

消费升级与娱乐研究中心

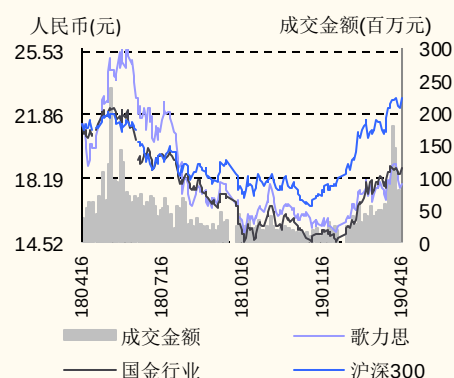
歌力思 (603808.SH) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 17.94 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	329.85
总市值(百万元)	6,093.01
年内股价最高最低(元)	25.69/15.07
沪深 300 指数	3988.62
上证指数	3188.63



歌力思：轻奢集团龙头，多品牌整合日渐成熟——国金“国牌崛起”系列报告之四

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.797	0.896	1.073	1.275	1.516
每股净资产(元)	6.99	6.14	6.95	7.97	9.22
每股经营性现金流(元)	0.41	1.37	0.97	1.32	2.00
市盈率(倍)	40.28	25.66	16.72	14.07	11.84
净利润增长率(%)	23.84%	52.72%	19.61%	18.86%	18.85%
净资产收益率(%)	11.39%	14.59%	15.42%	15.99%	16.42%
总股本(百万股)	248.47	337.30	337.00	337.00	337.00

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司致力于成为具备国际竞争力的轻奢品牌集团，“主品牌内生增长+新品牌并购整合”拉动业绩快速增长：经过 20 余年的深厚积淀，主品牌 ELLASSAY 连续 8 年荣列高端女装综合占有率前 10，2018 年排名第 1。上市以来公司持续推进国际品牌并购整合战略，在“明星主品牌+并购整合国际品牌”战略推动下，公司业绩快速增长，2015-2017 年营收 CAGR 为 56.8%，扣非归母净利润 CAGR 为 43.3%。2018 年 Q1-Q3 公司实现营收 17.36 亿元，同比+25.87%；扣非归母净利润 2.59 亿元，同比+23.95%。
- 过去 3 年来公司已经打磨出一套较为成功的“成熟+成长+培育”多品牌运作模式：①主品牌 ELLASSAY 为集团主打成熟明星品牌，2017 年及 2018Q1~Q3 营收分别为 9.62 亿元和 7.11 亿元，分别同比+20.76%和+9.8%。②成长品牌包括 LAUREL、Ed Hardy 及 Ed Hardy X 和 IRO，并购整合积极效果正逐渐体现，成为公司高速增长的引擎，2018Q1~Q3 营收分别同比+20.30%、+20.82%和+54.55%。③培育品牌包括 VIVIENNE TAM 和 JEANPAULKNOTT，随着品牌整合不断推进，未来成长可期。
- 盈利能力基本稳定，存货周转较为健康：公司近年来毛利率在 68%左右，考虑到①主品牌渠道结构不断优化，②IRO 品牌国内布局加快，③其余新进品牌逐渐成熟，④多品牌整合战略持续推进，我们认为公司净利率有望保持稳定。此外，公司存货周转情况从 2013 年以来持续向好，存货周转天数由 2013 年的 262 天下降至 2018 年 Q1~Q3 的 237 天，显示出公司库存管控能力的不断提升。
- 全球市场诞生诸多大市值、多品牌的奢侈品集团，LVMH 更是以鲜明的并购哲学称霸奢侈品市场：在“并购成本最小化+整合后品牌价值最大化”理念的指导下，LVMH 整合法则可以概括为：挖掘品牌历史、勾勒品牌特质、寻找合适的设计师表达品牌基因、理顺销售渠道和营造市场形象。在多品牌并购整合战略的推动下，LVMH 集团市值从 1989 年至 2018 年，由 110 亿欧元增长至 1298 亿欧元，在全球奢侈品领域占据霸主地位。

投资建议

- 歌力思集团化运营初见成效，多品牌协同发展成为公司新的业绩增长引擎，在业绩持续稳健增长下，公司亦有望实现由单一品牌向多品牌平台的估值切换。预计 2018-2020 年归母净利润分别为 3.62 亿元、4.30 亿元、5.11 亿元，当前市值对应 PE 为 17x/14x/12x，首次覆盖给予买入评级。

风险提示

- 中高端女装增速放缓、多品牌整合不及预期、商誉减值风险、限售股解禁

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

姬雨楠 联系人
jiyunan@gjzq.com.cn

内容目录

1. 歌力思：致力于成为具备国际竞争力的轻奢品牌集团.....	5
2. “成熟+成长+培育”的多品牌运作模式渐入佳境.....	8
2.1 稳健增长的成熟主品牌：ELLASSAY	9
2.2 快速成长中的品牌：Laurèl、Ed Hardy、IRO	11
2.2.1 Laurèl：源于德国的国际轻奢女装品牌.....	11
2.2.2 Ed Hardy 系列：定位美式奢华的潮流品牌.....	13
2.2.3 IRO：定位轻奢领域的法国设计师品牌.....	15
2.3 孵化培育中的品牌：VIVIENNE TAM、JEANPAUL KNOTT	17
2.4 多品牌运作助力剂：百秋电商.....	19
3. 财务分析：增长稳健，盈利能力和营运效率有望进一步提升	19
3.1 多品牌整合战略不断推进，营收和净利润增长稳健.....	19
3.2 毛利率有所提升，净利率水平基本稳定.....	20
3.3 存货周转较为健康，营运效率不断提升.....	22
4. 采他山之石以攻玉：全球诞生诸多大市值、多品牌的奢侈品集团	23
4.1 奢侈品巨头 2018 年全球及亚太地区营收增长稳健	23
4.2 LVMH 的并购整合启示：并购成本最小化+整合后品牌价值最大化	24
5. 投资建议	26
6. 风险提示	27

图表目录

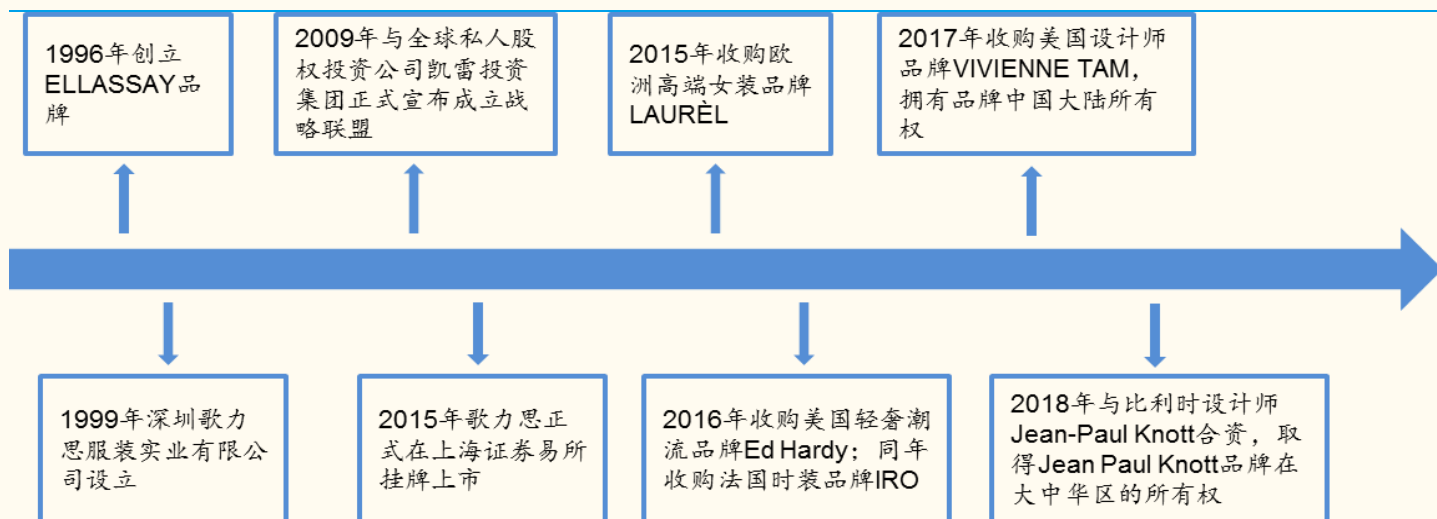
图表 1: 歌力思发展历程.....	5
图表 2: 2015-2018Q1~Q3 营收及增速.....	5
图表 3: 2015-2018Q1~Q3 扣非归母净利润及增速.....	5
图表 4: 主品牌歌力思 ELLASSAY 营收（亿元）及增速.....	6
图表 5: 公司已逐渐形成消费群体覆盖面广、定位互补的多品牌矩阵.....	6
图表 6: 2015-2018Q1~Q3 公司各品牌占品牌业务营收比重.....	7
图表 7: 2015-2018Q1~Q3 公司境内及境外业务占比.....	7
图表 8: 设计独立，具有各自鲜明风格的品牌矩阵.....	8
图表 9: 2017 公司各品牌营收体量（亿元）.....	9
图表 10: 2017 公司各品牌营收增速.....	9
图表 11: 2018Q1~Q3 公司各品牌营收体量（亿元）.....	9
图表 12: 2018Q1~Q3 公司各品牌营收增速.....	9
图表 13: 歌力思品牌时尚大片.....	10
图表 14: 歌力思品牌门店形象.....	10
图表 15: ELLASSAY 品牌门店数量.....	10
图表 16: ELLASSAY 品牌直营 vs 分销渠道数量.....	10
图表 17: ELLASSAY 直营店变化.....	11
图表 18: ELLASSAY 分销店变化.....	11
图表 19: ELLASSAY 营收（亿元）及增速.....	11
图表 20: Laurèl 品牌时尚大片.....	12
图表 21: Laurèl 品牌门店形象.....	12
图表 22: Laurèl 品牌门店数量.....	12
图表 23: Laurèl 品牌直营 vs 分销渠道数量.....	12
图表 24: Laurèl 直营店变化.....	13
图表 25: Laurèl 分销店变化.....	13
图表 26: Laurèl 营业收入（亿元）.....	13
图表 27: Ed Hardy 品牌时尚大片.....	14
图表 28: Ed Hardy 品牌门店形象.....	14
图表 29: Ed Hardy 系列品牌门店数量.....	14
图表 30: Ed Hardy 系列品牌直营 vs 分销渠道数量.....	14
图表 31: Ed Hardy 系列直营店变化.....	15
图表 32: Ed Hardy 系列分销店变化.....	15
图表 33: Ed Hardy 系列营业收入（亿元）.....	15
图表 34: IRO 品牌时尚大片.....	16
图表 35: IRO 品牌受明星追捧.....	16
图表 36: IRO 品牌门店数量.....	16
图表 37: IRO 营业收入（亿元）.....	17

图表 38: VIVIENNE TAM 品牌时尚大片	17
图表 39: VIVIENNE TAM 品牌门店数量	18
图表 40: JEANPAULKNOTT 品牌时尚大片	18
图表 41: JEANPAULKNOTT 品牌门店形象	18
图表 42: 百秋电商合作品牌	19
图表 43: 2011-2018Q1~Q3 营收及增速	20
图表 44: 2011-2018Q1~Q3 归母净利润及增速	20
图表 45: 2011-2018Q1~Q3 毛利率	20
图表 46: 2017 各品牌毛利率	21
图表 47: 2018Q1~Q3 各品牌毛利率	21
图表 48: 2011-2018Q1~Q3 公司三费率	21
图表 49: 2011-2018Q1~Q3 公司净利率	22
图表 50: 2011-2018Q1~Q3 存货周转天数	22
图表 51: 2011-2018Q1~Q3 应收账款周转天数	23
图表 52: 2011-2018Q1~Q3 应付账款周转天数	23
图表 53: 国际奢侈品集团及旗下品牌简介	23
图表 54: FY2018 奢侈品集团营收增速	24
图表 55: FY2018 奢侈品集团亚太（除日本）营收增速	24
图表 56: FY2018 奢侈品集团亚太（除日本）地区收入占比	24
图表 57: LVMH 集团市值（亿欧元）	25
图表 58: LVMH 集团旗下品牌	25
图表 59: LVMH 营收及增速	26
图表 60: LVMH 经 Bloomberg 调整净利润及增速	26

1. 歌力思：致力于成为具备国际竞争力的轻奢品牌集团

- 公司是国内领先的轻奢品牌集团：公司自 1999 年成立以来一直专注于轻奢时装品牌运营，业务涵盖高端女装的设计研发、生产和销售，2015 年在上海证券交易所成功上市。公司目标成为具备国际竞争力的高级时装品牌集团，上市以来陆续收购兼并多个高端国际品牌，逐渐打造出多品牌协同发展的运作模式。目前公司旗下拥有“1 个自有品牌+5 个国际收购品牌”，目标客群为具备审美品味和时尚追求的中高端人群，不同风格的品牌覆盖目标客群不同的细分需求。

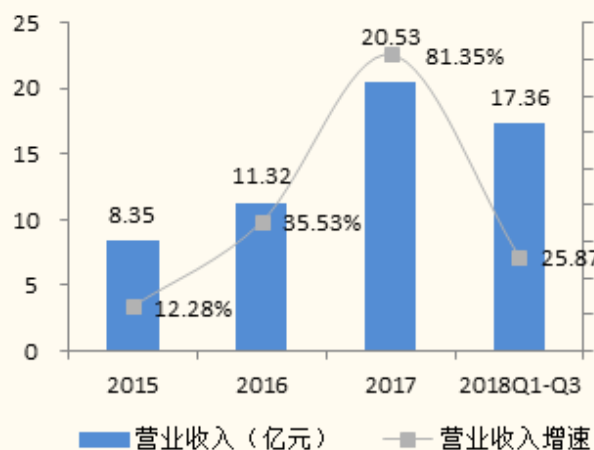
图表 1：歌力思发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

