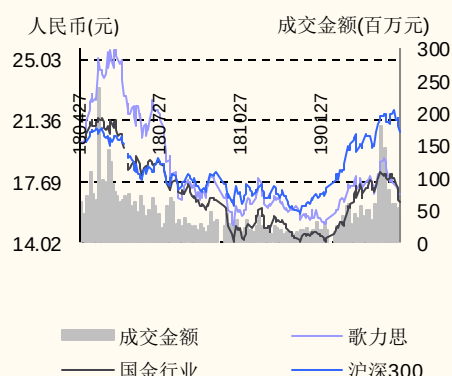


歌力思 (603808.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 16.96 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)	5,715.57
年内股价最高最低(元)	25.69/15.07
沪深 300 指数	3889.28
上证指数	3086.40

**相关报告**

1. 《歌力思: 轻奢集团龙头, 多品牌整合日渐成熟——国金“国牌崛起”...》, 2019.4.16

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

18 年业绩分析: 扣非归母净利润同比+16.09%, 多品牌协同发展效果渐显

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.896	1.083	1.300	1.516	1.729
每股净资产(元)	6.14	6.92	8.04	9.24	10.65
每股经营性现金流(元)	1.37	1.22	1.76	1.39	2.09
市盈率(倍)	25.66	14.99	13.05	11.19	9.81
净利润增长率(%)	52.72%	20.74%	18.50%	16.62%	14.06%
净资产收益率(%)	14.59%	15.66%	15.95%	16.20%	16.03%
总股本(百万股)	337.30	337.00	332.69	332.69	332.69

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2018 年公司实现营收 24.36 亿元, 同比+18.66%; 归母净利润 3.65 亿元, 同比+20.74%; 扣非归母净利润 3.5 亿元, 同比+16.09%。公司计划向股东每 10 股派发现金红利 5.25 元 (含税), 共计派发现金红利 1.75 亿元。

经营分析

- **主品牌 ELLASSAY 实现营收 10.04 亿元, 同比+4.32%:** 2018 年, ELLASSAY 品牌夺得中国高端女装市场综合占有率第一名。全年 ELLASSAY 品牌持续优化渠道结构, 2018 年净关店 10 家 (直营店净关 1 家, 分销店净关 9 家)。品牌销售增长主要来自同店提升, 品牌月店均销售额同比增长 8.28%; 其中, 直营店月店均销售额同比增长 10.65%。
- **成长期品牌 Laurel、Ed Hardy 系列、IRO 整合效果逐步显现:** ①Laurel 品牌营收 1.11 亿元, 同比+14.05%; 2018 年, Laurel 品牌净增 7 家店 (直营店净增 3 家, 分销店净增 4 家)。②Ed Hardy 系列收入 4.98 亿元, 同比+14.16%。Ed Hardy 系列品牌净增店铺 33 家 (其中直营店净增 6 家, 分销店净增 27 家)。③IRO 营收 5.67 亿元, 其中 2018 年 Q2-Q4 实现营收 4.21 亿元, 同比+6.79% (因 IRO 品牌 2017 年 4 月正式并表)。IRO 品牌门店均为直营店铺, 2018 年净增店铺 16 家。
- **孵化期品牌 VT 和 JeanPaulKnott 2019 年店铺拓展值得期待, 百货电商保持快速增长:** ①VT 实现营收 997 万元, 已开设 13 家终端店铺。②公司通过合资经营方式取得 JeanPaulKnott 在大中华区的所有权, 将在 2019 年开设终端店铺。2018 年百货网络实现收入 2.20 亿元, 同比+55.42%; 净利润 6,005.45 万元, 同比+19.97%。
- **18 年公司综合毛利率为 68.21%, 同比-0.63pct; 净营业周期同比增加 24.9 天:** 销售费用率同比+1.1pct 至 29.98%; 管理费用率 (含研发费用) 同比-1.27pct 至 13.09%。18 年公司的存货周转天数同比+24 天, 应收账款周转天数同比+4 天, 应付账款天数同比+3 天。受到净营业周期天数增加影响, 经营性现金流同比-10.87%。

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。预计 2019-2021 年归母净利润分别为 4.33 亿元、5.04 亿元、5.75 亿元, 当前市值对应 PE 为 13x/11x/9x, 维持评级。

