

# 歌力思 (603808)

## 收购 IRO 剩余 43% 股权完成 100% 持股，利好中国业务发力 买入（维持）

2019 年 10 月 14 日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002  
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈晨曦

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

证券分析师 詹陆雨

执业证号：S0600519070002  
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 | 2,798.14 | 3,225.89 | 3,718.61 |
| 同比（%）      | 18.66    | 14.86    | 15.29    | 15.27    |
| 归母净利润（百万元） | 365.01   | 435.80   | 525.16   | 628.20   |
| 同比（%）      | 20.74    | 19.39    | 20.51    | 19.62    |
| 每股收益（元/股）  | 1.08     | 1.31     | 1.58     | 1.89     |
| P/E（倍）     | 15.4     | 12.9     | 10.7     | 8.9      |

### 投资要点

■ **事件：**公司公布子公司收购计划，拟以自筹资金 8950 万欧元（约合 6.98 亿人民币）向 ELYONE SARL 收购其持有的 ADON WORLD SAS 的 43% 股权，加之歌力思全资子公司前海上林投资已持有的 57% 股权，本次收购后歌力思将间接持有 ADON WORLD SAS 100% 股权，由此实现对 IRO 品牌的 100% 控股。

■ **本次收购 ADON WORLD 整体估值达到 16.2 亿元，定价依据为 EBITDA 倍数。**ADON WORLD 2018 年收入/利润达到 5.74 亿/4552 万人民币，19H1 则收入和利润则分别达到 3.34 亿/3656 万人民币，业务发展迅速，虽然从 PE 角度来看收购估值高，但由于收购定价依据为 EBITDA 倍数，该倍数在本桩收购中则大约为 10X 左右（首次收购股权公告中已有明确约定），对标其他海外优质标的收购对价未有明显溢价。

■ **100% 收购利于 IRO 业务全速发展，也为未来多品牌全球化运营打下基础。**本次歌力思实现对 IRO 品牌完全控股后可推动 IRO 业务全速发展：1) 国际业务方面，海外批发业务将进一步加强管理，利用现有团队+引入外部人才资源加强全球业务拓展，释放增长潜力；2) 国内业务方面，自 17 年 4 月收购以来国内开始直营展店，18、19 增长惊人，19H1 门店达到 18 家，可比同店收入增长 32%，平均单月零售店效超过 60 万元，19 年国内业务已经有望实现盈亏平衡，完全收购后有利于开店拓展加速。

而除 IRO 本身业务发展外，本次收购也将为公司包括歌力思在内的其他品牌的国际化打下基础，收购后公司将在法国巴黎设立研发中心，未来在业务拓展、分销网络、品牌推广等方便都可依托 IRO 现有平台开展。

■ **盈利预测及投资建议：**2019 年，1) 大环境不佳背景下主品牌可比同店保持高单位数增长，2) IRO 海外业务更换代理商后 19H1 高增 30%，国内业务发展超预期，本次 100% 收购后业务拓展有望加速；3) Laurel19Q2 收入增速超 20%，19 年有望贡献盈利 4) Ed Hardy 渠道调整持续进行中，2020 年重新发力；5) 百秋 19H1 收入/利润增长 70%/19%，代理品牌已扩充至 50 家（新增 10 家）；6) 与 self-portrait 建立合营公司经营其大中华区业务，2020 年起正式展店；目前旗下 7 大品牌覆盖时尚/潮牌/轻奢/网红多个细分市场，品牌在细分领域时尚度及话题性领先，作为品牌矩阵规划清晰的多品牌时尚集团持续看好，暂不考虑本次收购影响，预计 19/20/21 年归母净利润同增 19.4%/20.5%/19.6% 至 4.4/5.3/6.3 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)        | 16.89       |
| 一年最低/最高价      | 12.84/18.62 |
| 市净率(倍)        | 2.34        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 5616.30     |

### 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元)    | 7.22   |
| 资产负债率(%)    | 27.49  |
| 总股本(百万股)    | 332.52 |
| 流通 A 股(百万股) | 332.52 |

