

Q1 经营承压, 百秋出表同时一次性利得增厚利润

买入 (维持)

2020 年 05 月 07 日

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

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	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,612.59	1,972.42	2,230.97	2,479.54
同比 (%)	7.24	-24.50	13.11	11.14
归母净利润 (百万元)	356.58	493.47	331.51	381.56
同比 (%)	-2.31	38.39	-32.82	15.10
每股收益 (元/股)	1.07	1.48	1.00	1.15
P/E (倍)	10.9	7.9	11.7	10.2

投资要点

■ **事件:** 公司公布年报及一季报, 2019 年公司收入同比增长 7.2%至 26.1 亿元, 归母净利润同比下降 2.3%至 3.6 亿元; 2020Q1 公司收入同比下滑 34%至 4.1 亿元, 归母净利润同比增长 173%至 2.4 亿元, 归母净利高增主要与出售百秋股权带来的一次性收益有关, 若剔除非经常因素, Q1 扣非归母净利微亏 791 万元。分红方面, 2019 年拟每 10 股派 2.5 元现金股利, 派息比例 23%。

■ **主品牌、Laurel 运营总体稳健, Ed Hardy、IRO 海外业务承压。**分品牌来看: 1) 歌力思主品牌 19Q4/20Q1 收入同比+4.5%/-33.0%, 表现符合行业趋势, 尤其疫情下折扣控制较好叠加直营表现好于加盟, Q1 毛利率同比提升 4.4pp 至 73.7%; 2) Laurel 品牌 19Q4/20Q1 收入同比+5.6%/-15.5%, 表现也比较稳健, Q1 毛利率同比下降 4.6pp, 与折扣提升有关; 3) Ed Hardy 从 19Q3 开始进行产品风格、渠道管理调整, 20Q1 疫情也为销售造成压力 (尤其是加盟端), 19Q4/20Q1 收入同比下降 52%/55%; 4) IRO 国内业务发展彭博, 但海外业务具有不确定性, 由此单季度收入增速有些波动, 19Q4/20Q1 收入分别+15.2%/-25.0%, 考虑到海外疫情情况, 以海外业务收入为主的 IRO 在 Q2 预计仍然承压; 5) 对于其他小品牌如 VVT、Knott, Q1 清库压力较重, 毛利率同比下降较多, 20 年预计将暂时减少资源投入、控制费用, 将资源投入在更有品牌力和盈利能力的的主力品牌中。

■ **直营稳健、加盟承压明显:** 1) 19 全年/20Q1 直营增长 14.3%/下滑 16.7%, Q1 下滑幅度远小于加盟, 与高端品牌直营渠道一般集中在一二线城市, 而该等城市客户消费韧性较强有关; 2) 以 Ed Hardy、IRO 海外为代表的加盟业务压力较大, 19Q4/20Q1 收入下滑幅度分别达到 37%、58%, 与低迷经济环境下加盟商所在城市消费者消费能力和意愿受压制有关; 3) 线上方面, 过去主要承担清库任务, 疫情后有尝试将部分新款在线上销售, 带动 Q1 线上收入增长 12%, 但囿于高端产品消费者对体验感的诉求, 线上生意占比不高 (Q1 在 6%左右)。

■ **财务分析: Q1 疫情下微亏, 但库存总体控制较好。**公司 Q1 正式出售百秋股权 (持股比例由 75%下降到 27.75%), 带来接近 3 亿元的投资净收益, 同时百秋不再并表, 若剔除非经常因素, Q1 扣非归母净利微亏 791 万元, 主要由于 Q1 公司收入/毛利润下降 34%/32%, 但期间费用降幅小于收入 (下降 7%), 致经常性业务亏损; 另一方面, 公司 Q1 根据疫情情况及时调整生产计划, 并通过直播、微信群、导购一对一推荐等方式带动离店销售, Q1 库存控制较好, 同比仅增长 7%至 5.2 亿元、环比有 12%下降。

