

2019年07月12日

歌力思 (603808.SH)

深度分析

多品牌布局，中高端女装集团乘风破浪

投资要点

- ◆ **定位中高端女装，构筑品牌矩阵：**歌力思品牌于1996年由实控人之一夏国新创立，公司2015年上市。目前公司旗下拥有主品牌 ELLASSAY、轻奢女装品牌 LAUREL、潮牌 Ed Hardy、法式街头风格品牌 IRO，以及设计师品牌 VIVIENNE TAM、JeanPaulKnott。2018年公司主品牌位居国内中高端女装综合市占率第一名。
 - ◆ **多品牌成为中高端女装发展方向：**已私有化的宝国国际，零售营收在2012年左右达到近20亿元，市场风格转变等因素使14、15年收入下滑，2017年回升至20亿元。国内典型中高端女装公司中，主品牌玖姿、朗姿、DAZZLE等品牌等增速均有所放缓。单一品牌发展存在瓶颈，多品牌战略成为中高端女装公司的发展方向。
 - ◆ **各品牌均在相关领域内具有一定知名度：**主品牌 ELLASSAY 荣获2018年国内中高端女装综合市占率第一名。LAUREL 原为德国奢侈品牌 ESCADA 旗下副牌。Ed Hardy 受到年轻群体和明星的欢迎，特别是好莱坞明星。法国设计师品牌 IRO 在美国、德国、英国、西班牙、丹麦、韩国等多个国家和地区均取得良好的发展。VIVIENNE TAM 部分作品被纽约大都会艺术博物馆、伦敦维多利亚和阿尔伯特博物馆等组织收藏。
 - ◆ **多品牌贡献公司业绩增长：**2019Q1 公司 ELLASSAY 品牌营收占比下降至41%，另有 IRO 占营收26%，Ed Hardy 占营收20%。2018年，ELLASSAY、LAUREL、Ed Hardy 营收分别增长4%、14%、14%，另有全年并表推动 IRO 营收增长44%。多品牌贡献增速，推动歌力思营收规模持续增长。
 - ◆ **并购百秋贡献业绩增长：**2015年至2018年，百秋网络营收年复合增速约69%，净利润年复合增速约41%。2018年百秋网络收入、利润分别约为公司营收、净利润的9%、14%。2018年，公司制定全球服务战略，2018年双11，东南亚分公司奠定东南亚代运营龙头地位。国内及海外电商代运营市场持续扩张，百秋凭借现有品牌合作优势，有望取得快于公司服装业务的增长。
 - ◆ **投资建议：**2018年歌力思主品牌综合市占率第一，多品牌差异化定位，共同推动业绩增长。2019Q1 主品牌增速环比回升。短期看，瑞表或预示高端消费有所回暖，公司有望实现业绩增速回升。长期看，公司各服装品牌具有明确定位、战略及较好知名度，百秋稳步推进东南亚及全球扩张战略，良好经营管理或将推动公司业绩稳健增长。
- 我们预测公司2019年至2021年每股收益分别为1.31、1.58和1.85元。净资产收益率分别为16.0%、17.0%和17.5%。目前歌力思估值处于历史低位及可比公司低位，估值或存提升空间，维持“买入-A”评级。
- ◆ **风险提示：**1. 宏观经济存在不确定性，或带动消费增速放缓；2. 行业销售增速放缓或致同店增长下滑；3. 公司各品牌门店外延或不及预期；4. 市场竞争及定价策略或使毛利率下滑；5. 收购品牌整合或不及预期；6. 收购形成商誉存在减值可能性。

纺织服装 | 大众品牌 III

投资评级

买入-A(维持)

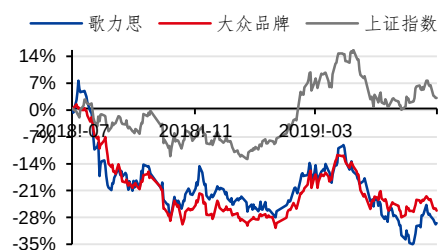
股价(2019-07-11)

14.28元

交易数据

总市值(百万元)	4,748.42
流通市值(百万元)	4,748.32
总股本(百万股)	332.52
流通股本(百万股)	332.52
12个月价格区间	13.54/22.68元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.07	-11.58	-35.26
绝对收益	2.8	-20.11	-30.22

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：业绩符合预期，多品牌持续增长
2019-04-27

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

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	2,874.0	3,361.5	3,876.5
同比增长(%)	81.4%	18.7%	18.0%	17.0%	15.3%
营业利润(百万元)	486.9	557.9	672.3	811.0	952.2
同比增长(%)	90.7%	14.6%	20.5%	20.6%	17.4%
净利润(百万元)	302.3	365.0	440.4	531.3	623.8
同比增长(%)	52.7%	20.7%	20.7%	20.6%	17.4%
每股收益(元)	0.91	1.10	1.31	1.58	1.85
PE	15.7	13.0	10.9	9.1	7.7
PB	2.3	2.0	1.7	1.5	1.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、定位中高端女装，构筑品牌矩阵	6
（一）定位中高端女装，构筑品牌矩阵	6
（二）品牌及渠道持续扩张	7
（三）一季度增速环比回暖	8
二、女装稳步向好，高端消费或回暖	9
（一）国内女装规模稳步增长，市场较为分散	9
（二）日本 80 年代女装均价维持平稳	9
（三）瑞表出口中国双位数增长，高端消费或回暖	10
三、多品牌贡献歌力思规模增长	11
（一）多品牌推动中高端女装良性发展	11
（二）多品牌贡献歌力思规模增长	13
1. 主品牌 ELLASSAY 店均收入保持较快增速	14
2. Ed Hardy 补足潮牌风格	15
3. 法式简约街头风格品牌 IRO	16
4. LAUREL 店铺规模持续扩张	17
5. 其余品牌尚待发力	18
四、百秋电商客户拓展，助力公司规模增长	18
（一）百秋专注时尚领域电商及延伸服务	18
（二）百秋逐步开拓东南亚代运营市场	20
（三）并表百秋网络推动业绩增长	20
五、财务分析及盈利预测	22
（一）规模、利润率处于行业中游水平	22
（二）存货态势良好，跌价损失处于可比公司中游水平	23
（三）盈利预测及投资建议	24
六、风险提示	25

图表目录

图 1：歌力思部分历史沿革	6
图 2：歌力思各品牌服装风格示意图	7
图 3：歌力思各品牌门店数量（家）	8
图 4：歌力思直营加盟门店数量（家）	8
图 5：歌力思营业收入及其增长	8
图 6：歌力思归母净利润及其增长	8
图 7：歌力思季度营业收入及其增长	8
图 8：歌力思季度归母净利润及其增长	8
图 9：国内女装市场零售额预计稳步增长	9
图 10：服装子行业市场集中度情况	9
图 11：中国与日本城镇居民消费支出情况	10
图 12：日本 1980 年前后家庭月均消费支出及其增长	10
图 13：1980 年前后日本家庭年度女装消费量结构情况（件）	10
图 14：1980 年前后日本家庭女装分品类消费均价变动情况	10
图 15：国内消费者信心指数	11

图 16: 瑞表出口中国大陆金额及其增速	11
图 17: 宝姿母公司宝国国际零售业务营业收入	11
图 18: 国内典型中高端女装主品牌营业收入 (百万元)	11
图 19: 国内典型中高端女装主品牌营收占比	12
图 20: SMCP 分品牌营业收入 (百万欧元)	13
图 21: MaxMara 集团部分品牌示意图	13
图 22: Miroglio 集团旗下时装品牌	13
图 23: 公司各品牌营业收入情况 (百万元)	14
图 24: 公司各品牌毛利率情况	14
图 25: 歌力思品牌店铺形象示意图	14
图 26: 歌力思品牌门店数量	14
图 27: 歌力思品牌营业收入及其增长	15
图 28: 歌力思品牌店均收入及其增长	15
图 29: Ed Hardy 品牌风格示意图	15
图 30: Ed Hardy 品牌门店数量	15
图 31: Ed Hardy 品牌营业收入及其增长	16
图 32: IRO 品牌风格示意图	16
图 33: IRO 品牌门店数量	16
图 34: IRO 品牌营业收入及其增长	17
图 35: LAUREL 品牌风格示意图	17
图 36: LAUREL 品牌店铺数量	17
图 37: LAUREL 品牌营业收入及其增长	17
图 38: VIVIENNE TAM 品牌风格示意图	18
图 39: JEANPAULKNOTT 店铺风格示意图	18
图 40: VIVIENNE TAM 品牌门店数量	18
图 41: VIVIENNE TAM 品牌营业收入	18
图 42: 百秋网络历史客户情况	19
图 43: 百秋网络海外典型合作品牌	20
图 44: 百秋网络营业收入及其增长	21
图 45: 百秋网络归母净利及其增长	21
图 46: 百秋网络净利率情况	21
图 47: 2018 年歌力思及百秋电商收入利润规模 (百万元)	21
图 48: 品牌电商代运营市场规模估计	21
图 49: 可比公司营业收入 (百万元)	22
图 50: 可比公司归母净利 (百万元)	22
图 51: 可比公司毛利率情况	22
图 52: 可比公司净利率情况	22
图 53: 歌力思存货及其占营收比例	23
图 54: 可比公司存货周转率情况	23
图 55: 歌力思资产减值损失及其占营收	23
图 56: 可比公司资产减值损失占营收比例	23
图 57: 可比公司存货跌价损失占营收比例	24
图 58: 歌力思历史估值情况	25
表 1: 歌力思品牌矩阵	6

表 2: 其他国内典型中高端女装品牌多品牌构筑情况	12
表 3: 百秋网络典型品牌合作案例	19
表 4: 歌力思营业收入预测表	24
表 5: 可比公司估值一览表	25

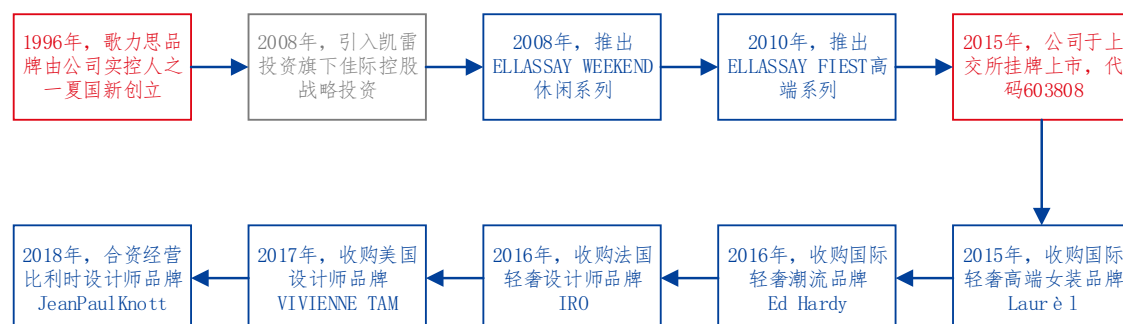
一、定位中高端女装，构筑品牌矩阵

（一）定位中高端女装，构筑品牌矩阵

歌力思品牌于1996年创立，公司（603808.SH）2015年上市。2018年公司主品牌位居国内中高端女装综合市占率第一名。

2015年来公司品牌外延扩张，收购Laurèl、Ed Hardy、IRO、VIVIENNE TAM等中高端女装品牌。在中高端女装定位中，各品牌存在差异化，且具有一定知名度。品牌外延拓宽消费人群，品牌间在渠道及信息系统等后台形成有效协同。

