

方正证券研究所证券研究报告

歌力思(603808)

公司研究

纺织服装行业

公司事件点评报告

2019.07.10/强烈推荐(维持)

首席分析师

丰毅

执业证书编号: S1220518070001

TEL: 13571855319

E-mail fengyi@foundersc.com

历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

《管理优秀,体系领先》2019.02.28

《线上、直营增速回升, IRO 拓店加速》

2018.10.31

《多品牌矩阵发力,歌力思轻奢龙头确立》

2018.01.30

请务必阅读最后特别声明与免责条款

【事件】

2019年7月8日,歌力思发布公告,公司拟以2.42亿人民币向深圳前海复星长歌时尚产业投资基金(有限合伙)、上海复星惟实一期股权投资基金合伙企业(有限合伙)收购其在深圳前海上林投资管理有限公司持有的合计35%股权。交易完成后,歌力思对IRO SAS持股比例将提升至57%。

【点评】

公司完成对前海尚林100%控股,对IRO控制加深。

前海上林目前持有ADON WORLD 57%的股权,ADON WORLD持有IRO SAS 100%的股权,IRO SAS及歌力思分别持有依诺时尚(深圳)服饰有限公司(以下简称“依诺时尚”)20%及80%的股权。本次收购完成后,歌力思将通过前海上林持有IRO SAS 57%的股权,进一步加强对IRO品牌的全球控制权。

IRO品牌优质,增长稳健。 IRO是法国城市年轻时尚的设计师品牌。以“street girls & fashionable women”为设计理念,追求街头情怀的法式简约风格,主打时尚女装产品(含男装)。IRO由Laurent Bitton和Arik Bitton兄弟2005年创建于巴黎,已拓展至50个国家,巴黎老佛爷、巴黎春天、Bon Marche和Franck et fils等商场均开设了专卖店。

①**收购交易:** 本次交易前,公司于2016年6月、2018年1月以7900万元、120万元收购前海上林、依诺时尚37.05%股权,获得IRO中国大陆地区经营权。②**设计:** 目前IRO产品设计目前仍由法国总部负责,以保持品牌国内外产品设计统一,产品生产、发货由总部安排,至国内补货时间约2周。③**销售:** 2018年,IRO SAS实现全球营业收入5.74亿元(+43.73%),同年毛利率65.73%(+4.26pct),2019预计维持双位数增长速度。④**渠道:** 2017年1月IRO首店在上海港汇广场开业,至2018年末已在北京SKP、南京德基等一、二线城市核心商圈开设49家门店,单店流水约60万元,行业领先。2019预计增加8家门店。

三大并购法则提高新品牌培育成功率。 公司持续布局EH、IRO、Laurel等新品牌,不同于国内其他竞争对手,公司多品牌运营较为成功,新品牌往往成为公司业绩强驱动。我们认为,以下三点保证了公司培训新品牌的成功率。(1) **已具备一定市场知名度和影响力。** Laur è l是德国三大奢侈品牌之一Escada副牌,EdHardy2004年成立以来已受到麦当娜、贝克汉姆等国际明星

追捧，IRO 深受好莱坞明星青睐，Instagram 知名博主街拍、大热韩剧《鬼怪》、《蓝色大海的传说》均出现过 IRO 服饰。Vivienne Tam 更是多次登上国际时装周的知名华裔设计师。(2) **核心团队具备独立运营基础**。Ed Hardy 2004 年在美国成立，收购前已在美洲、欧洲、亚洲和中东都已开设专卖店，国内门店数量已达 79 家。IRO 收购前已在英国、德国、意大利、西班牙、丹麦、美国、中国设有子公司。(3) **具有一定增长空间且与现有品牌矩阵有明显协同**。公司选择的品牌均不是发展瓶颈期或下滑期的品牌，强强联合才能创造更大价值。

【投资建议】

我们认为，从长期角度，我国高端女装龙头因与海外品牌竞争错位，将是服装业投资机会较多的领域，也将是消费复苏后是业绩弹性最大的领域，我们建议左侧布局。同时高端女装品牌经营规模天花板较低，海外龙头的成功经验多次印证多品牌运营将是高端女装龙头的长期驱动。歌力思多品牌运营成功经验较多，多品牌布局已初见雏形。我们预计 2019/2020/2021 年公司归母净利润分别为 4.38/5.45/6.55 亿元，同比增速在 19.87%/24.63%/20.08%，对应 EPS 为 1.32/1.64/1.97 元/股，对应 P/E 为 10.91/8.75/7.29，维持“强烈推荐”评级。