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

内容目录

1. 18 年扣非归母净利润同比+16.09%，多品牌协同发展效果渐显	3
2. 综合毛利率同比-0.63pct，净营业周期同比增加 24.9 天.....	6

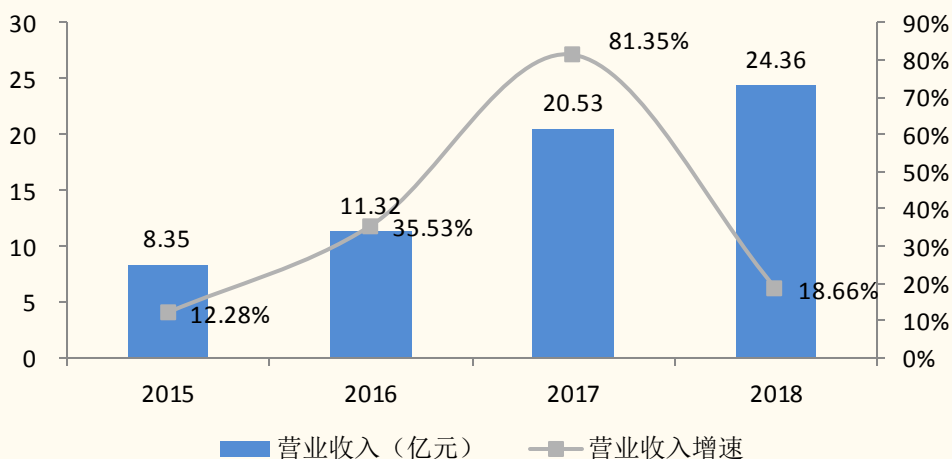
图表目录

图表 1：2015-2018 营业收入及增速.....	3
图表 2：2015-2018 归母净利润及增速.....	3
图表 3：2015-2018 扣非归母净利润及增速.....	3
图表 4：2015-2018 公司各品牌占品牌业务营收比重.....	4
图表 5：2018 vs.2017 公司各品牌营收体量（亿元）.....	4
图表 6：2018 公司各品牌营收增速.....	4
图表 7：ELLASSAY 品牌门店数	5
图表 8：Laurel 品牌门店数.....	5
图表 9：Ed Hardy 系列品牌门店数	5
图表 10：IRO 品牌门店数.....	5
图表 11：2018 各品类毛利率.....	6
图表 12：2015-2018 毛利率和净利率	6
图表 13：2015-2018 三费率.....	6
图表 14：2015-2018 存货周转天数.....	7
图表 15：2015-2018 应收及应付账款周转天数.....	7
图表 16：2015-2018 经营活动产生的现金流净额（亿元）.....	7

1. 18 年扣非归母净利润同比+16.09%，多品牌协同发展效果渐显

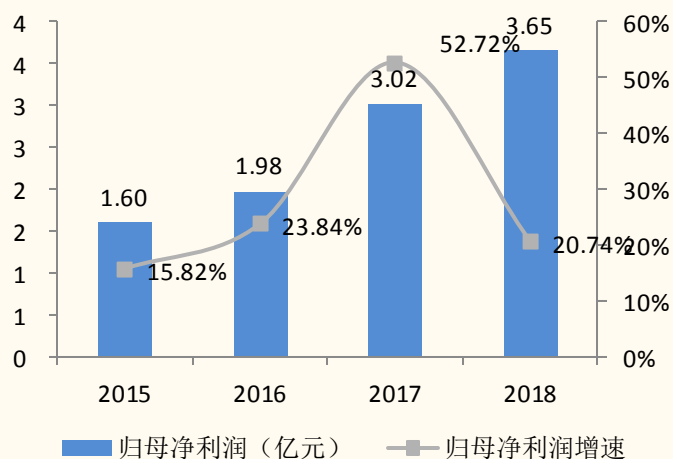
- 2018 年公司实现营收 24.36 亿元，同比+18.66%；归母净利润 3.65 亿元，同比+20.74%；扣非归母净利润 3.5 亿元，同比+16.09%。公司计划向股东每 10 股派发现金红利 5.25 元（含税），共计派发现金红利 1.75 亿元。
- 根据发展阶段的不同，我们将公司旗下品牌分为成熟、成长和培育三类：①成熟品牌为公司主品牌 ELLASSAY，处于稳健增长状态；②成长品牌包括 LAUREL、Ed Hardy 及 Ed Hardy X 和 IRO，是近 3 年值得期待的业绩贡献增量品牌；③培育品牌包括 VIVIENNE TAM 和 JEANPAULKNOTT，目前处于待孵化和培育的状态，未来成长可期。