图1：歌力思部分历史沿革



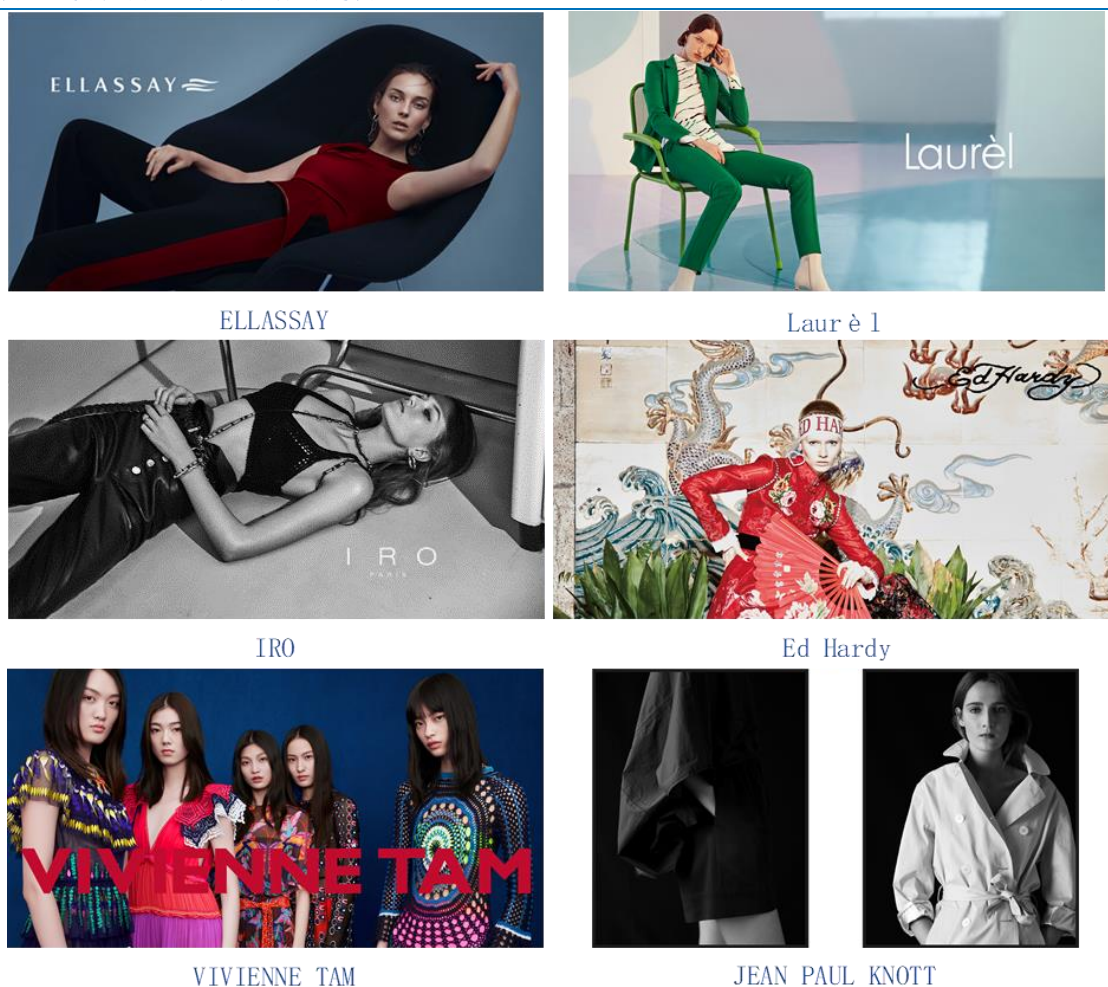
资料来源：招股说明书，公司公告，华金证券研究所

表1：歌力思品牌矩阵

品牌名称	创立年份	创立国家	加入年份	加入方式	所有权	品牌定位	品牌风格	品牌成就
ELLASSAY	1996	中国	/	自创	全球	中国高端女装品牌	优雅、时尚及完美品质的现代都市风格	2018年国内高端女装综合市占率第一
Laurèl	1978	德国	2015	收购	中国大陆	国际轻奢高端女装品牌	面向严禁、积极、自信的女性客群	原奢侈品牌ESCADA旗下副牌
Ed Hardy	2004	美国	2016	收购	大中华区	国际轻奢潮流品牌	面向独特、个性的高端消费群体	受到年轻群体和明星的追捧
IRO	2010	法国	2016	收购	全球	法国轻奢设计师品牌	街头情怀的法式简约风格	受到明星和时尚人士欢迎
VIVIENNE TAM	1994	美国	2017	收购	中国大陆	美国设计师品牌	结合美国及中国文化元素，融合都市与古典风格	
JeanPaulKnott	2000	比利时	2018	合资经营	大中华区	比利时设计师品牌	轻盈优雅的冷淡中性风	

资料来源：招股说明书，公司公告，华金证券研究所

图 2：歌力思各品牌服装风格示意图



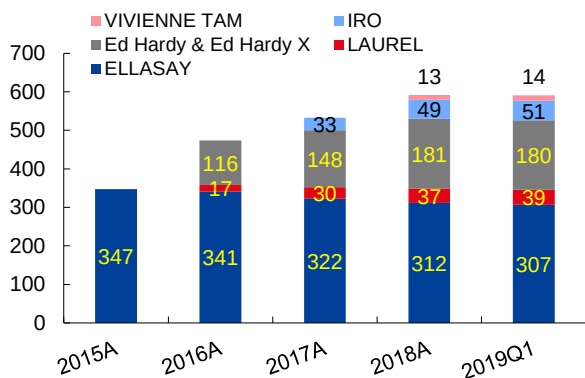
资料来源：公司官网，品牌官网，华金证券研究所

（二）品牌及渠道持续扩张

2015 年来，歌力思公司品牌及渠道持续扩张。截止 2019Q1，歌力思主品牌、LAUREL、Ed Hardy、IRO、VIVIENNE TAM 各有 307 家、39 家、180 家、51 家、14 家，分别占比 52%、6.5%、30%、8.6%、2.4%。

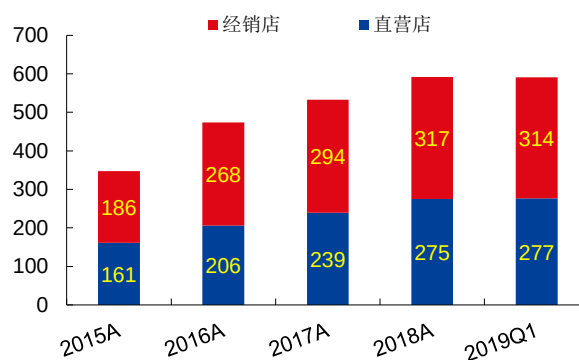
目前歌力思直营店经销店各半。直营、经销店占比分别为 47%、53%。

图 3：歌力思各品牌门店数量（家）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：歌力思直营加盟门店数量（家）



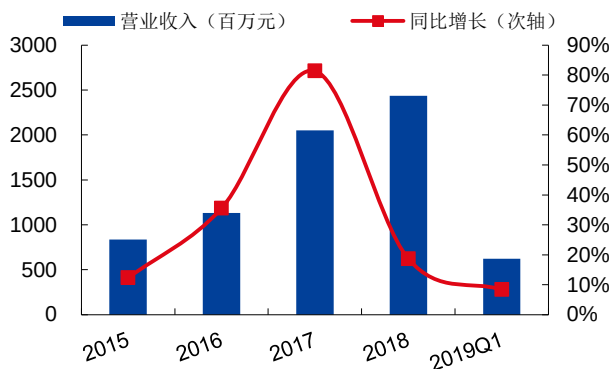
资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）一季度增速环比回暖

品牌及渠道扩张推动公司规模快速提升。2018 年，歌力思取得营业收入与 24.36 亿元，归母净利润 3.65 亿元。2015 年至 2018 年，公司实现营业收入年复合增速 43%，实现归母净利润 32%。

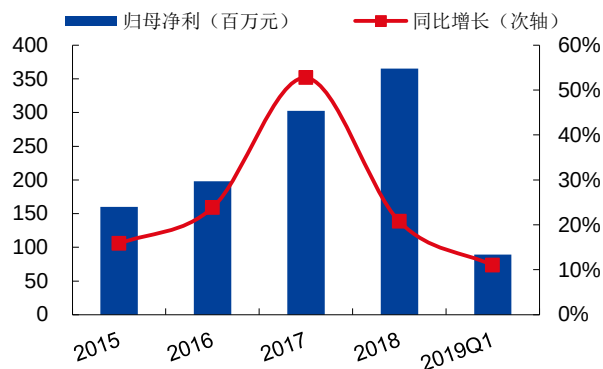
2019Q1 季度增速环比回升。2018Q4，受消费增速放缓及暖冬影响，歌力思季度增速放缓，营收增长 4%，净利润下降 3%。2019Q1，公司季度增速明显回升，营收净利分别增长 8%、11%。

图 5：歌力思营业收入及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：歌力思归母净利润及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：歌力思季度营业收入及其增长

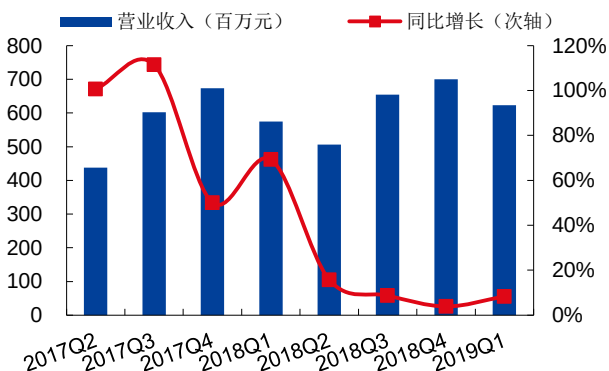
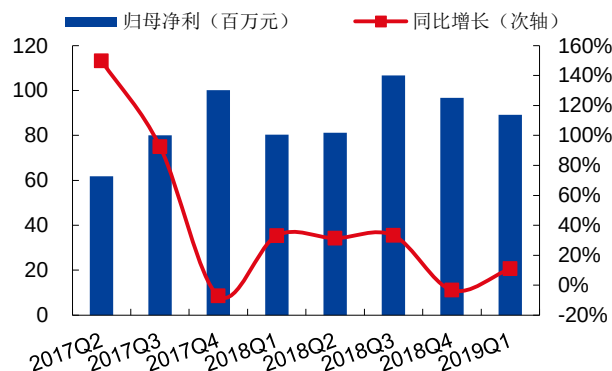


图 8：歌力思季度归母净利润及其增长



资料来源: Wind, 华金证券研究所

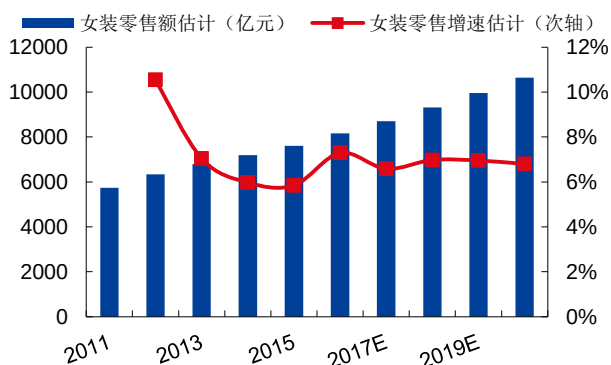
资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、女装稳步向好，高端消费或回暖