【风险提示】

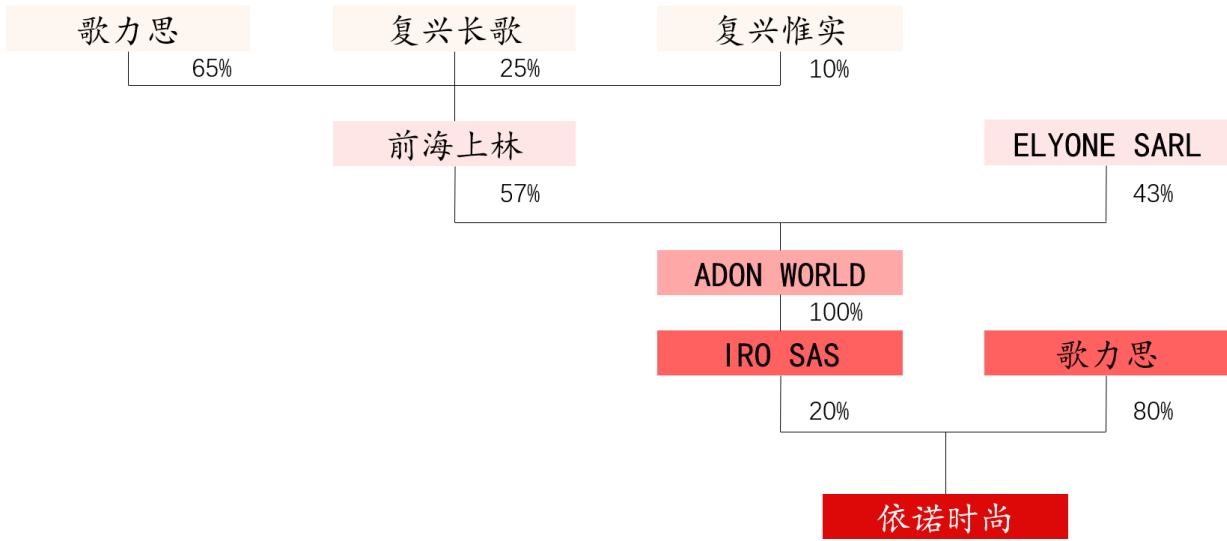
社零波动；百货业态发展波动；主品牌业绩波动；新品牌发展不及预期。

盈利预测：

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2436.10	2800.21	3426.54	4054.50
(+/-) (%)	18.66	14.95	22.37	18.33
净利润	365.01	437.54	545.31	654.79
(+/-) (%)	20.74	19.87	24.63	20.08
EPS(元)	1.10	1.32	1.64	1.97
P/E	13.07	10.91	8.75	7.29

