

2019年04月27日

歌力思 (603808.SH)

公司快报

业绩符合预期，多品牌持续增长

事件

公司发布 2018 年年报，实现营业收入 24.36 亿元，较上年同期增加 18.66%；归属于上市公司股东的净利润 3.65 亿元，较上年同期增加 20.74%。EPS 为 1.08 元。拟每 10 股派发现金红利 5.25 元（含税）。

投资要点

- ◆ **营收保持较快增长，渠道数量净增长：**公司拥有 ELLASSAY、Laurel、Ed Hardy、IRO、VIVIENNE TAM、JeanPaulKnott 六个时装品牌，覆盖不同细分市场需求，在渠道、品牌推广、供应链体系构建等方面协同效应明显。截至 2018 年末，公司店铺数量 592 家（净增加 59 家），其中 ELLASSAY 为 312 家（净减少 10 家）；EdHardy 系列品牌 181 家（净增 33 家），实现收入 4.98 亿元（+14.16%）。Laurel 为 37 家（净增 7 家），实现收入 1.11 亿元，（+ 14.05%）。IRO 有 49 家，VIVIENNETAM 拥有 13 家。同店增长看， ELLASSAY 品牌月店均销售额同增 8.28%；其中，直营店月店均销售额同比增长 10.65%。直营店同期同店单店销售收入同比增长 6.93%。线上渠道稳健增长，毛利率提升。2018 年线上销售 1.02 亿元，同比增长 10.8%，营收占比 4.69%。毛利率 53.34%，较 2017 年提升 3.17 个百分点。
- ◆ **百秋网络持续保持较快增速，成立海外子公司开拓东南亚市场。**百秋网络实现净利润 6,005.45 万元，同比增加 19.97%。2018 年，百秋电商成立海外子公司 ARRIVA，专注于为国际品牌在东南亚地区提供电商运营服务。未来，将会形成遍及中国、菲律宾、马来西亚、印度尼西亚、新加坡、泰国、越南等国家地区的整体电商服务体系。百秋电商在中高端时尚品牌运营领域经验丰富，运营国际时尚品牌 40 多个，预计未来将延续较快增长。
- ◆ **毛利率微降，期间费用率略微上升，存货周转率下降。**2018 年，公司销售毛利率小幅下降 0.63pct 至 68.21%，期间费用率上升 1.05pct 至 43.09%，主要是销售费用率上升 1.10pct 至 29.98%（职工薪酬增长、广告费用增长、商场费用增长等）；管理费用率下降 1.26pct 至 13.09%。公司存货较上期末 23.99%至 5.25 亿元，主要是销售增长以及营销网络增长带来的备货需求。
- ◆ **投资建议：**歌力思是我国中高端女装龙头之一，根据中华商业信息中心统计，2018 年， ELLASSAY 品牌夺得中国高端女装市场综合占有率第一名。同时，公司多品牌矩阵形成，内生外延推动营收增长。我们预测公司 2019-2021 年每股收益分别为 1.31、1.57 和 1.86 元。净资产收益率分别为 16.0%、17.0%和 17.6%，目前股价约为 2019 年对应 EPS 的 13 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。

纺织服装 | 大众品牌 III

投资评级

买入-A(维持)

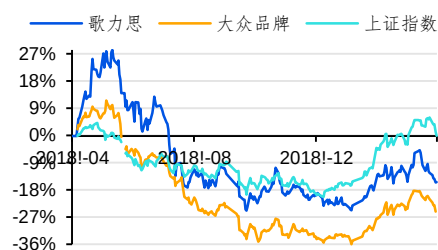
股价(2019-04-26)

16.96 元

交易数据

总市值（百万元）	5,715.57
流通市值（百万元）	5,594.31
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	-5.34	-9.21	-16.43
绝对收益	-2.36	9.42	-16.06

分析师

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

报告联系人

吴雨舟
 wuyuzhou@huajinsc.cn
 021-20377061

相关报告

- 歌力思：三季度业绩增速环比稳定，毛利率提升带动净利率提升 2018-10-30
- 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

