

## 歌力思(603808.SH)/纺织服饰

## 拟全资控股 IRO SAS, 夯实全球化布局基础

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 16.89

分析师: 王雨丝

执业证书编号: S0740517060001

电话: 021-20315196

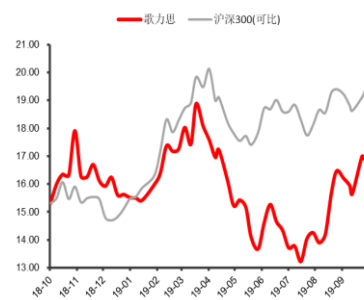
Email: wangys@r.qizq.com.cn

研究助理: 曾令仪

Email: zengly@r.qizq.com.cn

**基本状况**

|           |       |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股)  | 333   |
| 流通股本(百万股) | 333   |
| 市价(元)     | 16.89 |
| 市值(百万元)   | 5616  |
| 流通市值(百万元) | 5616  |

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 2018Q1 点评: 业绩高增长, 运营能力提升
- 2 2018Q3 点评: 弱市下内生稳健增长, 业绩超预期增长
- 3 2018 年报点评: 业绩符合预期, 主品牌市占率 TOP1
- 4 2019Q1 点评: 业绩增长略超预期, 主品牌内生稳健
- 5 2019H1 中报点评: 业绩再超预期, 多品牌协同效应持续显现

**公司盈利预测及估值**

| 指标        | 2017A   | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 2053.05 | 2436.10 | 2967.20 | 3545.85 | 4222.09 |
| 增长率 yoy%  | 81.35%  | 18.66%  | 21.80%  | 19.50%  | 19.07%  |
| 净利润       | 302.32  | 365.01  | 436.75  | 534.41  | 645.57  |
| 增长率 yoy%  | 52.72%  | 20.74%  | 19.65%  | 22.36%  | 20.80%  |
| 每股收益(元)   | 0.90    | 1.08    | 1.30    | 1.59    | 1.92    |
| 每股现金流量    | 1.37    | 1.22    | 1.24    | 1.74    | 1.84    |
| 净资产收益率    | 14.59%  | 15.66%  | 16.09%  | 17.35%  | 18.14%  |
| P/E       | 18.83   | 15.59   | 10.37   | 8.48    | 7.02    |
| PEG       | 0.36    | 0.75    | 0.53    | 0.38    | 0.34    |
| P/B       | 2.75    | 2.44    | 1.67    | 1.47    | 1.27    |

备注: 收盘价为 2019 年 10 月 14 日

**投资要点**

- **事件:** 公司公告拟通过全资子公司东明国际投资(香港)有限公司以自有资金及自筹资金 8950 万欧元向 ELYONE SARL 收购其持有 ADON WORLD SAS 的 43% 股权。收购完成后, 公司将实现对 IRO 品牌的全球 100% 控制权。
- **掌控 IRO 全球所有权, 未来发展有望提速。** 法国轻奢品牌 IRO 凭借其高辨识度的街头朋克和巴黎时尚风格, 在国内外快速发展。2018 年 IRO 全球营收 5.67 亿元, 业务拓展至 50 个国家, 渠道涉及巴黎老佛爷、巴黎春天、Le Bon Marche 等国际顶级商场。中国业务方面, 2018 年/2019H1 营收分别为 3890.57/3776.55 万元, 分别同比增长 336.85%/208.19%, 增速迅猛且潜力大。目前国内仅有门店 18 家, 此次收购完成后, 随公司对其掌控力提升, 国内业务有望提速。海外业务方面, 2019H1 实现营收 3.05 亿元, 同比增长 31.95%, 拥有门店 35 家。此次收购完成后, 公司或将加大批发业务管理力度, 引入外部优质资源, 继续向全球市场拓展, 该业务有望保持稳健发展。
- **协同 IRO 全球资源, 夯实多品牌全球化布局基础。** 此次 IRO 剩余股权的收购, 除看好品牌的发展潜力外, 还利于将公司的优势资源(渠道/品牌推广/供应链等)及多品牌运营经验更有效的助力该品牌的全球发展, 进而为集团布局全球化布局提供实践基础。在全球化布局中, 旗下其他品牌亦可依托于 IRO 的分销网络、品牌推广经验等, 获取更多的国际资源, 公司多品牌运作的协同效应有望持续体现。
- **盈利预测与投资建议。** 公司中高端多品牌战略发展路径清晰, 各品牌之间协同效应持续体现。主品牌内生增长强劲, 从渠道数量看均较同行仍有较大提升空间; 新品牌快速发展且有望陆续盈利。预计 2019/20/21 年净利润分别为 4.36/5.34/6.46 亿元, 分别同增 19.7%/22.4%/20.8%, 对应 EPS 分别为 1.3/1.59/1.92 元, 现价对应 2019/20/21 年 PE10/8/7 倍。公司收入业绩及各品牌经营健康稳健, 多品牌效应正在逐步显现, 且处于估值低位, 维持“买入”评级。
- **风险因素。** 宏观经济不景气导致终端销售下滑; 新品牌门店扩张进展低于预期; 时尚战略布局推进速度低于预期。