■ **盈利预测及投资建议:** 考虑百秋股权出售带来的一次性利润, 以及不再控股百秋后其收入及利润不再并表, 我们调整盈利预测, 预计公司 2020/2021/2022 年收入同比 -24.5%/+13.1%/+11.1%至 19.7/22.3/24.8 亿元, 归母净利润同比+38%/-33%/+15%至 4.9/3.3/3.8 亿元, PE 8/12/10X, 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)	11.66
一年最低/最高价	10.05/17.94
市净率(倍)	1.84
流通 A 股市值(百万元)	3877.18

基础数据

每股净资产(元)	6.34
资产负债率(%)	36.57
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): 多方向向百秋网络增资, 备受期待的代运营龙头》2019-12-15

表：歌力思各品牌季度经营情况拆分（单位：百万元）

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	2019	2020Q1
主品牌 ELLASSAY	253.28	224.00	263.64	307.01	1,047.92	169.58
yoy	6.42%	7.66%	-0.45%	4.54%	4.42%	-33.04%
成本	77.98	64.06	81.88	88.89	312.82	44.68
毛利率	69.21%	71.40%	68.94%	71.05%	70.15%	73.65%
期末门店数-直营	160	157	165	169	169	165
期末门店数-分销	147	139	142	137	137	140
门店数	307	296	307	306	306	305
LAUREL	23.99	30.23	25.69	36.98	116.89	20.27
yoy	-13.55%	23.38%	6.17%	5.59%	4.86%	-15.51%
成本	4.47	5.70	8.20	6.78	25.16	4.71
毛利率	81.35%	81.13%	68.07%	81.67%	78.48%	76.79%
期末门店数-直营	27	28	35	40	40	40
期末门店数-分销	12	12	12	12	12	12
门店数	39	40	47	52	52	52
Ed Hardy 及 Ed Hardy X	123.89	107.65	83.03	56.53	371.09	56.02
yoy	6.19%	-17.32%	-37.53%	-52.11%	-25.46%	-54.78%
成本	42.05	28.18	31.26	17.87	119.36	19.29
毛利率	66.06%	73.82%	62.35%	68.38%	67.84%	65.57%
期末门店数-直营	26	26	40	44	44	42
期末门店数-分销	154	148	133	125	125	116
门店数	180	174	173	169	169	158
IRO	160.96	182.01	153.12	178.13	674.21	120.76
yoy	10.45%	86.06%	-9.32%	15.18%	18.90%	-24.97%
成本	58.62	66.26	39.84	85.96	250.68	49.14
毛利率	63.58%	63.59%	73.98%	51.74%	62.82%	59.31%
门店数（全直营）	51	53	55	58	58	60
VIVIENNE TAM	4.39	4.93	6.24	5.10	20.66	5.09
yoy	454.07%	162.38%	80.02%	33.22%	107.34%	15.93%
成本	1.44	1.61	2.31	1.79	7.16	3.93
毛利率	67.15%	67.32%	62.97%	64.85%	65.36%	22.82%
期末门店数-直营	13	13	13	12	12	11
期末门店数-分销	1	1	1	1	1	1
门店数	14	14	14	13	13	12
Jean Paul Knott			1.17	1.07	2.24	1.12
yoy			-	-	-	-
成本			0.60	0.43	1.03	0.64
毛利率			48.80%	80.17%	53.96%	43.25%
期末门店数-直营			2	2	2	2
门店数			2	2	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）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019	2020Q1
线上收入	21.39	34.21	26.04	32.76	114.40	24.00
YOY	0.95%	42.31%	11.84%	-4.07%	11.43%	12.22%
毛利率	26.19%	57.87%	58.35%	49.37%	49.62%	55.83%
线下收入	545.12	514.61	506.86	552.04	2118.63	349.10
YOY	7.36%	17.37%	-11.23%	-3.16%	1.50%	-35.96%
毛利率	69.04%	70.58%	67.66%	68.41%	68.92%	67.98%
合计	566.51	548.81	532.90	584.81	2233.02	373.10
YOY	7.10%	18.67%	-10.33%	-3.21%	1.97%	-34.14%
毛利率	67.42%	69.78%	67.22%	67.34%	67.93%	67.20%

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)