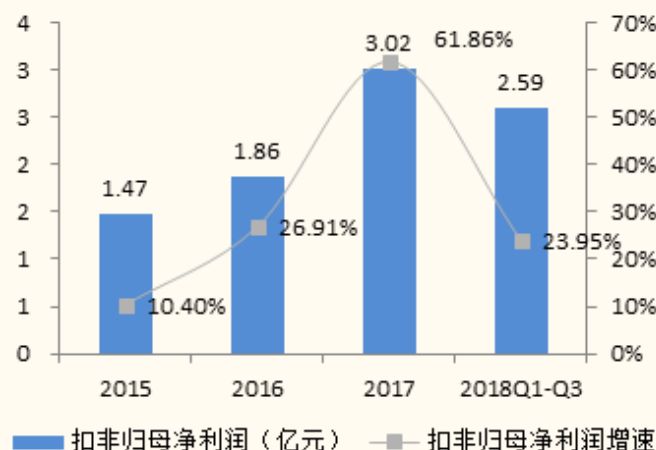
- “主品牌内生增长+新品牌并购整合”拉动公司业绩快速增长：2015 年上市以来，在主品牌内生增长和新品牌并购整合驱动下，公司收入和扣非净利润持续稳定增长。2015-2017 年营业收入 CAGR 为 56.8%，扣非归母净利润 CAGR 为 43.3%。2018 年 Q1-Q3 公司实现营收 17.36 亿元，同比+25.87%；扣非归母净利润 2.59 亿元，同比+23.95%。

图表 2：2015-2018Q1~Q3 营收及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：2015-2018Q1~Q3 扣非归母净利润及增速

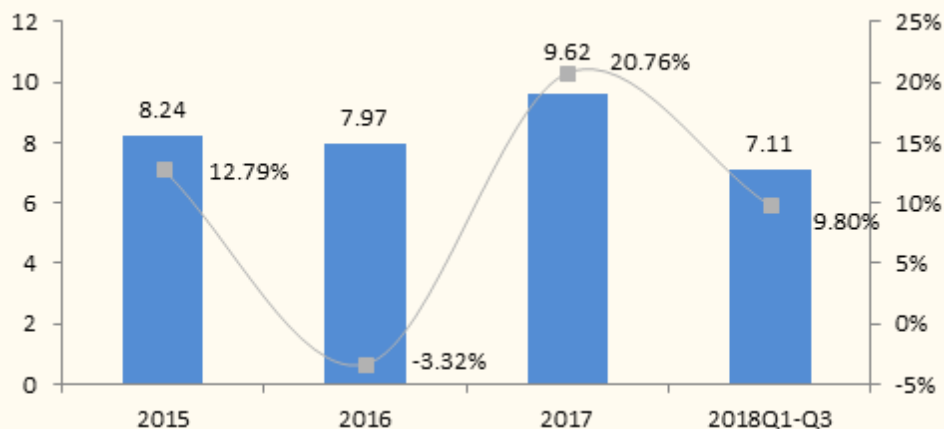


来源：Wind，国金证券研究所

- 2015-2017 年，主品牌歌力思 ELLASSAY 营收 CAGR 为 8.05%：经过 20 余年的深厚积淀，公司主品牌已成长为极具竞争力的中国高端女装品牌，拥有稳定的客户群体和较高市场知名度。根据中华商业信息中心统计，ELLASSAY 品牌连续 8 年（2011-2017）荣列同类市场综合占有率前十位，2017 年位居前三名，2018 年排名第一。2017 年及 2018Q1-Q3，主品牌

ELLASSAY 分别实现营收 9.62 亿元和 7.11 亿元，分别同比+20.76%和+9.80%。

图表 4：主品牌歌力思 ELLASSAY 营收（亿元）及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

- 上市以来公司持续推进国际品牌并购整合战略：公司先后收购德国高级女装品牌 Laurel，美国轻奢潮流品牌 Ed Hardy、法国时装品牌 IRO、美国设计师品牌 VIVIENNE TAM，并于 18 年 8 月合资经营比利时品牌 Jean-Paul Knott，目前公司已逐渐形成消费群体覆盖面广、定位互补的多品牌矩阵。

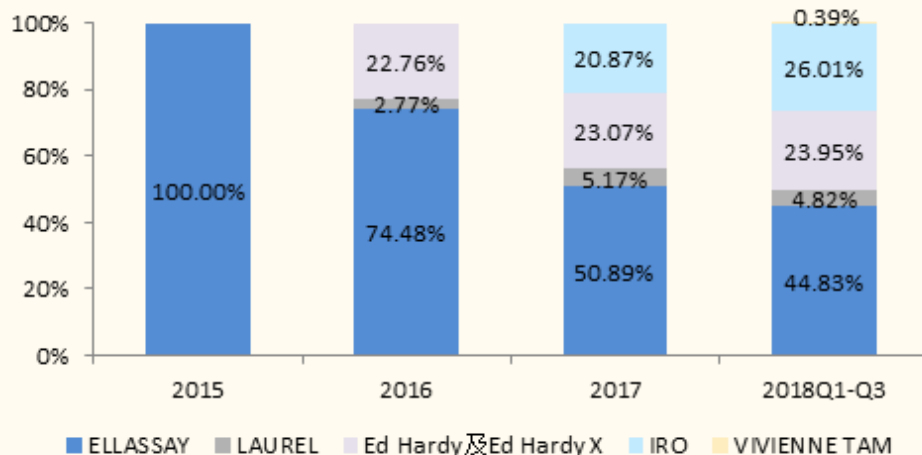
图表 5：公司已逐渐形成消费群体覆盖面广、定位互补的多品牌矩阵

品牌名称	品牌类型	创立时间	创立国家	收购日期	品牌定位	品牌风格及目标消费者	持股比例	收购结果
ELLA SSAY	主品牌	1996	中国	/	正装系列	时尚、优雅、讲究生活品质的现代都市女性	自有品牌	自有品牌
		2008			休闲系列			
		2010			高端成衣			
LAUREL	收购品牌	1978	德国	2015 年 9 月	国际轻奢高端女装品牌	严谨、积极、自信的女性	100%	通过全资子公司东明国际拥有 LAUREL 品牌在中国独立的所有权，包括但不限于设计权、定价权和销售权。
Ed Hardy		2004	美国	2016 年 1 月	国际轻奢潮流品牌	融入潮流风格，富含朋克元素，注重独特与个性的年轻客群	90%	通过子公司东明国际控制唐利国际持有 Ed Hardy 在中国大陆及港澳台地区的所有权。
IRO		2005	法国	2016 年 6 月	法国轻奢设计师女装品牌	法式简约风格，定位于时尚、个性的年轻女性客群	80%	取得在中国大陆地区独家销售代理 IRO 品牌产品的权利。全面负责在代理区域的销售和经销商管理等工作。
VIVIENNE TAM		1994	美国	2017 年 8 月	美国设计师品牌	糅合东方元素和国际流行时尚，注重剪裁及设计的高品质女性客群	75%	取得 VIVIENNE TAM 品牌在中国大陆地区的所有权
JEANPAULKNOTT		2000	比利时	2018 年 8 月	比利时设计师高级成衣品牌	风格简约经典，注重独特性	80%	拥有在大中华区（中国大陆及港、澳、台地区）的品牌所有权

来源：公司公告，国金证券研究所

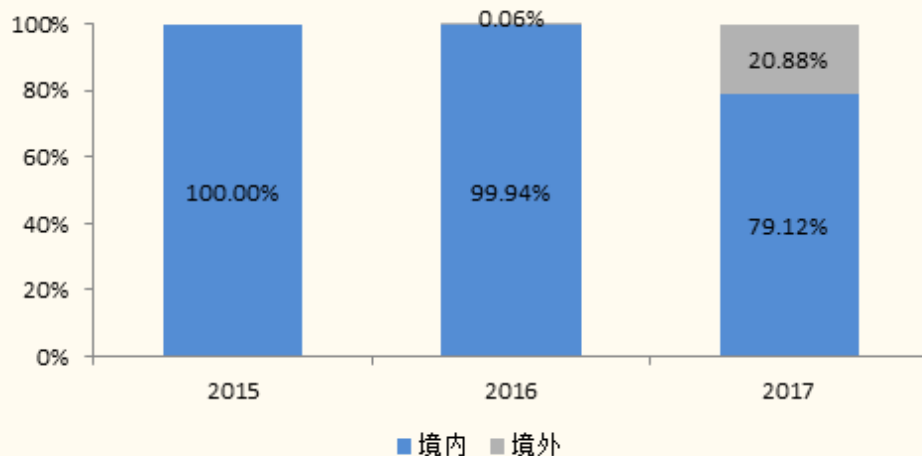
- 集团化运营初见成效，我们认为，公司未来有望实现向多品牌平台的估值切换。2018 Q1~Q3 品牌业务中，主品牌 ELLASSAY 占比为 44.83%，收购品牌 LAUREL、Ed Hardy 及 Ed Hardy X、IRO 和 VIVIENNE TAM 占比分别为 4.82%、23.95%、26.01%和 0.39%，多品牌协同发展成为公司新的业绩增长引擎。未来公司仍将秉承“数一数二生存原则”，不断引入新的品牌和业务。我们认为，在多品牌协同发展中，公司有望实现由单一强势品牌向多品牌平台的估值切换。

图表 6：2015-2018Q1~Q3 公司各品牌占品牌业务营收比重



来源：公司公告，国金证券研究所，备注：Ed Hardy 及 Ed Hardy X 从 2016 年 5 月起纳入合并范围；IRO 从 2017 年 4 月起纳入合并范围；VIVIENNE TAM 从 2017 年 11 月起纳入合并范围

图表 7：2015-2018Q1~Q3 公司境内及境外业务占比

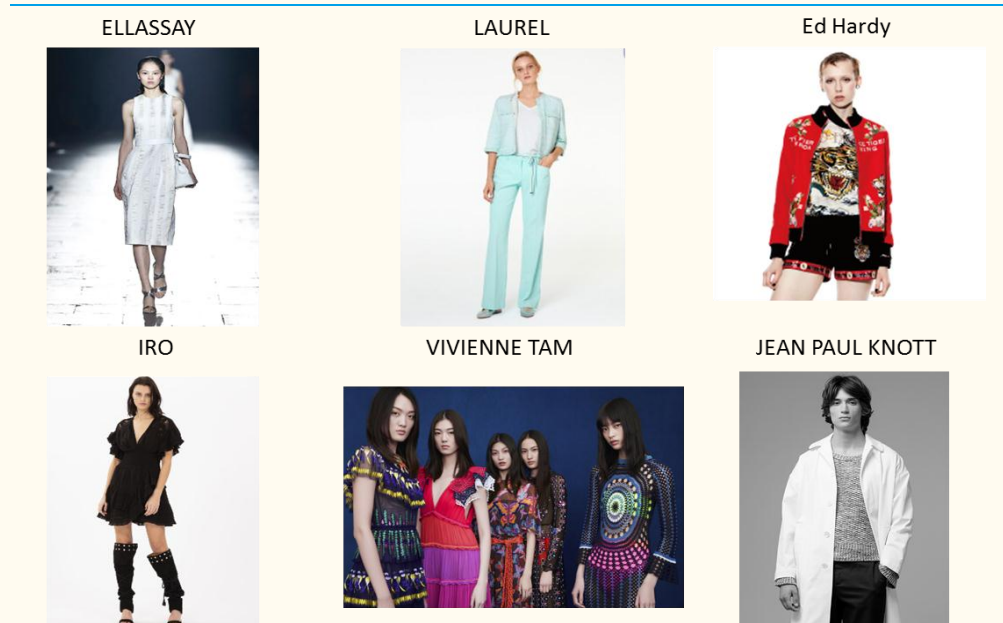


来源：公司公告，国金证券研究所，备注：境内包含港澳台；IRO 从 2017 年 4 月起纳入合并范围，为全球化运营，主要在法国、美国销售。

2. “成熟+成长+培育”的多品牌运作模式渐入佳境

- 为保持差异化的品牌定位、设计风格及目标客群，公司各品牌实行独立的产品研发。公司各品牌设计团队独立，主品牌 ELLASSAY 设计研发人员有 100 余人，IRO 品牌法国设计人员有 20-30 人，Ed Hardy 品牌设计团队 20 人左右，其他品牌设计人员合计 20-30 左右。
- 公司设计研发不断加强与外部专业机构的合作，先后聘请了来自法国、意大利、韩国、台湾地区的设计咨询顾问以及韩国版型技术顾问。自 2004 年至今，聘请 YSL（圣罗兰）12 年产品研发总监、国际服装设计大师 JEAN PAUL KNOTT 先生作为设计顾问，协助提升歌力思设计团队素质及品牌形象。在国内，公司与北京服装学院、深圳大学、天津工业大学等院校在教学科研、技术培训和人才培养方面建立了良好的合作关系。

