

Ed Hardy 业务调整影响 Q3 业绩表现, IRO 中国业务及百秋依旧出色 买入 (维持)

2019 年 10 月 28 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	2,669.98	3,086.54	3,546.41
同比 (%)	18.66	9.60	15.60	14.90
归母净利润 (百万元)	365.01	402.71	484.72	580.02
同比 (%)	20.74	10.33	20.37	19.66
每股收益 (元/股)	1.08	1.21	1.46	1.74
P/E (倍)	14.0	12.7	10.6	8.8

投资要点

■ **事件:** 公司公布三季度, 2019Q1-Q3 收入同增 8.57%至 18.85 亿元, 归母净利润同增 2.62%至 2.75 亿元; 具体到 19Q3, 收入同降 5.5%至 6.2 亿元, 归母净利润同降 20.5%至 8488 万元。

■ 分品牌来看全三季度发展:

1) **主品牌歌力思:** 19Q3 展店动作如期进行, 直营/加盟净开门店数量达到 8/3 家, 收入端前三季度/单三季度分别增长 4.22%/下滑 0.45%, Q3 直营仍有中单位数正向增长, 加盟拖累单季度表现;

2) **IRO:** 中国区业务发展仍然迅猛, Q1-Q3 贡献 6152 万收入, 门店数量达到 20 家, 持续超预期; 海外业务前三季度增长 11%至 4.35 亿元, Q3 较 19H1 增速有较明显放缓, 主要与 H1 存在提前发货有关。公司 10 月公布以 8950 万欧元收购 ADON WORLD 剩余 43%股权从而实现了 IRO 的 100% 持股, 有利于国内开店加速以及海外批发业务进一步释放增长潜力;

3) **Ed Hardy:** 收入端前三季度/单三季度分别下滑 17%/37.5%至 3.15/8303 万元, 下滑主要与零售端本身偏淡、以及 Q2 开始启动的加盟商换货政策(Q3 换货涉及金额更大, 影响了加盟发货的收入确认, 至 2020Q2 该政策完整运行一年后同比影响将消失)。2019 年是 Ed Hardy 调整蓄势的一年, 公司进行了包括直营网络导购年轻化、加盟商资金周转支持、奥莱收回直营在内的一系列举措, 希望提升渠道管理效率, 为 2020 年及未来增长打下基础。

4) **Laurel:** 收入端前三季度/单三季度分别增长 4.5%/6.2%至 7991/2569 万元, 同时单三季度直营门店净增 7 家, 符合前期开店计划; 此外毛利率相比去年同期略有下行主要与加价倍率实验性下调有关, 2020 年开始加价倍率仍将回到原有水平;

5) **VVT 和 Knott:** VVT 仍在产品风格无龄化、年轻化调整中, 门店数量维持在 14 家, Q1-Q3 收入贡献达到 1556 万元; Knott 也开出两家门店, 贡献 117 万报表收入;

6) **百秋电商:** 代理品牌持续增加至 50 个, Q1-Q3 收入及利润估算仍有 50%+ 高增长。

■ **盈利预测及投资建议:** 19 年作为 Ed Hardy 调整之年公司业绩增速预计较为平缓, 随 2020 年调整到位以及 IRO 的国内开店、海外批发业务发力, 未来增速有望提升, 我们预计公司 19/20/21 年归母净利润同增 10.3%/20.4%/19.7%至 4.0/4.8/5.8 亿元, PE 13/11/9X, 前期股价回调后回归低估值水准, 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)	15.41
一年最低/最高价	12.84/18.62
市净率(倍)	2.20
流通 A 股市值(百万元)	5124.07

基础数据

每股净资产(元)	7.02
资产负债率(%)	26.56
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): 收购 IRO 剩余 43%股权完成 100%持股, 利好中国业务发力》2019-10-14