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019	2020Q1
直营收入	326.54	341.97	316.98	456.04	1441.53	272.10
YOY	13.19%	21.71%	9.28%	13.64%	14.33%	-16.67%
毛利率	70.07%	74.23%	69.43%	69.70%	70.80%	69.38%
加盟收入	239.97	206.85	215.92	128.77	791.50	101.00
YOY	-0.21%	13.97%	-29.02%	-36.54%	-14.81%	-57.91%
毛利率	63.82%	62.42%	63.97%	58.88%	62.69%	61.33%
合计	566.51	548.81	532.90	584.81	2233.02	373.10
YOY	7.10%	18.67%	-10.33%	-3.21%	1.97%	-34.14%
毛利率	67.42%	69.78%	67.22%	67.34%	67.93%	67.20%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表：单季度三表财务摘要(单位：百万元)

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019	2020Q1
利润表						
营业收入	622.62	643.67	618.68	727.62	2612.59	410.22
YOY	8.32%	27.04%	-5.51%	3.96%	7.24%	-34.11%
营业成本	219.02	198.46	222.02	252.13	891.63	137.38
毛利润	403.6	445.21	396.66	475.49	1720.96	272.84
YOY	4.72%	24.49%	-13.73%	3.64%	3.57%	-32.40%
毛利率	64.82%	69.17%	64.11%	65.35%	65.87%	66.51%
营业税金及附加	5.43	4.60	3.55	5.35	18.93	4.24
期间费用	267.40	286.59	293.00	375.17	1222.16	249.18
YOY	10.61%	12.96%	12.24%	27.92%	16.42%	-6.81%
期间费用率	42.95%	44.52%	47.36%	51.56%	46.78%	60.74%
销售费用	204.69	178.58	200.17	243.48	826.92	185.94
销售费用率	32.88%	27.74%	32.35%	33.46%	31.65%	45.33%
管理费用	37.87	87.55	57.24	101.01	283.67	40.04

管理费用率	6.08%	13.60%	9.25%	13.88%	10.86%	9.76%
研发费用	23.66	22.68	24.42	20.86	91.62	16.63
研发费用率	3.80%	3.52%	3.95%	2.87%	3.51%	4.05%
财务费用	1.18	-2.22	11.17	9.82	19.95	6.57
财务费用率	0.19%	-0.34%	1.81%	1.35%	0.76%	1.60%
资产减值损失	-3.59	9.20	28.54	10.98	45.13	29.07
其他收益	6.05	13.93	4.73	6.29	31.00	0.74
投资净收益	1.28	2.04	26.56	8.84	38.72	296.74
营业利润	141.62	154.56	102.85	92.21	491.24	289.59
YOY	7.05%	52.40%	-39.91%	-39.74%	-11.94%	104.48%
营业利润率	22.75%	24.01%	16.62%	12.67%	18.80%	70.59%
加：营业外收入	0.66	0.35	0.3	-0.48	0.83	1.59
减：营业外支出	0.03	2.62	2.39	0.44	5.48	1.32
利润总额	142.25	152.29	100.75	91.29	486.58	289.86
YOY	8.81%	50.13%	-40.82%	-41.33%	-12.80%	103.77%
减：所得税	37.52	30.72	8.62	1.3	78.16	47.60
所得税率	26.38%	20.17%	8.56%	1.42%	16.06%	16.42%
净利润	104.73	121.57	92.13	89.99	408.42	242.25
YOY	8.82%	36.61%	-32.42%	-23.61%	-7.04%	131.31%
净利率	16.82%	18.89%	14.89%	12.37%	15.63%	59.05%
减：少数股东损益	15.57	20.37	7.25	8.66	51.85	-1.40
归母净利润	89.16	101.2	84.88	81.33	356.57	243.65
YOY	11.01%	24.72%	-20.49%	-15.98%	-2.31%	173.27%
资产负债表						
应收票据及应收账款	311.91	348.28	302.66	386.16	386.16	169.64
YOY	15.10%	44.20%	-9.04%	4.19%	4.19%	-45.61%
存货	489.3	529.52	579.76	595.38	595.38	523.16
YOY	19.20%	15.39%	12.71%	13.51%	13.51%	6.92%
现金流量表						
经营性现金流量净额	92.65	138.14	82.02	127.23	440.04	43.51
YOY	-30.31%	200.43%	-0.77%	-14.51%	7.22%	-53.04%
/净利润	88.47%	113.63%	89.03%	141.38%	107.74%	17.96%
投资性现金流量净额	-81.39	-40.39	52.36	110.83	41.41	302.42
筹资性现金流量净额	-34.74	96.81	-367.57	-271.35	-576.85	-98.13
现金及等价物净增加额	-31.02	210.54	-238.83	-40.65	-99.96	240.84