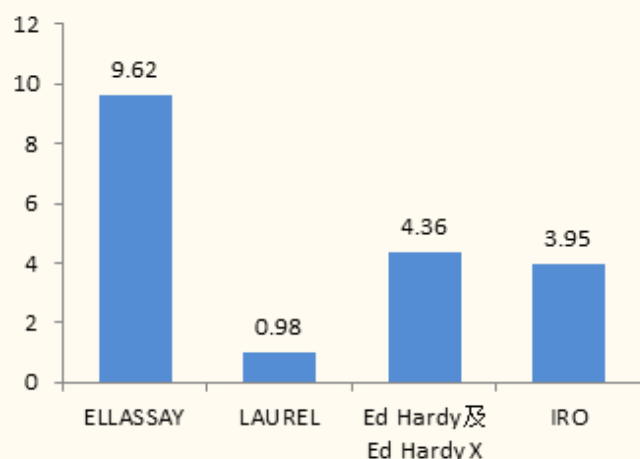
图表 8：设计独立，具有各自鲜明风格的品牌矩阵



来源：各品牌官网，国金证券研究所

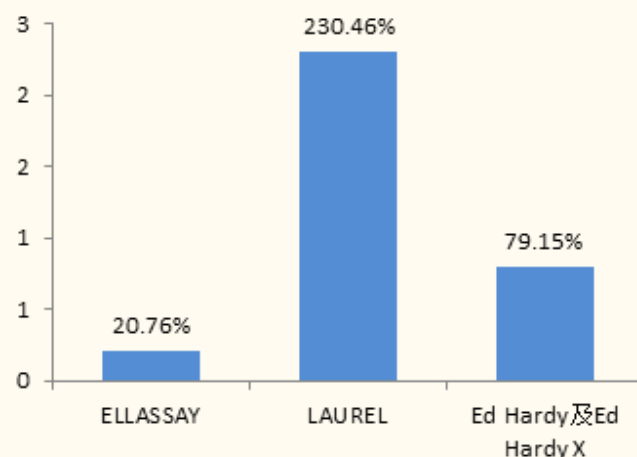
- 公司产品研发过程分为商品企划与产品设计两个主要阶段，目前成熟的企划系统已覆盖旗下所有品牌。其中，商品企划注重系统的建设和推广，产品设计注重创意开发和形成独特性。公司自 2005 年就将产品设计研发中的产品企划和产品设计分列管控，通过十几年的经验积累，已经构建了科学严谨的企划体系，通过准确把握国际时装流行趋势咨询，结合市场研究、顾客研究和供应链整合，既能确保及时捕捉变化的流行趋势，亦可通过信息系统和数据分析，对下季的产品结构、流行元素、色彩、面料和图型进行规划，加上持续投入的设计顾问资源和严格的产品筛选机制，为产品的设计提供有效方向，可以提高产品投放市场后的售罄率，减少库存。目前这套企划系统已覆盖旗下所有品牌。
- 根据发展阶段的不同，我们将公司旗下品牌分为成熟、成长和培育三类，希望通过对不同品牌定位、发展阶段、增长看点等的逐一分析来挖掘出公司未来 3-5 年内的运营思路和增长引擎：①成熟品牌为公司主品牌 ELLASSAY，2017 年及 2018Q1~Q3 营收分别为 9.62 亿元和 7.11 亿元，分别同比+20.76%和+9.8%。②成长品牌包括 LAUREL、Ed Hardy 及 Ed Hardy X 和 IRO，2018Q1~Q3 营收分别为 0.76 亿元、3.80 亿元和 4.12 亿元，分别同比 +20.30%、+20.82% 和 +54.55%。③培育品牌包括 VIVIENNE TAM 和 JEANPAULKNOTT，目前处于待孵化和培育的状态，未来成长可期。

图表 9：2017 公司各品牌营收体量（亿元）



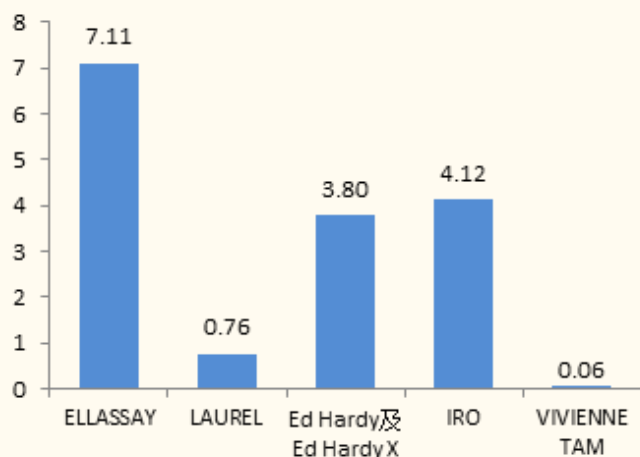
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：2017 公司各品牌营收增速



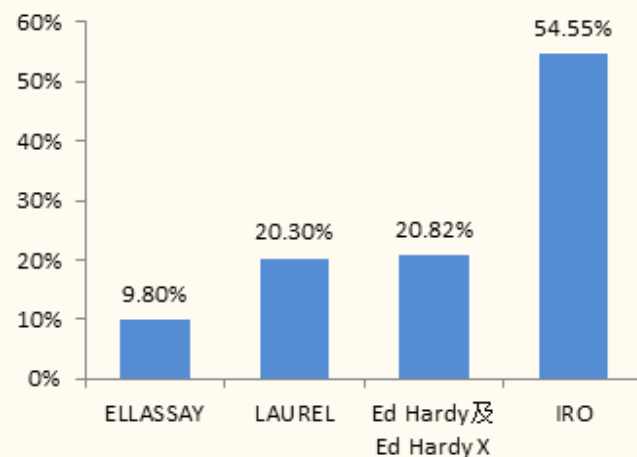
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：2018Q1~Q3 公司各品牌营收体量（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：2018Q1~Q3 公司各品牌营收增速



来源：公司公告，国金证券研究所

2.1 稳健增长的成熟主品牌：ELLASSAY

- **主品牌 ELLASSAY 积淀深厚，在国内具有高知名度：**目前品牌下设三个产品系列：正装系列 ELLASSAY、休闲系列 ELLASSAY WEEKEND 及高端成衣系列 ELLASSAY FIRST。品牌核心春夏产品的件单价在 2500 元左右，秋冬产品的件单价在 4000 元左右。ELLASSAY 主品牌收入从 2011 年的 4.95 亿元增长到 2017 年的 9.62 亿元，已成长为极具竞争力的中国高端女装品牌。根据中华商业信息中心统计，ELLASSAY 品牌连续 8 年（2011-2017）荣列同类市场综合占有率前十位，2017 年位居前三名，2018 年排名第一。
- **35 岁左右的精英女性为主品牌目标消费群体，老客户对品牌有较高的忠诚度：**ELLASSAY 目标消费者主要为 25-45 岁、事业独立的精英女性。目前品牌直营店合计会员数在 10 万左右，加盟店合计会员数约为 20 万，单个会员每年终端客单价在 5000 元左右。其中品牌 5 年以上核心 VIP 占比在 25%，老客户对品牌有较高的忠诚度。

图表 13：歌力思品牌时尚大片



来源：公司公告，国金证券研究所

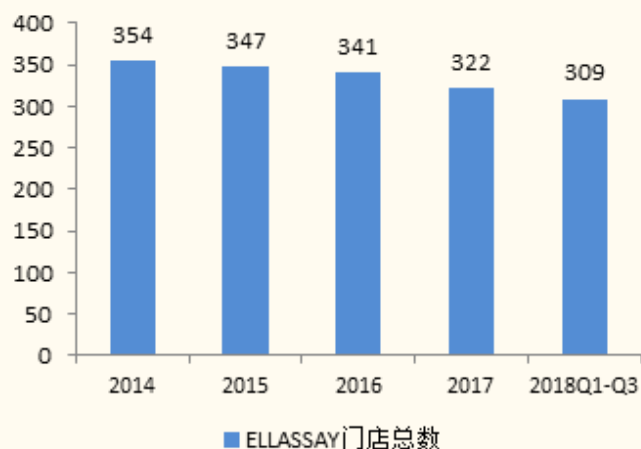
图表 14：歌力思品牌门店形象



来源：公司公告，国金证券研究所

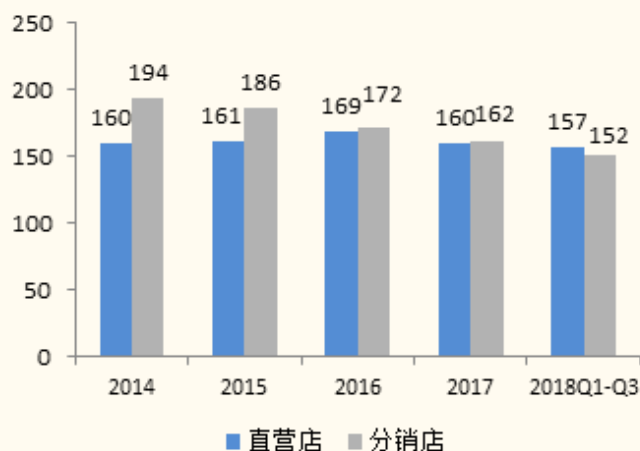
- **直营逐渐成为主导，品牌内生增长稳健：**上市以来，ELLASSAY 品牌贯彻渠道优化策略，关闭了部分业绩不达标的店铺，新开店铺主要集中在各大城市的一线购物中心等新兴线下流量中心，并从原有加盟为主的渠道结构逐渐调整为直营为主导，目前预计单店平均终端零售额大约在 500 万元/年。截至 2018 年 9 月，ELLASSAY 品牌门店总数为 309 家，其中直营与分销店铺数量分别为 157 家及 152 家。2018H1，ELLASSAY 品牌月店均销售额同比增长 10.30%，其中，直营店月店均销售额同比增长 14.72%，直营店同期同店单店销售收入同比增长 8.49%，增长稳健。

图表 15：ELLASSAY 品牌门店数量



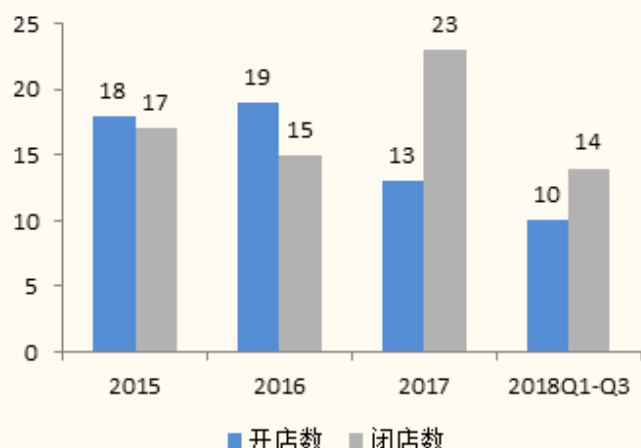
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 16：ELLASSAY 品牌直营 vs 分销渠道数量



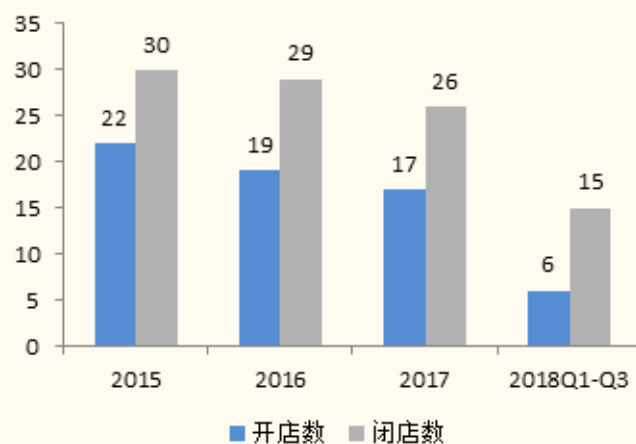
来源：公司公告，国金证券研究所，备注：2018 年三季度 ELLASSAY 品牌马鞍山金鹰店从分销转为直营

图表 17: ELLASSAY 直营店变化



来源：公司公告，国金证券研究所

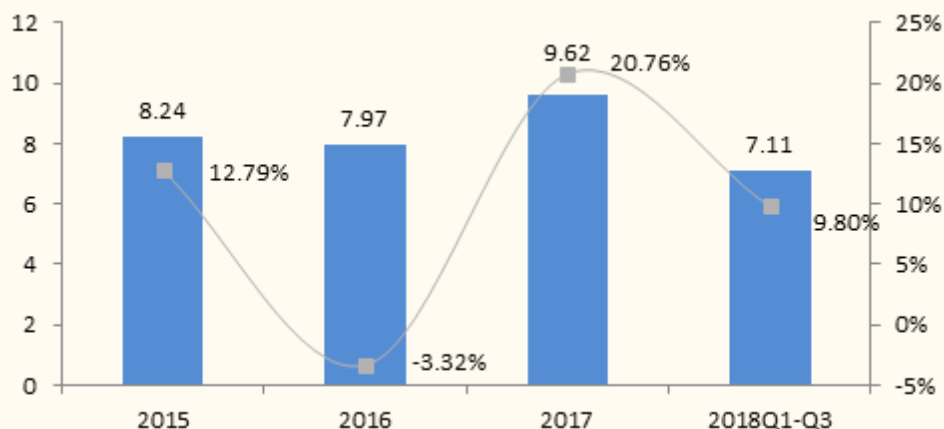
图表 18: ELLASSAY 分销店变化



来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们预计 2019 年 ELLASSAY 主品牌的增速在 10%-15%：目前 ELLASSAY 品牌终端零售额在 15 亿元左右，已经完成了“从 0 到 1”的积淀阶段，成为立足于国内中高端女装市场的知名品牌。未来在渠道优化和同店提升因素的驱动下，我们预计，ELLASSAY 主品牌有望保持 10%-15% 的稳健增长。