表：歌力思各品牌季度经营情况拆分（单位：百万元）

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q1-Q3
主品牌 ELLASSAY	238.00	208.06	264.84	293.68	253.28	224.00	263.64	740.92
yoy	17.60%	11.89%	2.20%	-6.64%	6.42%	7.66%	-0.45%	4.22%
成本	69.24	58.67	76.20	87.62	77.98	64.06	81.88	223.93
毛利率	70.91%	71.80%	71.23%	70.16%	69.21%	71.40%	68.94%	69.78%
期末门店数-直营	161	159	157	159	160	157	165	165
期末门店数-分销	157	153	152	153	147	139	142	142
门店数	318	312	309	312	307	296	307	307
LAUREL	27.75	24.50	24.20	35.02	23.99	30.23	25.69	79.91
yoy	49.23%	8.37%	8.29%	2.42%	-13.55%	23.38%	6.17%	4.53%
成本	4.91	4.02	4.79	8.10	4.47	5.70	8.20	18.38
毛利率	82.30%	83.59%	80.20%	76.87%	81.35%	81.13%	68.07%	77.01%
期末门店数-直营	24	27	26	27	27	28	35	35
期末门店数-分销	6	8	9	10	12	12	12	12
门店数	30	35	35	37	39	40	47	47
Ed Hardy 及 Ed Hardy X	116.66	130.20	132.92	118.04	123.89	107.65	83.03	314.57
yoy	24.49%	28.19%	11.65%	-3.04%	6.19%	-17.32%	-37.53%	-17.17%
成本	32.14	35.55	44.30	42.20	42.05	28.18	31.26	101.49
毛利率	72.45%	72.70%	66.68%	64.25%	66.06%	73.82%	62.35%	67.74%
期末门店数-直营	22	22	25	28	26	26	40	40
期末门店数-分销	129	143	142	153	154	148	133	133
门店数	151	165	167	181	180	174	173	173
IRO	145.73	97.82	168.85	154.65	160.96	182.01	153.12	496.09
yoy		0.73%	-0.52%	21.11%	10.45%	86.06%	-9.32%	20.29%
成本	60.96	29.80	39.38	64.19	58.62	66.26	39.84	164.72
毛利率	58.17%	69.54%	76.68%	58.49%	63.58%	63.59%	73.98%	66.80%
门店数（全直营）	36	36	47	49	51	53	55	55
VIVIENNE TAM	0.79	1.88	3.46	3.83	4.39	4.93	6.24	15.56
yoy					454.07%	162.38%	80.02%	153.59%
成本	0.36	0.51	1.40	1.06	1.44	1.61	2.31	5.36
毛利率	54.11%	72.66%	59.46%	72.23%	67.15%	67.32%	62.97%	65.52%
期末门店数-直营	1	3	7	12	13	13	13	13
期末门店数-分销			1	1	1	1	1	1
门店数	1	3	8	13	14	14	14	14
Jean Paul Knott							1.17	1.17
yoy							-	-
成本							0.60	0.60
毛利率							48.80%	48.80%
期末门店数-直营							2	2
门店数							2	2

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表：歌力思线上线下单季度表现（单位：百万元）

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	19Q1-Q3
线上收入	21.18	24.04	23.28	34.15	21.39	34.21	26.04	81.63
YOY	90.35%	6.62%	10.64%	-9.89%	0.95%	42.31%	11.84%	19.16%
毛利率	47.54%	59.17%	56.16%	50.91%	26.19%	57.87%	58.35%	49.72%
线下收入	507.76	438.43	570.99	570.07	545.12	514.61	506.86	1566.59
YOY	67.27%	13.97%	3.97%	1.75%	7.36%	17.37%	-11.23%	3.26%
毛利率	69.18%	72.91%	72.72%	67.34%	69.04%	70.58%	67.66%	69.10%
合计	528.94	462.47	594.27	604.22	566.51	548.81	532.90	1648.22
YOY	68.09%	13.56%	4.21%	1.01%	7.10%	18.67%	-10.33%	3.94%
毛利率	68.31%	72.21%	72.05%	66.43%	67.42%	69.78%	67.22%	68.14%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表：歌力思分渠道单季度表现(单位：百万元)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	19Q1-Q3
直营收入	288.48	280.98	290.06	401.30	326.54	341.97	316.98	985.49
YOY	46.83%	7.87%	14.29%	12.40%	13.19%	21.71%	9.28%	14.66%
毛利率	72.86%	72.15%	73.96%	71.87%	70.07%	74.23%	69.43%	71.31%
加盟收入	240.46	181.49	304.22	202.91	239.97	206.85	215.92	662.73
YOY	103.41%	23.67%	-3.87%	-15.85%	-0.21%	13.97%	-29.02%	-8.74%
毛利率	62.85%	72.31%	70.24%	55.63%	63.82%	62.42%	63.97%	63.43%
合计	528.94	462.47	594.27	604.22	566.51	548.81	532.90	1648.22
YOY	68.09%	13.56%	4.21%	1.02%	7.10%	18.67%	-10.33%	3.94%
毛利率	68.31%	72.21%	72.05%	66.43%	67.42%	69.78%	67.22%	68.14%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表：歌力思单季度三表财务摘要(单位：百万元)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	19Q1-Q3
利润表								
营业收入	574.8	506.65	654.75	699.91	622.62	643.67	618.68	1884.97
YOY	69.28%	15.77%	8.73%	3.89%	8.32%	27.04%	-5.51%	8.57%
营业成本	189.39	149.02	194.96	241.1	219.02	198.46	222.02	639.5
毛利润	385.41	357.63	459.79	458.81	403.6	445.21	396.66	1245.47
YOY	56.12%	13.97%	14.45%	1.77%	4.72%	24.49%	-13.73%	3.54%
毛利率	67.05%	70.59%	70.22%	65.55%	64.82%	69.17%	64.11%	66.07%
营业税金及附加	5.73	4.21	5.57	7.00	5.43	4.60	3.55	13.58
期间费用	241.75	253.71	261.05	293.28	267.40	286.59	293.00	846.99
YOY	67.59%	16.37%	11.17%	10.26%	10.61%	12.96%	12.24%	11.96%
期间费用率	42.06%	50.08%	39.87%	41.90%	42.95%	44.52%	47.36%	44.93%
销售费用	169.14	171.2	182.69	207.43	204.69	178.58	200.17	583.44
销售费用率	29.43%	33.79%	27.90%	29.64%	32.88%	27.74%	32.35%	30.95%
管理费用	58.57	54.58	55.73	70.58	37.87	87.55	57.24	182.66