### 相关研究

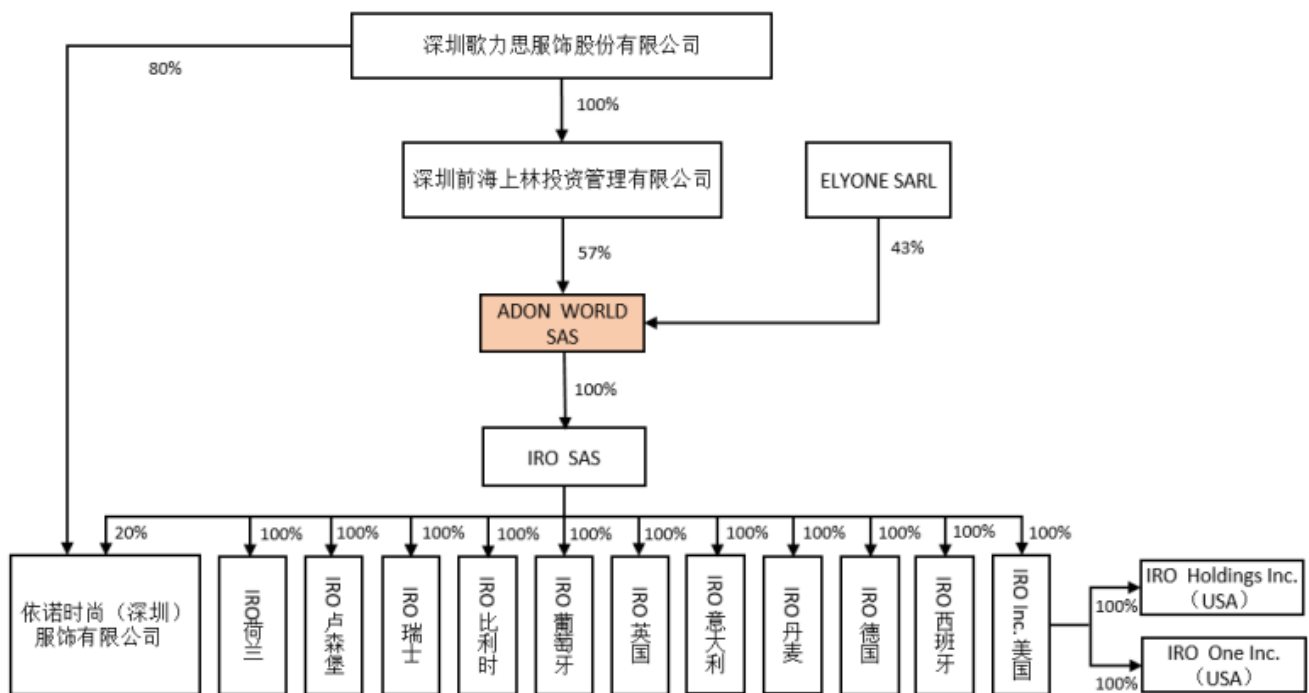
1、《歌力思 (603808)：独特品牌矩阵迎合稀缺品牌时代，低估值稳增长凸显投资价值》2019-09-01

表：IRO 运营情况

|                            | 2017 (4-12 月) | 2018          | 2019H1        |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>IRO 品牌总收入 (百万元)</b>     | <b>394.53</b> | <b>567.05</b> | <b>342.96</b> |
| YOY                        |               | -             | 40.82%        |
| 毛利率                        | 61.47%        | 65.73%        | 63.59%        |
| 直营门店数量                     | 33            | 49            | 53            |
| <b>海外业务收入 (百万元)</b>        | <b>385.62</b> | <b>528.15</b> | <b>305.20</b> |
| YOY                        |               | -             | 31.95%        |
| 毛利率                        |               |               | 62.35%        |
| 直营门店数量                     | 28            | 36            | 35            |
| <b>中国业务收入 (百万元)</b>        | <b>8.91</b>   | <b>38.91</b>  | <b>37.76</b>  |
| YOY                        |               | 336.85%       | 208.19%       |
| 毛利率                        |               |               | 73.60%        |
| 直营门店数量                     | 5             | 13            | 18            |
| <b>ADON WORLD 收入 (百万元)</b> |               | <b>574.83</b> | <b>333.96</b> |
| ADON WORLD 净利润 (百万元)       |               | 45.52         | 36.56         |
| 净利率                        |               | 7.92%         | 10.95%        |
| ADON WORLD 扣非净利润 (百万元)     |               | 45.61         | 42.06         |