（一）国内女装规模稳步增长，市场较为分散

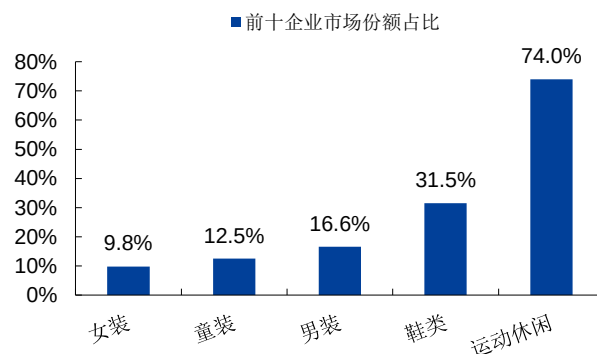
女装占据服装市场半壁江山，个性化需求使女装市场较为分散。女装是我国服装的重要品类，持续占据超 50% 的市场份额。Euromonitor 数据显示，2017 年女装市场零售额约占整体服装零售额的 56%，且 2021 年女装市场规模有望达近 1.1 万亿元，2017 年至 2021 年的年复合增速约为 4.4%。由于女性对服装具有更加个性化的需求，不同风格、不同定位的品牌服装均可分割部分市场，女装呈现较为分散的市场格局。据前瞻研究院，女装市场销售额前十企业的市占率仅为 9.8%，较童装的 12.5% 与男装的 16.6% 更低。从价格带来看，大众女装市场较中高端女装市场更加分散。据智研咨询与百度文库，2016 年大众女装 CR10 约为 8.3%，2015 年高端女装 CR10 约为 9.5%。

图 9：国内女装市场零售额预计稳步增长



资料来源: EMIS, Euromonitor, 华金证券研究所

图 10：服装子行业市场集中度情况



资料来源: 前瞻研究院, 华金证券研究所

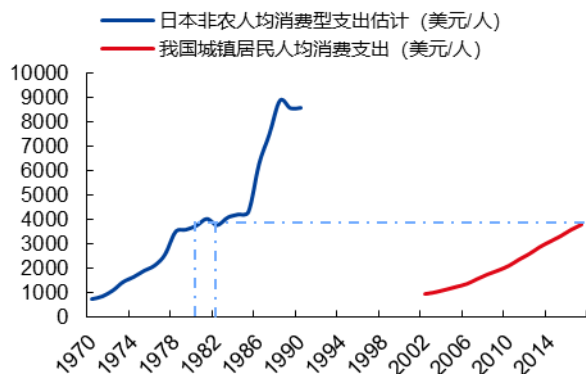
（二）日本 80 年代女装均价维持平稳

与目前中国经济背景最相似的日本经济时段，可能是 1980 年代初期。首先是 1980 年代初期的日本非农人均消费支出与 2017 年我国城镇居民人均消费支出类似，均位于 4000 美元左右。

其次是这一时段内日本 GDP 正处于由 10% 增长的平台下降至 6% 增长的平台阶段中。1975 年至 1980 年，日本持续录得 10% 左右的 GDP 增长，1982 年至 1990 年，日本的 GDP 增速均在 6% 左右波动，1980 年代初期的日本，正处于 GDP 增速由 10% 下降至 6% 的过程中，这与我国目前的 GDP 情况类似，由较高增速放缓至中等增速。

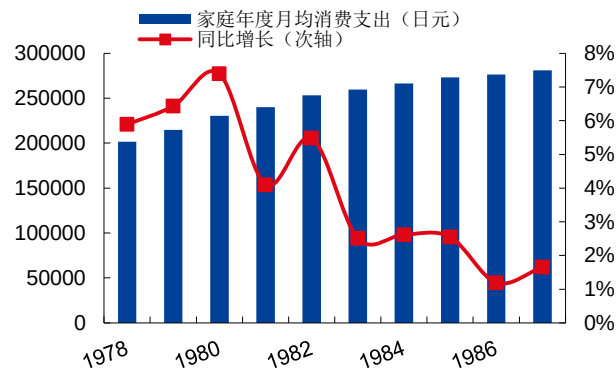
类似的消费水平，以及相似的经济增速放缓背景，日本 1980 年代左右的消费表现或对中国未来的消费趋势具有参考价值。

图 11：中国与日本城镇居民消费支出情况



资料来源：Wind，国家统计局，日本内阁府，华金证券研究所

图 12：日本 1980 年前后家庭月均消费支出及其增长

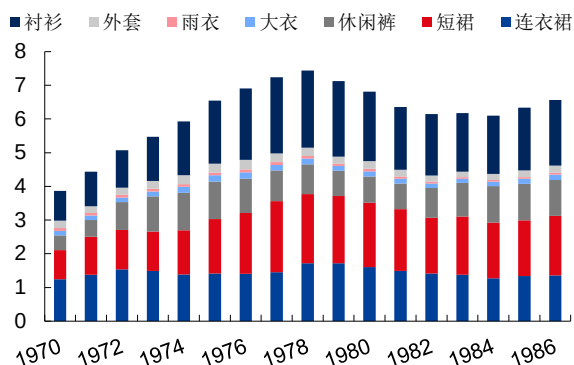


资料来源：日本总务省，华金证券研究所

日本类似经济时段的女装消费量随经济增长波动，市场需求具有较大的弹性。女装市场的表现与经济增长明显相关，消费量随经济增速变化而呈现明显的趋势性变化，市场需求具有较大弹性。（1）在日本 GDP 双位数增长的 1970 年至 1978 年，日本家庭年度女装消费量接近翻倍，年复合增速达 8.5%。（2）在 GDP 增速由 10% 下降至 6% 左右的 1979 年至 1982 年，家庭女装消费量明显下滑，年复合增速达 -4.6%。（3）在 GDP 持续维持 6% 左右增长的 1983 年至 1986 年，女装消费量基本稳定。

另外在价格结构方面，剔除纺织服装价格因素后，日本家庭年度女装消费均价未出现明显的趋势性变化。

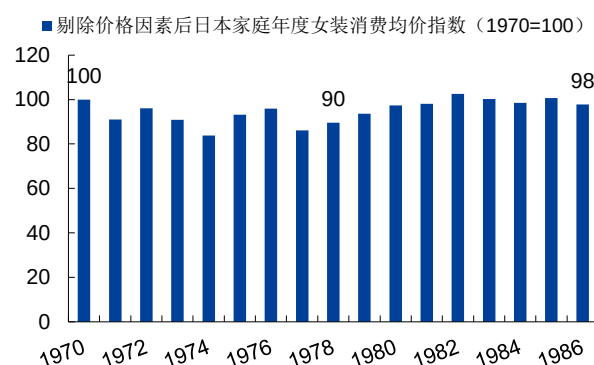
图 13：1980 年前后日本家庭年度女装消费量结构情况（件）



资料来源：日本总务省，华金证券研究所

注：由该时段内口径统一的子品类推算

图 14：1980 年前后日本家庭女装分品类消费均价变动情况



资料来源：日本总务省，华金证券研究所

注：已剔除纺织服装消费者价格指数，由该时段内口径统一的子品类推算

（三）瑞表出口中国双位数增长，高端消费或回暖

近期国内消费者信心或有回升。2018 年 5 月中国经济增速放缓以来，消费者信心指数下行。2018 年 11 月以来，消费旺季及年末促销推动消费信心提升。消费信心回升延续至 2019 年 4 月，目前消费信心或有所回暖。

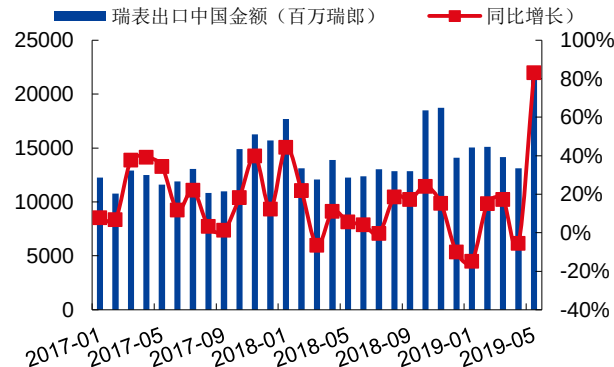
瑞表出口中国大陆增速回升，高端消费或存回暖趋势。瑞士手表为高端、奢侈消费品之一。2019年2月、3月及合并后的4月和5月，瑞表出口中国金额分别增长15%、17%、36%。瑞表出口中国大陆基本延续双位数增长，国内高端消费或存回暖趋势。

图 15：国内消费者信心指数



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

图 16：瑞表出口中国大陆金额及其增速



资料来源：Wind，瑞士钟表工业联合会，华金证券研究所

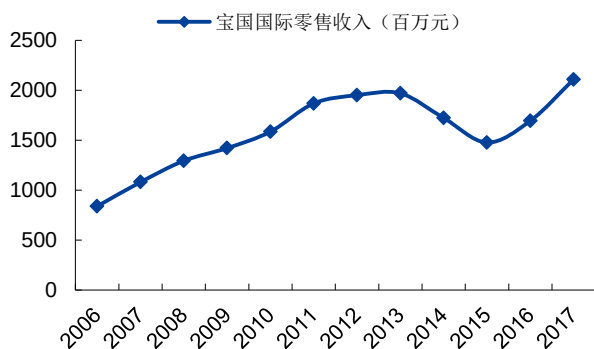
三、多品牌贡献歌力思规模增长

（一）多品牌推动中高端女装良性发展

中高端女装市场分散，消费个性化。据百度文库，2015年，中国中高端女装CR10约为9.5%，市场较为分散。中高端女装市场分散，源于高端消费个性化趋势明显，消费者偏好风格均有所差异，单一品牌不能满足消费者的多样化需求。

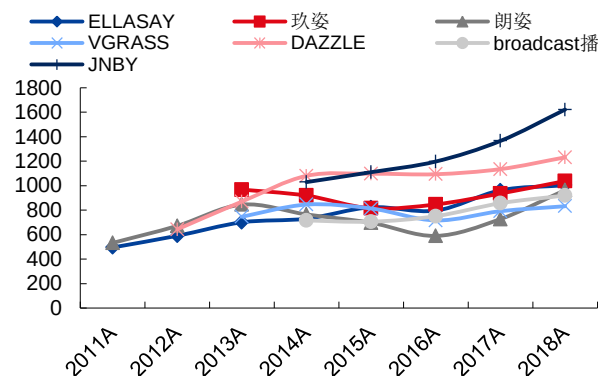
单一品牌存在发展瓶颈，多品牌成为中高端女装发展方向。已私有化的宝姿国际，零售营收在2012年左右达到近20亿元，市场风格转变等因素使14、15年收入下滑，2017年回升至20亿元。国内典型中高端女装公司中，主品牌玖姿、朗姿、DAZZLE等品牌增速均有所放缓。单一品牌发展存在瓶颈，多品牌战略成为中高端女装公司的发展方向。