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	2,053.0	2,436.1	2,827.9	3,276.7	3,744.6
同比增长(%)	81.4%	18.7%	16.1%	15.9%	14.3%
营业利润(百万元)	486.9	557.9	673.6	809.1	957.0
同比增长(%)	90.7%	14.6%	20.7%	20.1%	18.3%
净利润(百万元)	302.3	365.0	441.3	530.1	627.0
同比增长(%)	52.7%	20.7%	20.9%	20.1%	18.3%
每股收益(元)	0.90	1.08	1.31	1.57	1.86
PE	18.9	15.7	13.0	10.8	9.1
PB	2.8	2.5	2.1	1.8	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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,053.0	2,436.1	2,827.9	3,276.7	3,744.6	年增长率					
减:营业成本	639.8	774.5	902.9	1,055.4	1,214.0	营业收入增长率	81.4%	18.7%	16.1%	15.9%	14.3%
营业税费	25.1	22.5	25.5	29.5	33.7	营业利润增长率	90.7%	14.6%	20.7%	20.1%	18.3%
销售费用	593.0	730.5	876.7	1,015.8	1,123.4	净利润增长率	52.7%	20.7%	20.9%	20.1%	18.3%
管理费用	294.7	239.4	311.1	327.7	374.5	EBITDA 增长率	72.9%	37.4%	6.3%	18.7%	17.4%
财务费用	-24.6	0.5	-9.7	-15.8	-20.4	EBIT 增长率	77.9%	39.5%	7.4%	19.5%	18.1%
资产减值损失	53.3	53.4	43.4	50.2	57.4	NOPLAT 增长率	66.3%	28.2%	17.8%	19.5%	18.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	21.1%	16.4%	-29.8%	47.5%	-24.5%
投资和汇兑收益	-4.1	2.0	-4.6	-4.8	-5.0	净资产增长率	31.6%	12.2%	18.9%	14.9%	15.3%
营业利润	486.9	557.9	673.6	809.1	957.0						
加:营业外净收支	-8.8	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	盈利能力					
利润总额	478.0	558.0	673.5	809.0	956.9	毛利率	68.8%	68.2%	68.1%	67.8%	67.6%
减:所得税	123.5	118.7	148.2	178.0	210.5	营业利润率	23.7%	22.9%	23.8%	24.7%	25.6%
净利润	302.3	365.0	441.3	530.1	627.0	净利率	14.7%	15.0%	15.6%	16.2%	16.7%
						EBITDA/营业收入	23.8%	27.5%	25.2%	25.8%	26.5%
						EBIT/营业收入	21.6%	25.4%	23.5%	24.2%	25.0%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	33.2%	27.0%	37.6%	26.6%	34.6%
货币资金	769.1	641.3	1,628.3	1,536.4	2,539.6	负债权益比	49.8%	37.0%	60.2%	36.2%	52.8%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.83	2.38	1.86	2.72	2.22
应收帐款	390.0	370.6	729.1	545.1	911.1	速动比率	1.37	1.69	1.52	2.10	1.84
应收票据	7.1	-	6.0	3.3	6.5	利息保障倍数	-17.98	1,213.2	-68.63	-50.13	-45.96
预付帐款	15.0	27.7	14.3	35.7	24.6	营运能力					
存货	423.0	524.5	579.0	710.9	772.8	固定资产周转天数	37	31	25	21	18
其他流动资产	86.4	249.0	261.4	274.5	288.2	流动营业资本周转天数	22	39	17	16	19
可供出售金融资产	35.0	35.0	36.8	38.6	40.5	流动资产周转天数	254	259	320	347	368
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	70	56	70	70	70
长期股权投资	138.3	97.7	97.7	97.7	97.7	存货周转天数	61	70	70	71	71
投资性房地产	86.1	81.1	81.1	81.1	81.1	总资产周转天数	538	534	557	553	548
固定资产	212.2	200.6	196.3	189.9	181.5	投资资本周转天数	245	245	193	170	156
在建工程	-	-	-	-	-						
无形资产	702.2	704.8	733.9	762.0	789.1	费用率					
其他非流动资产	701.5	728.4	728.2	697.8	704.0	销售费用率	28.9%	30.0%	31.0%	31.0%	30.0%
资产总额	3,565.9	3,660.8	5,092.1	4,973.0	6,436.7	管理费用率	14.4%	9.8%	11.0%	10.0%	10.0%
短期债务	113.1	-	-	-	-	财务费用率	-1.2%	0.0%	-0.3%	-0.5%	-0.5%
应付帐款	481.8	161.6	1,008.7	369.0	1,217.4	三费/营业收入	42.0%	39.8%	41.7%	40.5%	39.5%
应付票据	-	-	-	-	-	投资回报率					
其他流动负债	327.3	600.9	724.8	771.6	826.6	ROE	14.6%	15.7%	16.0%	17.0%	17.6%
长期借款	80.9	47.8	-	-	-	ROA	9.9%	12.0%	10.3%	12.7%	11.6%
其他非流动负债	181.9	178.0	180.0	180.0	180.0	ROIC	27.1%	28.7%	29.1%	49.5%	39.6%
负债总额	1,185.0	988.3	1,913.5	1,320.6	2,224.0	分红指标					
少数股东权益	309.5	341.2	425.3	526.2	645.7	DPS(元)	0.26	0.53	0.39	0.47	0.56
股本	337.3	337.0	337.0	337.0	337.0	分红比率	29.0%	48.5%	30.0%	30.0%	30.0%
留存收益	1,912.5	2,105.7	2,416.3	2,789.2	3,230.0	股息收益率	1.5%	3.1%	2.3%	2.8%	3.3%
股东权益	2,380.9	2,672.6	3,178.6	3,652.4	4,212.7						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	354.5	439.3	441.3	530.1	627.0	EPS(元)	0.90	1.08	1.31	1.57	1.86
加:折旧和摊销	79.5	93.3	48.3	52.3	56.4	BVPS(元)	6.15	6.92	8.17	9.28	10.58
资产减值准备	53.3	53.4	-	-	-	PE(X)	18.9	15.7	13.0	10.8	9.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.8	2.5	2.1	1.8	1.6
财务费用	1.8	7.3	-9.7	-15.8	-20.4	P/FCF	68.4	-176.1	6.2	-88.9	5.3
投资损失	4.1	-2.0	4.6	4.8	5.0	P/S	2.8	2.3	2.0	1.7	1.5
少数股东损益	52.2	74.3	84.1	101.0	119.4	EV/EBITDA	10.6	7.7	5.9	5.2	3.6
营运资金的变动	101.4	-119.8	555.2	-542.2	463.6	CAGR(%)	21.2%	19.3%	33.2%	21.2%	19.3%
经营活动产生现金流量	460.5	410.4	1,123.7	130.0	1,251.0	PEG	0.9	0.8	0.4	0.5	0.5
投资活动产生现金流量	-228.0	-111.9	-79.3	-80.6	-81.9	ROIC/WACC	2.6	2.7	2.8	4.7	3.8
融资活动产生现金流量	24.4	-310.3	-57.4	-141.4	-165.8						

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