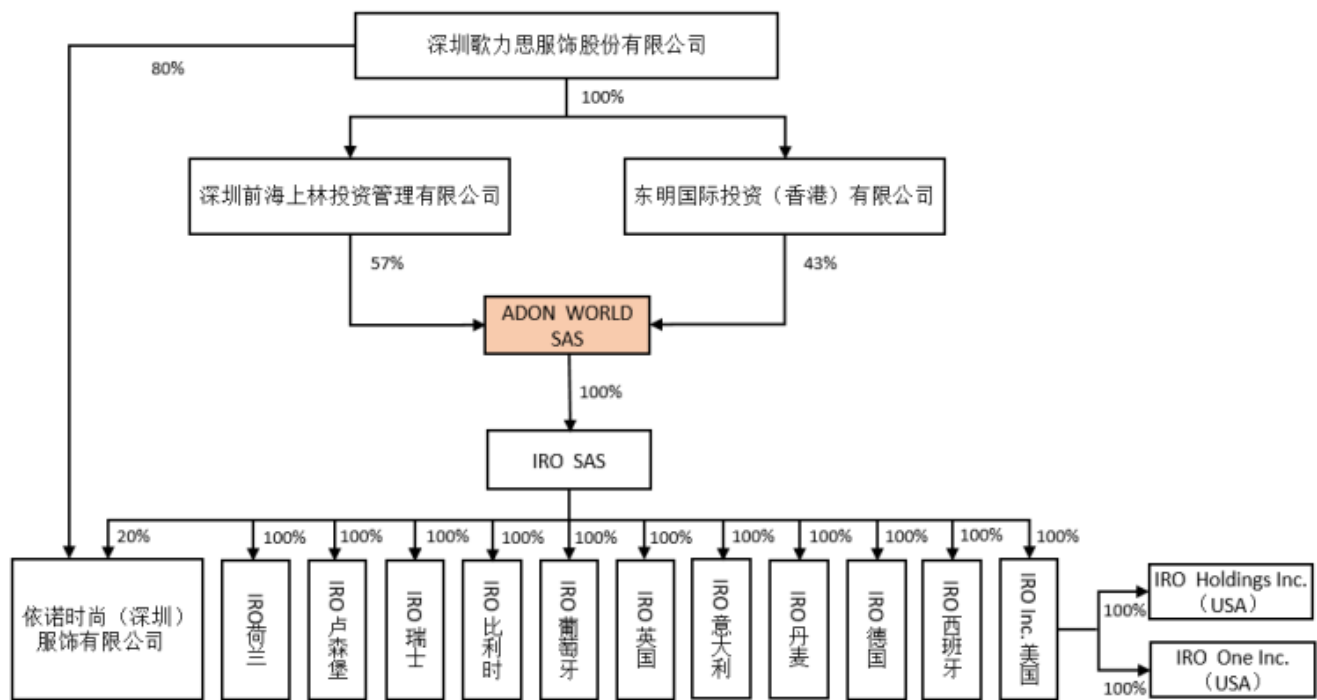
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图：本次收购前 IRO 股权结构