图 17：宝姿母公司宝姿国际零售业务营业收入



资料来源：宝姿国际公司公告，华金证券研究所

图 18：国内典型中高端女装主品牌营业收入（百万元）



资料来源：各公司公告，华金证券研究所

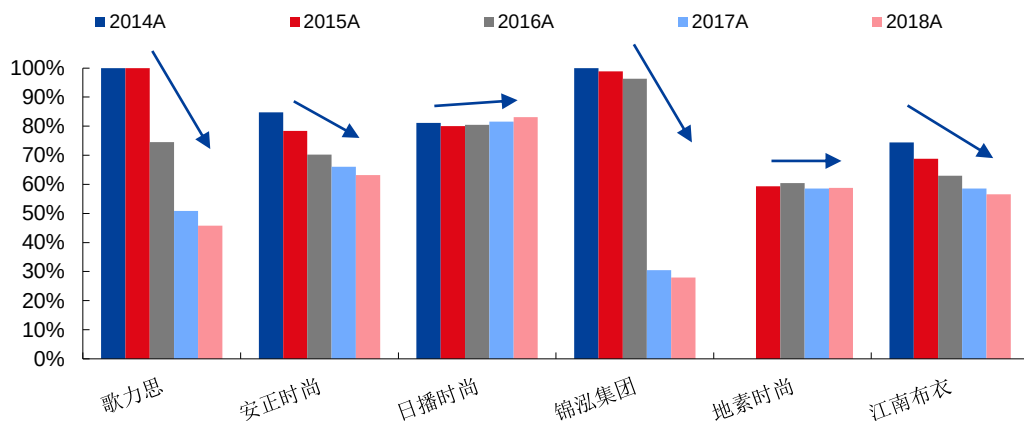
国内中高端女装进行多品牌布局。国内高端女装公司通过自行创立，对外并购取得品牌差异化品牌延伸，覆盖更多消费人群。多品牌布局后，近年来多数公司主品牌营收占比下降。其中日播时尚、地素时尚主营业务营收占比没有明显下降，主要源于两公司多品牌布局较早，2014年后没有明显的并购，建立的新品牌体量较小。

表 2：其他国内典型中高端女装品牌多品牌构筑情况

公司	旗下品牌	品牌定位	自创或购入	品牌建立 (购入) 时间
安正时尚	玖姿	35-45 岁的成熟女性	自创	2001 年
	尹默	28-35 岁，经济独立、追求自我形象的都市成熟女性	自创	2008 年
	安正	28-47 岁，追求事业成就、高品质生活及时尚品味的都市成熟男士	自创	2012 年
	摩萨克	25-35 岁	购入	2014 年
	斐娜晨	25-32 岁	购入	2014 年
	安娜寇	20-35 岁，独立、自信的都市女性	自创	2017 年
日播时尚	broadcast 播	25-35 岁的热爱时尚与艺术的都市职业女性	自创	2002 年
	PERSONAL POINT	意志坚定，具有内省精神，真诚表达个人观点的年轻女性	自创	2007 年
	CRZ	具有乐观、本真、趣味的生活态度的千禧一代	自创	2008 年
地素时尚	DAZZLE	中高端时装，25-40 岁追求时尚与艺术的都市女性	自创	2005 年
	DIAMOND DAZZLE	高端时装，30-45 岁追求高端、精致、时尚生活的优雅女性	自创	2010 年
	d'zzit	中端潮流女装，18-35 岁独立个性，具有颠覆和创新思维的潮流引领者	自创	2011 年
	RAZZLE	25-40 岁，善于表达个性和时尚主张的男性	自创	2017 年
锦泓集团	VGRASS	70、80 后的企业中高层、公职人员、高级白领及私营业主等	自创	2003 年
	元先	中国元素奢侈品，文物复制、艺术品和场合服饰产品条线	购入	2015 年
	TEENIE WEENIE	追求时尚而又有气质的年轻人	购入	2017 年
江南布衣	JNBY	独立自我、善于求新、中性浪漫、优雅并存的 25-40 岁青年女性	自创	1999 年
	速写	30-45 岁追求穿衣乐趣的男性	自创	2005 年
	jnby by JNBY	3-10 岁的儿童	自创	2011 年
	less	30-45 岁独立、理性、热衷于简约生活的新一代职场女性	购入	2011 年
	蓬马	6-14 岁，处在“自我探索期”和“半自治期”的少年	自创	2016 年
	JNBY HOME	用积极自由的心境追求高品质生活的人	自创	2016 年

资料来源：各公司公告，华金证券研究所

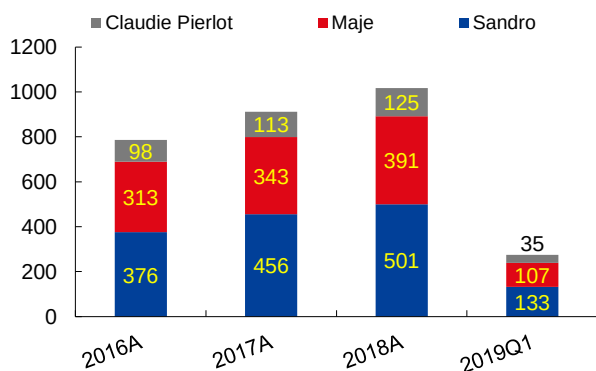
图 19：国内典型中高端女装主品牌营收占比



资料来源：各公司公告，华金证券研究所

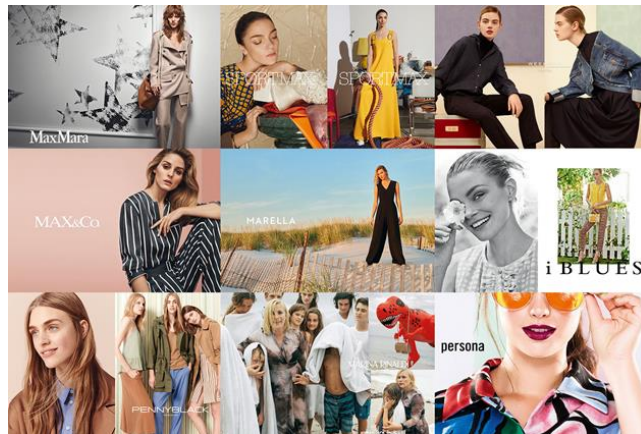
海外高端、奢侈女装公司也进行多品牌布局。SMCP SAS 旗下拥有 3 个女装品牌，Sandro、Maje、Claudie Pierlot，目前拟收购男装品牌 De Fursac。诞生于 1951 年的 MaxMara 集团是多品牌女装的代表之一，旗下拥有 MaxMara、I Blues、Marella、Weekend by MaxMara、Max&Co、Sportmax 等多个女装品牌。Miroglio 是服装与纺织的集团，旗下拥有 CARACTERE、MOTIVI、elena mirò 等 11 个时装品牌。

图 20：SMCP 分品牌营业收入（百万欧元）



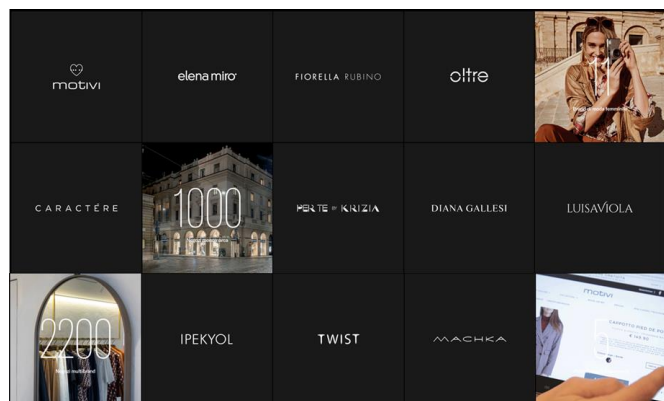
资料来源：SMCP 公司官网，华金证券研究所

图 21：MaxMara 集团部分品牌示意图



资料来源：MaxMara 集团官网，华金证券研究所

图 22：Miroglio 集团旗下时装品牌



资料来源：Miroglio 时装官网，华金证券研究所

（二）多品牌贡献歌力思规模增长

歌力思的品牌扩张始于 2015 年。公司于 2015 年收购轻奢女装 LAUREL、2016 年收购潮牌 Ed Hardy，2017 年收购法式街头风格 IRO 及设计师品牌 VIVIENNE TAM，2018 年引入设计师品牌 JeanPaulKnott。

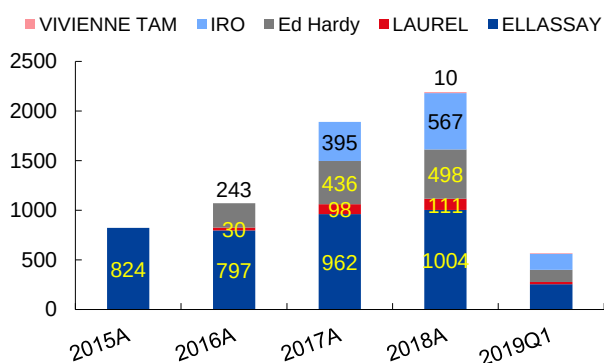
各品牌均在相关领域内具有一定知名度。主品牌 ELLASSAY 荣获 2018 年国内高端女装综合市场占有率第一名，已成为国内高端女装主导品牌。LAUREL 原为德国奢侈品牌 ESCADA 旗下副牌，1000 多家门店覆盖 30 多个国家和地区。2004 年成立的 Ed Hardy 受到年轻群体和明星的欢迎，特别是好莱坞明星的欢迎，据百度百科，Michael Jackson、Brittany Spears、Paris Hilton 等人均对 Ed Hardy 持欢迎态度。法国设计师品牌 IRO 在美国、德国、英国、西班牙、丹麦、韩国等

多个国家和地区均取得良好的发展。美国华裔设计师同名品牌 VIVIENNE TAM，将中华文化与现代设计融为一体，部分作品被纽约大都会艺术博物馆、伦敦维多利亚和阿尔伯特博物馆等组织收藏。

多品牌推动公司规模增长。2019Q1 公司 ELLASSAY 品牌营收占比下降至 41%，另有 IRO 占营收 26%，Ed Hardy 占营收 20%。2018 年，ELLASSAY、LAUREL、Ed Hardy 营收分别增长 4%、14%、14%，另有全年并表推动 IRO 营收增长 44%。多品牌贡献增速，推动歌力思营收规模持续增长。

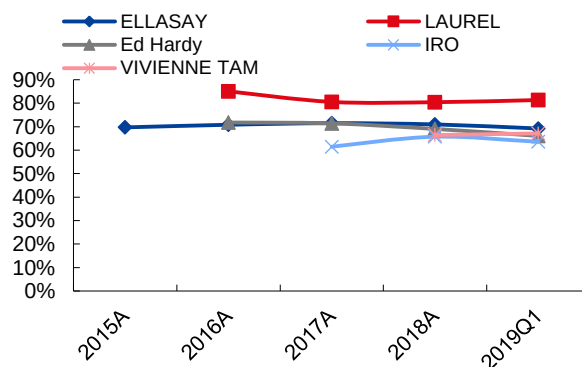
多数品牌毛利率保持 60%~70%。公司多数品牌毛利率保持在 60%~70%，毛利率与其余中高端女装品牌类似。LAUREL 品牌定位轻奢，目前体量较小，毛利率约为 80%。