图表 1：2015-2018 营业收入及增速



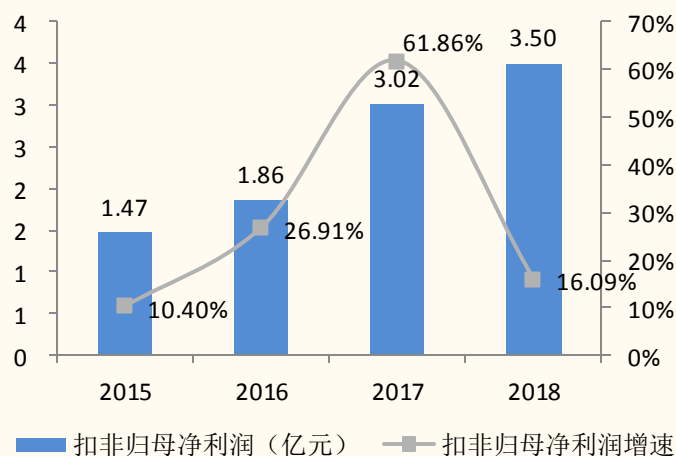
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：2015-2018 归母净利润及增速



来源：Wind，国金证券研究所

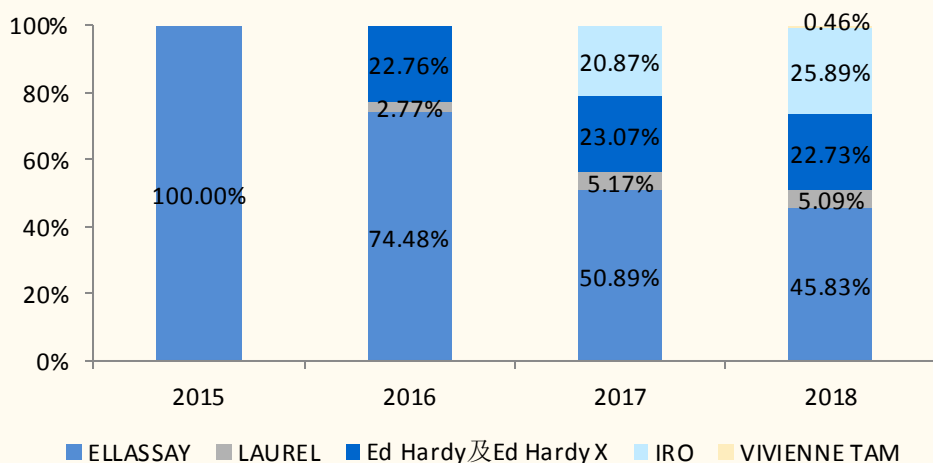
图表 3：2015-2018 扣非归母净利润及增速



来源：Wind，国金证券研究所

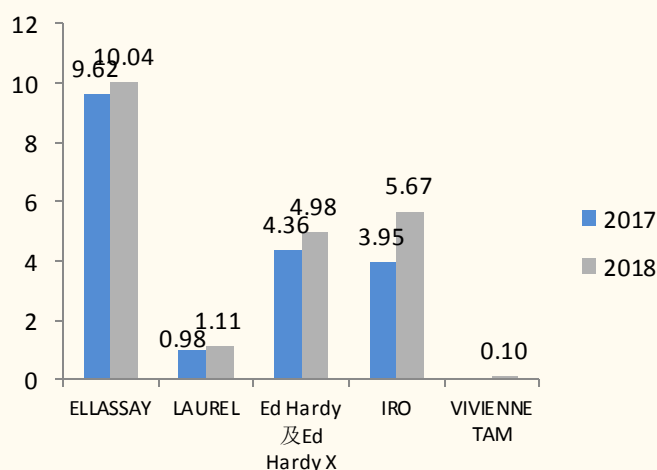
- 集团化运营初见成效，多品牌协同发展成为公司新的业绩增长引擎。公司 2018 年品牌业务中，主品牌 ELLASSAY 占比为 45.83%，收购品牌 LAUREL、Ed Hardy 及 Ed Hardy X、IRO 和 VIVIENNE TAM 占比分别为 5.09%、22.73%、25.89%和 0.46%，多品牌协同发展成为公司新的业绩增长引擎。2018 年末，公司主品牌 ELLASSAY 拥有 312 家终端店铺；Ed Hardy 系列品牌拥有 181 家终端店铺；Laurèl 品牌拥有 37 家终端店铺；IRO 品牌在全球拥有 49 家直营终端店铺，VIVIENNE TAM 拥有 13 家终端店铺。

