

投资评级：推荐（维持）

分析师

黄淑妍 0755-83753659

Email:huangsy@cgws.com

执业证书编号:S1070514080003

联系人:

张正威 0755-83669524

Email:zhangzhengwei@cgws.com

从业证书编号:S1070115100009

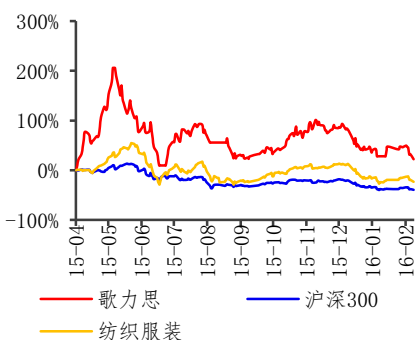
市场数据

目前股价	33.55
总市值(亿元)	55.58
流通市值(亿元)	13.42
总股本(万股)	16,565
流通股本(万股)	4,000
12个月最高/最低	91.81/27.59

盈利预测

	2014A	2015E	2016E
营业收入	744.0	834.7	1085.1
(+/-%)	4.7%	12.2%	30.0%
净利润	138.0	154.4	193.9
(+/-%)	1.0%	11.8%	25.6%
摊薄 EPS	0.83	0.93	1.17
PE	40.27	36.00	28.67

股价表现



数据来源: 贝格数据

投资并购进程加速, 外延扩张实现资源共享

——歌力思(603808)公司调研简报

投资建议

公司作为市场稀缺的高端女装品牌标的, 其发展战略明确, 经营管理运作稳健, 在产品设计和品牌形象方面不断推陈出新, 采用“优胜劣汰”的方式提升门店质量, 收购德国“Laurel”品牌与歌力思主品牌形成优势互补, 收购国际轻奢潮牌“Ed Hardy”为公司带来优质VIP客群及明星资源, 与复星合作设立产业并购基金积极深度挖掘产业资源及潜在并购标的, 公司近期加快投资并购步伐, 利用资本优势打造国际高端服装品牌群, 目前在高端女装市场中业绩稳健表现抢眼, 预测公司2015-2017年EPS分别为0.93元、1.17元和1.71元, 对应PE分别为36X、29X和20X, 维持“推荐”的投资评级。

投资要点

- Laurel 门店开设在即, 募资扩建研发中心:** 公司此前收购的德国 Laurel 品牌有望于今年6月前在国内开设门店, 一线城市(北京、上海、深圳)由于受限要待6月后才能开设, 公司近期拟以定增方式募资7.86亿元, 其中部分资金将用于 Laurel 品牌的运营及研发, 包括扩建 Laurel 品牌设计研发中心及营销中心, 公司对 Laurel 品牌的运营将有别于收购国际品牌普遍的“拿来主义”做法, 而是在 Laurel 原有国际品牌影响力的基础上, 积极研发适合亚洲本地文化及女性身材的服饰设计及版型, 帮助 Laurel 尽快在国内打开市场。
- 投资收购潮牌 Ed Hardy, 共享渠道优势:** 公司拟出资2.4亿元收购唐利国际65%股权, 唐利拥有国际轻奢潮流品牌 Ed Hardy 在大中华地区的品牌所有权, 旗下除主品牌外还有新设品牌 Ed Hardy Skinwear 及 Baby Hardy 等, Ed Hardy 系列品牌近年来深受高端消费市场青睐, 其澳门威尼斯人门店年前连创销售佳绩, 单店平效高, 预计未来3年内将在国内新增门店215家左右, Ed Hardy 品牌在大中华地区有较强的拓展渠道能力, 其国际品牌优势能与公司现有的品牌渠道形成协同及资源共享, 在分销渠道和推广方面也与歌力思品牌形成优势互补, 公司在完成股权收购后不会在运营方面做过多干涉, Ed Hardy 品牌将保有原先团队及运营模式。
- 携手复星设立产业并购基金, 发掘优质标的:** 公司近期公告, 拟与复星集团旗下复星创富共同投资6亿元设立产业并购基金, 复星有深厚的国际品牌投资经验及标的资源, 公司可借助复星在国际时尚产业及互联网产业的丰富经验及深刻理解, 深入挖掘行业资源及潜在投资标的, 未来公司或有意向投资互联网时尚领域, 收购标的范围将不限于高端服装品类, 也有可能往其他女性生活用品方面拓展。

