

歌力思 (603808)

直营表现稳健，多品牌业务有序发展 买入（维持）

2019 年 04 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

研究助理 詹陆雨

021-60199793
zhanly@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,436.10	2,901.68	3,388.70	3,948.02
同比（%）	18.66	19.11	16.78	16.51
归母净利润（百万元）	365.01	441.81	532.43	638.67
同比（%）	20.74	21.04	20.51	19.95
每股收益（元/股）	1.08	1.33	1.60	1.92
P/E（倍）	15.70	12.97	10.77	8.98

投资要点

- **事件：**公司公布一季报，收入同增 8.3%至 6.2 亿元，归母净利同增 11%至 8916 万元。
- **分品牌看 Q1 收入：**零售承压背景下增速环比有所放缓，主品牌歌力思、Ed Hardy、IRO 仍有正向增长，Laurel 受分销渠道调整略有下滑。1) 歌力思主品牌：门店优化持续，Q1 在门店净收缩 5 家至 307 家的基础上仍有 6.4%的收入增长，渠道质量持续优化。2) Ed Hardy：Q1 门店数量净减少 1 家至 180 家，收入仍有 6.19%增长。3) Laurel：收入有 13.6%下滑，主要与部分分销商运营能力未达预期有关，直营表现仍然良好。4) IRO：中国区业务发展超预期，带动 18Q1 及 19Q1 收入增长表现较好，Q1 收入增长 10.5%达到 1.61 亿元。5) VT：初创期，门店数量达到 14 家，收入体量达到 439 万元。5) 百秋电商：继续高速发展，一季度贡献营收 5670 万元（同增 49%），净利润 723 万元（其中归属上市公司部分为 540 万元）
- **分渠道来看：**合计来看 Q1 品牌服装业务收入增长 7.1%至 5.67 亿元，其中直营表现仍然明显优于加盟，在 19Q1 偏低迷零售环境下维持了 13.2%的收入增长；加盟方面同比降幅较前两季度收窄，19Q1 同比微降 0.21%。考虑作为高端女装，渠道一般在二线城市运营效果更为突出，该等城市主要由直营体系进行拓展，由此预计未来直营增长强于加盟的情况仍将存在。
- **盈利与周转：**Q1 盈利总体稳定，周转略有放缓。19Q1 公司受直营毛利率下降影响综合毛利率同降 2.23pp 至 64.82%，同时由期间费用率受销售费用增加影响同比增加 0.9pp 至 42.95%，但受益资产减值损失同比减少以及其他收益同比增加，营业利润仍有 7.1%的增长，归母净利增幅也达到 11.0%至 8916 万元。周转方面，应收账款及存货同比增长 15%/19%，快于营业收入增长，周转有小幅放缓，也受到周转放缓的影响，经营性现金流同比下降 30%至 9265 万元。
- **盈利预测及投资建议：**2019 年，公司主品牌歌力思计划新开店 30 家（其中 10 家为下沉至三四线城市的亲民线），Ed Hardy 主要着力提升主系列单店效率，X 系列门店有继续开店的可能；Laurel/IRO/VT/Knott 计划新开店 12/8/5/2 家。作为品牌矩阵规划清晰的多品牌时尚集团持续看好，预计 19/20/21 年归母净利同增 21.0%/20.5%/20.0%至 4.4/5.3/6.4 亿元，PE 13/11/9X，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)	17.23
一年最低/最高价	14.70/26.18
市净率(倍)	2.39
流通 A 股市值(百万元)	5609.13

基础数据

每股净资产(元)	7.20
资产负债率(%)	23.00
总股本(百万股)	332.69
流通 A 股(百万股)	325.54

相关研究

- 1、《歌力思 (603808)：Q3 发展稳健，回购彰显管理层信心》
2018-10-30
- 2、《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