图表 4：2015-2018 公司各品牌占品牌业务营收比重



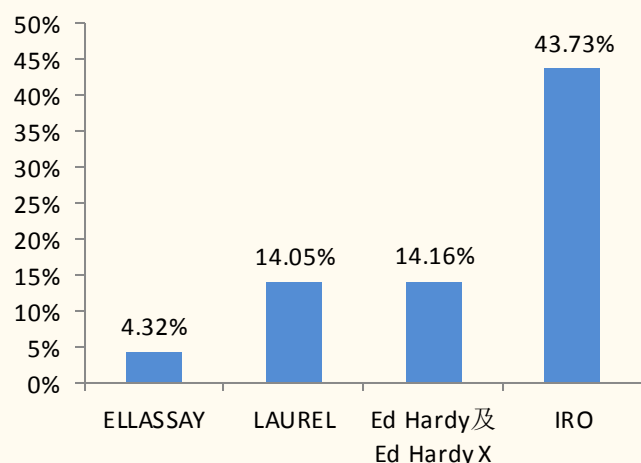
来源：公司公告，国金证券研究所，备注：Ed Hardy 及 Ed Hardy X 从 2016 年 5 月起纳入合并范围；IRO 从 2017 年 4 月起纳入合并范围；VIVIENNE TAM 从 2017 年 11 月起纳入合并范围

图表 5：2018 vs.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，备注：IRO 从 2017 年 4 月并表，上年数据为 4-12 月数据，本期为 1-12 月数据

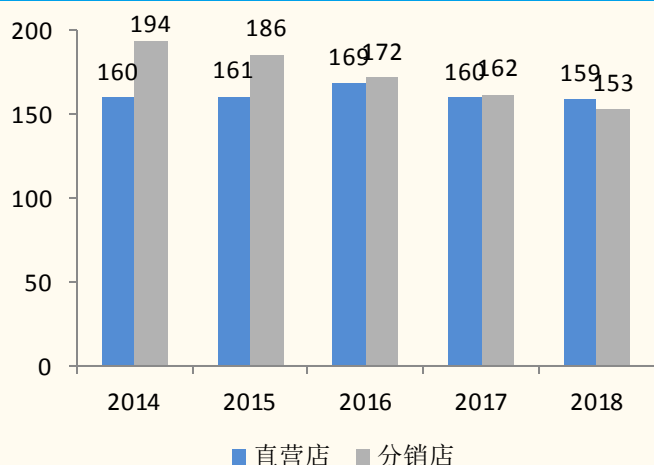
图表 6：2018 公司各品牌营收增速



来源：公司公告，国金证券研究所，备注：IRO 从 2017 年 4 月并表，剔除并表时间影响，2018 年 Q2-Q4 实现营收 4.21 亿元，同比+6.79%

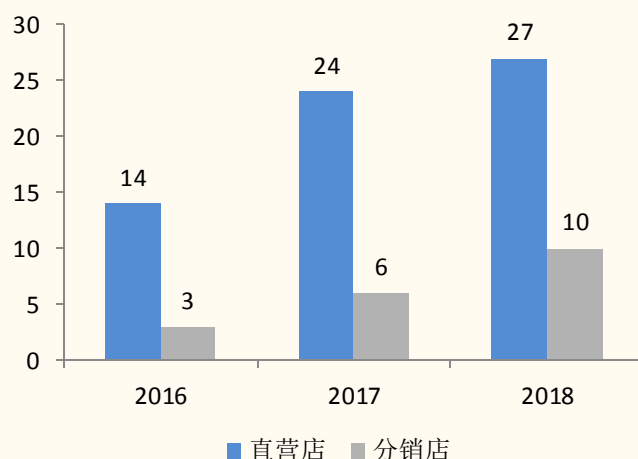
- **主品牌 ELLASSAY 2018 年实现营收 10.04 亿元，同比+4.32%：**2018 年，ELLASSAY 品牌夺得中国高端女装市场综合占有率第一名，并连续 8 年（2011-2018）荣列同类市场综合占有率前十位。全年 ELLASSAY 品牌持续优化渠道结构，2018 年净关店 10 家（直营店净关 1 家，分销店净关 9 家）。品牌销售增长主要来自同店提升，直营店 2018 年同店单店销售收入同比增长 6.93%；品牌月店均销售额同比增长 8.28%；其中，直营店月店均销售额同比增长 10.65%。
- **Laurel 品牌 2018 年实现营收 1.11 亿元，同比+14.05%：**2018 年，Laurel 品牌净增 7 家店（直营店净增 3 家，分销店净增 4 家）。未来，Laurel 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。

