.2	1,358.6	1,394.4	DPS(元)	0.20	0.26	0.33	0.40	0.48
少数股东权益	71.1	309.5	381.1	467.5	570.6	分红比率	33.4%	29.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	248.5	337.3	337.0	337.0	337.0	股息收益率	1.3%	1.7%	2.1%	2.6%	3.1%
留存收益	1,560.9	1,912.5	2,177.5	2,496.5	2,877.6						
股东权益	1,808.9	2,380.9	2,895.6	3,301.0	3,785.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	222.3	354.5	376.0	453.2	541.6	EPS(元)	0.59	0.90	1.12	1.34	1.61
加: 折旧和摊销	54.9	79.5	47.6	51.6	55.7	BVPS(元)	5.16	6.15	7.46	8.41	9.54
资产减值准备	25.7	53.3	-	-	-	PE(X)	26.5	17.4	14.0	11.6	9.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.0	2.5	2.1	1.9	1.6
财务费用	5.4	1.8	-4.1	-11.9	-16.0	P/FCF	-8.2	62.8	48.5	13.9	9.9
投资损失	-13.8	4.1	-15.2	-16.0	-16.8	P/S	4.6	2.6	2.1	1.7	1.5
少数股东损益	24.4	52.2	71.6	86.3	103.2	EV/EBITDA	12.0	9.7	6.8	5.4	4.1
营运资金的变动	-150.6	101.4	-53.3	-26.4	4.6	CAGR(%)	34.4%	22.1%	41.0%	34.4%	22.1%
经营活动产生现金流量	101.2	460.5	422.5	536.8	672.3	PEG	0.8	0.8	0.3	0.3	0.4
投资活动产生现金流量	-764.7	-228.0	-59.5	-59.8	-60.1	ROIC/WACC	7.1	2.6	2.8	3.2	3.6
融资活动产生现金流量	6.8	24.4	-122.8	-122.2	-144.6						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn