

证券研究报告

公司研究——中报点评

歌力思 (603808.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2018.10.31

李丹 分析师

执业编号: S1500518010001

联系电话: +86 10 83326735

邮箱: lidan@cindasc.com

李沁 分析师

执业编号: S1500517120001

联系电话: +86 10 83326716

邮箱: liqin@cindasc.com

相关研究

《时尚消费升级起步, 新兴轻奢集团的崛起》

2018.3.28

《新兴轻奢集团业绩靓丽 跨国多品牌运作能力显现》2018.4.26

《新兴轻奢集团协同作用显现 跨国多品牌运营良好》2018.10.31

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

营收、利润超预期增长 强大行业资源整合能力

2019年8月30日

事件: 2019年8月28日, 歌力思发布2019年半年报, 公司业绩增长良好。2019年1-6月公司实现营业收入12.66亿元, 同比增长17.09%; 实现归母净利润1.90亿元, 同比增长17.905%; 基本每股收益0.57元, 同比增长18.75%。

点评:

- **公司业绩超预期增长 强大行业资源整合能力。**2019年上半年公司营收、利润双双增速超预期, 分别同比增长17.09%和17.90%, 其中第二季度表现更优异, Q2收入同比增长27%达到6.44亿元, 归母净利润同比增长24.7%达到1.01亿元。从渠道来看, 上半年直营店营业收入6.69亿元, 同比增长17.39%; 分销店营业收入4.47亿元, 同比增长5.89%。公司通过调整自身组织架构, 对各品牌事业部充分授权, 在协同集团渠道开发、品牌推广、产品企划研发、终端运营等优势资源的基础上, 促使各品牌建立灵活、有效的营运体系, 进一步强化其独立运营能力。公司的同店内生增长是维系品牌长期可持续发展的核心驱动力, 主品牌及收购的海外时尚品牌单店运营基础扎实共同推动公司业绩稳步增长。
- **消费承压背景下各品牌发展良好 品牌矩阵丰富安全边际高。**目前公司收购的ED HARDY、LAUREL、IRO、VIVIENNETAM等多个定位高端至轻奢的国际品牌稳定健康发展, 各品牌独立性、个性化基因已得到消费者验证。分品牌看1) 2019年上半年主品牌歌力思店铺数量已达到296家, 全国店均主营业务收入同比增长12.78%; 2) LAUREL由公司聘请的职业经理人来运作, Q2营收同比增长23.38%达到3023万元, 目前国内店铺40家, 未来将继续拓展一二线城市核心商圈渠道, 同时发展三四线城市; 3) ED HARDY由于给代理商换货政策导致销售略有下滑, 19年上半年营收同比下滑6.21个百分点, 未来公司会继续帮助代理商处理存货解决他们资金紧张的问题, 同时下半年店铺调整完成后, 品牌收入会继续进入新的高峰; 4) IRO是目前公司收购品牌中在中国落地最成功的品牌, 19年上半年中国区业务营业收入同比提升208.19%, 毛利率达到73.6%同比提升1.95个百分点, 非中国区业务营收同比提升31.95%, 目前中国地区直营店铺合计18家, 19年上半年新开5家; 4) VIVIENNETAM目前国内共有14家终端店铺, 19年上半年营业收入同比增长248.98%, 增长态势良好。现公司已形成包含时尚、潮牌、轻奢、网红等多属性的品牌矩阵, 覆盖不同细分市场和细分人群的需求, 增加公司品牌矩阵的安全边际。
- **延续收购风格 进一步完善公司品牌矩阵。**2019年8月, 公司通过合资经营形式, 出资3000万元取得英国设计师品牌self-portrait在大中华区所有权。该品牌由马来西亚设计师Chong Han Loon于2013年在伦敦创立, 融合了女性特有的柔美元素, 灵活运用蕾丝、镂空、碎花等元素, 目前已受到很多年轻时尚女性及明星的青睐。self-portrait目前在全球已

开设 375 家门店，覆盖全球 70 多个国家。公司通过投资、并购、合作经营等方式，由单一品牌发展成为多品牌的运营管理集团，目前公司拥有 7 个高级时装品牌，且不断在物色符合战略定位的新标的，品牌间的协同效应以及品牌风格的互相补充让公司涉猎更多领域高端品牌矩阵。

- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2019-2021 年归属母公司净利润分别为 4.37、5.17、6.06 亿元，按照最新股本计算，对应的摊薄每股收益分别为 1.31、1.55、1.82 元。在轻奢女装市场进入复苏期的背景下，我们看好歌力思在中国中高端女装行业的竞争力和收购海外品牌的运作能力以及强大的行业资源整合能力，给予“增持”评级。
- **风险因素：**原料价格波动的风险；市场竞争加剧的风险；同业竞争加剧；品牌并购运作风险；公司流通股解禁风险。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	2,053.05	2,436.10	2,856.75	3,317.45	3,836.03
增长率 YoY %	81.35%	18.66%	17.27%	16.13%	15.63%
归属母公司净利润(百万元)	302.32	365.01	437.08	516.78	606.01
增长率 YoY%	52.72%	20.74%	19.74%	18.23%	17.27%
毛利率%	68.84%	68.21%	67.97%	67.80%	67.51%
净资产收益率 ROE%	15.87%	16.58%	17.75%	18.69%	19.23%
EPS(摊薄)(元)	0.91	1.10	1.31	1.55	1.82
市盈率 P/E(倍)	16	13	11	9	8
市净率 P/B(倍)	2.32	2.06	1.86	1.64	1.43

