

2019年08月27日

公司研究●证券研究报告

歌力思 (603808.SH)

公司快报

营收净利增速环比显著提升，多品牌稳健发展

事件

公司披露半年报，2019年上半年，公司实现营业收入12.66亿元，较上年同比增加17.09%；归属于上市公司股东的净利润达到1.90亿元，较上年同期增加17.90%。EPS为0.57元。

第二季度，公司营收6.44亿元，同比增长27.05%，归母净利润1.01亿元，同比增长24.72%。

投资要点

◆ **主品牌持续稳健增长，IRO 快速增长：**报告期内，主品牌 ELLASSAY 实现持续的稳健增长，上半年同比增长 7%至 4.77 亿元，Q2 增速较 Q1 小幅提升，店铺数 296 家（净关店 16 家），店均收入同比增长 12.78%推动品牌营收增长；Laurel 在国内店铺数 40 家（净开店 3 家），实现收入 5422 万元，同比增长 3.76%，Q1 的下滑态势已经扭转，公司对 Laruel 品牌的发展由开店数量、营收规模向盈利能力转变，着力提升品牌坪效和单店销售。Ed Hardy 系列品牌店铺 174 家（净关店 7 家），实现主营业务收入 2.32 亿元，目前品牌处于调整期，上半年收入下滑 6.21%（Q1 增长 6.19%）显示 Q2 下滑幅度较大。IRO 品牌实现主营业务收入 3.43 亿元，较去年同期收入增加 35.32%（Q1 增长 2.09%）。报告期内，IRO 全球直营店铺合计 53 家；中国地区直营店铺上半年新开 5 家至 18 家，实现主营业务收入 3776 万元，较去年同期收入增加 208.19%，同期同店销售额较去年同期增长 32.03%，终端销售显著增长，多品牌协同优势体现明显。百秋网络实现净利润 2575.39 万元，同比增加 18.92%，保持持续快速增长。

◆ **直营渠道增速快于经销渠道，线上业务快速增长：**分线上、线下渠道看，公司线下销售上半年实现收入 10.60 亿元，同比增长 12%，线上业务实现收入 5559 万元，同比增长 22.94%；分直营、分销业务看，上半年直营收入 6.69 亿元，同比增长 17.4%，毛利率 72.2%与去年同期持平微降；分销业务 4.47 亿元，同比增长 5.9%，毛利率同比下降 3.75pct 至 63.17%。

◆ **期间费用率下降提升净利润率：**上半年，公司毛利率小幅下降 1.6pct 至 67.03%，公司销售费用同比增长 12.62%至 3.83 亿元，管理费用同比增长 10.84%至 1.25 亿元，公司费用增长慢于营收增长，显示公司集团化动作模式下，效率提升，费用率下降。上半年公司期间费用率 43.75%相较于去年同期下降 2.06pct，费用率下降推动净利润率增长 0.74pct 至 17.87%。

◆ **品牌矩阵不断完善，多品牌运营集团形成，：**公司拥有 ELLASSAY、Laurel、Ed Hardy、IRO、VIVIENNE TAM、Jean Paul Knott、self-portrait 七个时装品牌，覆盖不同细分市场，在渠道、品牌推广、供应链体系构建等方面协同效应明显。公司多元化品牌矩阵不断完善，并逐步建立起对应的多品牌集团运作模式，看好公司在中高端女装市场的发展前景，随着促消费、减税等政策落地对消费刺激的影响，中高端女装行业有望逐步复苏。

纺织服装 | 大众品牌 III

投资评级

买入-A(维持)

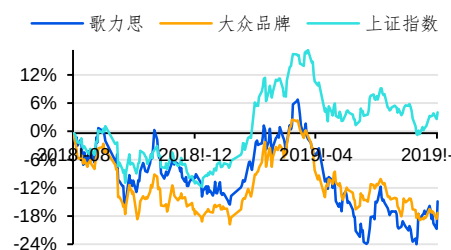
股价(2019-08-27)

14.71 元

交易数据

总市值（百万元）	4,891.40
流通市值（百万元）	4,891.30
总股本（百万股）	332.52
流通股本（百万股）	332.52
12 个月价格区间	12.84/19.26 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.19	-4.12	-18.93
绝对收益	6.75	-2.4	-12.6

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：多品牌布局，中高端女装集团乘风破浪 2019-07-12

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

- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2019 年至 2021 年 EPS 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%。目前公司估值处于历史低位，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.公司各品牌门店外延或不及预期； 3.收购品牌整合或不及预期； 4.收购形成商誉存在减值可能性。

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	16.2	13.4	11.3	9.3	7.9
PB	2.4	2.1	1.8	1.6	1.4

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	2,874.0	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%	3.6%	2.7%	3.2%	3.8%
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)	16.2	13.4	11.3	9.3	7.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.4	2.1	1.8	1.6	1.4
财务费用	1.8	7.3	-6.8	-13.4	-19.0	P/FCF	58.5	-150.7	11.5	9.5	8.3
投资损失	4.1	-2.0	4.6	4.8	5.0	P/S	2.4	2.0	1.7	1.5	1.3
少数股东损益	52.2	74.3	83.9	101.2	118.8	EV/EBITDA	9.1	6.6	5.5	4.2	3.2
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	0.8	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.huajinsc.cn