

歌力思(603808)

报告日期: 2020年08月30日

# 歌力思及 Laurel 恢复态势明显, 百秋高增

——歌力思跟踪点评

✍️ : 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002  
☎️ : 联系人: 陈腾曦、林骥川、詹陆雨  
✉️ : mali@stocke.com.cn

## 报告导读

歌力思公布中报, 主品牌及 Laurel Q2 呈现明显恢复态势, 百秋代运营业务展现强劲成长。

## 投资要点

- ❑ **事件:** 公司公布半年度业绩, 上半年收入同比-36%至 8.14 亿元, 归母净利润同比+38%至 2.62 亿元, 扣非归母净利润同比-94%至 953 万元。归母净利润及扣非净利润的差距主要来自 Q1 出让百秋网络股权带来的一次性收益。
- ❑ **主品牌及 Laurel Q2 呈现明显恢复态势, Ed Hardy 及 IRO 海外业务仍承压:** Q2 单季度来看, 歌力思收入降幅在 Q2 缩窄至 6%, Laurel 在 Q2 收入则同比增长 0.5%, 是恢复最好的两个品牌; Ed Hardy 加盟渠道仍然承受压力, Q2 收入降幅 61.5%; IRO 国内业务在 Q2 恢复良好, 但由于海外疫情在 Q2 影响最大, 导致品牌 Q2 整体收入下降 42%, 较 Q1 降幅有所扩大。Self-portrait 品牌年初进驻天猫, 5 月在北京开出首家门店, 反响热烈, 上半年已实现 196 万元收入, 未来发展值得期待。
- ❑ **线上直播引流成果显著, 上半年线上收入同比翻番。** 公司 3 月开始打造直播团队, 于每周四进行直播, 作为顾客引流以及导购教育的重要环节, 带动线上销售上半年同比增长 163%至 1.46 亿元, 在线上业务的促进下, 公司 Q2 服装业务收入降幅由 Q1 的 34%缩窄至 Q2 的 28%。
- ❑ **百秋出表, 20H1 高速发展。** 公司对百秋的持股从此前的 75%下降至 2020Q1 的 27.75%, 由此不再并表, 带来 3.02 亿元(税前)股权出让收益, 也导致公司上半年报表收入表观降幅较大。从运营层面来看, 管理层重新控股的百秋在上半年展现出极大成长活力, 作为轻奢品牌的天猫代表性代运营商 20H1 收入同比增长 79%至 2.53 亿元, 净利润 1888 万元, 同比下降 27%, 主要由于百秋上半年进行内部股权激励带来的股权激励支付费用(接近 5000 万元)影响, 若剔除该因素经营利润增长同样显著。
- ❑ **盈利预测及投资建议:** 公司 7、8 月歌力思、Laurel、IRO 等品牌恢复情况良好, Ed Hardy 内部调整也走过了 1 年的完整周期, 预计 Q3 开始盈利能力将有所恢复。考虑百秋股权出售带来的 3.02 亿一次性利润, 以及不再控股百秋后其收入及利润不再并表, 我们预计公司 2020/2021/2022 年收入同比-26%/+15%/+13%至 19.4/22.2/25.0 亿元, 归母净利润同比+31%/-32%/+16%至 4.7/3.2/3.7 亿元, PE 10/15/13X, 维持“买入”评级。
- ❑ **风险提示:** 疫情影响零售环境的风险; 新品牌拓展不及预期; 电商发展不及预期的风险

## 评级

买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥14.68

## 单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
2Q/2020	0.06
1Q/2020	0.73
4Q/2019	0.25
3Q/2019	0.25



## 公司简介

A 股代表性多品牌时装集团, 主品牌歌力思, 另运营 Ed Hardy、IRO、self-portrait 等品牌。

## 相关报告

报告撰写人: 马莉

联系人: 陈腾曦、林骥川、詹陆雨

**财务摘要**

(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	2,612.59	1,937.81	2,218.31	2,499.95
(+/-)	7.2%	-25.8%	14.5%	12.7%
净利润	356.58	467.20	318.32	370.17
(+/-)	-2.3%	31.0%	-31.9%	16.3%
每股收益 (元)	1.07	1.41	0.96	1.11
P/E	13.7	10.4	15.3	13.2

**表：单季度收入按品牌拆分**

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2
<b>主品牌 ELLASSAY</b>	<b>253.28</b>	<b>224.00</b>	<b>263.64</b>	<b>307.01</b>	<b>169.58</b>	<b>210.92</b>
yoy	6.42%	7.66%	-0.45%	4.54%	-33.04%	-5.84%
成本	77.98	64.06	81.88	88.89	44.68	65.39
毛利率	69.21%	71.40%	68.94%	71.05%	73.65%	69.00%
期末门店数-直营	160	157	165	169	165	161
期末门店数-分销	147	139	142	137	140	138
<b>门店数</b>	<b>307</b>	<b>296</b>	<b>307</b>	<b>306</b>	<b>305</b>	<b>299</b>
<b>LAUREL</b>	<b>23.99</b>	<b>30.23</b>	<b>25.69</b>	<b>36.98</b>	<b>20.27</b>	<b>30.37</b>
yoy	-13.55%	23.38%	6.17%	5.59%	-15.51%	0.45%
成本	4.47	5.70	8.20	6.78	4.71	6.85
毛利率	81.35%	81.13%	68.07%	81.67%	76.79%	77.44%
期末门店数-直营	27	28	35	40	40	39
期末门店数-分销	12	12	12	12	12	11
<b>门店数</b>	<b>39</b>	<b>40</b>	<b>47</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>50</b>
<b>Ed Hardy 及 Ed Hardy X</b>	<b>123.89</b>	<b>107.65</b>	<b>83.03</b>	<b>56.53</b>	<b>56.02</b>	<b>41.46</b>
yoy	6.19%	-17.32%	-37.53%	-52.11%	-54.78%	-61.48%
成本	42.05	28.18	31.26	17.87	19.29	15.21
毛利率	66.06%	73.82%	62.35%	68.38%	65.57%	63.31%
期末门店数-直营	26	26	40	44	42	41
期末门店数-分销	154	148	133	125	116	101
<b>门店数</b>	<b>180</b>	<b>174</b>	<b>173</b>	<b>169</b>	<b>158</b>	<b>142</b>
<b>IRO</b>	<b>160.96</b>	<b>182.01</b>	<b>153.12</b>	<b>178.13</b>	<b>120.76</b>	<b>104.56</b>
yoy	10.45%	86.06%	-9.32%	15.18%	-24.97%	-42.55%
成本	58.62	66.26	39.84	85.96	49.14	34.34
毛利率	63.58%	63.59%	73.98%	51.74%	59.31%	67.16%
<b>门店数 (全直营)</b>	<b>51</b>	<b>53</b>	<b>55</b>	<b>58</b>	<b>60</b>	<b>61</b>
<b>self-portrait</b>						<b>1.96</b>
yoy						83.02%
成本						0.33
毛利率						83.02%
期末门店数-直营						1
<b>门店数</b>						<b>1</b>

数据来源：公司公告、浙商证券研究

**表：收入按线上线下载分**

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
线上收入	21.39	34.21	26.04	32.76	24.00	121.79
YOY	0.95%	42.31%	11.84%	-4.07%	12.22%	256.04%
毛利率	26.19%	57.87%	58.35%	49.37%	55.83%	76.11%
线下收入	545.12	514.61	506.86	552.04	349.10	274.08
YOY	7.36%	17.37%	-11.23%	-3.16%	-35.96%	-46.74%
毛利率	69.04%	70.58%	67.66%	68.41%	67.98%	63.98%
合计	566.51	548.81	532.90	584.81	373.10	395.87
YOY	7.10%	18.67%	-10.33%	-3.21%	-34.14%	-27.87%
毛利率	67.42%	69.78%	67.22%	67.34%	67.20%	67.49%

数据来源：公司公告、浙商证券研究

**表：收入按直营加盟拆分**

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
直营收入	326.54	341.97	316.98	456.04	272.10	293.24
YOY	13.19%	21.71%	9.28%	13.64%	-16.67%	-14.25%
毛利率	70.07%	74.23%	69.43%	69.70%	69.38%	72.62%
加盟收入	239.97	206.85	215.92	128.77	101.00	102.63
YOY	-0.21%	13.97%	-29.02%	-36.54%	-57.91%	-50.38%
毛利率	63.82%	62.42%	63.97%	58.88%	61.33%	52.86%
合计	566.51	548.81	532.90	584.81	373.10	395.87
YOY	7.10%	18.67%	-10.33%	-3.21%	-34.14%	-27.87%
毛利率	67.42%	69.78%	67.22%	67.34%	67.20%	67.49%