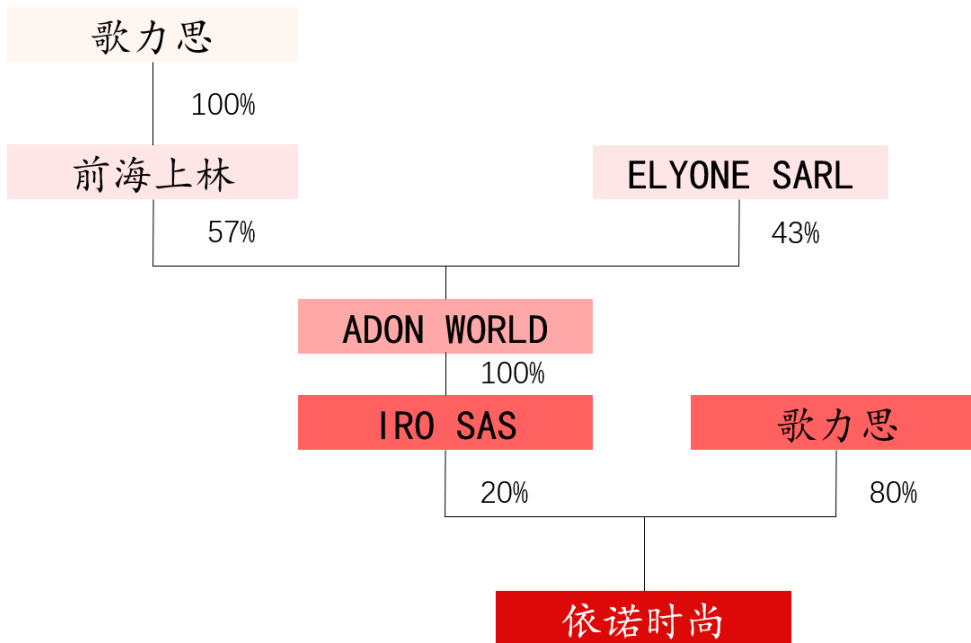
数据来源：wind 方正证券研究所

图表1： 目前相关股权关系



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表2： 收购后权属关系变动



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表3: 集团内多个品牌共享明星资源



资料来源: 品牌微信公众号, 方正证券研究所

图表4: 歌力思年度财务数据

	2015	2016	2017	2018
营收(亿元)	8.35	11.32	20.53	24.36
同比(%)	12.28	35.53	81.35	18.66
归母净利润(亿元)	1.60	1.98	3.02	3.65
同比(%)	15.82	23.84	52.72	20.74
扣非净利润(亿元)	1.47	1.86	3.02	3.50
同比(%)	10.40	26.91	61.86	16.09
毛利率(%)	67.61	68.96	68.84	68.21
同比(pct)	0.10	1.35	-0.12	-0.63
净利率(%)	19.14	19.64	17.27	18.03
同比(pct)	0.59	0.50	-2.37	0.76
销售费用率(%)	1.66	1.01	4.60	4.10
同比(pct)	-2.19	-39.04	355.15	-10.87
管理费用率(%)	32.37	30.33	28.88	29.98
同比(pct)	1.46	-2.04	-1.44	1.10
财务费用率(pct)	10.61	13.95	14.35	9.83
同比(pct)	1.24	3.34	0.40	-4.53
经营性现金流(亿元)	-1.34	-0.56	-1.20	0.02
同比(%)	-1.34	0.78	-0.64	1.22
存货周转天数(天)	273	284	244	273
同比(天)	-17	11	-39	28
应收账款周转天数(天)	229	232	196	220
同比(天)	-22	3	-36	24
营业周期(天)	44	52	48	52
同比(天)	5	8	-4	4

资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表5: 歌力思季度财务数据

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营收(亿元)	5.75	5.07	6.55	7.00	6.23
同比(%)	69.28	15.77	8.73	3.89	8.32
归母净利润(亿元)	0.80	0.81	1.07	0.97	0.89
同比(%)	33.18	31.39	33.21	-3.31	11.00
扣非净利润(亿元)	0.80	0.80	1.00	0.91	0.83
同比(%)	31.12	19.52	22.19	-1.65	3.83
毛利率(%)	67.05	70.59	70.22	65.55	64.82
同比(pct)	-5.65	-1.12	3.51	-1.37	-0.03
环比(pct)	0.13	3.54	-0.37	-4.67	-0.73
净利率(%)	16.74	17.57	20.82	16.83	16.82
同比(pct)	-3.3	1.51	3.57	0.15	0.08
环比(pct)	0.06	0.83	3.25	-3.99	-0.01
销售费用率(%)	29.43	31.47	30.13	29.98	32.88
同比(pct)	-3.32	-0.15	4.18	1.71	3.45
管理费用率(%)	13.52	14.50	9.72	9.83	6.08
同比(pct)	2.61	-3.42	-7.21	-2.00	-7.44
财务费用率(%)	-0.89	-0.15	-0.09	0.02	0.19
同比(pct)	0.29	3.83	0.46	0.43	1.08
营业周期(天)	246	283	289	273	258
同比(天)	-53	-40	23	7	12
存货周转天数(天)	198	235	237	220	208
同比(天)	-52	-37	21	3	10
应收账款周转天数(天)	48	48	52	52	49
同比(天)	-1	-2	2	4	2