图表 7: ELLASSAY 品牌门店数



来源：公司公告，国金证券研究所

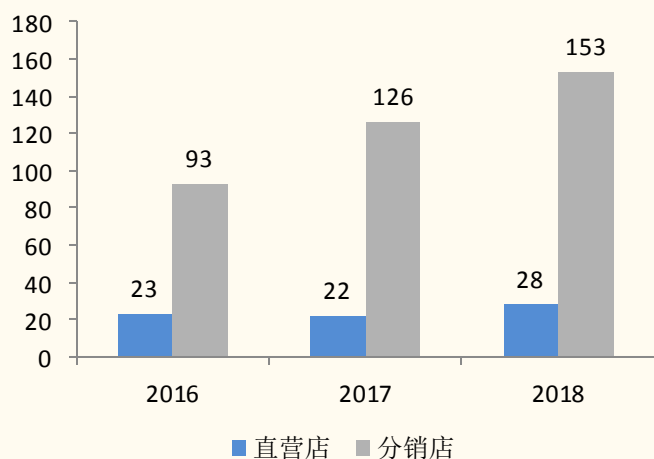
图表 8: Laurel 品牌门店数



来源：公司公告，国金证券研究所

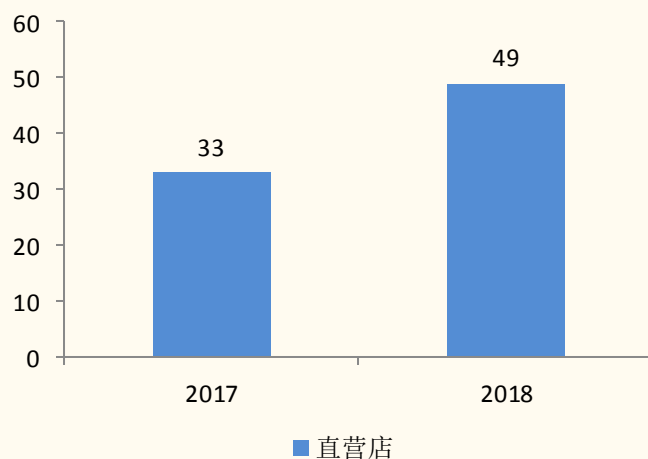
- 2018 年 Ed Hardy 系列实现主营业务收入 4.98 亿元，同比+14.16%。Ed Hardy 系列品牌净增店铺 33 家（其中直营店净增 6 家，分销店净增 27 家）。未来，Ed Hardy 系列品牌将持续拓展各大城市核心商圈渠道，将轻奢潮流文化推广到更大的目标市场。
- 2018 年 IRO 实现营收 5.67 亿元，其中 2018 年 Q2-Q4 实现营收 4.21 亿元，同比+6.79%（因 IRO 品牌 2017 年 4 月正式并表）。IRO 品牌门店均为直营店铺，2018 年净增店铺 16 家。2017 年 4 月，IRO 中国大陆首家门店在上海港汇恒隆广场开业。目前店铺分布于北京 SKP、上海国金中心、深圳万象城、南京德基、武汉国广等高端购物中心，目前在中国大陆地区已陆续开设了 13 家终端店铺。

图表 9: Ed Hardy 系列品牌门店数



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10: IRO 品牌门店数



来源：公司公告，国金证券研究所

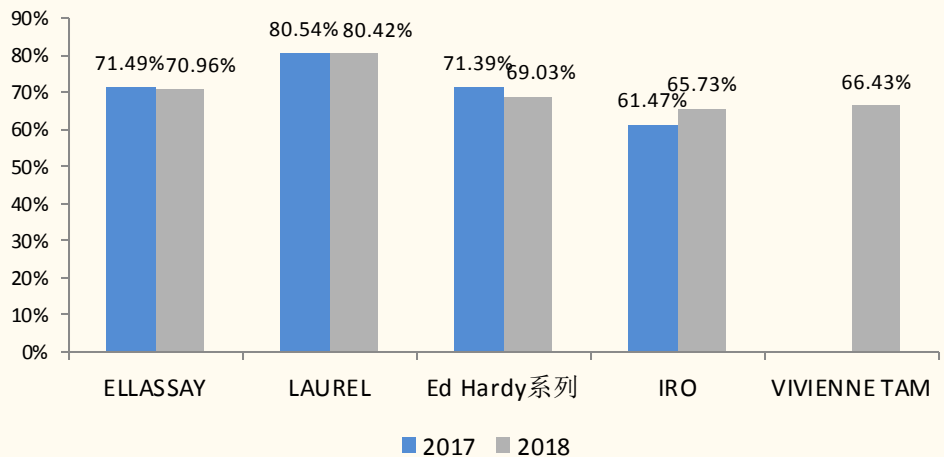
- VIVIENNE TAM 2018 年实现营收 997 万元。VIVIENNE TAM 已在深圳万象城、上海 K11、南京德基、北京王府中环等地开设了 13 家终端店铺。未来，公司将持续通过现有旗下品牌的协同资源，加速 VIVIENNE TAM 品牌在国内的推广，并陆续开设终端店铺进行运营。
- 2018 年公司通过合资经营的方式，取得 JeanPaulKnott 在大中华区的所有权。该品牌将在 2019 年开设终端店铺进行运营。未来，公司将通过渠道、营销等资源的大力投入，推动其业务在中国大陆地区落地。
- 2018 年百秋网络实现收入 2.20 亿元，同比+55.42%；净利润 6,005.45 万元，同比+19.97%。百秋电商积极开拓在新零售领域的探索，提出数据驱

