歌力思（603808.SH）

公司快报

纺织服装 | 大众品牌 III

投资评级	买入-A(维持)
股价(2019-10-14)	16.89 元

交易数据

总市值（百万元）	5,616.30
流通市值（百万元）	5,616.19
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	3.32	15.06	-6.05
绝对收益	2.55	17.7	9.33

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：营收净利增速环比显著提升，多品牌稳健发展 2019-08-27

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

拟收购 AdonWorld 取得 IRO 全球控制权，多品牌战略更进一步

事件

公司拟出资 8950 万欧元收购 Adon World SAS 43%股权。

投资要点

- **拟收购 Adon World，实现对 IRO 的全球控制权：**Adon World SAS 是 IRO SAS 的母公司。目前公司通过前海上林间接持有 Adon World 57%股权，Elyone Sarl 持有余下的 43%股权。根据公司收购时的协议以及双方协商，近期已达成期权的行权条件，歌力思拟通过东明国际，以 8950 万欧元的对价收购 Elyone Sarl 所持 Adon World 的 43%股权，实现对 IRO 品牌的全球控制权。Adon World SAS 于 2018 年实现扣非净利约 4561 万元，2019 年上半年扣非净利约 4206 万元。本次收购对价 8950 欧元，对应 2018 年 PE 约 15 倍。
- **IRO 品牌具有较大潜力，并表有望增厚业绩：**IRO 是歌力思品牌矩阵中的主力之一，上半年占据公司约 30%的营收份额。2019 年上半年 IRO 于中国区实现营收 3777 万元，同比增长约 2.1 倍，于海外实现营收 3.05 亿元，同比增长 32%。IRO 品牌增长迅速，且具有较大潜力。公司持续经营 IRO 品牌，对品牌有较为深刻的理解和信心。本次收购 Adon World，一是取得 IRO 全球控制权，全球利润并表有望增厚业绩，二是全面掌控 IRO 有助于助力该品牌的全球发展，并为公司未来的全球化业务布局夯实基础。
- **投资建议：**歌力思是我国中高端女装公司，各品牌差异化定位，良好的经营管理有望推动公司业绩稳健增长。本次收购 Adon World 剩余股权，实现对 IRO 的全球控制权，多品牌战略更进一步。

  我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 1.32、1.60 和 1.88 元。净资产收益率分别为 16.0%、17.0%和 17.5%。目前公司 PE（2019E）约为 13 倍，维持“买入-A”建议。
- **风险提示：**宏观经济存在不确定性，或带动消费增速放缓；公司各品牌门店外延或不及预期；收购品牌整合或不及预期；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	672.2	810.8	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	440.3	531.2	623.8

同比增长(%)	52.7%	20.7%	20.6%	20.6%	17.4%
每股收益(元)	0.91	1.10	1.32	1.60	1.88
PE	18.6	15.4	12.8	10.6	9.0
PB	2.7	2.4	2.0	1.8	1.6

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

（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
减:营业成本	639.8	774.5	932.6	1,099.2	1,274.0
营业税费	25.1	22.5	25.9	30.3	34.9
销售费用	593.0	730.5	890.9	1,042.1	1,163.0
管理费用	294.7	239.4	310.4	336.2	407.0
财务费用	-24.6	0.5	-6.6	-13.3	-18.9
资产减值损失	53.3	53.4	44.1	51.6	59.4
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-4.1	2.0	-4.6	-4.8	-5.0
营业利润	486.9	557.9	672.2	810.8	952.2
加:营业外净收支	-8.8	0.2	-0.1	-0.1	-0.1
利润总额	478.0	558.0	672.1	810.7	952.0
减:所得税	123.5	118.7	147.9	178.4	209.4
净利润	302.3	365.0	440.3	531.2	623.8

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	769.1	641.3	1,149.6	1,633.1	2,153.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	390.0	370.6	634.0	478.3	840.7
应收票据	7.1	-	9.1	1.1	10.9
预付帐款	15.0	27.7	24.1	36.8	33.9
存货	423.0	524.5	822.7	765.0	933.6
其他流动资产	86.4	249.0	261.4	274.5	288.2
可供出售金融资产	35.0	35.0	36.8	38.6	40.5
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	138.3	97.7	97.7	97.7	97.7
投资性房地产	86.1	81.1	81.1	81.1	81.1
固定资产	212.2	200.6	181.4	161.2	139.7
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	702.2	704.8	686.2	667.8	649.7
其他非流动资产	701.5	728.4	714.9	689.0	696.1
资产总额	3,565.9	3,660.8	4,698.9	4,924.1	5,965.1
短期债务	113.1	-	16.8	-	-
应付帐款	481.8	161.6	593.7	307.5	741.3
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	327.3	600.9	732.5	788.5	838.3
长期借款	80.9	47.8	2.6	-	-
其他非流动负债	181.9	178.0	180.0	180.0	180.0
负债总额	1,185.0	988.3	1,525.7	1,276.0	1,759.6
少数股东权益	309.5	341.2	425.1	526.3	645.1
股本	337.3	337.0	332.5	332.5	332.5
留存收益	1,912.5	2,105.7	2,415.7	2,789.3	3,227.9
股东权益	2,380.9	2,672.6	3,173.3	3,648.1	4,205.5