表：歌力思主业务收入中各品牌季度经营情况拆分（单位：百万元）

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
主品牌 ELLASSAY	238.00	208.06	264.84	293.68	253.28
yoy	17.60%	11.89%	2.20%	-6.64%	6.42%
成本	69.24	58.67	76.20	87.62	77.98
毛利率	70.91%	71.80%	71.23%	70.16%	69.21%
期末门店数-直营	161	159	157	159	160
期末门店数-分销	157	153	152	153	147
门店数	318	312	309	312	307
LAUREL	27.75	24.50	24.20	35.02	23.99
yoy	49.23%	8.37%	8.29%	2.42%	-13.55%
成本	4.91	4.02	4.79	8.10	4.47
毛利率	82.30%	83.59%	80.20%	76.87%	81.35%
期末门店数-直营	24	27	26	27	27
期末门店数-分销	6	8	9	10	12
门店数	30	35	35	37	39
Ed Hardy 及 Ed Hardy X	116.66	130.20	132.92	118.04	123.89
yoy	24.49%	28.19%	11.65%	-3.04%	6.19%
成本	32.14	35.55	44.30	42.20	42.05
毛利率	72.45%	72.70%	66.68%	64.25%	66.06%
期末门店数-直营	22	22	25	28	26
期末门店数-分销	129	143	142	153	154
门店数	151	165	167	181	180
IRO	145.73	97.82	168.85	154.65	160.96
yoy		0.73%	-0.52%	21.11%	10.45%
成本	60.96	29.80	39.38	64.19	58.62
毛利率	58.17%	69.54%	76.68%	58.49%	63.58%
期末门店数-直营	36	36	47	49	51
门店数（全直营）	36	36	47	49	51
VIVIENNE TAM	0.79	1.88	3.46	3.83	4.39
成本	0.36	0.51	1.40	1.06	1.44
毛利率	54.11%	72.66%	59.46%	72.23%	67.15%
期末门店数-直营	1	3	7	12	13
期末门店数-分销			1	1	1
门店数	1	3	8	13	14

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表：歌力思品牌服装收入线上线下单季度表现（单位：百万元）

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
线上收入	21.18	24.04	23.28	34.15	21.39
YOY	90.35%	6.62%	10.64%	-9.89%	0.95%
毛利率	47.54%	59.17%	56.16%	50.91%	26.19%
线下收入	507.76	438.43	570.99	570.07	545.12
YOY	67.27%	13.97%	3.97%	1.75%	7.36%

毛利率	69.18%	72.91%	72.72%	67.34%	69.04%
合计	528.94	462.47	594.27	604.22	566.51
YOY	68.09%	13.56%	4.21%	1.01%	7.10%
毛利率	68.31%	72.21%	72.05%	66.43%	67.42%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表：歌力思品牌服装业务分渠道单季度表现（单位：百万元）

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
直营收入	288.479	280.981	290.055	401.30	326.54
YOY	46.83%	7.87%	14.29%	12.40%	13.19%
毛利率	72.86%	72.15%	73.96%	71.87%	70.07%
加盟收入	240.46	181.49	304.22	202.91	239.97
YOY	103.41%	23.67%	-3.87%	-15.85%	-0.21%
毛利率	62.85%	72.31%	70.24%	55.63%	63.82%
合计	528.94	462.47	594.27	604.22	566.51
YOY	68.09%	13.56%	4.21%	1.02%	7.10%
毛利率	68.31%	72.21%	72.05%	66.43%	67.42%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

45.8590	44.1790	60.4780	95.6918	56.1146
84.42%	45.44%	89.38%	26.62%	22.36%

表：歌力思季度数据拆分（单位：百万元）

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业收入	574.80	506.65	654.75	699.91	622.62
YOY	69.28%	15.77%	8.73%	3.89%	8.32%
营业成本	189.39	149.02	194.96	241.10	219.02
毛利润	385.41	357.63	459.79	458.81	403.60
YOY	56.12%	13.97%	14.45%	1.77%	4.72%
毛利率	67.05%	70.59%	70.22%	65.55%	64.82%
期间费用	241.75	253.71	261.05	293.28	267.39
YOY	67.59%	16.37%	11.08%	10.26%	10.61%
期间费用率	42.06%	50.08%	39.87%	41.90%	42.95%
销售费用	169.14	171.20	182.69	207.43	204.69
销售费用率	29.43%	33.79%	27.90%	29.64%	32.88%
管理费用	58.57	54.50	55.73	70.58	37.87
管理费用率	10.19%	10.76%	8.51%	10.08%	6.08%
研发费用	19.17	24.54	22.58	13.15	23.66
研发费用率	3.33%	4.84%	3.45%	1.88%	3.80%
财务费用	-5.13	3.47	0.05	2.12	1.18
财务费用率	-0.89%	0.68%	0.01%	0.30%	0.19%
资产减值损失	7.04	-0.49	34.27	12.54	-3.59
YOY	-41.24%	-113.73%	36.26%	-0.86%	-150.95%
投资净收益	0.73	-0.83	-0.11	2.24	1.28
其他收益	0.93	0.95	12.37	4.79	6.05
营业利润	132.29	101.42	171.15	153.01	141.62