图表 19: ELLASSAY 营收（亿元）及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 快速成长中的品牌：Laurèl、Ed Hardy、IRO

2.2.1 Laurèl：源于德国的国际轻奢女装品牌

- Laurèl 于 1978 年在慕尼黑创立，原隶属德国三大奢侈品牌集团 ESCADA，由 ELISABETH SCHWAIGER 担任设计总监。品牌面向严谨、积极、自信的女性客群，在全球有 1000 多家销售点，覆盖世界各地 30 多个国家。公司通过全资子公司东明国际拥有 Laurèl 在中国独立的所有权，包括但不限于设计权、定价权和销售权。
- Laurèl 品牌的引入，与公司现有高级女装品牌 ELLASSAY 在渠道和品牌推广提升方面形成优势互补；公司在设计研发、营销体系和供应链体系的优势有效提升 LAUREL 在中国的盈利能力。公司与德国 LAUREL GMBH 在产品设计研发、品牌推广等领域的深入合作将给 LAUREL 品牌在中国的发展创造更好的条件，对公司实现有国际竞争力的中国高级时装品牌集团的战略目标有直接的推动作用。

图表 20: Laurèl 品牌时尚大片



来源：公司公告，国金证券研究所

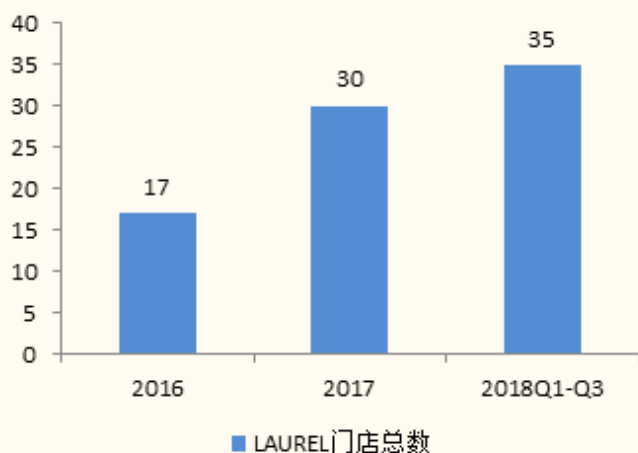
图表 21: Laurèl 品牌门店形象



来源：公司公告，国金证券研究所

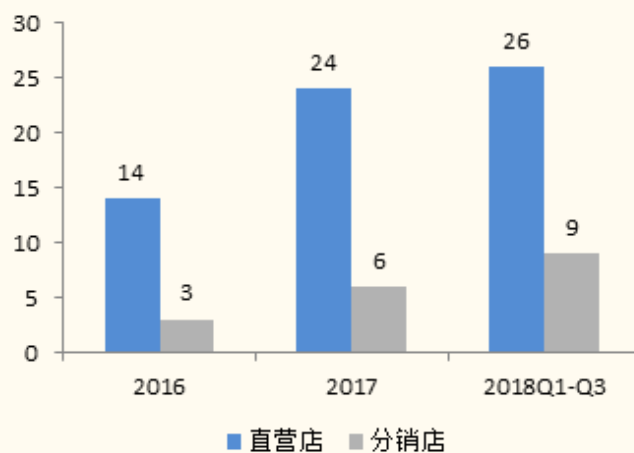
- 2017 年 Laurèl 品牌实现盈亏平衡，成长前景明朗。2016 年 4 月 Laurèl 在华首家店铺落地销售，截至 2018 年 9 月末，Laurèl 门店已达 35 家，其中直营店 26 家，分销店 9 家。2017 年、2018Q1-Q3 Laurèl 品牌收入分别达 9774.37 万元、7645.32 万元，同比分别+230.46%、20.30%，品牌在 17 年实现盈亏平衡。

图表 22: Laurèl 品牌门店数量



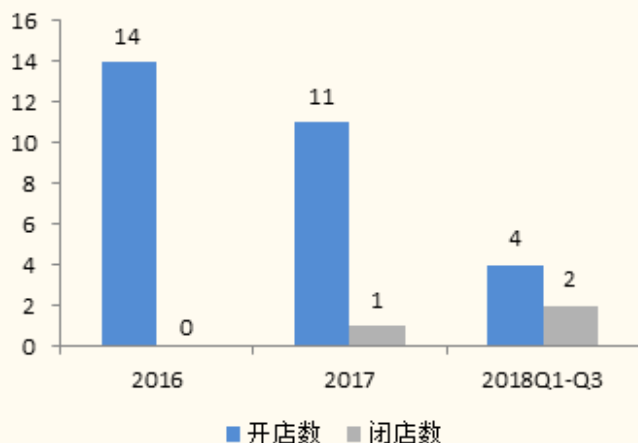
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 23: Laurèl 品牌直营 vs 分销渠道数量



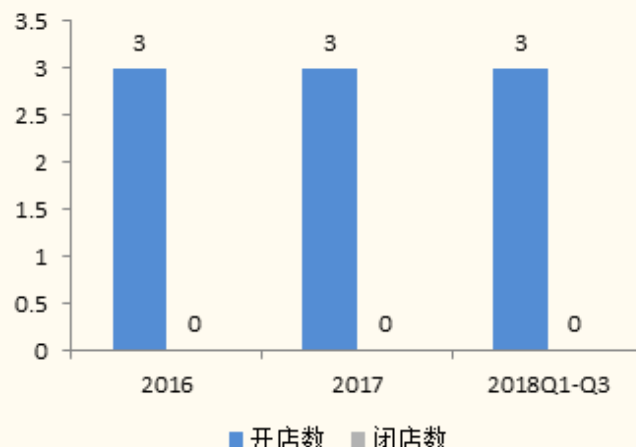
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 24: Laurèl 直营店变化



来源：公司公告，国金证券研究所

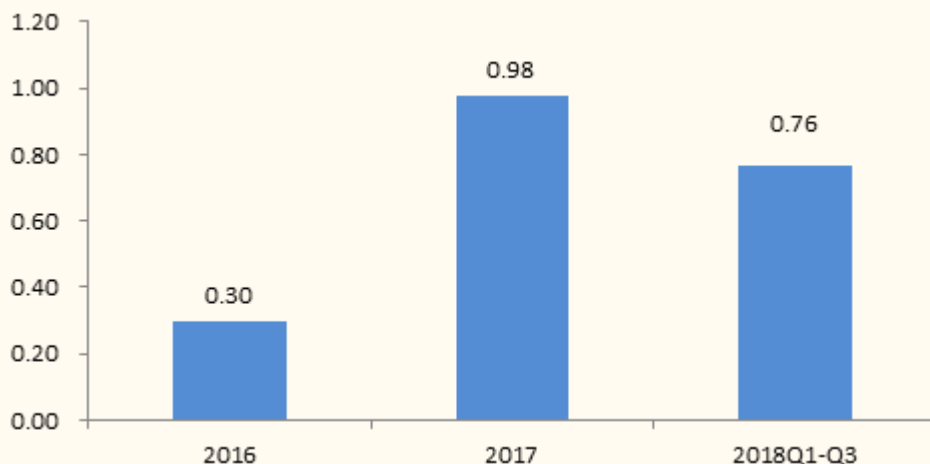
图表 25: Laurèl 分销店变化



来源：公司公告，国金证券研究所

- 未来，Laurèl 将持续拓展一、二线城市核心商圈渠道，逐步提高品牌的市场占有率。2019 年 Laurèl 门店在 30 余家的基础上有望继续扩张，品牌营收有望实现 20% 左右的增长。

图表 26: Laurèl 营业收入 (亿元)

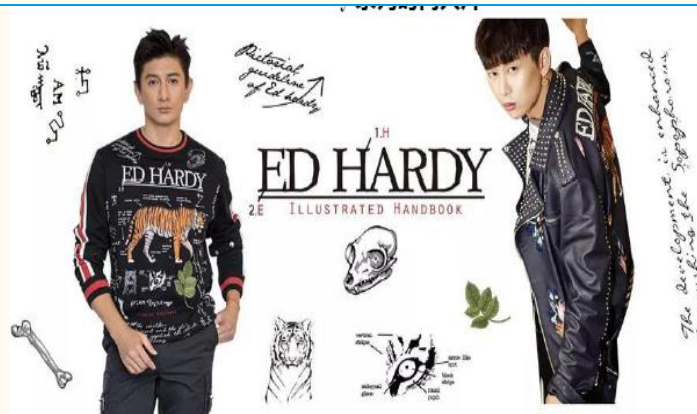


来源：公司公告，国金证券研究所

2.2.2 Ed Hardy 系列：定位美式奢华的潮流品牌

- Ed Hardy 于 2004 年在美国成立，目前在美洲、欧洲、亚洲和中东都已开设专卖店，销售渠道分布广泛，受年轻群体及明星的追捧。Ed Hardy 服饰经常使用一些刺绣、水洗、泼墨等技巧，营造出颓废糜烂的感觉，再结合出自于大师手笔的飞鹰、猛虎、骷髅、恶魔、匕首及裸女等纹身图案，制作出一系列的衣服。另有浓厚东洋味的鲤鱼、龙及老虎图腾，老虎狗及松鼠则属于较新派的卡通创作。因此一推出即受到大众所喜爱，绣有刺青图腾的棒球网帽更是成了具有收藏价值的热卖商品。
- Ed Hardy 系列的加入，延展了原本公司的目标市场范围，将注重独特与个性的年轻群体纳入公司目标客户群中。此外，Ed Hardy 于 2017 年推出了副品牌 Ed Hardy X，由吴奇隆先生担任品牌主理人，明星效应强大。Ed Hardy X 结合 oversize、字母 logo、hip-hop 等潮流元素，以及 Ed Hardy 独一无二的纹身图案，演绎叛逆街头潮流风格。

图表 27: Ed Hardy 品牌时尚大片



来源：公司公告，国金证券研究所

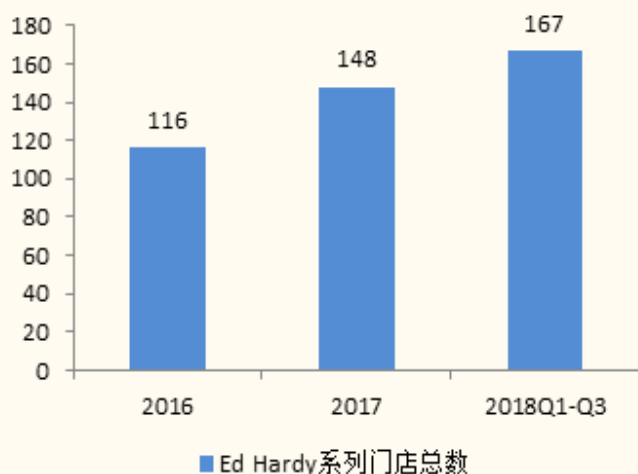
图表 28: Ed Hardy 品牌门店形象



来源：公司公告，国金证券研究所

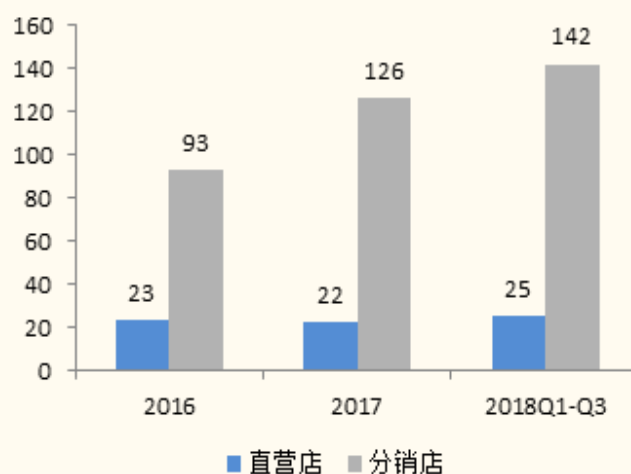
- 业绩增长稳定，门店开拓初具规模。2018 年 Q1-Q3，Ed Hardy 及 Ed Hardy X 实现营收 3.80 亿元，较去年同期+20.82%，占歌力思总营收的 23.95%。渠道方面，与公司其他品牌不同，Ed Hardy 系列品牌以线下分销店为主导。截至 18 年 9 月末，Ed Hardy 及 Ed Hardy X 在中国的店铺数量总计为 167 家，其中，直营店 25 家，分销店 142 家。

图表 29: Ed Hardy 系列品牌门店数量



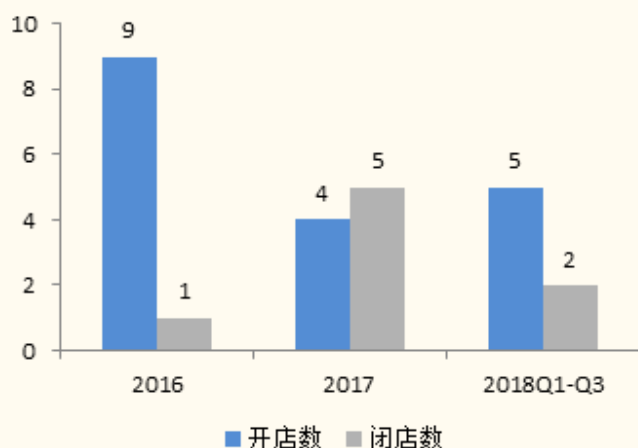
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 30: Ed Hardy 系列品牌直营 vs 分销渠道数量