- **打造国际高端品牌群，未来更多投资收购可期：**在长期战略上，公司有意愿收购国际轻奢品牌及国内的区域性或设计师品牌，希望潜在标的在渠道或品牌影响力方面能够与主品牌歌力思资源共享、形成协同效应，公司将借助资本优势，通过直接收购有业绩、有市场、有渠道的知名品牌来打造高端品牌群，利用公司在国内市场多年的经验积淀及完善的研发体系，帮助所收购品牌迅速扩张，完成其产品及业绩方面的快速升级。
- **主业稳健增长，股权激励考核有望达标：**公司此前限制性股票激励计划的业绩考核目标是以2014年为基准，2015年及2016年的净利润增长分别为10%及35%，尽管2015年第三季度服装行业消费首次出现负增长，公司在第三季度业绩有所下滑，但在第四季度分销收入上有显著回升，整体上主业的全年增长稳健，2015年业绩考核有望达标，2016年主业将继续保持增长势头，且在新收购品牌完成并表后，2016年也有望完成较2014年增长35%的业绩考核目标。
- **风险提示：**设立产业并购基金进程不及预期，多品牌战略增加管理难度。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	710	744	835	1085	1443	成长性					
营业成本	216	242	268	353	469	营业收入增长	18.6%	4.7%	12.2%	30.0%	33.0%
销售费用	206	230	267	353	440	营业成本增长	6.8%	11.9%	10.9%	31.6%	33.0%
管理费用	63	70	83	119	152	营业利润增长	10.3%	0.2%	12.1%	26.0%	46.7%
财务费用	0	0	-13	-24	-27	利润总额增长	10.6%	0.8%	11.8%	25.6%	46.1%
投资净收益	2	3	0	0	0	净利润增长	11.7%	1.0%	11.8%	25.6%	46.1%
营业利润	180	181	203	255	375	盈利能力					
营业外收支	2	3	3	3	3	毛利率	69.6%	67.5%	67.9%	67.5%	67.5%
利润总额	183	184	206	259	378	销售净利率	19.2%	18.6%	18.5%	17.9%	19.6%
所得税	47	48	52	65	95	ROE	23.4%	21.0%	9.5%	11.3%	15.1%
少数股东损益	0	0	0	0	0	ROIC	31.9%	25.7%	23.8%	32.3%	43.4%
净利润	137	138	154	194	283	营运效率					
资产负债表 (百万)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	销售费用/营业收入	29.0%	30.9%	32.0%	32.5%	30.5%
流动资产	375	442	1498	1684	1937	管理费用/营业收入	8.9%	9.4%	10.0%	11.0%	10.5%
货币资金	65	70	1091	1131	1279	财务费用/营业收入	0.0%	0.0%	-1.5%	-2.3%	-1.8%
应收票据及账款	71	89	81	140	154	投资收益/营业利润	0.9%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
预付账款	6	5	7	9	13	所得税/利润总额	25.7%	26.0%	25.1%	25.1%	25.1%
存货	171	166	201	282	360	应收账款周转率	10.01	8.36	10.32	7.76	9.38
非流动资产	408	402	283	229	174	存货周转率	1.26	1.45	1.34	1.25	1.30
固定资产合计	235	228	185	143	101	流动资产周转率	1.12	1.24	0.55	0.65	0.75
资产总计	783	845	1782	1913	2111	总资产周转率	0.91	0.88	0.47	0.57	0.68
流动负债	198	182	142	170	217	偿债能力					
短期借款	0	0	0	0	0	资产负债率	25.4%	22.1%	8.0%	8.9%	10.3%
应付票据及账款	46	37	55	67	95	流动比率	1.90	2.43	10.53	9.91	8.92
非流动负债	1	4	0	0	0	速动比率	0.78	0.97	8.41	7.66	6.80
长期借款	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
负债合计	199	187	142	170	217	EPS	0.82	0.83	0.93	1.17	1.71
股东权益	584	658	1618	1721	1872	每股净资产	3.53	3.97	9.90	10.52	11.44
股本	120	120	166	166	166	每股经营现金流	-0.08	0.03	6.17	0.24	0.89
留存收益	245	318	401	504	656	每股经营现金/EPS	-0.10	0.03	6.62	0.21	0.52
少数股东权益	0	0	0	0	0	估值	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债和权益总计	783	845	1760	1891	2090	PE	40.67	40.27	36.00	28.67	19.63
现金流量表 (百万)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	PEG	3.29	1.49	2.95	0.96	0.59
经营活动现金流	157	170	201	103	250	PB	9.51	8.44	3.44	3.23	2.97
其中营运资本减少	48	82	1096	158	206	EV/EBITDA	7.82	7.47	6.66	5.12	3.85
投资活动现金流	-124	-101	880	3	3	EV/SALES	17.76	17.04	18.01	16.24	11.01
其中资本支出	117	0	0	0	0	EV/IC	5.59	5.33	5.38	4.10	2.98
融资活动现金流	-47	-64	-59	-65	-105	ROIC/WACC	7.54	6.65	8.39	7.41	7.08
净现金总变化	-13	5	1021	40	148	REP	0.32	0.26	0.24	0.32	0.43

研究员介绍及承诺

黄淑妍: 中山大学硕士, 2012 年加入长城证券, 任纺织服装行业高级研究员, 2014 年入围新财富纺织服装行业最佳分析师。

张正威: 纺织服装行业研究员, 2015 年加入长城证券。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com
李嘉禾: 0755-83516287, 18201578698, lijiah@cgws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>