动下的无边界零售新模式，包括 iStore 运营&IT 对接、品牌号内容运营、用户（潜客+粉丝+会员）管理和门店的运营，数据银行（含数据工厂建模）的运营，职能导购等。另一方面，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。

2. 综合毛利率同比-0.63pct，净营业周期同比增加 24.9 天

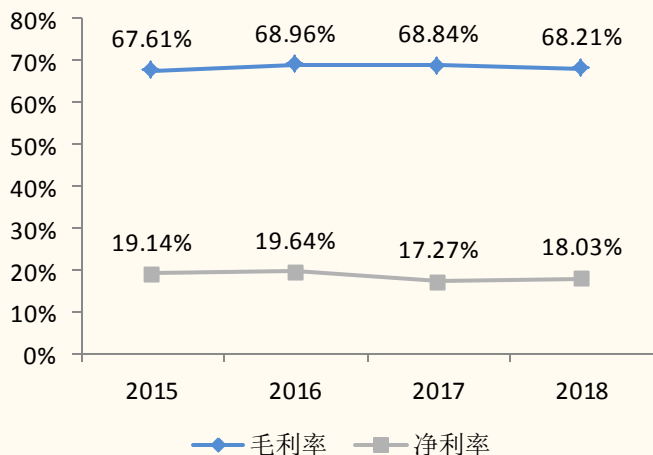
- 18 年公司综合毛利率为 68.21%，同比-0.63pct；净利率为 18.03%，同比+0.77pct：分品牌来看，ELLASSAY、LAUREL、ED HARDY 系列、IRO 和 VIVIENNE TAM 毛利率分别为 70.96%（同比-0.53pct）、80.42%（同比-0.12pct）、69.03%（同比-2.36 pct）、65.73%（同比+4.26 pct）和 66.43%。低毛利率品牌营收占比的提升对整体毛利率的下降有一定影响。18 年公司销售费用率同比+1.1pct 至 29.98%，主要受到销售提成及激励增加、营销网络扩大及并表等因素影响；管理费用率（含研发费用）同比-1.27pct 至 13.09%。整体来看，2018 年净利率为 18.03%，同比+0.77pct。

图表 11：2018 各品类毛利率



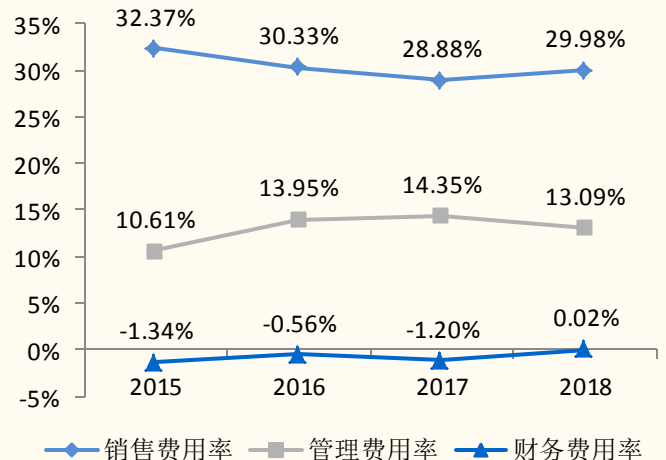
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：2015-2018 毛利率和净利率



