

歌力思 (603808)

证券研究报告

2019年10月15日

实现对 IRO 品牌 100%的全球控制权，为公司多品牌全球化运营打下良好基础

事件：收购 ADON WORLD SAS 43%股权，从而实现对 IRO 品牌 100%的全球控制权。

公司发布公告，拟通过全资子公司东明国际以自有资金及自筹资金 8,950 万欧元向 ELYONE SARL 收购其持有 ADON WORLD SAS 的 43%股权。本次交易完成后，歌力思将通过其全资子公司前海上林、东明国际及孙公司 ADON WORLD SAS 间接持有 IRO SAS 100%的股权，将直接和间接通过前海上林、东明国际、ADON WORLD SAS、IRO SAS 合计持有依诺时尚 100%的股权，实现对 IRO 品牌的全球 100%控制权。

IRO 品牌收购过程：

1) 2016 年 6 月通过收购前海上林 16%的股权（完成后持有前海上林 65%股权），间接控股 IRO 品牌（前海上林持有 ADON WORLD 57%股权，而 ADON WORLD 持有 IRO 公司 100%股权）37.05%的股权；

2) 2018 年 7 月向 IRO SAS 收购依诺时尚 80%股权，取得中国大陆地区 IRO 品牌独家代理权，全面负责 IRO 产品在中国大陆的销售和经销商管理工作；

3) 2019 年 7 月收购前海上林 35%股权，收购后歌力思取得前海上林 100%股权；收购完成后歌力思通过前海上林持有 IRO SAS 57%股权，进一步加强对 IRO 品牌的全球控制权；

4) 2019 年 10 月拟收购 ADON WORLD SAS 的 43%股权，实现对 IRO 品牌的全球 100%控制权。

IRO 品牌近年发展迅速，作为歌力思旗下首个全球品牌，未来将为公司开拓全球化业务打下良好基础。

IRO 品牌是定位轻奢领域的法国设计师品牌，以“street girls & fashionable women”为设计理念，追求街头情怀的法式简约风格。近年，IRO 品牌业绩实现快速增长。2019H1 IRO 品牌实现营收 3.43 亿元（+35.32%），全球直营店铺 53 家，目前已经通过多种渠道进驻 50 个国家；其中中国地区实现营收 3776 万元（+208.19%），中国直营店铺 18 家，主要分布在北京、上海及深圳等一线城市的核心商业地带，19H1 同店增长达到 32.03%。

本次收购完成后，歌力思将实现对 IRO 品牌 100%的全球控制权。由于 IRO 品牌是公司旗下首个全球品牌，且近年发展势头良好，全面掌控 IRO 后可以为歌力思的全球化业务提供实践基础和平台，为歌力思全球化业务打下良好基础；同时 IRO 品牌可以凭借歌力思的优势资源，如渠道、品牌推广、供应链和运营资源得到更好的发展，充分发挥协同效用。

继续看好歌力思依托其中高端服饰的优秀运营经验，打造多品牌时尚集团；多品牌协同优势体现明显。

- 集团主品牌歌力思 2018 年获得中国高端女装市场综合占有率第一名，充分体现出中国在中高端服饰领域的优秀运营经验。
- 接力 Ed Hardy，IRO 收入出现高速增长。市场普遍认为中高端女装的单一品牌更容易遇到增长瓶颈，公司通过多品牌战略打破这一束缚。
- Laur è l 业绩在 19Q2 看到改善，还处在培育期的品牌还有 VIVIENNE、Jean Paul Knott，近期又获得 self-portrait 中国大陆地区所有权，预计这些品牌后续有望在不同时期为公司贡献较为明显的业绩。

维持买入评级。预计未来 3 年公司每年利润增速在 15%-20%左右，收入增速达 10-15%，是业绩稳定增长的细分行业龙头。维持原有盈利预测，预计 19-21 年公司实现净利润 4.4 亿元、5.21 亿元、6.12 亿元，同比增长 20.6%、18.29%、17.59%；预计公司 19-21 年 EPS 为 1.32/1.57/1.84 元。

风险提示：中高端服饰消费疲软、新并购品牌销售不达预期、主品牌同店持续下滑等

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	16.89 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	332.52
流通 A 股股本(百万股)	332.52
A 股总市值(百万元)	5,616.30
流通 A 股市值(百万元)	5,616.19
每股净资产(元)	7.22
资产负债率(%)	27.49
一年内最高/最低(元)	19.26/12.84