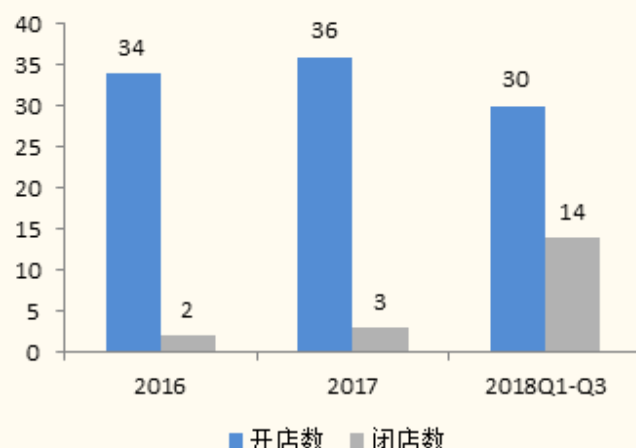
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 31: Ed Hardy 系列直营店变化



来源：公司公告，国金证券研究所

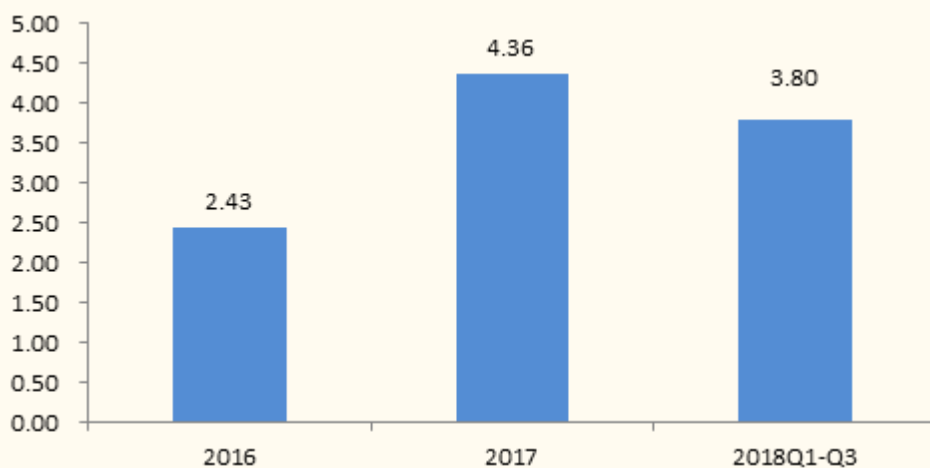
图表 32: Ed Hardy 系列分销店变化



来源：公司公告，国金证券研究所

- 未来，Ed Hardy 系列品牌将持续拓展各大城市核心商圈渠道，将轻奢潮流文化推广到更大的目标市场。2019 年 Ed Hardy 系列门店在 160 余家的基础上有望继续扩张，叠加同店提升，品牌营收有望实现 20% 左右的增长。

图表 33: Ed Hardy 系列营业收入（亿元）

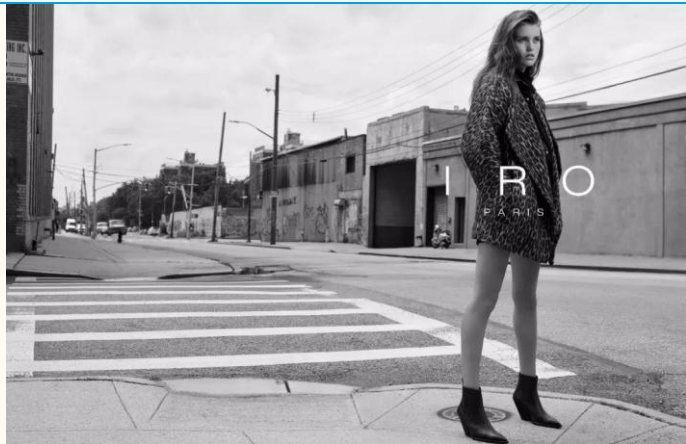


来源：公司公告，国金证券研究所

2.2.3 IRO：定位轻奢领域的法国设计师品牌

- IRO 以“street girls & fashionable women”为设计理念，追求街头情怀的法式简约风格，品类包括男女装，主打时尚女装产品。多采用旧皮革、羊绒、丝绸等材料，打造出街头朋克风格与巴黎时尚灵感相结合的系列设计，辨识度强，受到国内外明星、时尚博主追捧。IRO 品牌的引入进一步拓宽了公司面向年轻群体的轻奢市场。2018 年，公司重新调整 IRO 业务体系，通过收购 IRO 品牌中国大陆区域运营主体依诺时尚 80% 股权，全面接管其国内业务运营。

图表 34：IRO 品牌时尚大片



来源：公司公告，国金证券研究所

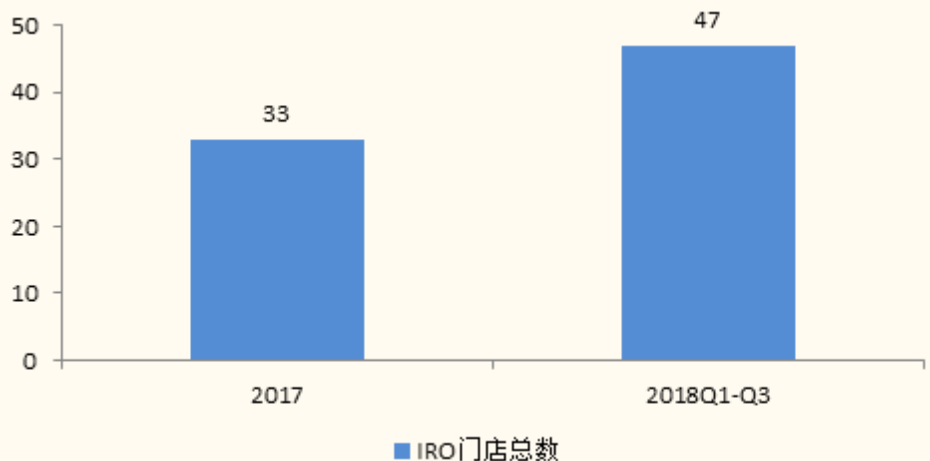
图表 35：IRO 品牌受明星追捧



来源：微信公众号，国金证券研究所

- **IRO 国内渠道布局稳步推进，业绩高增长值得期待。**作为国际性时装品牌，IRO 不仅在诞生地法国取得了良好发展，也已进入美国、德国、英国、西班牙、丹麦、韩国等多个国家和地区。2017 年 4 月首家在华 IRO 店铺在上海港汇广场开业后，又陆续进驻北京 SKP、南京德基等多地核心商圈的购物中心。2018 年 Q1-Q3，IRO 品牌实现营收 4.12 亿元，较去年同期 +54.55%。

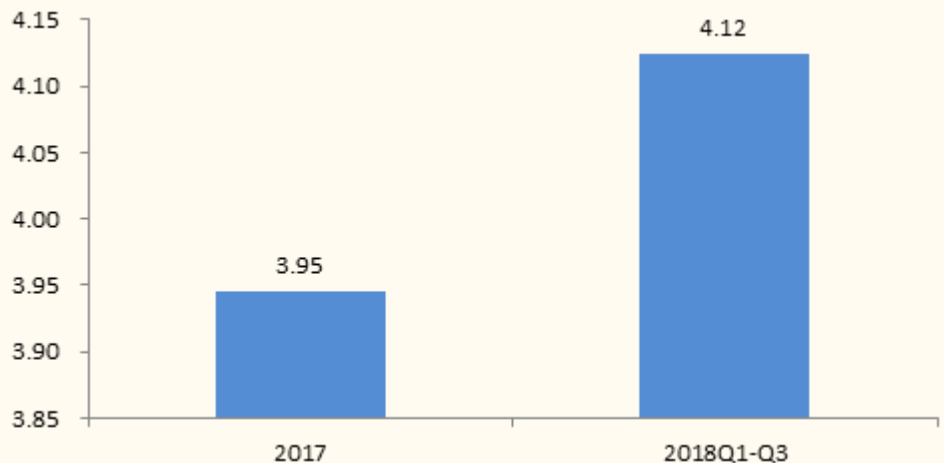
图表 36：IRO 品牌门店数量



来源：公司公告，国金证券研究所，备注：IRO 门店均为直营，18Q1~Q3 新开 14 家国内门店

- **我们预计 IRO 品牌在未来 3 年将迎来高速增长：**目前 IRO 品牌在国内刚刚走过品牌导入期，国内门店数仅为 10 余家。在单店表现优异的基础上，品牌未来在国内具备较大的开店空间，我们预计 2019 年 IRO 品牌的营收增速预计在 35%-40%。

图表 37：IRO 营业收入（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

2.3 孵化培育中的品牌：VIVIENNE TAM、JEANPAULKNOTT

- ① **VIVIENNE TAM 是华裔设计师同名时装品牌：**VIVIENNE TAM 是美国华裔时装设计师 VIVIENNE TAM 于 1994 年在纽约创立的同名时装品牌。品牌以中国元素为创作灵感，通过时间、空间的转换将都市与古典，唯美与摩登完美融汇，不断寻求美国文化与中国元素结合上的突破。主要产品涉及服装、手袋、饰品、香水、鞋子等，服务于注重剪裁及设计追求的高品质生活的年轻女性客群，在美国、日本、中国香港、韩国、菲律宾、泰国都已开设专卖店。目前公司持有薇薇安谭 75% 的股权，拥有 VIVIENNE TAM 品牌在中国大陆地区的所有权。

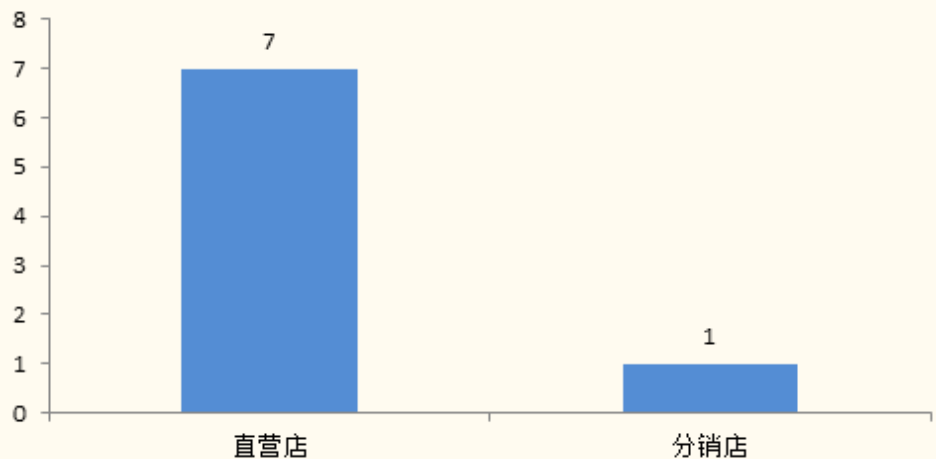
图表 38：VIVIENNE TAM 品牌时尚大片



来源：公司公告，国金证券研究所

- **加速品牌在华推广与门店扩张：**截至 2018 年 9 月末，VIVIENNE TAM 品牌实现收入 613.62 万元，共有门店 8 家，品牌已在北京王府中环购物中心及深圳益田假日广场等核心商圈开设了终端店铺。未来公司将加速 VIVIENNE TAM 品牌在国内的推广，并陆续开设终端店铺进行运营。

图 39：VIVIENNE TAM 品牌门店数量



来源：公司公告，国金证券研究所，备注：VIVIENNE TAM 门店均为 18Q1~Q3 新开

② JEANPAULKNOTT 是风格极简的比利时设计师品牌：品牌于 2000 年创立，延续设计师一贯的极简风格，比传统的成衣更加经典，追求品质的同时注重独创性和唯一性。品牌成立后多次受法国时装公会的邀请于巴黎卢浮宫发布个人系列。2006 年，JEANPAULKNOTT 推出了第一个概念画廊，致力于表现服装、时尚和艺术；2008 年专门为亚洲市场推出了第二条产品线 KNOTT 和 KNOTT MEN，在日本开设的专卖店大受好评。目前，品牌分布在欧洲、美国、日本、韩国等地，在国际时装市场中占有一席之地。2018 年 8 月公司拟通过设立合资经营企业，在大中华区（中国大陆及港、澳、台地区）经营管理该品牌。

图 40：JEANPAULKNOTT 品牌时尚大片



来源：公司官网，国金证券研究所

图 41：JEANPAULKNOTT 品牌门店形象



来源：公司公告，国金证券研究所

- 设计师与公司长期合作，经验丰富。Jean-Paul Knott 曾服务于法国 YSL，担任 YSL 高级成衣总监 12 年，负责 YSL 品牌高定线、成衣线及其他产品。此外，2004 年歌力思便已聘请 Jean-Paul Knott 作为 ELLASSAY 的全球设计顾问，在深化合作中不断赋予 ELLASSAY 国际化色彩。设计师多年国际一线服装设计经验与对国际时尚市场和中国时尚市场的独到见解，引进 JEANPAULKNOTT 品牌有望持续扩大公司的品牌阵容和在高端国际时装市场的占有率。