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)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1700.7	1801.8	1896.5	2157.5	营业收入	2612.6	1972.4	2231.0	2479.5
现金	540.4	564.8	506.3	629.2	营业成本	891.6	667.4	711.9	794.2
应收款项	386.2	427.8	474.5	526.8	营业税金及附加	18.9	17.8	20.1	22.3
存货	595.4	648.4	755.4	832.4	销售费用	826.9	670.6	758.5	823.2
其他	178.8	160.9	160.3	169.1	管理费用	283.7	217.0	245.4	272.7
非流动资产	1747.2	2069.0	2055.3	2033.5	财务费用	19.9	25.3	25.3	24.6
长期股权投资	18.7	346.0	346.0	346.0	投资净收益	38.7	348.6	57.1	62.5
固定资产	189.2	184.2	176.4	165.9	其他	119.0	88.6	96.2	109.6
无形资产	702.3	693.9	684.4	673.7	营业利润	491.2	634.3	430.7	495.3
其他	836.9	844.9	848.6	847.9	营业外净收支	(4.7)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
资产总计	3447.9	3910.8	3991.8	4231.0	利润总额	486.6	632.3	428.7	493.3
流动负债	707.4	702.6	736.9	747.8	所得税费用	78.2	132.8	90.0	103.6
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	51.8	6.1	7.1	8.2
应付账款	197.8	183.5	191.2	205.9	归属母公司净利润	356.6	493.5	331.5	381.6
其他	509.5	519.1	545.7	541.8	EBIT	610.4	417.4	515.1	589.3
非流动负债	778.9	769.0	619.8	619.5	EBITDA	663.9	474.6	576.1	654.1
长期借款	613.1	600.0	600.0	600.0					
其他	165.8	169.0	19.8	19.5					
负债总计	1486.3	1471.6	1356.7	1367.3	重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	90.5	96.5	103.7	111.8	每股收益(元)	1.07	1.48	1.00	1.15
归属母公司股东权益	1871.1	2342.7	2531.5	2751.9	每股净资产(元)	5.63	7.05	7.61	8.28
负债和股东权益总计	3447.9	3910.8	3991.8	4231.0	发行在外股份(百万股)	332.5	332.5	332.5	332.5
					ROIC(%)	19.9%	10.9%	12.6%	13.4%
					ROE(%)	14.8%	22.7%	13.3%	14.2%
					毛利率(%)	65.9%	66.2%	68.1%	68.0%
					EBIT Margin(%)	23.4%	21.2%	23.1%	23.8%
					销售净利率(%)	13.6%	25.0%	14.9%	15.4%
					资产负债率(%)	43.1%	37.6%	34.0%	32.3%
					收入增长率(%)	7.2%	-24.5%	13.1%	11.1%
					净利润增长率(%)	-2.3%	38.4%	-32.8%	15.1%
					P/E	10.9	7.9	11.7	10.2
					P/B	2.07	1.66	1.53	1.41
现金流量表 (百万元)									
	2019	2020E	2021E	2022E					
经营活动现金流	440.0	122.1	210.2	252.5					
投资活动现金流	41.4	(17.5)	(118.8)	39.7					
筹资活动现金流	(576.9)	(80.3)	(149.9)	(169.3)					
现金净增加额	(100.0)	24.4	(58.5)	122.9					
折旧与摊销	53.5	57.2	61.0	64.8					
资本开支	92.1	412.5	30.6	30.6					
营运资本变动	(90.1)	(92.4)	(105.6)	(103.8)					

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>