作者

吕明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518040001
lvming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

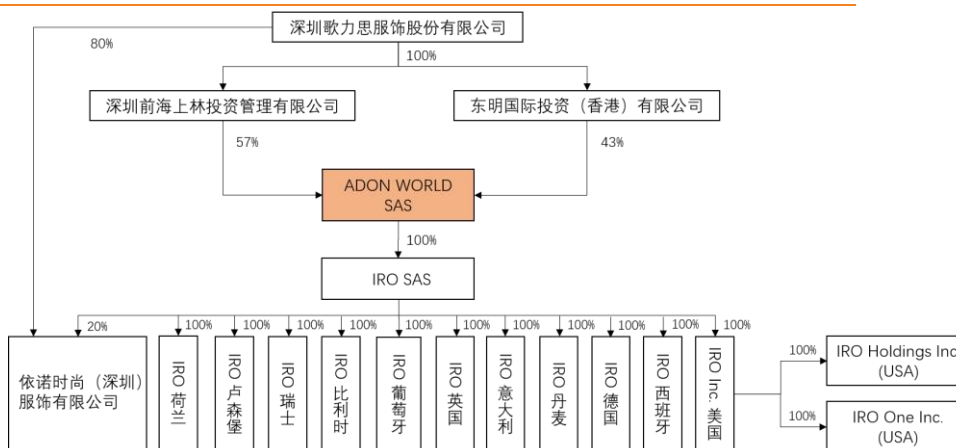
相关报告

- 1 《歌力思-半年报点评:19H1 收入超市场预期，多品牌协同优势体现明显》 2019-08-28
- 2 《歌力思-公司点评:取得 self-portrait 中国大陆地区经营权，继续向时尚集团迈进》 2019-08-09
- 3 《歌力思-公司点评:增加对 IRO 的控制权，公司具备整合收购品牌的能力得到印证》 2019-07-09

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,053.05	2,436.10	2,773.64	3,182.86	3,660.63
增长率(%)	81.35	18.66	13.86	14.75	15.01
EBITDA(百万元)	554.41	670.26	673.88	785.49	915.02
净利润(百万元)	302.32	365.01	440.20	520.73	612.32
增长率(%)	52.72	20.74	20.60	18.29	17.59
EPS(元/股)	0.91	1.10	1.32	1.57	1.84
市盈率(P/E)	18.58	15.39	12.76	10.79	9.17
市净率(P/B)	2.71	2.41	2.07	1.85	1.65
市销率(P/S)	2.74	2.31	2.02	1.76	1.53
EV/EBITDA	13.02	7.34	6.73	5.52	4.39

资料来源: wind, 天风证券研究所

图 1: 收购完成后, 歌力思拥有 IRO 100%全球控制权



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	769.14	641.31	1,252.56	1,569.44	1,999.10
应收票据及应收账款	344.79	370.64	419.34	306.13	528.24
预付账款	14.99	27.74	12.79	34.03	22.19
存货	423.01	524.50	521.24	636.19	715.14
其他	138.66	248.96	336.12	179.57	390.47
流动资产合计	1,690.60	1,813.15	2,542.05	2,725.35	3,655.15
长期股权投资	138.34	97.70	97.70	97.70	97.70
固定资产	212.21	200.64	212.83	245.10	276.42
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	702.23	704.85	683.60	662.36	641.12
其他	822.52	844.49	787.44	758.09	760.17
非流动资产合计	1,875.30	1,847.67	1,817.57	1,832.85	1,847.16
资产总计	3,565.90	3,660.83	4,359.62	4,558.21	5,502.31
短期借款	113.13	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	171.36	161.60	193.26	218.32	254.48
其他	637.73	600.87	906.48	634.86	1,077.76
流动负债合计	922.23	762.47	1,099.74	853.18	1,332.24
长期借款	80.86	47.82	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	181.87	177.98	134.93	164.92	159.28
非流动负债合计	262.73	225.80	134.93	164.92	159.28
负债合计	1,184.96	988.27	1,234.66	1,018.10	1,491.52
少数股东权益	309.52	341.22	410.42	502.78	612.32
股本	337.30	337.00	332.52	332.52	332.52
资本公积	1,086.09	1,001.87	1,001.87	1,001.87	1,001.87
留存收益	1,912.51	2,105.68	2,382.02	2,704.81	3,065.94
其他	(1,264.48)	(1,113.21)	(1,001.87)	(1,001.87)	(1,001.87)
股东权益合计	2,380.94	2,672.56	3,124.96	3,540.11	4,010.79
负债和股东权益总	3,565.90	3,660.83	4,359.62	4,558.21	5,502.31

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	354.51	439.35	440.20	520.73	612.32
折旧摊销	79.53	93.32	33.05	35.37	37.76
财务费用	1.78	7.30	(1.19)	(13.31)	(12.12)
投资损失	4.14	(2.04)	(3.91)	(4.80)	(5.84)
营运资金变动	100.93	(275.48)	233.54	(53.59)	(28.79)
其它	(80.40)	147.97	72.85	93.92	112.03
经营活动现金流	460.49	410.42	774.53	578.33	715.36
资本支出	339.06	6.61	103.05	50.00	55.65
长期投资	(246.89)	(40.64)	0.00	0.00	0.00
其他	(320.20)	(77.88)	(159.14)	(125.20)	(99.81)
投资活动现金流	(228.03)	(111.91)	(56.09)	(75.20)	(44.16)
债权融资	193.99	47.82	0.08	0.03	0.03
股权融资	124.97	(17.98)	108.05	13.31	12.12
其他	(294.53)	(340.14)	(215.33)	(199.58)	(253.70)
筹资活动现金流	24.43	(310.30)	(107.19)	(186.25)	(241.54)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	256.90	(11.80)	611.25	316.88	429.66

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,053.05	2,436.10	2,773.64	3,182.86	3,660.63
营业成本	639.82	774.47	871.36	988.39	1,131.48
营业税金及附加	25.08	22.52	30.51	38.19	43.93
营业费用	593.02	730.46	829.32	948.49	1,087.21
管理费用	228.18	239.38	270.98	308.74	356.91
研发费用	66.52	79.44	90.42	103.44	120.43
财务费用	(24.64)	0.51	(1.19)	(13.31)	(12.12)
资产减值损失	53.34	53.37	44.13	50.28	49.26
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(4.14)	2.04	3.91	4.80	5.84
其他	(11.00)	(23.95)	(7.83)	(9.60)	(11.68)
营业利润	486.86	557.87	642.02	763.42	889.37
营业外收入	1.62	2.76	4.20	5.88	6.90
营业外支出	10.46	2.61	2.96	2.90	2.01
利润总额	478.02	558.02	643.26	766.40	894.26
所得税	123.51	118.67	130.22	151.75	169.91
净利润	354.51	439.35	513.05	614.65	724.35
少数股东损益	52.20	74.34	72.85	93.92	112.03
归属于母公司净利润	302.32	365.01	440.20	520.73	612.32
每股收益(元)	0.91	1.10	1.32	1.57	1.84

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	81.35%	18.66%	13.86%	14.75%	15.01%
营业利润	90.72%	14.59%	15.08%	18.91%	16.50%
归属于母公司净利润	52.72%	20.74%	20.60%	18.29%	17.59%
获利能力					
毛利率	68.84%	68.21%	68.58%	68.95%	69.09%
净利率	14.73%	14.98%	15.87%	16.36%	16.73%
ROE	14.59%	15.66%	16.22%	17.14%	18.02%
ROIC	27.13%	28.74%	28.69%	36.87%	40.39%
偿债能力					
资产负债率	33.23%	27.00%	28.32%	22.34%	27.11%
净负债率	-24.16%	-22.21%	-40.08%	-44.33%	-49.84%
流动比率	1.83	2.38	2.31	3.19	2.74
速动比率	1.37	1.69	1.84	2.45	2.21
营运能力					
应收账款周转率	7.35	6.81	7.02	8.77	8.77
存货周转率	5.89	5.14	5.30	5.50	5.42
总资产周转率	0.67	0.67	0.69	0.71	0.73
每股指标(元)					
每股收益	0.91	1.10	1.32	1.57	1.84
每股经营现金流	1.38	1.23	2.33	1.74	2.15
每股净资产	6.23	7.01	8.16	9.13	10.22
估值比率					
市盈率	18.58	15.39	12.76	10.79	9.17
市净率	2.71	2.41	2.07	1.85	1.65
EV/EBITDA	13.02	7.34	6.73	5.52	4.39
EV/EBIT	14.16	7.97	7.07	5.78	4.58

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com