2.4 多品牌运作助力剂：百秋电商

- **百秋电商是国内领先的电商代运营商：**百秋电商是专业从事品牌电子商务代运营业务，专注为国际时尚品牌提供整合线上线下全渠道的品牌咨询、整合营销、店铺运营、仓储物流和 IT 解决方案等全链路服务，通过入驻天猫、京东、唯品会等电商平台；品牌官网微信公众号的搭建及运营以及线下智能实体店铺的运营等为各品牌真正实现全渠道的运营。百秋电商在中高端时尚品牌运营方面有着丰富的实战经验，成功运营包括 Maje、sandro、Fossil、Clarks 在内的 40 多个国际时尚品牌。2016 年 8 月，公司收购百秋网络 75% 股权，间接控股百秋电商。
- **已与 Ed Hardy 展开线上合作。**目前，百秋电商也与公司旗下的 Ed Hardy 品牌开展了线上合作，助力公司多品牌的线上运营。未来，百秋电商将重点研究新零售模式的开发和推广，打通线上线下的上市货品结构、消费体验及增强与顾客的互动，形成行之有效的顾客管理策略。

图表 42：百秋电商合作品牌



来源：公司公告，国金证券研究所

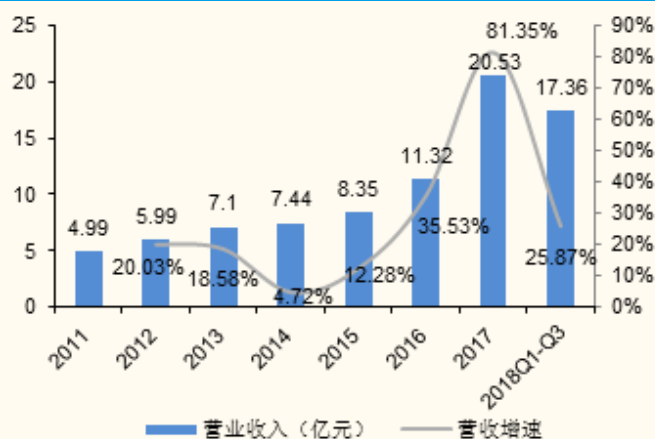
- **百秋网络被收购时承诺 2016、2017 及 2018 年度合并净利润分别不低于 3,500 万元、4,200 万元和 4,900 万元。**自公司收购以来，百秋电商业绩增长稳健，2016 及 2017 年分别实现净利润 3418.38 万元和 4990.50 万元。2018H1 百秋营业收入同比+69.47%，实现净利润 2165.67 万元，同比+26.36%，经营情况持续向好。

3. 财务分析：增长稳健，盈利能力和营运效率有望进一步提升

3.1 多品牌整合战略不断推进，营收和净利润增长稳健

- **从营收端看：**公司自 2015 推行多品牌并购战略以来，公司整体收入增速有了显著提升，受益于被收购品牌逐步落地贡献业绩以及主品牌 ELLASSAY 单店销售的持续增长，2017 年公司整体营收规模为 20.53 亿元，同比+81.35%。2018 年前三季度，歌力思营收达 17.37 亿元，同比+25.87%。**从利润端看：**公司归母净利润也和营收保持同步高增长的态势，2017 年公司归母净利润达 3.02 亿元，同比去年+52.72%；2018 年前三季度，公司实现归母净利润 2.68 亿元，同比+32.65%。

图表 43：2011-2018Q1~Q3 营收及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 44：2011-2018Q1~Q3 归母净利润及增速

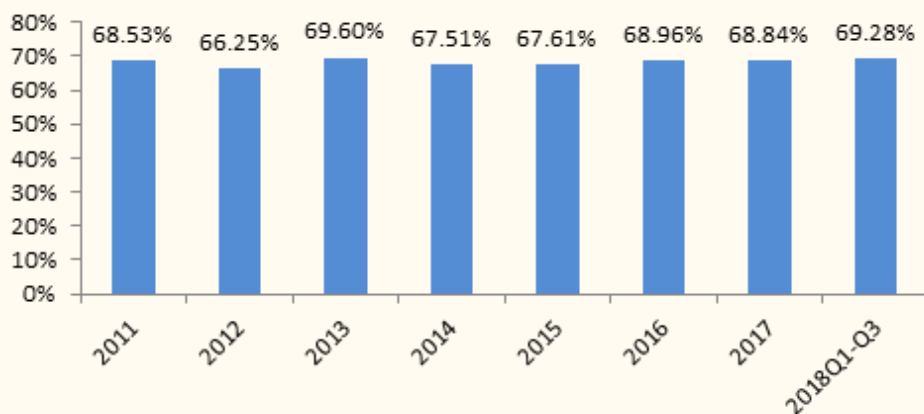


来源：Wind，国金证券研究所

3.2 毛利率有所提升，净利率水平基本稳定

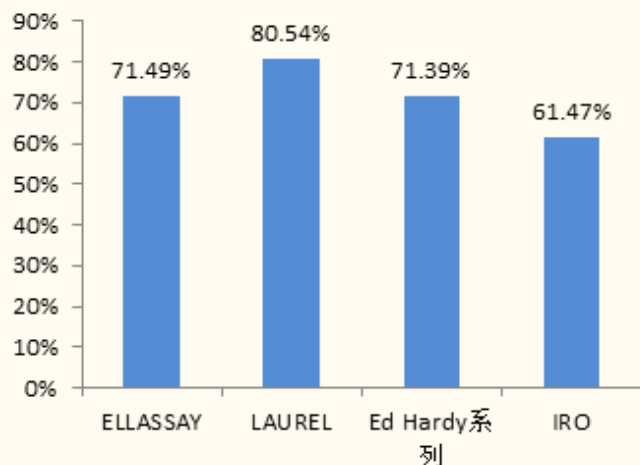
- 公司近年来毛利率一直维持在 68%左右的较高水平。从各品牌毛利率来看，Laurèl 是毛利率最高的品牌，2017 年及 2018Q1~Q3 毛利率分别为 80.54% 和 82.05%；ELLASSAY 毛利率排第二，2017 年及 2018Q1~Q3 分别为 71.49%和 71.29%；Ed Hardy 系列排第三，2017 年及 2018Q1~Q3 分别为 71.39%和 70.52%。2017 年由于新进品牌 IRO 与 VIVENNE TAM 尚在孵化培育期，公司综合毛利率小幅下滑 0.12pct 至 68.84%。考虑到①主品牌渠道结构不断优化，②IRO 品牌国内布局加快，毛利率逐步提升，③其余新进品牌逐渐成熟，我们认为公司综合毛利率未来仍有改善空间。

图表 45：2011-2018Q1~Q3 毛利率



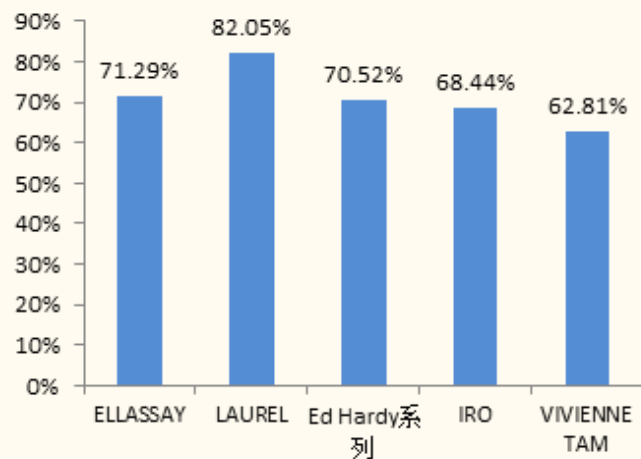
来源：Wind，国金证券研究所

图表 46：2017 各品牌毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

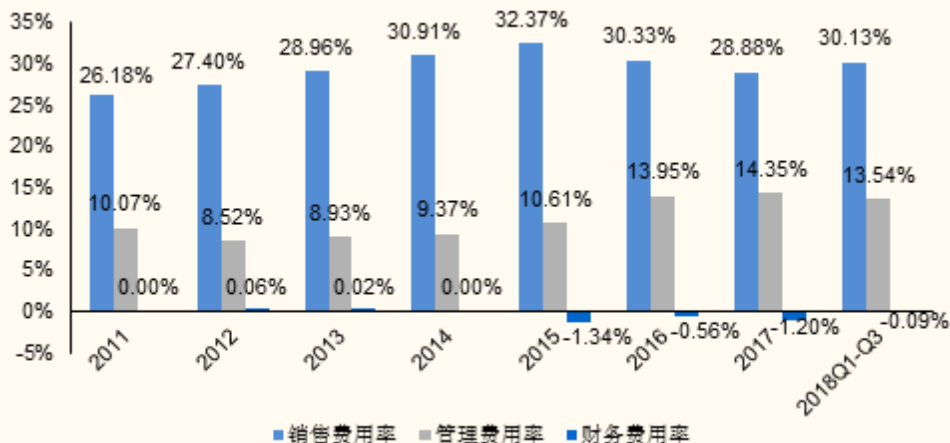
图表 47：2018Q1~Q3 各品牌毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

- 随着多品牌整合战略的推进，公司销售费用率有所下降，管理费用率略有上升。公司销售费用率自 2011 年以来呈现上升的态势，16、17 年才有所下降，主要受到主品牌开店速度放缓以及多品牌运营策略对渠道议价能力提升的影响。2018 年前三季度销售费用率回升至 30.13%，主要是受新进品牌落地开店速度加快的影响。公司管理费用率在 2012-2014 年间较为稳定，但随着公司多品牌运营战略的推行与限制性股权激励计划的实施，15 年以来公司管理费用率逐步上升至 14.35%。2018 年前三季度，受益于公司内部协调管理效率提高，及股权激励费用支出减少，管理费用率同比-2.05pct 至 13.54%。

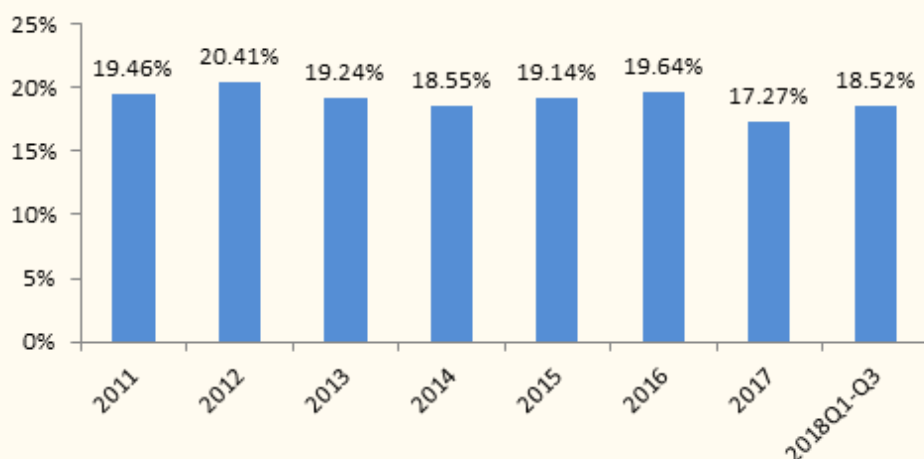
图表 48：2011-2018Q1~Q3 公司三费率



来源：Wind，国金证券研究所，管理费用率=（管理费用+研发费用）/营业收入

- 公司净利率基本保持稳定：2012-2016 年间，公司净利率维持在 19%左右的水平。2017 年受到并表因素以及公司所得税率提升到 26%的影响，使公司净利率下滑 2.37pct 至 17.27%。2018 年前三季度，在毛利率改善、费用控制较好的双重叠加下，公司净利率回升 0.97pct 至 18.52%。

图表 49：2011-2018Q1-Q3 公司净利率

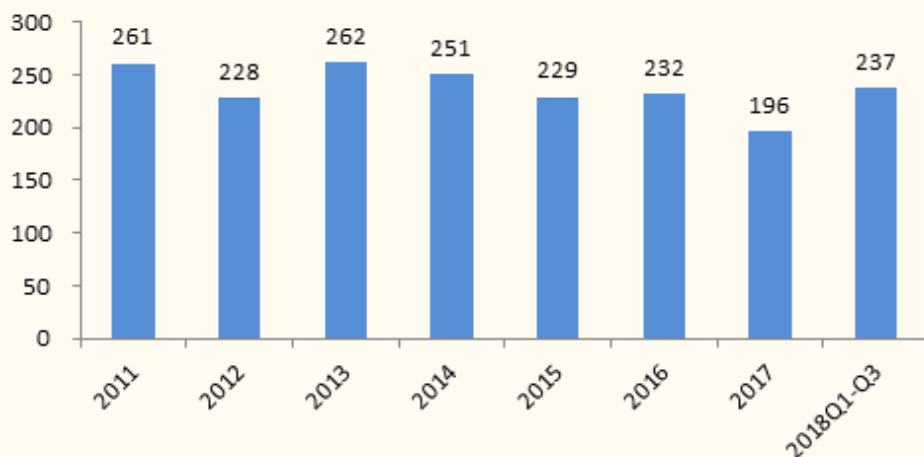


来源：Wind，国金证券研究所

3.3 存货周转较为健康，营运效率不断提升

- **2013-2017 年公司存货周转天数逐渐下降，2018Q1-Q3 略有上升：**公司存货周转天数由 2013 年的 262 天下降至 2017 年的 196 天，显示出公司不断提升的库存管控能力。2018 年前三季度，公司存货周转天数上升至 237 天，较 2017 年前三季度同比提升 20 天。