数据来源：公司公告、浙商证券研究

**表：单季度三表财务摘要(单位：百万元)**

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
<b>利润表</b>						
营业收入	<b>622.62</b>	<b>643.67</b>	<b>618.68</b>	<b>727.62</b>	<b>410.22</b>	<b>404.04</b>
YOY	8.32%	27.04%	-5.51%	3.96%	-34.11%	-37.23%
营业成本	219.02	198.46	222.02	252.13	137.38	134.33
毛利润	<b>403.6</b>	<b>445.21</b>	<b>396.66</b>	<b>475.49</b>	<b>272.84</b>	<b>269.71</b>
YOY	4.72%	24.49%	-13.73%	3.64%	-32.40%	-39.42%
毛利率	64.82%	69.17%	64.11%	65.35%	66.51%	66.75%
营业税金及附加	5.43	4.60	3.55	5.35	4.24	2.61
期间费用	<b>267.40</b>	<b>286.59</b>	<b>293.00</b>	<b>375.17</b>	<b>249.18</b>	<b>208.84</b>
YOY	10.61%	12.96%	12.24%	27.92%	-6.81%	-27.13%
期间费用率	42.95%	44.52%	47.36%	51.56%	60.74%	51.69%
<b>销售费用</b>	<b>204.69</b>	<b>178.58</b>	<b>200.17</b>	<b>243.48</b>	<b>185.94</b>	<b>144.11</b>
销售费用率	32.88%	27.74%	32.35%	33.46%	45.33%	35.67%
<b>管理费用</b>	<b>37.87</b>	<b>87.55</b>	<b>57.24</b>	<b>101.01</b>	<b>40.04</b>	<b>49.93</b>
管理费用率	6.08%	13.60%	9.25%	13.88%	9.76%	12.36%
<b>研发费用</b>	<b>23.66</b>	<b>22.68</b>	<b>24.42</b>	<b>20.86</b>	<b>16.63</b>	<b>10.88</b>
研发费用率	3.80%	3.52%	3.95%	2.87%	4.05%	2.69%

<b>财务费用</b>	<b>1.18</b>	<b>-2.22</b>	<b>11.17</b>	<b>9.82</b>	<b>6.57</b>	<b>3.92</b>
财务费用率	0.19%	-0.34%	1.81%	1.35%	1.60%	0.97%
资产减值损失	-3.59	9.20	28.54	10.98	29.07	42.17
其他收益	6.05	13.93	4.73	6.29	0.74	4.13
投资净收益	1.28	2.04	26.56	8.84	296.74	7.36
<b>营业利润</b>	<b>141.62</b>	<b>154.56</b>	<b>102.85</b>	<b>92.21</b>	<b>289.59</b>	<b>27.07</b>
YOY	7.05%	52.40%	-39.91%	-39.74%	104.48%	-82.49%
营业利润率	22.75%	24.01%	16.62%	12.67%	70.59%	6.70%
加: 营业外收入	0.66	0.35	0.3	-0.48	1.59	-0.53
减: 营业外支出	0.03	2.62	2.39	0.44	1.32	0.17
<b>利润总额</b>	<b>142.25</b>	<b>152.29</b>	<b>100.75</b>	<b>91.29</b>	<b>289.86</b>	<b>26.37</b>
YOY	8.81%	50.13%	-40.82%	-41.33%	103.77%	-82.68%
减: 所得税	37.52	30.72	8.62	1.3	47.6	14.41
所得税率	26.38%	20.17%	8.56%	1.42%	16.42%	54.65%
<b>净利润</b>	<b>104.73</b>	<b>121.57</b>	<b>92.13</b>	<b>89.99</b>	<b>242.25</b>	<b>11.96</b>
YOY	8.82%	36.61%	-32.42%	-23.61%	131.31%	-90.16%
净利率	16.82%	18.89%	14.89%	12.37%	59.05%	2.96%
减: 少数股东损益	15.57	20.37	7.25	8.66	-1.4	-6.66
<b>归母净利润</b>	<b>89.16</b>	<b>101.2</b>	<b>84.88</b>	<b>81.33</b>	<b>243.65</b>	<b>18.62</b>
YOY	11.01%	24.72%	-20.49%	-15.98%	173.27%	-81.60%
<b>资产负债表</b>						
<b>应收票据及应收账款</b>	<b>311.91</b>	<b>348.28</b>	<b>302.66</b>	<b>386.16</b>	<b>169.64</b>	<b>180.5</b>
YOY	15.10%	44.20%	-9.04%	4.19%	-45.61%	-48.17%
<b>存货</b>	<b>489.3</b>	<b>529.52</b>	<b>579.76</b>	<b>595.38</b>	<b>523.16</b>	<b>509.81</b>
YOY	19.20%	15.39%	12.71%	13.51%	6.92%	-3.72%
<b>现金流量表</b>						
<b>经营性现金流量净额</b>	<b>92.65</b>	<b>138.14</b>	<b>82.02</b>	<b>127.23</b>	<b>43.51</b>	<b>16.61</b>
YOY	-30.31%	200.43%	-0.77%	-14.51%	-53.04%	-87.98%
/净利润	88.47%	113.63%	89.03%	141.38%	17.96%	138.88%
投资性现金流量净额	-81.39	-40.39	52.36	110.83	302.42	-0.19
筹资性现金流量净额	-34.74	96.81	-367.57	-271.35	-98.13	-43.14
<b>现金及等价物净增加额</b>	<b>-31.02</b>	<b>210.54</b>	<b>-238.83</b>	<b>-40.65</b>	<b>240.84</b>	<b>-14.95</b>