图 23：公司各品牌营业收入情况（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 24：公司各品牌毛利率情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

1. 主品牌 ELLASSAY 店均收入保持较快增速

主品牌 ELLASSAY 取得国内高端女装综合市占率第一。ELLASSAY 创立于 1996 年，定位优雅、时尚及完美品质的现代都市风格，在国内享有较高知名度及美誉度。据中华全国商业信息中心，ELLASSAY 品牌为 2018 年高端女装市场综合市占率第一名。

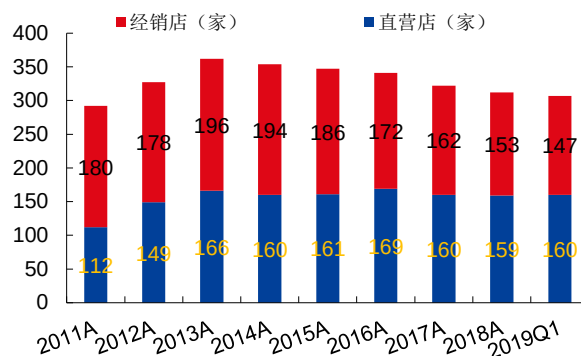
品牌门店持续调整。公司品牌门店持续调整，由 2013 年的 362 家降至 2019Q1 的 307 家。其中品牌直营店数量保持在 160 家左右，经销店数量持续下降。

图 25：歌力思品牌店铺形象示意图



资料来源：品牌官网，华金证券研究所

图 26：歌力思品牌门店数量

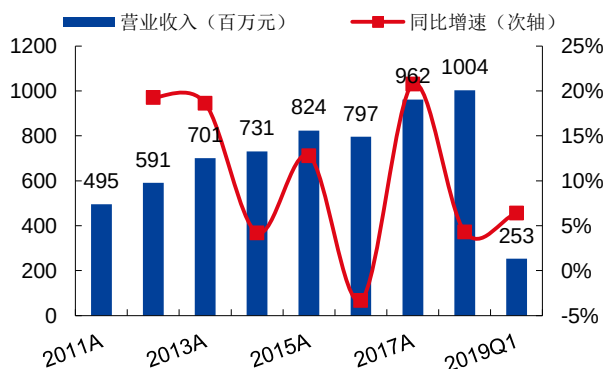


资料来源：公司公告，华金证券研究所

终端销售稳步增长。2015年至2018年，ELLASSAY 营收实现年复合增速约 7%。门店调整使营收增速低于店均增速。2018 年 ELLASSAY 店均收入增长近 8%。其中 2018 年直营店店均销售额同比增近 11%。

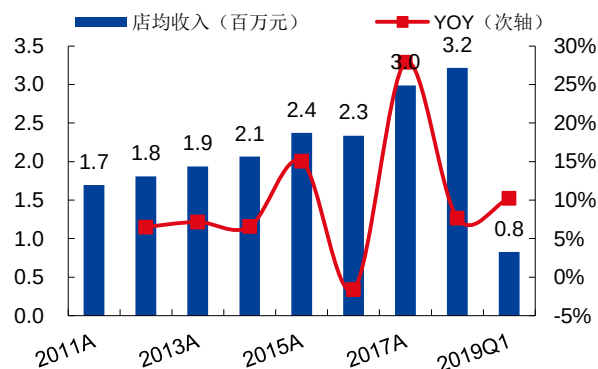
2019Q1 增速有所回暖。2019Q1，ELLASSAY 品牌实现营收增长 6.4%。增速较 2018Q3、Q4 的 2.2%、-7.0% 明显回暖。2019Q1 店均收入重回双位数增长。未来，主品牌有望凭借良好的品牌、经营管理优势，取得稳健的业绩增长。

图 27：歌力思品牌营业收入及其增长



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 28：歌力思品牌店均收入及其增长



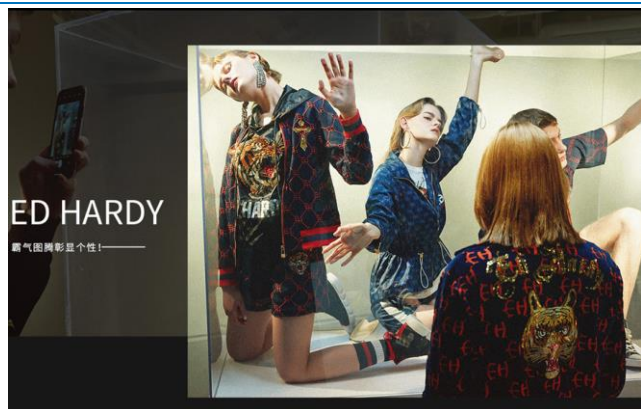
资料来源：公司公告，华金证券研究所

2. Ed Hardy 补足潮牌风格

国际潮流品牌 Ed Hardy 补足公司潮牌风格。Ed Hardy 是 2016 年收购的潮流品牌。该品牌经常使用刺绣、水洗、泼墨等技巧，营造出颓废而糜丽的感觉，结合飞鹰、猛虎、骷髅、恶魔等纹身图案，制作系列潮流时装。Ed Hardy 补足公司时尚潮流的品牌风格。

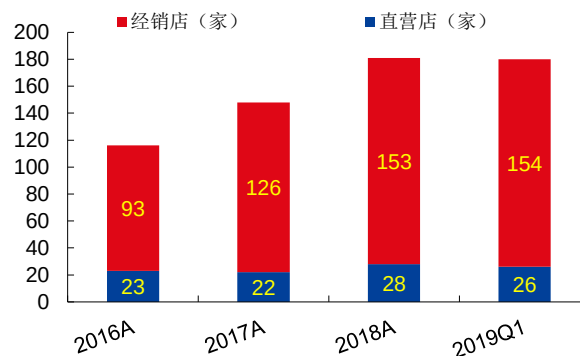
渠道扩张推动营收增长。2017 年，全年并表推动品牌营收增长近 80%。2018 年品牌终端门店增长 22%，推动营收增长 14%。2019Q1，Ed Hardy 营收增长 6%。未来，Ed Hardy 系列品牌将持续拓展各大城市核心商圈渠道。

图 29：Ed Hardy 品牌风格示意图



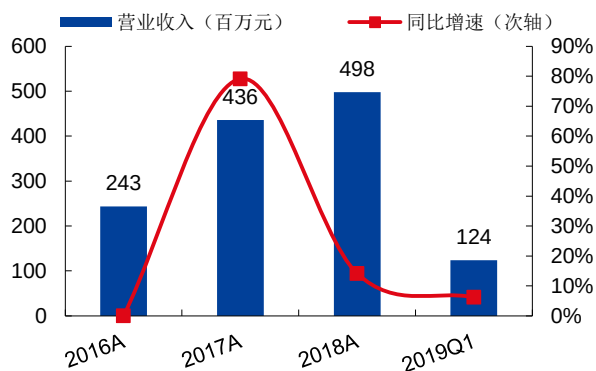
资料来源：品牌天猫旗舰店，华金证券研究所

图 30：Ed Hardy 品牌门店数量



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 31: Ed Hardy 品牌营业收入及其增长



资料来源：公司公告，华金证券研究所

3. 法式简约街头风格品牌 IRO

法式简约街头风格轻奢品牌 IRO。 IRO 是公司 2016 年收购的法国设计师品牌，具备街头情怀的法式简约风格。

品牌保持良好增长态势。 2018 年 IRO 在国内快速开店，截止 19Q1，国内门店已有 15 家。全年并表及渠道扩张推动 IRO 营收快速增长。19Q1 营收增长 10.5%。

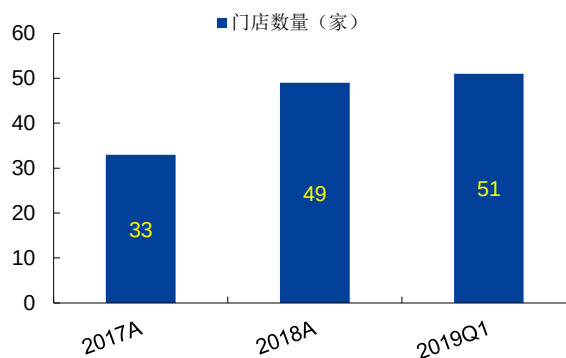
提升持股比例，有望增厚并表业绩。 近期公司 2.42 亿元收购前海联合 35% 股权，对 IRO SAS 的间接持股比例由 37% 提升至 57%。股权比例提升有望增厚并表业绩。

图 32: IRO 品牌风格示意图



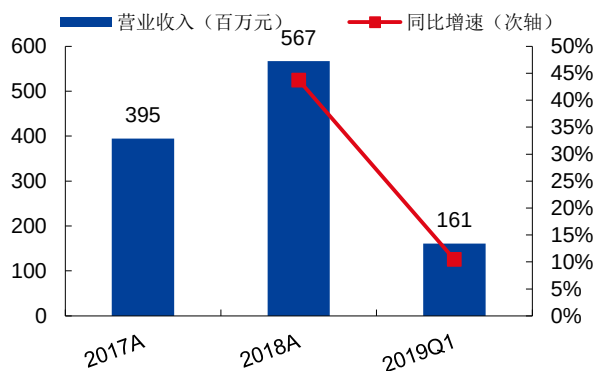
资料来源：品牌官网，华金证券研究所

图 33: IRO 品牌门店数量



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 34: IRO 品牌营业收入及其增长



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

4. LAUREL 店铺规模持续扩张

LAUREL, 公司收购的第一个品牌。LAUREL 收购于 2015 年, 原为 Escada 旗下副牌, 定位轻奢高端。该品牌注重精致的细节设计、活泼的色彩运用及突出曲线的剪裁, 较歌力思品牌更偏向商务套装。

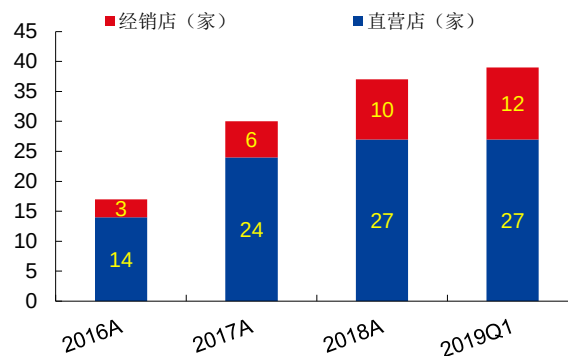
并表以来经营基本稳定。2018 年品牌营收增长 14%。2019Q1 营收略有下滑, 源于 2018Q1 的较高基数。未来, LAUREL 将持续拓展一二线城市核心商圈渠道, 提高品牌市场占有率。

图 35: LAUREL 品牌风格示意图



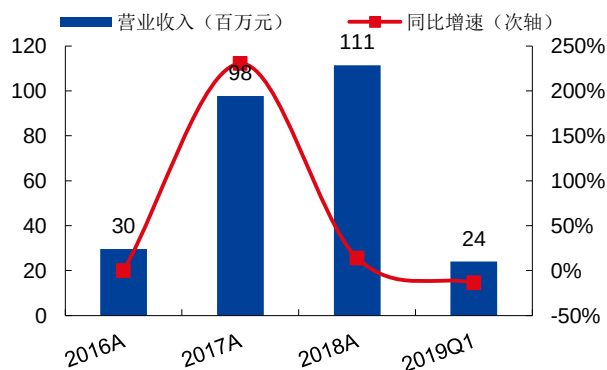
资料来源: 品牌官网, 华金证券研究所

图 36: LAUREL 品牌店铺数量



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 37: LAUREL 品牌营业收入及其增长



资料来源：公司公告，华金证券研究所

5. 其余品牌尚待发力

VIVienne TAM 为美国设计师品牌，风格结合美国流行元素及中国传统元素，艺术感极强，目前规模较小，单件连衣裙价格近万元。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。

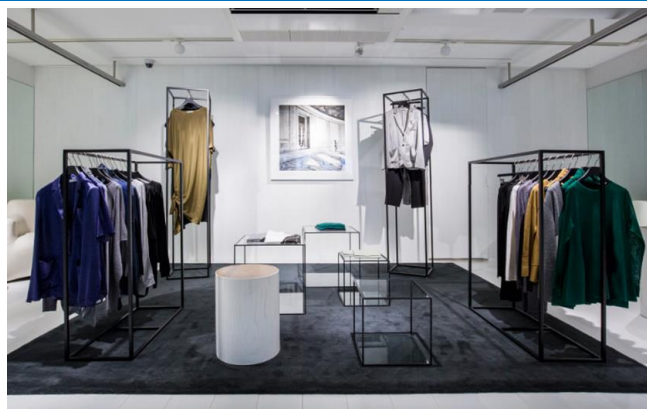
JeanPaulKnott 为比利时设计师品牌。该品牌融合了阳刚与柔美，成衣与高定的风格，深度探索线条之美，展现轻盈优雅的冷淡中性风。2019 年公司将通过渠道、营销等资源投入，推动中国大陆业务落地。

图 38：VIVienne TAM 品牌风格示意图



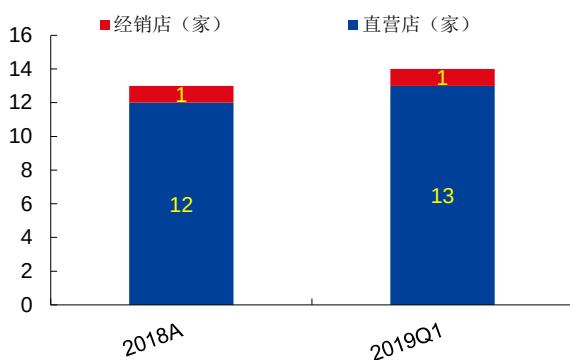
资料来源：品牌官网，华金证券研究所

图 39：JEANPAULKNOTT 店铺风格示意图



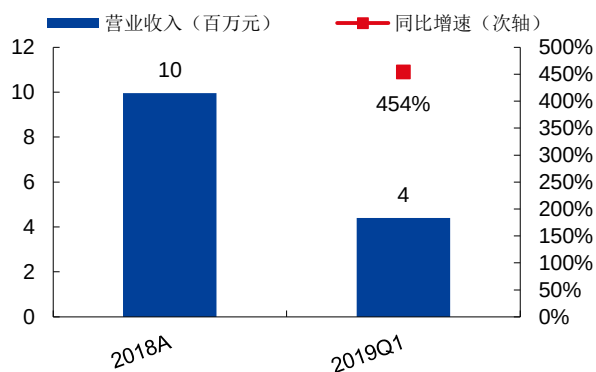
资料来源：品牌官网，华金证券研究所

图 40：VIVienne TAM 品牌门店数量



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 41：VIVienne TAM 品牌营业收入



资料来源：公司公告，华金证券研究所

四、百秋电商客户拓展，助力公司规模增长

(一) 百秋专注时尚领域电商及延伸服务

2016 年，公司出资 2.78 亿元收购百秋网络 75% 股权，控股百秋电商。以 2015 年利润计，收购 PE 约为 13 倍。

百秋，专注国际时尚领域的全域服务商。2013 年，公司获得天猫“金牌淘拍档”荣誉奖。百秋与多个国际时尚品牌建立长期合作关系，持续为国际时尚品牌提供整合线上线下全渠道的品牌咨询、店站运营、数字营销、仓储物流、IT 解决方案和新零售等全链路服务。

2017 年来，百秋拥有 3 万平米自建仓库。2017 年，公司自建 30,000 平方米高标仓，其中为奢侈品准备了 5000 平方米的防尘仓和 300 平方米恒温恒湿仓。

图 42：百秋网络历史客户情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

目前百秋网络提供八项全域服务。新零售、创意工作室、品牌咨询、店站运营、仓储物流、客户服务、创新技术、数字营销。

2018 年 618、双 11 总业绩、订单量、销售额持续快速增长。双 11 中，MCM、Tumi、Pandora、Tissot、Clarks、SMCP 等品牌在不同的类目均名列前茅。品牌线下门店业绩较之平时几何式增长。618 中，箱包连续 8 年蝉联女包第一，合作箱包品牌全部进入 Top30 行列。

表 3：百秋网络典型品牌合作案例

品牌	合作模式	合作成就	案例亮点
Clarks	全网运营	2017 年运营后短期实现国际鞋履行业销售前三，2018 年占据天猫国际男女鞋品牌前二名	自主研发 POS 整合线上线下流程，支持品牌与店铺运营的财务核对
Kipling	多平台运营	2015 年正式运营，2016 年双 11 旗舰店销售箱包类目第二	通过商品、流量、会员、营销策划等的精细化运营，实现天猫业绩逐年增长
MCM	天猫运营	2018 年 8 月天猫旗舰店开业	
Pandora	天猫运营	2016 年开始运营，2017 年双 11 天猫饰品行业销售第一	粉丝数量及电商平台内知名度等方面实现全方位优化，并以 OMS 为中心提供 ERP、BI、物流、CRM 等对接服务
Swatch	天猫运营	2017 年开始运营，2018 年天猫超级品牌日达到传播销售新高度	百秋作为 Swatch 斯沃琪官方旗舰店代运营商，提供多种电子商务服务，包括店铺精细化运营
SMCP	多平台运营	2016 年开始运营，2018 年天猫 Maje 超级品牌	

品牌	合作模式	合作成就	案例亮点
		日大幅提升销量	
Tissot	天猫运营	2017 年正式运营, 2017 年 618 天猫瑞表行业销售第一	通过在商品、流量、客服、营销策划与大数据的精细化运营, 达成瑞表旗舰店 TOP 1
6IXTY8IGHT	天猫运营	2017 年正式运营, 获得阿里巴巴年度品牌数据银行实践先锋奖	优化产品结构, 打造引流商品, 结合内容运营、付费推广及精准的人群营销

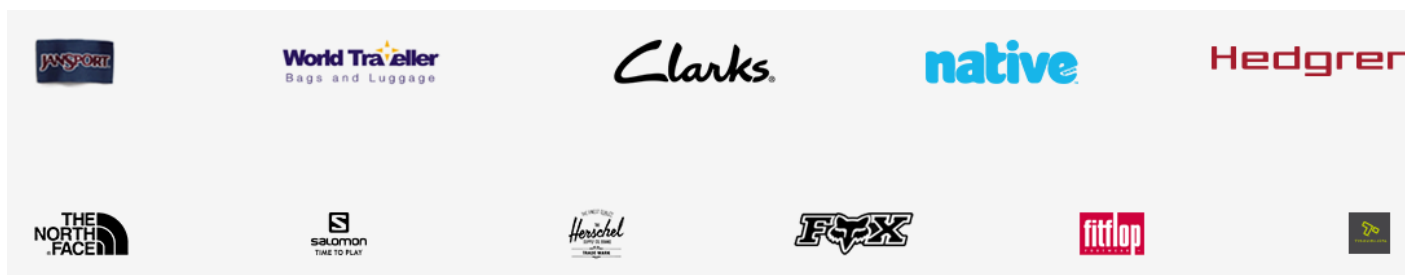
资料来源: 百秋网络官网, 华金证券研究所

(二) 百秋逐步开拓东南亚代运营市场

2018 年, 公司制定全球服务战略。2018 年, 为国际品牌在东南亚地区提供电商运营服务的公司 ARRIVA 成立。目前拓展海外市场的步伐正进一步加快, 在未来将会形成百秋遍及中国及菲律宾、马来西亚、印度尼西亚、新加坡、泰国、越南等东南亚地区六国整体电商服务。

2018 年双 11, 东南亚分公司奠定东南亚代运营龙头地位。双 11 中, 运营的 FitFlop、Herschel、Jansport 和 Clarks 等品牌在 Fashion 类目取得不俗表现。东南亚分公司通过 Facebook, Instagram, Google Ads 等渠道为品牌引流效果优秀。同时, 成功策划了多品牌 Facebook 联合直播, 获得较大曝光、观看和互动。另外, 成功策划 PR 事件, 使公司与 Lazada 平台深化战略合作关系。

图 43: 百秋网络海外典型合作品牌

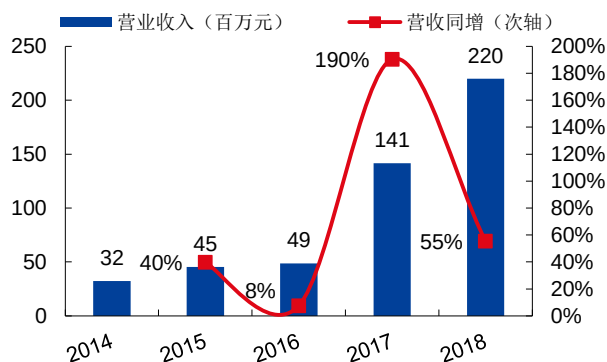


资料来源: 百秋网络官网, 华金证券研究所

(三) 并表百秋网络推动业绩增长

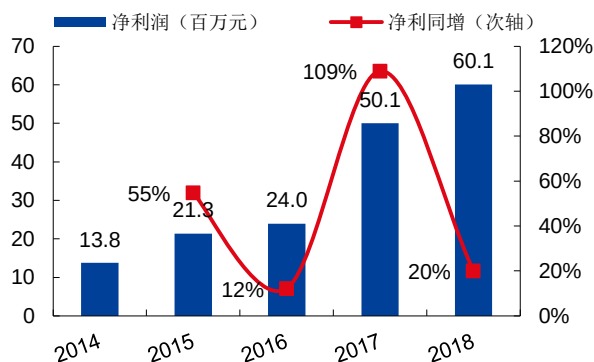
电商精细化运营对品牌电商平台销售规模有较大推动, 百秋网络规模快速增长。2018 年, 百秋网络取得营业收入 2.2 亿元, 实现归母净利 6005 万元, 分别增长 55%、20%。2016 年前, 百秋网络净利润稳步提升至接近 50%。2017 年起, 随着电商代运营市场的激烈竞争以及平价品牌及海外市场的开拓, 公司净利率下行至 27%。

图 44：百秋网络营业收入及其增长



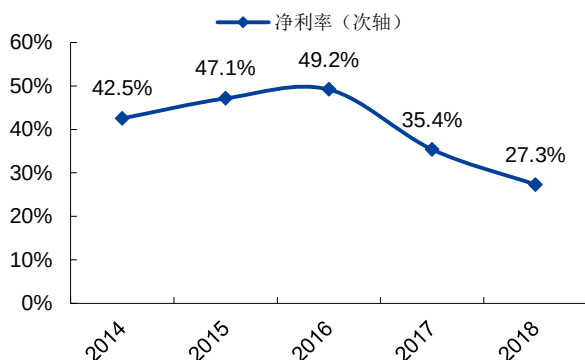
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 45：百秋网络归母净利润及其增长



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 46：百秋网络净利率情况

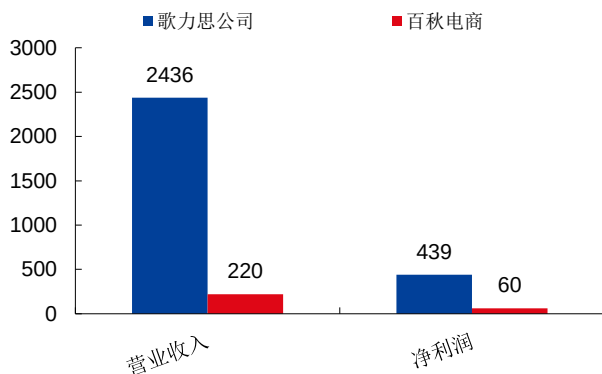


资料来源：公司公告，华金证券研究所

百秋网络超额完成承诺业绩。2017 年、2018 年承诺净利润分别为 4200 万元、4900 万元。上述年度实现净利润分别约 5005 万元、6005 万元，均超额完成承诺净利润。

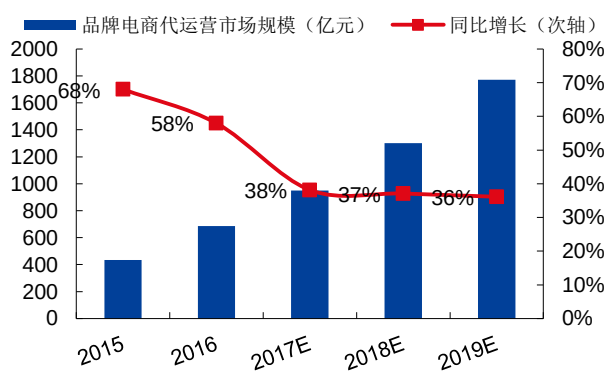
并购百秋贡献业绩增长。2015 年至 2018 年，百秋网络营收年复合增速约 69%，净利润年复合增速约 41%。2018 年百秋网络收入、利润分别约为公司营收、净利润的 9%、14%。国内及海外电商代运营市场持续扩张，百秋凭借现有品牌合作优势，有望取得快于公司服装业务的增长。

图 47：2018 年歌力思及百秋电商收入利润规模（百万元）



资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

图 48：品牌电商代运营市场规模估计



资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

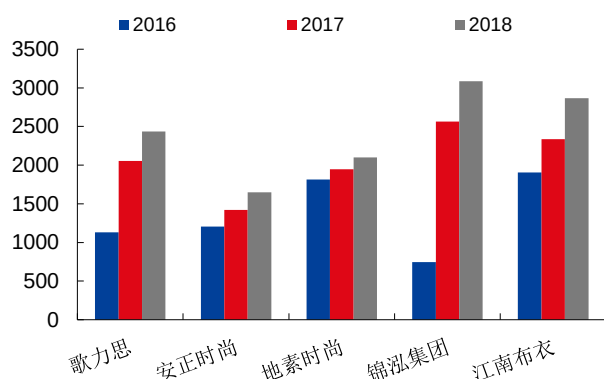
五、财务分析及盈利预测

（一）规模、利润率处于行业中游水平

品牌及渠道扩张推动公司规模快速增长。2018 年，歌力思取得营业收入与 24.36 亿元，归母净利 3.65 亿元。2015 年至 2018 年，公司实现营业收入年复合增速 43%，实现归母净利 32%。

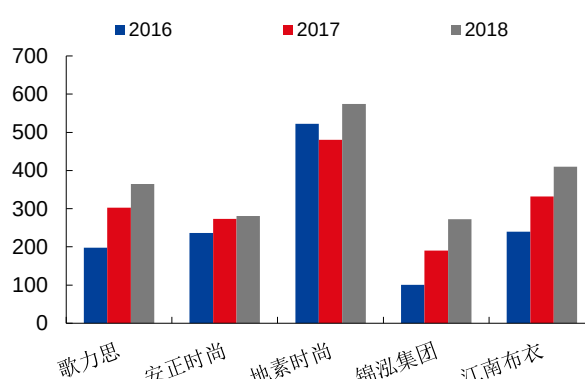
对比可比公司，歌力思规模居于中游水平。歌力思公司营收规模小于锦泓集团、江南布衣，高于安正时尚，略高于地素时尚。净利润规模低于地素时尚及江南布衣，高于安正时尚，锦泓集团。

图 49：可比公司营业收入（百万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 50：可比公司归母净利（百万元）

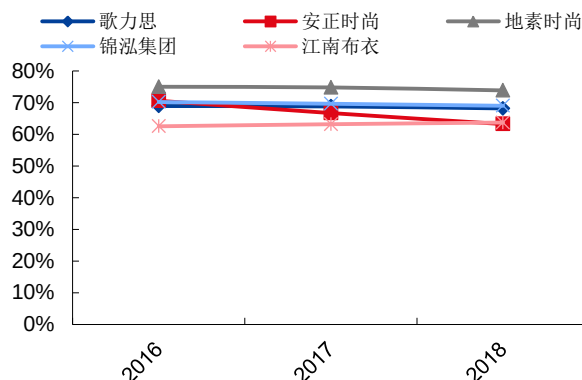


资料来源：Wind，华金证券研究所

毛利率稳中有降，净利率略有波动。近三年，歌力思实现毛利率分别为 69.0%、68.8%、68.2%，市场竞争以及产品定价策略使毛利率稳中有降。同时期歌力思净利率分别为 19.6%、17.3%、18.0%，净利率略有波动。

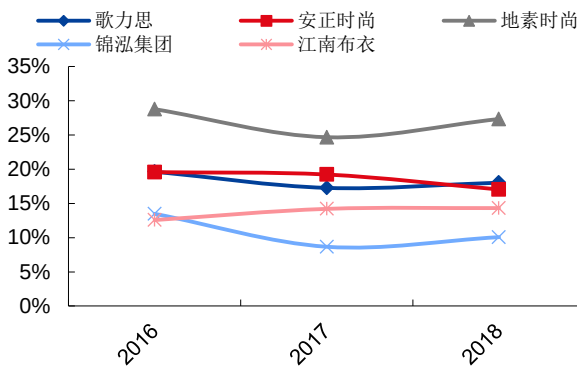
对比可比公司，歌力思利润率处于中游水平。公司毛利率维持在近 70%，低于更偏个性化的地素时尚，高于定价倍率略低的安正时尚及江南布衣。公司利润率保持 18% 左右，低于地素时尚，高于其他可比公司。

图 51：可比公司毛利率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 52：可比公司净利率情况

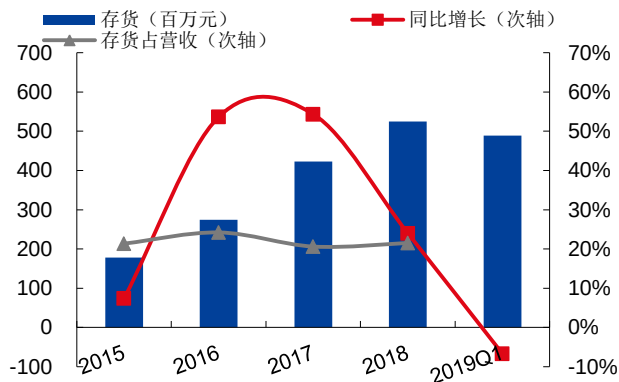


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）存货态势良好，跌价损失处于可比公司中游水平

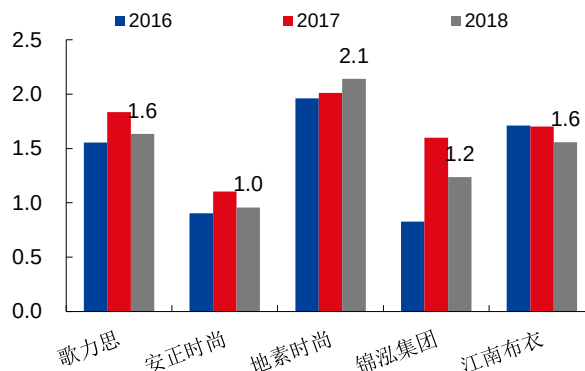
存货规模下降，占营收比例降低。歌力思 2019Q1 存货同比下降 7%至 4.9 亿元。近年来存货占营收比例保持在 22%左右。**存货周转态势良好。**2018 年公司存货周转率达 1.6 次，处于可比公司中游水平，整体态势良好。

图 53：歌力思存货及其占营收比例



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 54：可比公司存货周转率情况

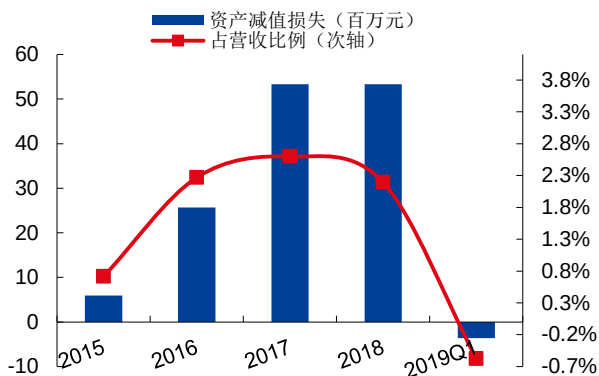


资料来源：Wind，华金证券研究所

资产减值损失居于中游水平。近三年，公司资产减值损失占营收比例约为 2.3%。对比可比公司，低于安正时尚的 3.6%，与地素时尚 2017、2018 年的平均水平类似。

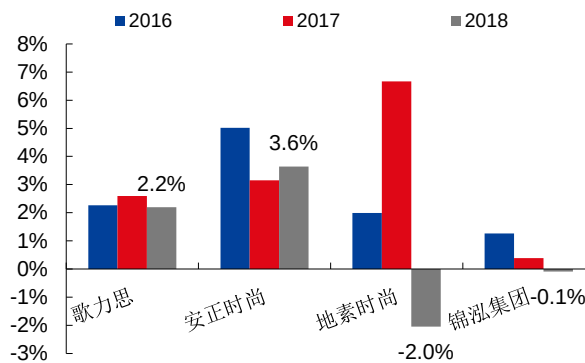
存货跌价损失居于中游水平。其中 2018 年歌力思存货跌价损失占营收比例为 1.8%，低于可比公司安正时尚。

图 55：歌力思资产减值损失及其占营收



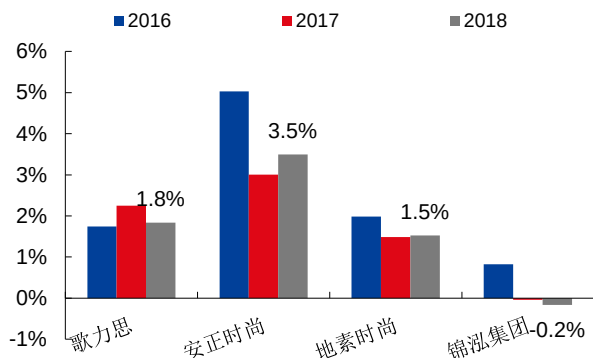
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 56：可比公司资产减值损失占营收比例



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 57：可比公司存货跌价损失占营收比例



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）盈利预测及投资建议

2018 年歌力思主品牌综合市占率第一，多品牌差异化定位，共同推动业绩增长。2019Q1 主品牌增速环比回升。短期看，瑞表或预示高端消费有所回暖，公司有望实现业绩增速回升。长期看，公司各服装品牌具有明确定位、战略及知名度，百秋稳步推进东南亚及全球扩张战略，良好经营管理或将推动公司业绩稳健增长。

我们预计公司未来三年营业收入增速分别约 18%、17%、15%，增速随营收规模逐步扩大而降低。同时激烈的市场竞争推动毛利率稳中有降，预计未来三年毛利率分别约 67.6%、67.3%、67.1%。因此，我们预计公司未来三年净利润增速分别约 20.7%、20.6%、17.4%，每股收益分别为 1.31、1.58 和 1.85 元。净资产收益率分别为 16.0%、17.0%和 17.5%。

表 4：歌力思营业收入预测表

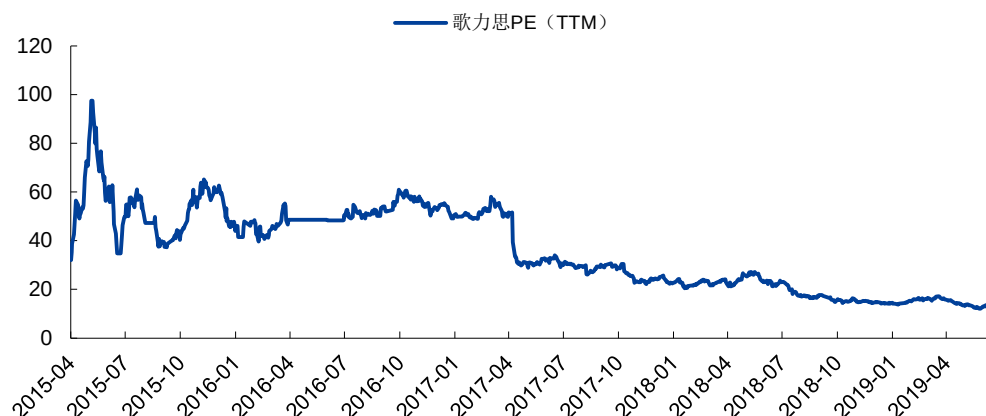
		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
ELLASAY	营业收入	796.60	962.00	1003.60	1103.96	1214.36	1335.79
	增长率	-3.32%	20.76%	4.32%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	70.81%	71.49%	70.96%	70.00%	70.00%	70.00%
Laurel	营业收入	29.58	97.74	111.50	128.23	147.46	169.58
	增长率		230.46%	14.07%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	85.06%	80.54%	80.42%	82.00%	82.00%	82.00%
Ed Hardy	营业收入	243.41	436.07	498.00	572.70	687.24	824.69
	增长率		79.15%	14.20%	15.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	71.77%	71.39%	69.03%	70.00%	70.00%	70.00%
IRO	营业收入		394.53	567.00	737.10	884.52	1017.20
	增长率			43.72%	30.00%	20.00%	15.00%
	毛利率		61.47%	65.73%	66.00%	66.00%	66.00%
百秋电商	营业收入	48.72	145.00	219.88	285.84	371.60	464.50
	增长率		197.62%	51.64%	30.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	60.00%	57.00%	55.00%	52.00%	52.00%	52.00%
其他	营业收入	13.75	17.70	26.15	32.69	40.86	46.99
	增长率		21.08%	28.73%	25.00%	25.00%	15.00%

	毛利率	-91.01%	58.16%	58.80%	55.00%	55.00%	55.00%
	营业收入	1132.06	2053.05	2436.10	2873.98	3361.51	3876.54
合计	增长率	35.53%	81.35%	18.66%	17.97%	16.96%	15.32%
	毛利率	68.96%	68.84%	68.21%	67.55%	67.30%	67.14%

资料来源: Wind, 公司公告, 华金证券研究所

目前歌力思估值处于历史低位及可比公司低位。目前公司 PE (TTM) 约为 13 倍, 低于 18 年以来的平均 18 倍。可比公司中, 除收购 TEENIE WEENIE 后财务压力较大的锦泓集团, 安正时尚、地素时尚、江南布衣的 PE (2019E) 位于 13 倍至 14 倍, 高于歌力思 PE (2019E) 的 11 倍, 公司估值或存提升空间, 维持“买入-A”评级。

图 58: 歌力思历史估值情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 5: 可比公司估值一览表

	安正时尚	地素时尚	锦泓集团	江南布衣	可比公司平均	歌力思
PE (TTM)	17.26	14.82	10.27	12.95	13.82	12.70
PE (2019E)	13.38	14.16	7.43	12.63	11.90	10.78
PE (2020E)	11.62	12.48	6.47	10.75	10.33	8.94
PS (TTM)	2.77	4.25	0.75	1.92	2.42	1.91
PS (2019E)	2.10	3.86	0.67	1.78	2.10	1.65
PS (2020E)	1.86	3.43	0.61	1.49	1.85	1.41
PB (LF)	1.87	3.20	0.95	0.00	1.51	2.14

资料来源: Wind, 可比公司选用 Wind 一致预期, 2019/7/11, 华金证券研究所

六、风险提示

1. 宏观经济存在不确定性, 或带动消费增速放缓;
2. 行业销售增速放缓或致同店增长下滑;
3. 公司各品牌门店外延或不及预期;
4. 市场竞争及定价策略或使毛利率下滑;

5. 收购品牌整合或不及预期；
6. 收购形成商誉存在减值可能性。

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	2,874.0	3,361.5	3,876.5	年增长率					
减: 营业成本	639.8	774.5	932.6	1,099.2	1,274.0	营业收入增长率	81.4%	18.7%	18.0%	17.0%	15.3%
营业税费	25.1	22.5	25.9	30.3	34.9	营业利润增长率	90.7%	14.6%	20.5%	20.6%	17.4%
销售费用	593.0	730.5	890.9	1,042.1	1,163.0	净利润增长率	52.7%	20.7%	20.7%	20.6%	17.4%
管理费用	294.7	239.4	310.4	336.2	407.0	EBITDA 增长率	72.9%	37.4%	7.6%	18.7%	16.2%
财务费用	-24.6	0.5	-6.8	-13.4	-19.0	EBIT 增长率	77.9%	39.5%	7.7%	19.8%	17.0%
资产减值损失	53.3	53.4	44.1	51.6	59.4	NOPLAT 增长率	66.3%	28.2%	18.1%	19.8%	17.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	21.1%	16.4%	-1.4%	-0.2%	1.6%
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	672.3	811.0	952.2	盈利能力					
加: 营业外净收支	-8.8	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	毛利率	68.8%	68.2%	67.5%	67.3%	67.1%
利润总额	478.0	558.0	672.2	810.9	952.1	营业利润率	23.7%	22.9%	23.4%	24.1%	24.6%
减: 所得税	123.5	118.7	147.9	178.4	209.5	净利润率	14.7%	15.0%	15.3%	15.8%	16.1%
净利润	302.3	365.0	440.4	531.3	623.8	EBITDA/营业收入	23.8%	27.5%	25.1%	25.5%	25.6%
						EBIT/营业收入	21.6%	25.4%	23.2%	23.7%	24.1%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	33.2%	27.0%	32.4%	25.9%	29.5%
货币资金	769.1	641.3	1,149.6	1,637.7	2,157.7	负债权益比	49.8%	37.0%	47.9%	34.9%	41.8%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.83	2.38	2.17	2.91	2.70
应收帐款	390.0	370.6	634.0	478.3	840.7	速动比率	1.37	1.69	1.55	2.22	2.11
应收票据	7.1	-	9.1	1.1	10.9	利息保障倍数	-17.98	1,213.2	-98.02	-59.32	-49.18
预付帐款	15.0	27.7	24.1	36.8	33.9	营运能力					
存货	423.0	524.5	822.7	765.0	933.6	固定资产周转天数	37	31	24	18	14
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	52	47	46
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	295	326	346
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	70	56	63	60	61
长期股权投资	138.3	97.7	97.7	97.7	97.7	存货周转天数	61	70	84	85	79
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	524	516	506
固定资产	212.2	200.6	181.4	161.2	139.7	投资资本周转天数	245	245	222	188	164
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	702.2	704.8	686.2	667.8	649.7	销售费用率	28.9%	30.0%	31.0%	31.0%	30.0%
其他非流动资产	701.5	728.4	714.9	689.0	696.1	管理费用率	14.4%	9.8%	10.8%	10.0%	10.5%
资产总额	3,565.9	3,660.8	4,698.9	4,928.8	5,969.8	财务费用率	-1.2%	0.0%	-0.2%	-0.4%	-0.5%
短期债务	113.1	-	12.2	-	-	三费/营业收入	42.0%	39.8%	41.6%	40.6%	40.0%
应付帐款	481.8	161.6	593.7	307.5	741.3	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	14.6%	15.7%	16.0%	17.0%	17.5%
其他流动负债	327.3	600.9	732.5	788.5	838.3	ROA	9.9%	12.0%	11.2%	12.8%	12.4%
长期借款	80.9	47.8	2.7	-	-	ROIC	27.1%	28.7%	29.1%	35.4%	41.5%
其他非流动负债	181.9	178.0	180.0	180.0	180.0	分红指标					
负债总额	1,185.0	988.3	1,521.1	1,276.0	1,759.6	DPS(元)	0.26	0.53	0.39	0.47	0.56
少数股东权益	309.5	341.2	425.1	526.3	645.1	分红比率	29.0%	48.5%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	337.3	337.0	337.0	337.0	337.0	股息收益率	1.8%	3.7%	2.7%	3.3%	3.9%
留存收益	1,912.5	2,105.7	2,415.7	2,789.5	3,228.1						
股东权益	2,380.9	2,672.6	3,177.8	3,652.8	4,210.2						
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	440.4	531.3	623.8	EPS(元)	0.91	1.10	1.31	1.58	1.85
加: 折旧和摊销	79.5	93.3	55.6	58.1	61.0	BVPS(元)	6.23	7.01	8.17	9.28	10.58
资产减值准备	53.3	53.4	-	-	-	PE(X)	15.7	13.0	10.9	9.1	7.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.3	2.0	1.7	1.5	1.3
财务费用	1.8	7.3	-6.8	-13.4	-19.0	P/FCF	56.8	-146.3	11.1	9.2	8.1
投资损失	4.1	-2.0	4.6	4.8	5.0	P/S	2.3	1.9	1.7	1.4	1.2
少数股东损益	52.2	74.3	83.9	101.2	118.8	EV/EBITDA	8.8	6.4	5.3	4.0	3.0
营运资金的变动	101.4	-119.8	-0.2	-8.7	-75.1	CAGR(%)	21.3%	19.1%	33.1%	21.3%	19.1%
经营活动产生现金流量	460.5	410.4	577.4	673.3	714.5	PEG	0.7	0.7	0.3	0.4	0.4
投资活动产生现金流量	-228.0	-111.9	-24.0	-26.1	-28.3	ROIC/WACC	2.6	2.7	2.8	3.4	4.0
融资活动产生现金流量	24.4	-310.3	-45.1	-159.0	-166.2						

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.huajinsec.cn