YOY	52.32%	13.85%	30.23%	-14.76%	7.05%
加：营业外收入	0.13	0.16	0.54	1.92	0.66
减：营业外支出	1.70	0.14	1.45	-0.68	0.03
利润总额	130.73	101.44	170.24	155.61	142.25
YOY	52.35%	15.54%	30.36%	-10.48%	8.81%
减：所得税	34.49	12.45	33.93	37.81	37.52
所得税率	26.38%	12.27%	19.93%	24.30%	26.38%
净利润	96.24	88.99	136.32	117.80	104.73
YOY	41.45%	26.69%	31.27%	4.83%	8.82%
净利率	16.74%	17.56%	20.82%	16.83%	16.82%
归母净利	80.32	81.14	106.75	96.80	89.16
YOY	33.18%	31.40%	33.22%	-3.32%	11.01%
资产负债表					
应收账款	270.98	241.53	332.73	370.64	311.91
YOY	75.54%	9.26%	12.83%	9.75%	15.10%
存货	410.47	458.89	514.36	524.50	489.30
YOY	70.33%	20.65%	30.30%	23.99%	19.21%
现金流量表					
经营活动产生的现金流量净额	132.94	45.98	82.66	148.83	92.65
YOY	113.80%	-42.87%	-30.04%	-25.47%	-30.31%
销售商品、提供劳务收到的现金	704.45	603.15	632.60	742.37	724.18
YOY	74.87%	13.90%	4.00%	35.22%	2.80%
购买商品、接受劳务支付的现金	229.58	188.21	250.85	133.05	258.82
YOY	111.52%	15.59%	10.07%	-349.85%	12.74%
投资活动产生的现金流量净额	52.29	5.95	-168.45	-1.70	-81.39
筹资活动产生的现金流量净额	17.26	-76.34	-54.11	-197.10	-34.74
现金及现金等价物净增加额	199.64	-23.08	-135.84	-53.61	-31.03

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)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1813.2	2094.4	2631.8	3333.7	营业收入	2436.1	2901.7	3388.7	3948.0
现金	641.3	897.0	1252.1	1645.2	营业成本	774.5	954.9	1123.9	1321.8
应收款项	370.6	467.0	506.2	623.1	营业税金及附加	22.5	26.1	30.5	35.5
存货	524.5	680.7	802.3	1005.1	销售费用	730.5	861.8	1006.4	1152.8
其他	276.7	49.7	71.2	60.3	管理费用	239.4	290.2	325.3	363.2
非流动资产	1847.7	1676.2	1595.2	1501.0	财务费用	0.5	(9.0)	(12.5)	(16.5)
长期股权投资	97.7	97.7	97.7	97.7	投资净收益	2.0	5.0	5.4	4.4
固定资产	200.6	176.9	151.8	124.6	其他	112.9	131.8	154.7	180.9
无形资产	704.8	615.4	546.1	476.7	营业利润	557.9	650.9	765.8	914.7
其他	844.5	786.1	799.7	802.0	营业外净收支	0.2	2.9	2.8	2.0
资产总计	3660.8	3770.5	4226.9	4834.7	利润总额	558.0	653.8	768.6	916.7
流动负债	762.5	777.0	866.0	1037.7	所得税费用	118.7	163.5	192.1	229.2
短期借款	0.0	50.0	51.0	51.0	少数股东损益	74.3	48.5	44.0	48.9
应付账款	161.6	226.3	241.1	310.2	归属母公司净利润	365.0	441.8	532.4	638.7
其他	600.9	500.7	573.9	676.5	EBIT	691.8	794.8	933.0	1110.2
非流动负债	225.8	17.0	18.0	18.5	EBITDA	744.1	897.4	1037.7	1216.9
长期借款	47.8	0.0	0.0	0.0					
其他	178.0	17.0	18.0	18.5					
负债总计	988.3	794.0	884.0	1056.2	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	341.2	389.8	433.8	482.6	每股收益(元)	1.08	1.33	1.60	1.92
归属母公司股东权益	2331.3	2586.8	2909.2	3295.9	每股净资产(元)	6.92	7.78	8.74	9.91
负债和股东权益总计	3660.8	3770.5	4226.9	4834.7	发行在外股份(百万股)	337.0	332.7	332.7	332.7
					ROIC(%)	20.0%	19.7%	20.6%	21.7%
					ROE(%)	18.2%	18.3%	19.2%	20.0%
					毛利率(%)	68.2%	67.1%	66.8%	66.5%
					EBIT Margin(%)	28.4%	27.4%	27.5%	28.1%
					销售净利率(%)	15.0%	15.2%	15.7%	16.2%
					资产负债率(%)	27.0%	21.1%	20.9%	21.8%
					收入增长率(%)	18.7%	19.1%	16.8%	16.5%
					净利润增长率(%)	20.7%	21.0%	20.5%	20.0%
					P/E	15.7	13.0	10.8	9.0
					P/B	2.46	2.22	1.97	1.74
现金流量表 (百万元)									
	2018	2019E	2020E	2021E					
经营活动现金流	410.4	403.6	644.1	701.6					
投资活动现金流	(111.9)	175.9	70.1	96.0					
筹资活动现金流	(310.3)	(323.9)	(359.1)	(404.4)					
现金净增加额	(12.9)	255.7	355.1	393.1					
折旧与摊销	52.3	102.6	104.6	106.7					
资本开支	74.0	10.1	10.1	10.1					
营运资本变动	(189.2)	(79.9)	(67.9)	(138.2)					

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>