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2019 年 8 月 29 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,690.60	1,813.15	2,015.83	2,294.78	2,783.80
货币资金	769.14	641.31	679.70	779.30	1,062.53
应收票据	7.07	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	337.72	370.64	434.64	504.73	583.63
预付账款	14.99	27.74	32.78	38.27	44.64
存货	423.01	524.50	619.75	723.53	844.04
其他	138.66	248.96	248.96	248.96	248.96
非流动资产	1,875.30	1,847.67	2,068.47	2,315.60	2,471.09
长期股权投资	138.34	97.70	97.70	97.70	97.70
固定资产(合计)	212.21	200.64	207.88	227.57	249.58
无形资产	702.23	704.85	896.05	1,108.67	1,224.48
其他	822.52	844.49	866.84	881.67	899.34
资产总计	3,565.90	3,660.83	4,084.30	4,610.39	5,254.89
流动负债	922.23	762.47	834.42	913.05	1,002.70
短期借款	113.13	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	171.36	161.60	190.95	222.92	260.05
其他	637.73	600.87	643.47	690.13	742.66
非流动负债	262.73	225.80	225.80	225.80	225.80
长期借款	80.86	47.82	47.82	47.82	47.82
其他	181.87	177.98	177.98	177.98	177.98
负债合计	1,184.96	988.27	1,060.22	1,138.85	1,228.50
少数股东权益	309.52	341.22	430.23	535.48	658.89
归属母公司股东权益	2,071.42	2,331.34	2,593.85	2,936.06	3,367.50
负债和股东权益	3,565.90	3,660.83	4,084.30	4,610.39	5,254.89

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,053.05	2,436.10	2,856.75	3,317.45	3,836.03
同比(%)	81.35%	18.66%	17.27%	16.13%	15.63%
归属母公司净利润	302.32	365.01	437.08	516.78	606.01
同比(%)	52.72%	20.74%	19.74%	18.23%	17.27%
毛利率(%)	68.84%	68.21%	67.97%	67.80%	67.51%
ROE%	15.87%	16.58%	17.75%	18.69%	19.23%
EPS(摊薄)(元)	0.91	1.10	1.31	1.55	1.82
P/E	16	13	11	9	8
P/B	2.32	2.06	1.85	1.64	1.43
EV/EBITDA	9.07	7.47	6.61	5.59	4.77

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,053.05	2,436.10	2,856.75	3,317.45	3,836.03
营业成本	639.82	774.47	915.11	1,068.34	1,246.28
营业税金及附加	25.08	22.52	26.41	30.67	35.46
销售费用	593.02	730.46	842.74	945.47	1,074.09
管理费用	294.69	239.38	280.71	323.45	374.01
研发费用	0.00	79.44	93.16	108.18	125.09
财务费用	-24.64	0.51	-9.85	-6.32	-9.20
减值损失合计	53.34	53.37	65.53	79.87	89.23
投资净收益	-4.14	2.04	3.91	0.60	2.19
其他	19.26	19.87	17.60	18.31	17.95
营业利润	486.86	557.87	664.46	786.71	921.21
营业外收支	-8.84	0.15	1.49	0.67	2.11
利润总额	478.02	558.02	665.95	787.38	923.33
所得税	123.51	118.67	139.85	165.35	193.90
净利润	354.51	439.35	526.10	622.03	729.43
少数股东损益	52.20	74.34	89.01	105.25	123.42
归属母公司净利润	302.32	365.01	437.08	516.78	606.01
EBITDA	559.33	658.64	734.79	869.27	1,017.82
EPS(当年)(元)	0.90	1.08	1.31	1.55	1.82

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	460.49	410.42	485.12	586.00	687.08
净利润	354.51	439.35	526.10	622.03	729.43
折旧摊销	79.53	93.32	68.01	80.89	93.58
财务费用	1.78	7.30	0.83	1.00	0.91
投资损失	4.14	-2.04	-3.91	-0.60	-2.19
营运资金变动	-50.88	-189.19	-157.87	-180.59	-205.36
其它	71.41	61.68	51.96	63.28	70.71
投资活动现金流	-228.03	-111.91	-271.32	-310.83	-228.36
资本支出	-73.16	-71.50	-275.24	-311.43	-230.55
长期投资	-92.24	44.00	3.91	0.60	2.19
其他	-62.62	-84.42	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	24.43	-310.30	-175.40	-175.57	-175.49
吸收投资	174.89	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-15.54	-147.91	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	106.71	97.51	175.40	175.57	175.49
现金流净增加额	245.67	-12.88	38.39	99.60	283.24

研究团队简介

李丹，分析师。研究领域覆盖家电、轻工、零售、纺织服装、食品饮料等。毕业于伦敦政治经济学院，获得市场营销学以及信息系统学的双硕士学位。曾任职于 Samsung Group、The European House-Ambrosetti，负责国内消费品公司的品牌和营销战略规划，以及海外公司进入中国市场的战略规划和执行。在企业竞争力、品牌价值、零售管理、公司管控、消费行为研究等领域有丰富经验。

李沁，分析师。英国纽卡斯尔大学理学硕士，1 年财务会计工作经验。2015 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事过一年有色金属行业研究，现从事消费领域研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。