图表 1: IRO 产品形象



来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 2: 财务报表 (百万元)**

| 资产负债表          |         |         |         |         | 利润表             |                |              |              |              |
|----------------|---------|---------|---------|---------|-----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |         |         |         |         | 单位:百万元          |                |              |              |              |
| 会计年度           | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   | 会计年度            | 2018           | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
| <b>流动资产</b>    | 1813    | 2230    | 2674    | 3266    | <b>营业收入</b>     | 2436           | 2967         | 3546         | 4222         |
| 现金             | 641.31  | 773.49  | 998.95  | 1275.42 | 营业成本            | 774.47         | 968.43       | 1163.04      | 1391.04      |
| 应收账款           | 370.64  | 483.00  | 566.26  | 673.50  | 营业税金及附加         | 22.52          | 27.30        | 32.62        | 38.42        |
| 其他应收款          | 85.02   | 157.26  | 150.21  | 189.32  | 营业费用            | 730.46         | 955.44       | 1134.67      | 1342.63      |
| 预付账款           | 27.74   | 29.90   | 36.38   | 44.38   | 管理费用            | 239.38         | 296.72       | 351.04       | 415.88       |
| 存货             | 524.50  | 668.98  | 792.53  | 951.35  | 财务费用            | 0.51           | -1.01        | -3.25        | -6.78        |
| 其他流动资产         | 163.94  | 117.52  | 130.17  | 132.45  | 资产减值损失          | 53.37          | 53.36        | 53.36        | 53.36        |
| <b>非流动资产</b>   | 1847.67 | 1990.89 | 2101.23 | 2187.31 | 公允价值变动收益        | 0.00           | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 长期投资           | 97.70   | 159.17  | 135.20  | 136.94  | 投资净收益           | 2.04           | 1.00         | 1.00         | 1.00         |
| 固定资产           | 200.64  | 177.99  | 155.33  | 132.67  | <b>营业利润</b>     | 557.87         | 667.96       | 815.36       | 988.55       |
| 无形资产           | 704.85  | 869.71  | 1023.71 | 1152.57 | 营业外收入           | 2.76           | 2.38         | 2.50         | 2.46         |
| 其他非流动资产        | 844.49  | 784.03  | 786.98  | 765.13  | 营业外支出           | 2.61           | 2.50         | 2.60         | 2.50         |
| <b>资产总计</b>    | 3660.83 | 4221.05 | 4775.72 | 5453.73 | <b>利润总额</b>     | 558.02         | 667.84       | 815.27       | 988.51       |
| <b>流动负债</b>    | 762.47  | 871.57  | 941.91  | 1021.71 | 所得税             | 118.67         | 152.20       | 181.66       | 221.94       |
| 短期借款           | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | <b>净利润</b>      | 439.35         | 515.64       | 633.60       | 766.57       |
| 应付账款           | 161.60  | 229.88  | 270.85  | 320.41  | 少数股东损益          | 74.34          | 78.89        | 99.19        | 121.00       |
| 其他流动负债         | 600.87  | 641.69  | 671.06  | 701.30  | <b>归属母公司净利润</b> | 365.01         | 436.75       | 534.41       | 645.57       |
| <b>非流动负债</b>   | 225.80  | 214.23  | 233.47  | 233.60  | EBITDA          | 651.70         | 743.15       | 890.82       | 1060.67      |
| 长期借款           | 47.82   | 58.25   | 65.93   | 67.74   | <b>EPS (元)</b>  | 1.08           | 1.30         | 1.59         | 1.92         |
| 其他非流动负债        | 177.98  | 155.98  | 167.54  | 165.86  |                 |                |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 988.27  | 1085.80 | 1175.38 | 1255.31 | <b>主要财务比率</b>   |                |              |              |              |
| 少数股东权益         | 341.22  | 420.10  | 519.29  | 640.30  | <b>会计年度</b>     | <b>2018.00</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> |
| 股本             | 337.00  | 337.00  | 337.00  | 337.00  | <b>成长能力</b>     |                |              |              |              |
| 资本公积           | 1001.87 | 1001.87 | 1001.87 | 1001.87 | 营业收入            | 0.19           | 0.22         | 0.20         | 0.19         |
| 留存收益           | 1103.81 | 1376.27 | 1742.18 | 2219.25 | 营业利润            | 0.15           | 0.20         | 0.22         | 0.21         |
| 归属母公司股东权益      | 2331.34 | 2715.14 | 3081.05 | 3558.12 | 归属于母公司净利润       | 0.21           | 0.20         | 0.22         | 0.21         |
| <b>负债和股东权益</b> | 3660.83 | 4221.05 | 4775.72 | 5453.73 | <b>获利能力</b>     |                |              |              |              |
|                |         |         |         |         | 毛利率(%)          | 68.21%         | 67.36%       | 67.20%       | 67.05%       |
| <b>现金流量表</b>   |         |         |         |         | 净利率(%)          | 14.98%         | 14.72%       | 15.07%       | 15.29%       |
|                |         |         |         |         | ROE(%)          | 15.66%         | 16.09%       | 17.35%       | 18.14%       |
|                |         |         |         |         | ROIC(%)         | 21.81%         | 22.71%       | 24.96%       | 26.90%       |
| <b>经营活动现金流</b> | 410.42  | 417.90  | 586.60  | 618.75  | <b>偿债能力</b>     |                |              |              |              |
| 净利润            | 439.35  | 515.64  | 633.60  | 766.57  | 资产负债率(%)        | 0.27           | 0.26         | 0.25         | 0.23         |
| 折旧摊销           | 93.32   | 76.20   | 78.70   | 78.90   | 净负债比率(%)        | 0.05           | 0.05         | 0.06         | 0.05         |
| 财务费用           | 0.51    | -1.01   | -3.25   | -6.78   | 流动比率            | 2.38           | 2.56         | 2.84         | 3.20         |
| 投资损失           | -2.04   | -1.00   | -1.00   | -1.00   | 速动比率            | 1.30           | 1.33         | 1.50         | 1.72         |
| 营运资金变动         | -189.19 | -288.85 | -194.65 | -311.93 | <b>营运能力</b>     |                |              |              |              |
| 其他经营现金流        | 68.47   | 116.93  | 73.19   | 92.99   | 总资产周转率          | 0.67           | 0.75         | 0.79         | 0.83         |
| <b>投资活动现金流</b> | -111.91 | -243.23 | -203.74 | -182.45 | 应收账款周转率         | 6.67           | 6.83         | 6.58         | 6.65         |
| 资本支出           | 74.01   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 应付账款周转率         | 4.65           | 4.95         | 4.65         | 4.71         |
| 长期投资           | 38.70   | 57.37   | -21.08  | 0.98    | <b>每股指标 (元)</b> |                |              |              |              |
| 其他投资现金流        | 0.80    | -185.87 | -224.82 | -181.47 | 每股收益(最新摊薄)      | 1.08           | 1.30         | 1.59         | 1.92         |
| <b>筹资活动现金流</b> | -310.30 | -42.49  | -157.40 | -159.83 | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 1.22           | 1.24         | 1.74         | 1.84         |
| 短期借款           | -113.13 | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 每股净资产(最新摊薄)     | 6.92           | 8.06         | 9.14         | 10.56        |
| 长期借款           | -33.04  | 10.43   | 7.68    | 1.81    | <b>估值比率</b>     |                |              |              |              |
| 普通股增加          | -0.30   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | P/E             | 15.59          | 10.37        | 8.48         | 7.02         |
| 资本公积增加         | -84.22  | 0.00    | 0.00    | 0.00    | P/B             | 2.44           | 1.67         | 1.47         | 1.27         |
| 其他筹资现金流        | -79.61  | -52.92  | -165.08 | -161.64 | EV/EBITDA       | 7.89           | 5.38         | 4.49         | 3.77         |
| <b>现金净增加额</b>  | -12.88  | 132.18  | 225.46  | 276.47  |                 |                |              |              |              |

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

|      | 评级 | 说明                                 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。