资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表6: 歌力思线上线下销售情况

	2017Q1	2017H1	2017Q1-Q3	2017A	2018Q1	2018H1	2018Q1-Q3	2018A	2019Q1
线上	0.11	0.34	0.55	0.93	0.21	0.45	0.69	1.03	0.21
	-4.94%	7.49%	7.42%	25.81%	90.36%	34.29%	25.20%	10.75%	1.81%
线下	43.02%	51.77%	54.99%	50.17%	47.54%	53.72%	54.99%	53.34%	26.19%
	3.04	6.88	12.37	17.98	5.08	9.46	15.17	20.87	5.45
	82.82%	90.10%	100.08%	80.50%	67.27%	37.48%	22.60%	16.07%	7.28%
	74.53%	73.76%	71.58%	70.86%	69.18%	70.91%	71.58%	70.43%	69.04%

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表7： 歌力思直营分销销售情况

	2017Q1	2017H1	2017Q1-Q3	2017A	2018Q1	2018H1	2018Q1-Q3	2018A	2019Q1
直营									
营收(亿元)	1.96	4.57	7.11	10.68	2.88	5.69	8.60	12.61	3.27
同比增速	74.01%	69.76%	63.57%	55.40%	46.83%	24.62%	20.93%	18.08%	13.19%
毛利率	75.31%	75.47%	75.45%	74.26%	72.86%	72.51%	73.00%	72.64%	70.07%
分销									
营收(亿元)	1.18	2.65	5.81	8.23	2.4	4.22	7.26	9.29	2.40
同比增速	82.31%	113.34%	147.52%	115.06%	103.41%	59.25%	24.89%	12.95%	-0.21%
毛利率	70.27%	68.02%	65.28%	64.12%	62.85%	66.92%	68.31%	65.54%	63.82%

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表8： 歌力思分销售模式渠道数量

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	2017A	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	2018A	19Q1
主品牌 ELLASSAY											
营收(百万)	202.4	186.0	259.1	314.6	962.0	238.0	208.1	264.8	292.7	1003.6	253.3
同比(%)	--	--	--	--	20.8	17.6	11.9	2.2	-7.0	4.3	6.42
直营门店数	160	155	157	160	160	161	159	157	159	159	160
加盟门店数	170	168	170	162	162	157	153	152	153	153	147
门店总数	330	323	327	322	322	318	312	309	312	312	307
LAUREL											
营收(百万)	18.6	22.6	22.4	34.2	97.7	27.8	24.5	24.2	35.0	111.5	24.0
同比(%)	--	--	--	--	230.5	49.2	8.4	8.3	2.5	14.1	-13.55
直营门店数	16	18	23	24	24	24	27	26	27	27	27
加盟门店数	3	5	6	6	6	6	8	9	10	10	12
门店总数	19	23	29	30	30	30	35	35	37	37	39
Ed Hardy & Ed Hardy X											
营收(百万)	93.7	101.6	119.1	121.7	436.1	116.7	130.2	132.9	118.0	497.8	123.9
同比(%)	--	--	--	--	79.2	24.5	28.2	11.7	-3.0	14.2	6.19
直营门店数	24	25	24	22	22	22	22	25	28	28	26
加盟门店数	95	100	113	126	126	129	143	142	153	153	154
门店总数	119	125	137	148	148	151	165	167	181	181	180
IRO											
营收(百万)	--	97.1	169.7	127.7	394.5	145.7	97.8	168.9	154.7	567.1	161.0
同比(%)	--	--	--	--	--	--	0.7	-0.5	21.1	43.7	10.45
直营门店数	--	21	29	33	33	36	36	47	49	49	51
门店总数	--	21	29	33	33	36	36	47	49	49	51
VIVIENNE TAM											
营收(百万)	--	--	--	--	--	0.8	1.9	3.5	3.8	10.0	4.39
直营门店数(%)	--	--	--	--	2	1	3	7	12	12	13
加盟门店数	--	--	--	--	--	--	--	1	1	1	1
门店总数	--	--	--	--	2	1	3	8	13	13	14