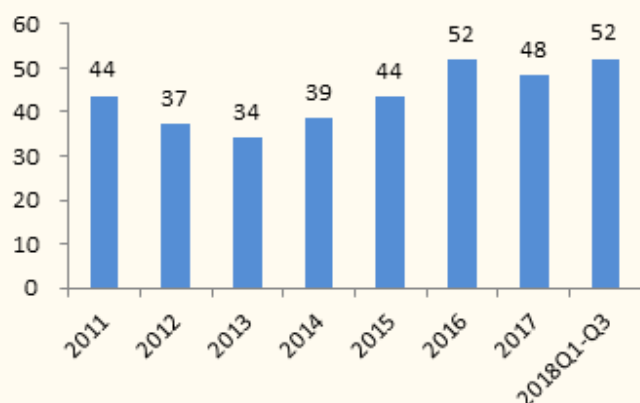
图表 50：2011-2018Q1-Q3 存货周转天数



来源：Wind，国金证券研究所

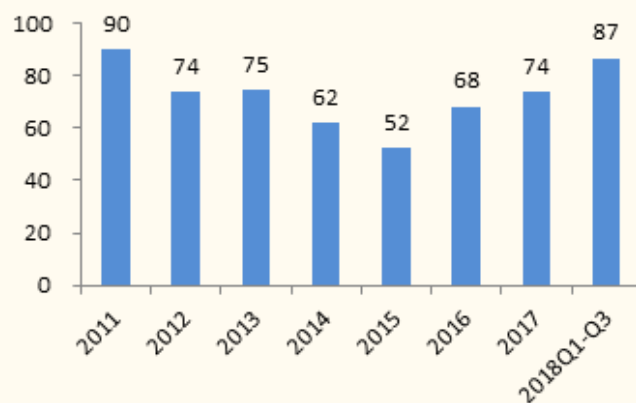
- **公司应收账款和应付账款周转较为健康，营运能力不断提升：**受公司销售规模扩大和持续并购的影响，公司应收账款周转天数在 2013-2016 年间有逐年上升的趋势，2017 年才小幅下降至 52 天。从账龄结构来看，公司 1 年以内到期的应收账款在 2017 年末占总应收账款的 97.22%，较为健康。2015 年以来，公司应付账款周转天数由 52 天增加至 2018Q1-Q3 的 87 天，反映出对上游话语权的增加。总体而言，公司在周转方面趋于健康，营运能力有所好转。

图表 51：2011-2018Q1~Q3 应收账款周转天数



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 52：2011-2018Q1~Q3 应付账款周转天数



来源：Wind, 国金证券研究所

4. 采他山之石以攻玉：全球诞生诸多大市值、多品牌的奢侈品集团

4.1 奢侈品巨头 2018 年全球及亚太地区营收增长稳健

- 全球市场诞生了诸多大型国际奢侈品集团：目前在全球市场上赫赫有名的奢侈品集团有 LVMH、Richemont、Kering、Hermes、Tapestry、Michael Kors 等，历经数十年乃至数百年的历史沉淀，已经形成强大的多品牌阵容，护城河愈发宽广。FY2018 财年，LVMH、Kering 和 Richemont 分别实现营收 468.26 亿欧元、136.65 亿欧元和 109.79 亿欧元。

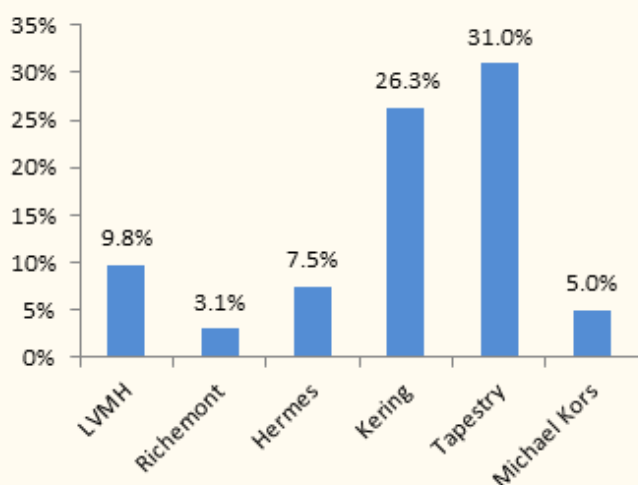
图表 53：国际奢侈品集团及旗下品牌简介

	集团及旗下品牌简介	FY18 财年营收
LVMH	LVMH 旗下拥有 70 家知名品牌，分布于时装皮具、香水化妆品、腕表珠宝、葡萄酒与烈酒、精品零售领域。包括 LV、Celine、Dior、Fendi、Givenchy、Bvlgari、Marc Jacobs、Zenith、Fred 等	468.26 亿欧元
Richemont	Richemont 是瑞士奢侈品公司，主要涉及的商业领域是：珠宝、高档手表、配件书写工具，高级皮具，时装等。包括 Cartier、Van Cleef & Arpels、Piaget、Vacheron Constantin、Montblanc、IWC Schaffhausen 和 Chloé 等，还拥有领先的电商渠道 YOOX NET-A-PORTER GROUP 和 Watchfinder & Co。	109.79 亿欧元
Hermes	Hermes 始于 1837 年，是一家忠于传统手工艺，不断创新的国际化企业，拥有箱包、马具、丝制品、女装、男装、珠宝首饰、鞋类、香水、钟表、生活艺术及家具、皮带、手套、帽子、珐琅饰品及配饰、餐瓷等十六大产品部类。旗下品牌有 John Lobb、博艺府家、Saint-Louis、上下等。	59.66 亿欧元
Kering	作为全球高端精品集团，开云汇聚一系列知名的时装、皮具、珠宝及腕表品牌：古驰（Gucci）、Saint Laurent、Bottega Veneta、Balenciaga、亚历山大·麦昆（Alexander McQueen）、布里奥尼（Brioni）、宝诗龙（Boucheron）、宝曼兰朵（Pomellato）、都都（Dodo）、Qeelin、雅典表（Ulysse Nardin）、GP 芝柏表（Girard-Perregaux）以及开云眼镜。	136.65 亿欧元
Tapestry	Tapestry 是纽约第一家现代奢侈品生活品牌。产品组合包括 Coach, Kate Spade New York 和 Stuart Weitzman 品牌。Coach 是皮革制品和配饰领域的先驱，主营男女精品配饰及礼品，包括手袋、钱包、配饰、时尚首饰、鞋类、服饰、手表等。	58.8 亿美元
Michael Kors	Michael Kors 是一个时装设计师本人创建的同名奢侈品品牌。目前 Michael Kors 在全球 89 个国家已经拥有超过 500 家门店，同时分销到全球顶级百货和全球专卖店。旗下品牌包括 MK、Jimmy Choo、Versace。	47.19 亿美元

来源：各公司官网，国金证券研究所；各公司 FY2018 财年时间备注如下：LV、Hermes、Kering 数据为 2018.1.1-2018.12.31；Richemont、Michael Kors 数据为 2017.4.1-2018.3.31；Tapestry 数据为 2017.7.1-2018.6.30

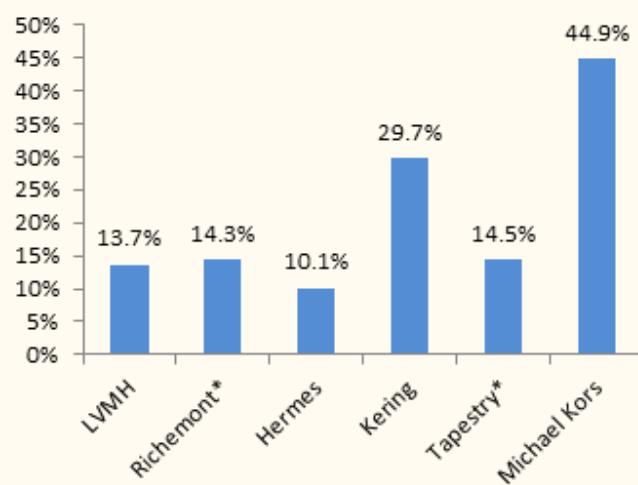
- 从各集团 FY2018 财年的表现来看，亚太地区依旧是集团的重要增长区域：FY2018 财年 LVMH、Richemont、Kering、Hermes、Tapestry、Michael Kors 的整体营收增速分别为 9.8%、3.1%、7.5%、26.3%、31%和 5%，而其中 LVMH、Richemont、Kering、Hermes、Michael Kors 亚太地区的营收增速分别为 13.7%、14.3%、10.1%、29.7%和 44.9%，其亚太地区营收增速高于整体营收增速。而从收入占比来看，亚太地区亦成为奢侈品集团越来越重要的收入来源。FY2018 财年，Hermes 和 Kering 亚太地区的收入占比分别达到 35.91%和 32.35%；LVMH 和 Richemont 亚太地区的收入占比分别为 29%和 26.92%；而目前 Tapestry 和 Michael Kors 的亚太地区收入占比相对较低，大约在 12.5%左右。亚太市场，尤其是中国市场，已经成为奢侈品集团的重要增长区域。

图表 54：FY2018 奢侈品集团营收增速



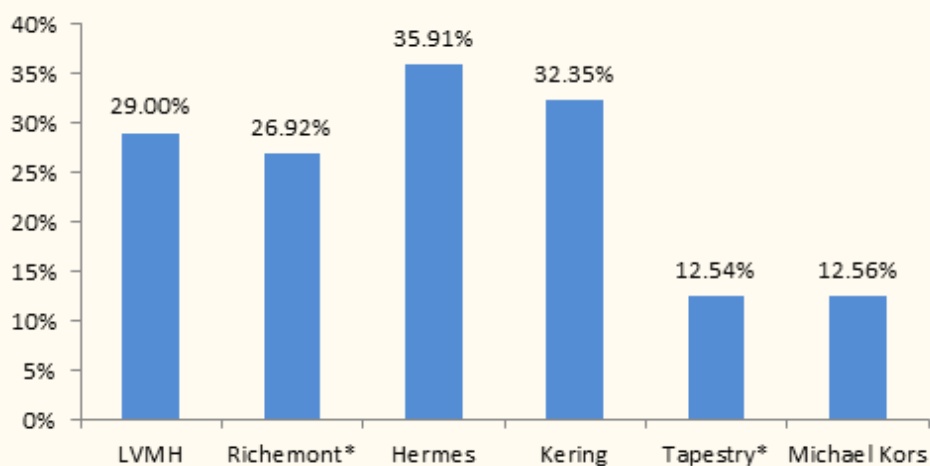
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 55：FY2018 奢侈品集团亚太（除日本）营收增速



来源：Bloomberg，国金证券研究所，备注：标*亚太区数据指中国数据，Michael Kors 为整个亚洲数据

图表 56：FY2018 奢侈品集团亚太（除日本）地区收入占比



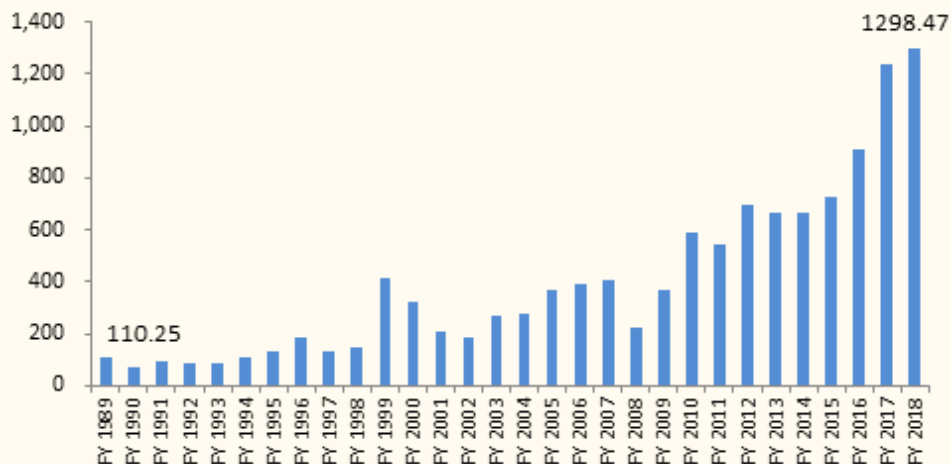
来源：Bloomberg，国金证券研究所，备注：标*亚太区数据指中国数据，Michael Kors 为整个亚洲数据

4.2 LVMH 的并购整合启示：并购成本最小化+整合后品牌价值最大化

- LVMH 是目前全球领域占据霸主地位的奢侈品集团。LVMH 是由顶级的时装与皮革制造商 Louis Vuitton 和一流的酒制品生产商 Moët Hennessy 合并而成的大型奢侈品集团，目前公司在营收、市值、影响力等方面都处于市

值第一的位置。1987 年至今，LVMH 进行了 60 余起收购，公司在服饰方面收购了法国品牌纪梵希、Kenzo 和 Celine，西班牙品牌 Loewe，英国衬衣品牌 Thomas Pink，美国服饰品牌 Donna Karan 和 Marc Jacobs，意大利品牌 Emilio Pucci 等。从 1989 年至 2018 年，公司市值由 110 亿欧元增长至 1298 亿欧元，在全球奢侈品领域占据霸主地位。

图表 57：LVMH 集团市值（亿欧元）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

- LV 整合法则可以概括为：挖掘品牌历史、勾勒品牌特质、寻找合适的设计师表达品牌基因、理顺销售渠道和营造市场形象。在“并购成本最小化+整合后品牌价值最大化”理念的指导下，公司不仅擅长选择在较低价格进行收购，而且擅长改善困境品牌经营以及提升收购利益。例如原先 LV 品牌面临价格昂贵、单调乏味等问题，1997 年公司聘请马克雅各布斯担任创意总监，令 LV 完美转身，成为集团最重要的利润来源。此外，为了保持品牌的独特个性，LVMH 对内部品牌均授予其管理层独立经营权，让各品牌充分自治，充分发挥创造力，在这样的公司架构之下，集团没有首席设计师，60 多个品牌均拥有自己的灵魂人物——设计师。