管理费用率	10.19%	10.77%	8.51%	10.08%	6.08%	13.60%	9.25%	9.69%
研发费用	19.169	24.46	22.58	13.15	23.66	22.68	24.42	70.76
研发费用率	3.33%	4.83%	3.45%	1.88%	3.80%	3.52%	3.95%	3.75%
财务费用	-5.13	3.47	0.05	2.12	1.18	-2.22	11.17	10.13
财务费用率	-0.89%	0.68%	0.01%	0.30%	0.19%	-0.34%	1.81%	0.54%
资产减值损失	7.04	-0.49	34.27	12.54	-3.59	9.2	28.54	34.15
其他收益	0.93	0.95	12.37	4.79	6.05	13.93	4.73	24.71
投资净收益	0.73	-0.83	-0.11	2.24	1.28	2.04	26.56	29.88
YOY	-48.95%	-	-	-50.88%	75.34%	-	-	-
营业利润	132.29	101.42	171.15	153.01	141.62	154.56	102.85	399.03
YOY	52.32%	13.85%	30.23%	-14.76%	7.05%	52.40%	-39.91%	-1.44%
营业利润率	23.01%	20.02%	26.14%	21.86%	22.75%	24.01%	16.62%	21.17%
加：营业外收入	0.13	0.16	0.54	1.92	0.66	0.35	0.3	1.31
减：营业外支出	1.7	0.14	1.45	-0.68	0.03	2.62	2.39	5.04
利润总额	130.73	101.44	170.24	155.61	142.25	152.29	100.75	395.29
YOY	52.35%	15.54%	30.36%	-10.48%	8.81%	50.13%	-40.82%	-1.77%
减：所得税	34.49	12.45	33.93	37.81	37.52	30.72	8.62	76.86
所得税率	26.38%	12.27%	19.93%	24.30%	26.38%	20.17%	8.56%	19.44%
净利润	96.24	88.99	136.32	117.8	104.73	121.57	92.13	318.43
YOY	41.45%	26.69%	31.27%	4.82%	8.82%	36.61%	-32.42%	-0.97%
净利率	16.74%	17.56%	20.82%	16.83%	16.82%	18.89%	14.89%	16.89%
减：少数股东损益	15.91	7.85	29.57	21.00	15.57	20.37	7.25	43.19
归母净利润	80.32	81.14	106.75	96.8	89.16	101.2	84.88	275.24
YOY	33.18%	31.40%	33.22%	-3.32%	11.01%	24.72%	-20.49%	2.62%
资产负债表								
应收票据及应收账款	270.98	241.53	332.73	370.64	311.91	348.28	302.66	302.66
YOY	75.54%	9.26%	12.83%	7.50%	15.10%	44.20%	-9.04%	-9.04%
存货	410.47	458.89	514.36	524.5	489.3	529.52	579.76	579.76
YOY	70.33%	20.65%	30.30%	23.99%	19.20%	15.39%	12.71%	12.71%
现金流量表								
经营性现金流量净额	132.94	45.98	82.66	148.83	92.65	138.14	82.02	312.81
YOY	113.80%	-42.87%	-30.04%	-25.47%	-30.31%	200.43%	-0.77%	19.58%
/净利润	138.13%	51.67%	60.64%	126.34%	88.47%	113.63%	89.03%	98.24%
投资性现金流量净额	52.29	5.95	-168.45	-1.7	-81.39	-40.39	52.36	-69.42
筹资性现金流量净额	17.26	-76.34	-54.11	-197.1	-34.74	96.81	-367.57	-305.5
现金及等价物净增加额	199.64	-23.08	-135.84	-53.61	-31.02	210.54	-238.83	-59.31