资料来源：公司公告，方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1813.15	1903.51	2290.54	2669.67	营业总收入	2436.10	2800.21	3426.54	4054.50
现金	641.31	854.75	973.68	1179.04	营业成本	774.47	883.63	1088.15	1295.03
应收账款	455.66	399.96	456.68	556.95	营业税金及附加	22.52	25.88	31.67	37.48
其它应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	730.46	840.06	1021.11	1192.02
预付账款	27.74	26.26	34.19	41.35	管理费用	239.38	358.43	438.60	510.87
存货	524.50	497.39	681.44	757.48	财务费用	0.51	0.70	0.60	0.60
其他	163.94	125.16	144.55	134.85	资产减值损失	53.37	50.30	47.54	59.12
非流动资产	1847.67	2138.15	2206.67	2310.96	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	132.70	374.70	404.70	454.70	投资净收益	2.04	-2.12	-1.47	-3.12
固定资产	200.64	211.12	231.04	280.21	营业利润	557.87	639.08	797.40	956.26
无形资产	704.85	703.58	708.32	712.06	营业外收入	2.76	2.12	2.87	3.65
其他	809.49	848.75	862.61	864.00	营业外支出	2.61	3.21	5.12	5.13
资产总计	3660.83	4041.65	4497.21	4980.64	利润总额	558.02	637.99	795.15	954.78
流动负债	762.47	765.62	877.05	945.62	所得税	118.67	151.84	189.25	227.24
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	365.01	437.54	545.31	654.79
应付账款	161.60	172.22	220.73	246.92	少数股东损益	74.34	48.62	60.59	72.75
其他	600.87	593.40	656.33	698.69	归属母公司净利润	365.01	437.54	545.31	654.79
非流动负债	225.80	219.72	218.75	219.24	EBITDA	670.26	782.51	967.89	1127.73
长期借款	47.82	39.80	39.80	39.80	EPS (元)	1.10	1.32	1.64	1.97
其他	177.98	179.92	178.95	179.44					
负债合计	988.27	985.34	1095.80	1164.86	主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	341.22	389.83	450.42	523.17	成长能力				
股本	337.00	332.52	332.52	332.52	营业收入	0.19	0.15	0.22	0.18
资本公积	1001.87	1001.87	1001.87	1001.87	营业利润	0.15	0.15	0.25	0.20
留存收益	1103.81	1332.09	1616.59	1958.21	归属母公司净利润	0.21	0.20	0.25	0.20
归属母公司股东权益	2331.34	2666.48	2950.98	3292.61	获利能力				
负债和股东权益	3660.83	4041.65	4497.21	4980.64	毛利率	0.68	0.68	0.68	0.68
					净利率	0.15	0.16	0.16	0.16
					ROE	0.16	0.16	0.18	0.20
					ROIC	0.29	0.27	0.32	0.34
					偿债能力				
					资产负债率	0.27	0.24	0.24	0.23
					净负债比率	0.08	0.10	0.03	0.02
					流动比率	2.38	2.49	2.61	2.82
					速动比率	1.69	1.84	1.83	2.02
					营运能力				
					总资产周转率	0.67	0.73	0.80	0.86
					应收账款周转率	5.76	6.55	8.00	8.00
					应付账款周转率	14.63	16.78	17.44	17.34
					每股指标(元)				
					每股收益	1.10	1.32	1.64	1.97
					每股经营现金	1.23	1.94	1.57	2.14
					每股净资产	7.01	8.02	8.87	9.90
					估值比率				
					P/E	13.07	10.91	8.75	7.29
					P/B	2.05	1.79	1.62	1.45
					EV/EBITDA	7.34	5.70	4.51	3.61

现金流量表				
	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	410.42	646.68	521.81	712.25
净利润	439.35	437.54	545.31	654.79
折旧摊销	93.32	63.79	75.34	91.41
财务费用	7.30	0.70	0.60	0.60
投资损失	-2.04	2.12	1.47	3.12
营运资金变动	-273.57	93.92	-161.50	-110.42
其他	146.05	48.62	60.59	72.75
投资活动现金流	-111.91	-322.12	-141.47	-193.12
资本支出	-2.62	-73.00	-100.00	-130.00
长期投资	85.97	466.78	259.40	213.79
其他	-195.27	-715.90	-300.87	-276.91
筹资活动现金流	-310.30	-111.12	-261.41	-313.77
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	47.82	39.80	39.80	39.80
普通股增加	20.12	468.33	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-378.24	-619.24	-301.21	-353.57
现金净增加额	-127.83	213.44	118.93	205.36

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com