来源：Wind，国金证券研究所

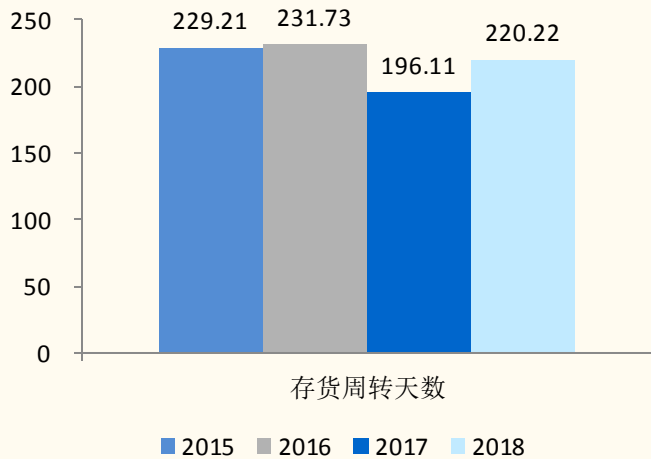
图表 13：2015-2018 三费率



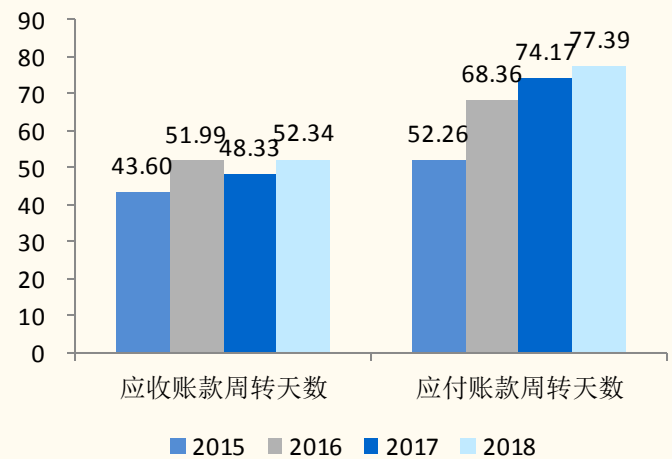
来源：Wind，国金证券研究所，备注：管理费用包含研发费用

- **净营业周期同比增加 24.9 天：**18 年公司的存货周转天数为 220 天，较 17 年上升 24 天；应收账款周转天数为 52 天，同比上升 4 天；应付账款天数为 77 天，同比上升 3 天，整体净营业周期天数增加 24.9 天。2015-2018 年，公司经营性现金流由 1.66 亿元提升至 4.10 亿元；2018 年受到净营业周期天数增加影响，经营性现金流同比-10.87%。

图表 14：2015-2018 存货周转天数



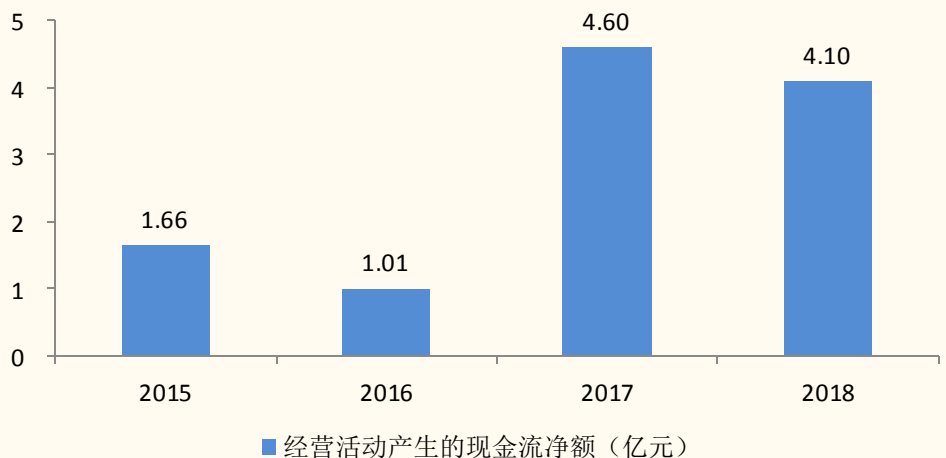
图表 15：2015-2018 应收及应付账款周转天数



来源：Wind, 国金证券研究所

来源：Wind, 国金证券研究所

图表 16：2015-2018 经营活动产生的现金流净额（亿元）



来源：Wind, 国金证券研究所

- **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。预计 2019-2021 年归母净利润分别为 4.33 亿元、5.04 亿元、5.75 亿元，当前市值对应 PE 为 13x/11x/9x，维持评级。
- **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