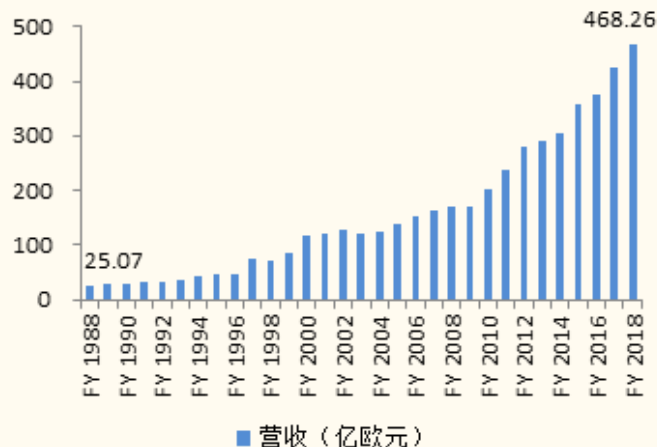
图表 58：LVMH 集团旗下品牌



来源：公司官网，国金证券研究所

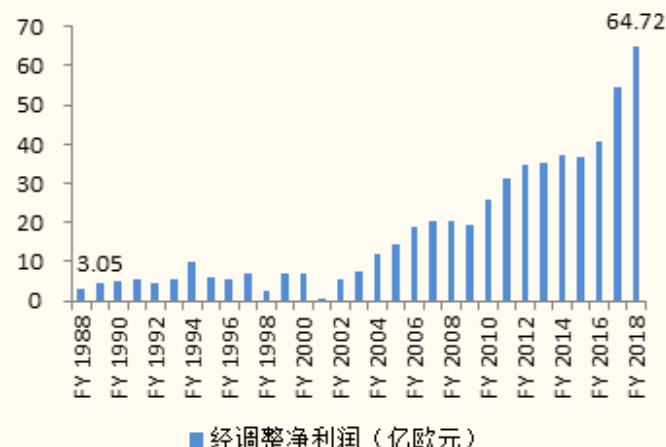
- 在保持品牌独立性的前提下，LVMH 也充分发挥集团协同效应，具体措施包括：①共用零售渠道：打造了从实体到网络的强大零售网络，共享渠道资源对提升营业利润具有显而易见的效果；②在集团层面打造明星产品提升全部品牌的形象：遵循“提升单个明星产品的价值—提升集团总体价值—提升集团其他产品的价值”的价值提升传导机制；③共用人力等后台资源：创造性地实行集团内部岗位调动，所有的业务部门都要求管理人员有适应于跨品牌经营的能力，通过管理层跨品牌的人事调动将成功经验传播。
- 在多品牌并购整合战略的推动下，LVMH 集团的营收及净利润稳健增长：自 1988 年至 2018 年，集团营收从 25 亿欧元增长至 468 亿欧元，净利润由 3 亿欧元增长至 65 亿欧元，成为多品牌集团化运营的经典案例。

图表 59：LVMH 营收及增速



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 60：LVMH 经 Bloomberg 调整净利润及增速



来源：Bloomberg，国金证券研究所

5. 投资建议

- 公司致力于成为具备国际竞争力的轻奢品牌集团，“主品牌内生增长+新品牌并购整合”拉动业绩快速增长：经过 20 余年的深厚积淀，主品牌 ELLASSAY 连续 8 年荣列高端女装综合占有率前 10，上市以来公司持续推进国际品牌并购整合战略，在“明星主品牌+并购整合国际品牌”战略推动下，公司业绩快速增长，2015-2017 年营收 CAGR 为 56.8%，扣非归母净利润 CAGR 为 43.3%。2018 年 Q1-Q3 公司实现营收 17.36 亿元，同比+25.87%；扣非归母净利润 2.59 亿元，同比+23.95%。
- 过去 3 年来公司已经打磨出一套较为成功的“成熟+成长+培育”多品牌运作模式：①主品牌 ELLASSAY 为集团主打成熟明星品牌，2017 年及 2018Q1~Q3 营收分别为 9.62 亿元和 7.11 亿元，分别同比+20.76%和+9.8%。②成长品牌包括 LAUREL、Ed Hardy 及 Ed Hardy X 和 IRO，并购整合积极效果正逐渐体现，成为公司高速增长的引擎，2018Q1~Q3 营收分别为 0.76 亿元、3.80 亿元和 4.12 亿元，分别同比+20.30%、+20.82%和+54.55%。③培育品牌包括 VIVIENNE TAM 和 JEANPAULKNOTT，目前处于待孵化和培育的状态，随着整合地不断推进，未来成长可期。
- 盈利能力基本稳定，存货周转较为健康：公司近年来毛利率在 68%左右，考虑到①主品牌渠道结构不断优化，②IRO 品牌国内布局加快，③其余新进品牌逐渐成熟，④多品牌整合战略持续推进，我们认为公司净利率有望保持稳定。此外，公司存货周转情况从 2013 年以来持续向好，存货周转天数由 2013 年的 262 天下降至 2018 年 Q1~Q3 的 237 天，显示出公司库存管控能力的不断提升。
- 全球市场诞生诸多大市值、多品牌的奢侈品集团，LVMH 更是以鲜明的并购哲学称霸奢侈品市场：在“并购成本最小化+整合后品牌价值最大化”理

念的指导下，LVMH 整合法则可以概括为：挖掘品牌历史、勾勒品牌特质、寻找合适的设计师表达品牌基因、理顺销售渠道和营造市场形象。在多品牌并购整合战略的推动下，从 1989 年至 2018 年，LVMH 集团市值由 110 亿欧元增长至 1298 亿欧元，在全球奢侈品领域占据霸主地位。

- **集团化运营初见成效，多品牌协同发展成为公司新的业绩增长引擎，在业绩持续稳健增长下，公司亦有望实现由单一品牌向多品牌平台的估值切换。**预计 2018-2020 年归母净利润分别为 3.62 亿元、4.30 亿元、5.11 亿元，当前市值对应 PE 为 17x/14x/12x，首次覆盖给予买入评级。

6. 风险提示

- **中高端女装消费增速放缓：**若国内宏观经济发生进一步波动，经济增长持续放缓，我国社会消费品零售总额亦可能出现增速持续放缓，消费者对中高端女装的消费能力也可能受到影响。
- **多品牌整合进度不及预期：**中高端女装销售受消费者品味和偏好不断变化的影响，要求企业能不断开发出适销对路的商品。收购多个品牌后公司将面临管理团队与多个品牌设计团队之间的磨合，以达到最强的品牌协同效应，整合过程的进度和效果可能存在一定的不确定性。
- **产品被仿冒及非法网购的风险：**中高端女装存在上市之后被仿冒的情形，也存在未通过公司授权在电子商务渠道进行销售的情形。仿冒产品在设计款型、面辅料、制作工艺、服务及价格方面与公司产品有较大差距，而非法网购容易对品牌现有销售渠道带来负面冲击。这将会影响品牌在消费者心中的定位和形象，从而对品牌的经营带来负面影响。
- **商誉减值风险：**上市以来公司积极践行多品牌并购整合战略，相继并购多个国际品牌，产生一定的商誉，未来如果并购品牌的发展和运作不及预期，公司可能面临商誉减值的风险。
- **限售股解禁：**2017 年 5 月 22 日，公司第二期股权激励计划授予 321 名激励对象的限制性股票共计 11,230,000 股完成登记，自股权登记日起 12 个月后的首个交易日起至股权登记日起 24 个月内的最后一个交易日当日止为第一个解除限售期，解除限售比例为 50%；自股权登记日起 24 个月后的首个交易日起至股权登记日起 36 个月内的最后一个交易日当日止为第二个解除限售期，解除限售比例为 50%。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	835	1,132	2,053	2,507	3,008	3,595
增长率		35.5%	81.4%	22.1%	20.0%	19.5%
主营业务成本	-271	-351	-640	-782	-938	-1,121
%销售收入	32.4%	31.0%	31.2%	31.2%	31.2%	31.2%
毛利	565	781	1,413	1,725	2,070	2,474
%销售收入	67.6%	69.0%	68.8%	68.8%	68.8%	68.8%
营业税金及附加	-13	-19	-25	-31	-37	-44
%销售收入	1.5%	1.6%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-270	-343	-593	-752	-902	-1,089
%销售收入	32.4%	30.3%	28.9%	30.0%	30.0%	30.3%
管理费用	-89	-158	-295	-358	-421	-503
%销售收入	10.6%	14.0%	14.4%	14.3%	14.0%	14.0%
息税前利润 (EBIT)	193	261	500	584	710	837
%销售收入	23.1%	23.0%	24.4%	23.3%	23.6%	23.3%
财务费用	11	6	25	0	-5	-1
%销售收入	-1.3%	-0.6%	-1.2%	0.0%	0.2%	0.0%
资产减值损失	-6	-26	-53	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	14	-4	10	13	13
%税前利润	4.8%	5.2%	n.a	1.6%	1.8%	1.5%
营业利润	209	255	487	612	737	869
营业利润率	25.0%	22.5%	23.7%	24.4%	24.5%	24.2%
营业外收支	7	13	-9	3	3	3
税前利润	215	268	478	615	740	872
利润率	25.8%	23.7%	23.3%	24.6%	24.6%	24.2%
所得税	-56	-46	-124	-154	-185	-218
所得税率	25.8%	17.2%	25.8%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	160	222	355	462	555	654
少数股东损益	0	24	52	100	125	143
归属于母公司的净利润	160	198	302	362	430	511
净利率	19.1%	17.5%	14.7%	14.4%	14.3%	14.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	160	222	355	462	555	654
少数股东损益	0	24	52	100	125	143
非现金支出	54	81	133	68	78	87
非经营收益	-13	-18	-15	27	13	19
营运资金变动	-34	-184	-12	-230	-201	-84
经营活动现金净流	166	101	460	327	445	676
资本开支	-120	-61	-73	-74	-74	-74
投资	0	-756	-128	0	0	0
其他	106	52	-27	10	13	13
投资活动现金净流	-14	-765	-228	-64	-61	-61
股权募资	880	0	175	0	0	0
债权募资	0	144	-16	181	194	-30
其他	-40	-137	-146	-107	-120	-125
筹资活动现金净流	840	8	13	74	74	-155
现金净流量	992	-656	246	336	458	459

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,062	498	769	1,105	1,563	2,022
应收账款	130	404	397	506	608	707
存货	178	274	423	471	578	691
其他流动资产	9	31	101	95	108	112
流动资产	1,379	1,208	1,691	2,178	2,857	3,532
%总资产	74.0%	47.0%	47.4%	53.9%	60.5%	65.5%
长期投资	86	467	259	259	259	259
固定资产	217	207	212	213	209	202
%总资产	11.6%	8.1%	6.0%	5.3%	4.4%	3.7%
无形资产	113	606	1,315	1,326	1,332	1,332
非流动资产	486	1,362	1,875	1,864	1,866	1,859
%总资产	26.0%	53.0%	52.6%	46.1%	39.5%	34.5%
资产总计	1,865	2,569	3,566	4,042	4,723	5,391
短期借款	0	146	113	310	504	474
应付款项	238	424	575	542	523	610
其他流动负债	107	145	234	191	229	272
流动负债	345	716	922	1,043	1,256	1,357
长期贷款	0	0	81	81	81	81
其他长期负债	8	45	182	163	164	165
负债	353	761	1,185	1,287	1,501	1,603
普通股股东权益	1,513	1,738	2,071	2,345	2,687	3,111
少数股东权益	0	71	310	410	535	678
负债股东权益合计	1,865	2,569	3,566	4,042	4,723	5,391

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.965	0.797	0.896	1.073	1.275	1.516
每股净资产	9.131	6.994	6.141	6.953	7.967	9.222
每股经营现金净流	1.002	0.407	1.365	0.969	1.320	2.003
每股股利	0.250	0.260	0.266	0.260	0.260	0.260
回报率						
净资产收益率	10.57%	11.39%	14.59%	15.42%	15.99%	16.42%
总资产收益率	8.57%	7.70%	8.48%	8.95%	9.10%	9.48%
投入资本收益率	9.47%	10.87%	13.58%	13.25%	13.42%	13.95%
增长率						
主营业务收入增长率	12.28%	35.53%	81.35%	22.09%	19.99%	19.54%
EBIT增长率	0.36%	35.10%	91.89%	16.62%	21.57%	18.03%
净利润增长率	15.82%	23.84%	52.72%	19.61%	18.86%	18.85%
总资产增长率	120.81%	37.75%	38.78%	13.35%	16.86%	14.14%
资产管理能力						
应收账款周转天数	44.2	52.7	49.0	52.0	52.0	50.0
存货周转天数	232.4	235.0	198.8	220.0	225.0	225.0
应付账款周转天数	53.0	69.3	75.2	70.0	65.0	60.0
固定资产周转天数	94.7	66.7	37.7	31.0	25.4	20.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-70.22%	-19.45%	-24.16%	-25.91%	-30.35%	-38.73%
EBIT利息保障倍数	-17.3	-41.3	-20.3	4,989.1	149.3	1,286.9
资产负债率	18.91%	29.60%	33.23%	31.84%	31.79%	29.73%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	4	5	24
增持	1	5	5	9	16
中性	0	0	0	2	6
减持	0	0	0	0	1
评分	1.50	1.63	1.56	1.81	1.66

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH