

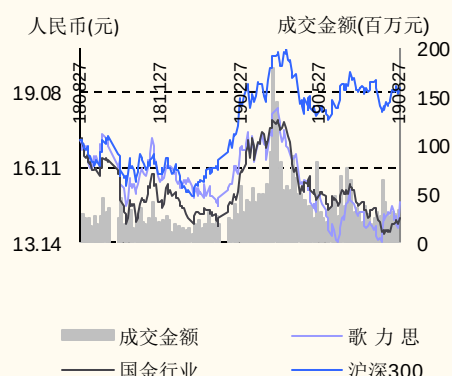
歌力思 (603808.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 14.71 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	332.52
总市值(百万元)	4,891.40
年内股价最高最低(元)	14.71/13.14
沪深 300 指数	3816.95
上证指数	2902.19



相关报告

1. 《19Q1 业绩分析: 主品牌表现稳健, IRO 及 VT 品牌增长迅速...》, 2019.4.30

2. 《18 年业绩分析: 扣非归母净利同比 +16.09%, 多品牌协同发展...》, 2019.4.28

3. 《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

19 中报点评: Q2 增长环比提速, 多品牌协同发展值得期待

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	1.30	1.52	1.73
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	11.31	9.70	8.50
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	332.52	332.52	332.52

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 1H2019 公司实现营收 12.66 亿元, 同比+17.09%; 归母净利润 1.90 亿元, 同比+17.9%; 扣非归母净利润 1.76 亿元, 同比+10.12%。其中 Q2 单季度营收 6.44 亿元, 同比+27.05%, 增速较 Q1 环比+18.73pct; 归母净利润 1.01 亿元, 同比+24.72%, 增速较 Q1 环比+13.72pct; 扣非归母净利润 0.93 亿元, 同比+16.44%, 增速较 Q1 环比+12.61pct。

经营分析

■ 分品牌来看: 1H 2019, ①主品牌 ELLASSAY 营收 4.77 亿元, 同比+7%, 净关店 16 家 (直营店净关 2 家, 分销店净关 14 家), 目前店铺总数 296 家, 全国店均主营业务收入同比+12.78%。②Laurel 品牌营收 5,422 万元, 同比+3.76%, 净增 3 家店。③Ed Hardy 系列收入 2.32 亿元, 同比-6.21%, 净关店 7 家。④IRO (不含中国区) 营收 3.05 亿元, 同比+31.95%, IRO 中国区营收 3,777 万元, 同比+208.19%。门店均为直营, 中国区外门店净关 1 家, 中国区门店净增 5 家。⑤VT 营收 932 万元, 同比+248.98%, 净增 1 家店。⑥Jean Paul Knott 品牌目前已在深圳开出首家店铺。⑦2019 年 8 月, 与 self-portrait 品牌创始方成立合资公司, 通过渠道营销等资源的大力投入, 经营该品牌在中国大陆地区的业务。

■ 分渠道来看: 1H 2019, ①线下渠道收入 10.60 亿元, 同比+12.0%, 收入占比为 95%; ②线上渠道收入 5,559 万元, 同比+22.9%, 占主营业务收入比重达 4.98%; ③百秋网络收入 1.41 亿元, 同比+73.2%。从销售模式来看: 1H 2019, ①直营店收入 6.69 亿元, 同比+17.39%; ②分销店收入 4.47 亿元, 同比+5.89%。

■ 从财务运营指标来看: 1H19 毛利率为 67.03%, 同比-1.68pct; 销售费用率同比-1.2pct 至 30.27%; 管理费用率 (含研发费用) 同比-0.94pct 至 13.56%; 净利率同比+0.74pct 至 17.87%。公司存货周转天数同比-7 天, 应收账款周转天数同比+3 天, 应付账款天数同比-7 天。公司存货余额为 5.3 亿元, 较年初+1%, 占总资产比重为 13.89%。

投资建议

■ 集团化运营初见成效, 1H2019 新取得 self-portrait 大陆经营权, 未来多品牌矩阵协同发展值得期待。预计 2019-2021 年归母净利润分别为 4.33、5.04、5.75 亿元, EPS 分别为 1.30、1.52、1.73 元, 同比+18.5%、16.6%、14.1%, 当前市值对应 PE 为 11x/10x/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

来源：公司年报、国金证券研究所

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	1.301	1.517	1.730
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%

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	8	14	15	36
增持	0	1	2	2	19
中性	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.11	1.13	1.12	1.43

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