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,132	2,053	2,436	2,892	3,427	4,023
增长率		81.4%	18.7%	18.7%	18.5%	17.4%
主营业务成本	-351	-640	-774	-924	-1,110	-1,318
%销售收入	31.0%	31.2%	31.8%	32.0%	32.4%	32.8%
毛利	781	1,413	1,662	1,968	2,317	2,705
%销售收入	69.0%	68.8%	68.2%	68.0%	67.6%	67.2%
营业税金及附加	-19	-25	-23	-35	-42	-49
%销售收入	1.6%	1.2%	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-343	-593	-730	-868	-1,028	-1,219
%销售收入	30.3%	28.9%	30.0%	30.0%	30.0%	30.3%
管理费用	-158	-295	-319	-384	-454	-533
%销售收入	14.0%	14.4%	13.1%	13.3%	13.3%	13.3%
息税前利润 (EBIT)	261	500	590	682	792	904
%销售收入	23.0%	24.4%	24.2%	23.6%	23.1%	22.5%
财务费用	6	25	-1	15	22	31
%销售收入	-0.6%	-1.2%	0.0%	-0.5%	-0.7%	-0.8%
资产减值损失	-26	-53	-53	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	14	-4	2	5	5	5
%税前利润	5.2%	n.a	0.4%	0.7%	0.6%	0.5%
营业利润	255	487	558	720	839	959
营业利润率	22.5%	23.7%	22.9%	24.9%	24.5%	23.8%
营业外收支	13	-9	0	3	3	3
税前利润	268	478	558	723	842	962
利润率	23.7%	23.3%	22.9%	25.0%	24.6%	23.9%
所得税	-46	-124	-119	-181	-210	-240
所得税率	17.2%	25.8%	21.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	222	355	439	543	631	721
少数股东损益	24	52	74	110	127	146
归属于母公司的净利润	198	302	365	433	504	575
净利率	17.5%	14.7%	15.0%	15.0%	14.7%	14.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	222	355	439	543	631	721
少数股东损益	24	52	74	110	127	146
非现金支出	81	133	147	69	79	87
非经营收益	-18	-15	-8	26	-8	-8
营运资金变动	-184	-12	-168	-45	-233	-96
经营活动现金净流	101	460	410	593	470	705
资本开支	-61	-73	-71	-69	-74	-74
投资	-756	-128	39	0	0	0
其他	52	-27	-79	5	5	5
投资活动现金净流	-765	-228	-112	-64	-69	-69
股权募资	0	175	0	124	0	0
债权募资	144	-16	-148	-21	0	0
其他	-137	-146	-163	-180	-104	-104
筹资活动现金净流	8	13	-311	-77	-104	-104
现金净流量	-656	246	-13	452	297	531

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	498	769	641	1,093	1,390	1,921
应收账款	404	397	456	584	692	791
存货	274	423	525	557	684	812
其他流动资产	31	101	192	168	181	185
流动资产	1,208	1,691	1,813	2,402	2,948	3,710
%总资产	47.0%	47.4%	49.5%	56.9%	61.8%	67.2%
长期投资	467	259	214	214	214	214
固定资产	207	212	201	203	201	195
%总资产	8.1%	6.0%	5.5%	4.8%	4.2%	3.5%
无形资产	606	1,315	1,328	1,337	1,340	1,339
非流动资产	1,362	1,875	1,848	1,820	1,821	1,814
%总资产	53.0%	52.6%	50.5%	43.1%	38.2%	32.8%
资产总计	2,569	3,566	3,661	4,222	4,768	5,523
短期借款	146	113	0	0	0	0
应付款项	424	575	518	628	604	697
其他流动负债	145	234	245	223	262	303
流动负债	716	922	762	851	866	1,000
长期贷款	0	81	48	48	48	48
其他长期负债	45	182	178	161	162	163
负债	761	1,185	988	1,060	1,076	1,211
普通股股东权益	1,738	2,071	2,331	2,711	3,114	3,588
少数股东权益	71	310	341	451	578	724
负债股东权益合计	2,569	3,566	3,661	4,222	4,768	5,523

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.797	0.896	1.083	1.300	1.516	1.729
每股净资产	6.994	6.141	6.918	8.044	9.241	10.648
每股经营现金净流	0.407	1.365	1.218	1.759	1.395	2.091
每股股利	0.260	0.266	0.260	0.525	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	11.39%	14.59%	15.66%	15.95%	16.20%	16.03%
总资产收益率	7.70%	8.48%	9.97%	10.24%	10.58%	10.42%
投入资本收益率	10.87%	13.58%	16.15%	15.19%	15.26%	15.01%
增长率						
主营业务收入增长率	35.53%	81.35%	18.66%	18.73%	18.46%	17.41%
EBIT增长率	35.10%	91.89%	17.86%	15.58%	16.25%	14.05%
净利润增长率	23.84%	52.72%	20.74%	18.50%	16.62%	14.06%
总资产增长率	37.75%	38.78%	2.66%	15.33%	12.94%	15.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	52.7	49.0	53.1	52.0	52.0	50.0
存货周转天数	235.0	198.8	223.3	220.0	225.0	225.0
应付账款周转天数	69.3	75.2	78.5	70.0	65.0	60.0
固定资产周转天数	66.7	37.7	30.1	25.6	21.4	17.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-19.45%	-24.16%	-22.21%	-33.07%	-36.35%	-43.44%
EBIT利息保障倍数	-41.3	-20.3	1,158.1	-46.6	-35.4	-29.2
资产负债率	29.60%	33.23%	27.00%	25.10%	22.56%	21.92%

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	0	4	5	5	25
增持	1	6	7	11	17
中性	0	0	0	1	6
减持	0	0	0	0	1
评分	2.00	1.60	1.58	1.76	1.65

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