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图：本次收购后 IRO 股权结构



数据来源：公司公告、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         |
| <b>流动资产</b>      | <b>1813.2</b> | <b>2044.4</b> | <b>2539.7</b> | <b>3170.3</b> | <b>营业收入</b>      | <b>2436.1</b> | <b>2798.1</b> | <b>3225.9</b> | <b>3718.6</b> |
| 现金               | 641.3         | 901.8         | 1187.0        | 1632.1        | 营业成本             | 774.5         | 914.7         | 1062.6        | 1236.1        |
| 应收款项             | 370.6         | 408.7         | 484.9         | 542.8         | 营业税金及附加          | 22.5          | 25.2          | 29.0          | 33.5          |
| 存货               | 524.5         | 615.9         | 728.5         | 868.8         | 销售费用             | 730.5         | 831.0         | 945.2         | 1071.0        |
| 其他               | 276.7         | 117.9         | 139.3         | 126.5         | 管理费用             | 239.4         | 268.6         | 306.5         | 345.8         |
| <b>非流动资产</b>     | <b>1847.7</b> | <b>1748.5</b> | <b>1738.8</b> | <b>1714.9</b> | 财务费用             | 0.5           | (11.7)        | (15.9)        | (23.2)        |
| 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           | 6.0           |
| 固定资产             | 200.6         | 196.0         | 189.1         | 179.2         | 其他               | 112.9         | 122.7         | 134.8         | 144.6         |
| 无形资产             | 704.8         | 668.7         | 652.4         | 636.0         | <b>营业利润</b>      | <b>557.9</b>  | <b>652.7</b>  | <b>769.1</b>  | <b>916.8</b>  |
| 其他               | 844.5         | 786.1         | 799.7         | 802.0         | 营业外净收支           | 0.2           | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| <b>资产总计</b>      | <b>3660.8</b> | <b>3792.9</b> | <b>4278.5</b> | <b>4885.2</b> | <b>利润总额</b>      | <b>558.0</b>  | <b>652.7</b>  | <b>769.1</b>  | <b>916.8</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>762.5</b>  | <b>671.5</b>  | <b>747.0</b>  | <b>865.6</b>  | 所得税费用            | 118.7         | 150.1         | 176.9         | 210.9         |
| 短期借款             | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 少数股东损益           | 74.3          | 66.8          | 67.1          | 77.8          |
| 应付账款             | 161.6         | 209.9         | 231.9         | 283.6         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>365.0</b>  | <b>435.8</b>  | <b>525.2</b>  | <b>628.2</b>  |
| 其他               | 600.9         | 461.5         | 515.1         | 581.9         | EBIT             | 691.8         | 783.8         | 911.7         | 1065.7        |
| <b>非流动负债</b>     | <b>225.8</b>  | <b>117.0</b>  | <b>118.0</b>  | <b>118.5</b>  | EBITDA           | 744.1         | 837.1         | 968.0         | 1125.1        |
| 长期借款             | 47.8          | 100.0         | 100.0         | 100.0         |                  |               |               |               |               |
| 其他               | 178.0         | 17.0          | 18.0          | 18.5          |                  |               |               |               |               |
| <b>负债总计</b>      | <b>988.3</b>  | <b>788.4</b>  | <b>865.0</b>  | <b>984.1</b>  | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2018</b>   | <b>2019E</b>  | <b>2020E</b>  | <b>2021E</b>  |
| 少数股东权益           | 341.2         | 408.0         | 475.1         | 552.9         | 每股收益(元)          | 1.08          | 1.31          | 1.58          | 1.89          |
| 归属母公司股东权益        | 2331.3        | 2596.4        | 2938.4        | 3348.2        | 每股净资产(元)         | 6.92          | 7.81          | 8.84          | 10.07         |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>3660.8</b> | <b>3792.9</b> | <b>4278.5</b> | <b>4885.2</b> | 发行在外股份(百万股)      | 337.0         | 332.5         | 332.5         | 332.5         |
|                  |               |               |               |               | ROIC(%)          | 20.0%         | 19.4%         | 20.0%         | 20.5%         |
|                  |               |               |               |               | ROE(%)           | 18.2%         | 17.7%         | 18.5%         | 19.3%         |
|                  |               |               |               |               | 毛利率(%)           | 68.2%         | 67.3%         | 67.1%         | 66.8%         |
|                  |               |               |               |               | EBIT Margin(%)   | 28.4%         | 28.0%         | 28.3%         | 28.7%         |
|                  |               |               |               |               | 销售净利率(%)         | 15.0%         | 15.6%         | 16.3%         | 16.9%         |
|                  |               |               |               |               | 资产负债率(%)         | 27.0%         | 20.8%         | 20.2%         | 20.1%         |
|                  |               |               |               |               | 收入增长率(%)         | 18.7%         | 14.9%         | 15.3%         | 15.3%         |
|                  |               |               |               |               | 净利润增长率(%)        | 20.7%         | 19.4%         | 20.5%         | 19.6%         |
|                  |               |               |               |               | P/E              | 15.4          | 12.9          | 10.7          | 8.9           |
|                  |               |               |               |               | P/B              | 2.41          | 2.16          | 1.91          | 1.68          |
| 现金流量表 (百万元)      |               |               |               |               |                  |               |               |               |               |
|                  | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E         |                  |               |               |               |               |
| 经营活动现金流          | 410.4         | 392.0         | 589.3         | 748.6         |                  |               |               |               |               |
| 投资活动现金流          | (111.9)       | (57.6)        | (52.8)        | (7.4)         |                  |               |               |               |               |
| 筹资活动现金流          | (310.3)       | (73.9)        | (251.3)       | (296.1)       |                  |               |               |               |               |
| 现金净增加额           | (12.9)        | 260.5         | 285.2         | 445.1         |                  |               |               |               |               |
| 折旧与摊销            | 52.3          | 53.3          | 56.3          | 59.4          |                  |               |               |               |               |
| 资本开支             | 74.0          | 30.1          | 30.1          | 30.1          |                  |               |               |               |               |
| 营运资本变动           | (189.2)       | (73.8)        | (105.6)       | (70.8)        |                  |               |               |               |               |

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>