财务指标

（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年增长率					
营业收入增长率	81.4%	18.7%	18.0%	17.0%	15.3%
营业利润增长率	90.7%	14.6%	20.5%	20.6%	17.4%
净利润增长率	52.7%	20.7%	20.6%	20.6%	17.4%
EBITDA 增长率	72.9%	37.4%	7.6%	18.7%	16.2%
EBIT 增长率	77.9%	39.5%	7.7%	19.8%	17.0%
NOPLAT 增长率	66.3%	28.2%	18.1%	19.8%	17.0%
投资资本增长率	21.1%	16.4%	-1.4%	-0.2%	1.6%
净资产增长率	31.6%	12.2%	18.7%	15.0%	15.3%
盈利能力					
毛利率	68.8%	68.2%	67.5%	67.3%	67.1%
营业利润率	23.7%	22.9%	23.4%	24.1%	24.6%
净利润率	14.7%	15.0%	15.3%	15.8%	16.1%
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%
偿债能力					
资产负债率	33.2%	27.0%	32.5%	25.9%	29.5%
负债权益比	49.8%	37.0%	48.1%	35.0%	41.8%
流动比率	1.83	2.38	2.16	2.91	2.70
速动比率	1.37	1.69	1.55	2.21	2.11
利息保障倍数	-17.98	1,213.2	-100.21	-60.09	-49.30
营运能力					
固定资产周转天数	37	31	24	18	14
流动营业资本周转天数	22	39	52	47	46
流动资产周转天数	254	259	295	326	346
应收帐款周转天数	70	56	63	60	61
存货周转天数	61	70	84	85	79
总资产周转天数	538	534	524	515	506
投资资本周转天数	245	245	222	188	164
费用率					
销售费用率	28.9%	30.0%	31.0%	31.0%	30.0%
管理费用率	14.4%	9.8%	10.8%	10.0%	10.5%
财务费用率	-1.2%	0.0%	-0.2%	-0.4%	-0.5%
三费/营业收入	42.0%	39.8%	41.6%	40.6%	40.0%
投资回报率					
ROE	14.6%	15.7%	16.0%	17.0%	17.5%
ROA	9.9%	12.0%	11.2%	12.8%	12.4%
ROIC	27.1%	28.7%	29.1%	35.4%	41.5%
分红指标					
DPS(元)	0.26	0.53	0.40	0.48	0.56
分红比率	29.0%	48.5%	30.0%	30.0%	30.0%
股息收益率	1.6%	3.2%	2.4%	2.8%	3.3%

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	354.5	439.3	440.3	531.2	623.8
加:折旧和摊销	79.5	93.3	55.6	58.1	61.0
资产减值准备	53.3	53.4	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	1.8	7.3	-6.6	-13.3	-18.9
投资损失	4.1	-2.0	4.6	4.8	5.0
少数股东损益	52.2	74.3	83.9	101.2	118.8
营运资金的变动	101.4	-119.8	-0.2	-8.7	-75.1
经营活动产生现金流量	460.5	410.4	577.5	673.3	714.6
投资活动产生现金流量	-228.0	-111.9	-24.0	-26.1	-28.3
融资活动产生现金流量	24.4	-310.3	-45.2	-163.7	-166.3

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.91	1.10	1.32	1.60	1.88
BVPS(元)	6.23	7.01	8.26	9.39	10.71
PE(X)	18.6	15.4	12.8	10.6	9.0
PB(X)	2.7	2.4	2.0	1.8	1.6
P/FCF	67.2	-173.0	12.9	10.9	9.4
P/S	2.7	2.3	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA	10.6	7.7	6.4	5.0	3.9
CAGR(%)	21.3%	19.1%	33.1%	21.3%	19.1%
PEG	0.9	0.8	0.4	0.5	0.5
ROIC/WACC	2.6	2.7	2.8	3.4	4.0

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