数据来源：Wind，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
流动资产	1813.2	2111.7	2520.9	3047.8	营业收入	2436.1	2670.0	3086.5	3546.4
现金	641.3	1012.4	1189.7	1573.3	营业成本	774.5	912.4	1050.3	1217.6
应收款项	370.6	369.9	482.2	494.7	营业税金及附加	22.5	24.0	27.8	31.9
存货	524.5	611.6	710.1	853.7	销售费用	730.5	801.0	922.9	1039.1
其他	276.7	117.8	138.9	126.1	管理费用	239.4	257.7	296.3	329.8
非流动资产	1847.7	1748.5	1738.8	1714.9	财务费用	0.5	(6.8)	(5.9)	(11.5)
长期股权投资	97.7	97.7	97.7	97.7	投资净收益	2.0	30.0	5.0	5.0
固定资产	200.6	196.0	189.1	179.2	其他	112.9	112.6	129.3	142.7
无形资产	704.8	668.7	652.4	636.0	营业利润	557.9	599.2	670.8	801.8
其他	844.5	786.1	799.7	802.0	营业外净收支	0.2	0.0	0.0	0.0
资产总计	3660.8	3860.2	4259.6	4762.7	利润总额	558.0	599.2	670.8	801.8
流动负债	762.5	658.1	737.8	844.0	所得税费用	118.7	137.8	154.3	184.4
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	74.3	58.7	31.8	37.3
应付账款	161.6	209.0	227.8	280.1	归属母公司净利润	365.0	402.7	484.7	580.0
其他	600.9	449.1	510.1	563.9	EBIT	691.8	699.0	817.0	959.9
非流动负债	225.8	247.0	248.0	248.5	EBITDA	744.1	752.3	873.4	1019.2
长期借款	47.8	230.0	230.0	230.0					
其他	178.0	17.0	18.0	18.5					
负债总计	988.3	905.1	985.8	1092.5	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	341.2	399.9	431.7	469.1	每股收益(元)	1.08	1.21	1.46	1.74
归属母公司股东权益	2331.3	2555.2	2842.1	3201.2	每股净资产(元)	6.92	7.68	8.55	9.63
负债和股东权益总计	3660.8	3860.2	4259.6	4762.7	发行在外股份(百万股)	337.0	332.5	332.5	332.5
					ROIC(%)	20.0%	16.9%	18.0%	18.9%
					ROE(%)	18.2%	16.4%	16.6%	17.8%
					毛利率(%)	68.2%	65.8%	66.0%	65.7%
					EBIT Margin(%)	28.4%	26.2%	26.5%	27.1%
					销售净利率(%)	15.0%	15.1%	15.7%	16.4%
					资产负债率(%)	27.0%	23.4%	23.1%	22.9%
					收入增长率(%)	18.7%	9.6%	15.6%	14.9%
					净利润增长率(%)	20.7%	10.3%	20.4%	19.7%
					P/E	14.0	12.7	10.6	8.8
					P/B	2.20	2.01	1.80	1.60
现金流量表 (百万元)									
	2018	2019E	2020E	2021E					
经营活动现金流	410.4	354.7	495.1	689.2					
投资活动现金流	(111.9)	90.2	(87.1)	(47.3)					
筹资活动现金流	(310.3)	(73.9)	(230.7)	(258.3)					
现金净增加额	(12.9)	371.1	177.3	383.6					
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)	(44.0)	(123.7)	(41.1)					

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>