数据来源: Wind, 浙商证券研究所

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>1,701</b>	<b>1,757</b>	<b>1,868</b>	<b>2,109</b>	<b>营业收入</b>	<b>2,613</b>	<b>1,938</b>	<b>2,218</b>	<b>2,500</b>
现金	540	576	461	605	营业成本	892	653	700	788
交易性金融资产	39	40	40	40	营业税金及附加	19	17	20	22
应收账款	386	412	485	526	营业费用	827	698	776	862
其它应收款	72	85	85	85	管理费用	284	213	244	275
预付账款	31	34	36	43	研发费用	92	64	71	80
存货	595	609	762	810	财务费用	20	25	26	25
其他	37	0	0	0	资产减值损失	-45	-51	-55	-59
<b>非流动资产</b>	<b>1,747</b>	<b>2,069</b>	<b>2,055</b>	<b>2,034</b>	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	39	355	57	63
长期投资	19	346	346	346	其他经营收益	31	30	30	30
固定资产	189	184	176	166	<b>营业利润</b>	<b>491</b>	<b>600</b>	<b>413</b>	<b>480</b>
无形资产	702	694	684	674	营业外收支	-5	-2	-2	-2
在建工程	9	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>487</b>	<b>598</b>	<b>411</b>	<b>478</b>
其他	827	845	849	848	所得税	78	126	86	100
<b>资产总计</b>	<b>3,448</b>	<b>3,866</b>	<b>3,963</b>	<b>4,183</b>	<b>净利润</b>	<b>408</b>	<b>473</b>	<b>325</b>	<b>377</b>
<b>流动负债</b>	<b>707</b>	<b>685</b>	<b>742</b>	<b>740</b>	少数股东损益	52	5	6	7
短期借款	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>357</b>	<b>467</b>	<b>318</b>	<b>370</b>
应付款项	198	176	193	201	EBITDA	664	431	559	639
预收账款	126	132	163	170	<b>EPS (最新摊薄)</b>	<b>1.07</b>	<b>1.41</b>	<b>0.96</b>	<b>1.11</b>
其他	384	377	386	369	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	<b>779</b>	<b>769</b>	<b>620</b>	<b>620</b>		<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
长期借款	613	600	600	600	<b>成长能力</b>				
其他	166	169	20	20	营业收入	7.2%	-25.8%	14.5%	12.7%
<b>负债合计</b>	<b>1,486</b>	<b>1,454</b>	<b>1,362</b>	<b>1,360</b>	营业利润	-11.9%	22.2%	-31.2%	16.2%
少数股东权益	90	96	102	109	归属母公司净利	-2.3%	31.0%	-31.9%	16.3%
归属母公司股东权	1,871	2,316	2,499	2,714	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,448</b>	<b>3,866</b>	<b>3,963</b>	<b>4,183</b>	毛利率	65.9%	66.3%	68.4%	68.5%
					净利率	13.6%	24.1%	14.3%	14.8%
					ROE	14.8%	21.6%	13.0%	13.9%
					ROIC	19.9%	9.8%	12.3%	13.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	43.1%	37.6%	34.4%	32.5%
					净负债比率	79.4%	62.8%	54.5%	50.1%
					流动比率	2.4	2.6	2.5	2.9
					速动比率	1.6	1.7	1.9	2.0
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.6
					应收帐款周转率	6.4	4.5	4.6	4.6
					应付帐款周转率	5.0	3.5	3.8	4.0
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	1.07	1.41	0.96	1.11
					每股经营现金	1.32	0.40	0.44	0.81
					每股净资产	5.63	6.96	7.51	8.16
					<b>估值比率</b>				
					P/E	13.7	10.4	15.3	13.2
					P/B	2.6	2.1	2.0	1.8
					EV/EBITDA	8.3	12.7	9.8	8.6

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>