

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

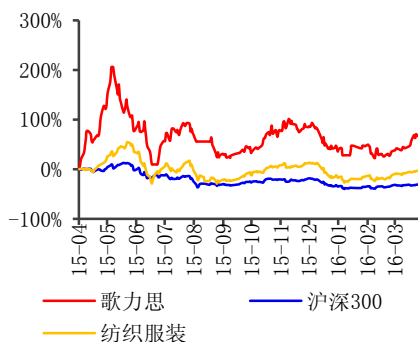
市场数据

目前股价	45.96
总市值(亿元)	76.13
流通市值(亿元)	18.38
总股本(万股)	16,565
流通股本(万股)	4,000
12个月最高/最低	91.35/27.45

盈利预测

	2015A	2016E	2017E
营业收入	835.3	1027.4	1315.1
(+/-%)	12.3%	23.0%	28.0%
净利润	159.8	202.3	257.0
(+/-%)	15.8%	26.6%	27.0%
摊薄 EPS	0.96	1.22	1.55
PE	47.63	37.63	29.62

股价表现



数据来源：贝格数据

多品牌定位精准，未来增速可观

——歌力思（603808）公司动态点评

投资建议

公司高端时装多品牌发展战略明确，营收及利润保持稳健增长，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”为公司带来优质渠道共享及明星资源，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，公司未来或将加快投资并购步伐，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亮眼，预测公司2016-2018年EPS分别为1.22元、1.55元和2.03元，对应PE分别为38X、30X和23X，维持“推荐”的投资评级。

投资要点

- 15年销售及利润稳定增长，16年一季度有所下滑：**公司2015年实现营收8.35亿元，同比增加12.28%；实现归属上市公司股东净利润1.60亿元，同比上升15.82%；扣非后净利润1.47亿元，同比上升10.40%；实现每股收益1.08元。2015年第四季度单季度实现营业收入2.59亿元，同比增长25.42%；净利润0.55亿元，同比增加55.51%；扣非后净利润0.48亿元。2016年第一季度实现营业收入1.80亿元，同比微增0.64%；净利润0.24亿元，同比下降29.42%，实现每股收益0.14元，同比减少50%。公司2015年利润分配预案以总股本165,648,700股为基数，每股派现2.6元（含税），以资本公积金每10股转增5，此次转增股本后总股本扩大为248,473,050股。
- 自主产供销系统完善，新品牌投入增加费用率：**公司注重于设计研发和终端销售两个环节，在采购方面强调快速翻单补货能力，2015年公司生产方面自制、定制及委托加工比例分配为60.81%、25%及14.19%；营销方面公司直营、分销及电商占比分别为54.82%、35.94%及9.24%；在费用方面，由于宣传推广力度加强、店铺租金增加，销售费用率同比增加1.46pct至32.37%，另外管理费用率较去年同期增加1.24pct至10.61%，主要由于限制性股票激励计划的实施及加大了研发支出。2016年一季度由于投入建设Laurel品牌以及多品牌战略拉开序幕，管理费用率较2015年同期增长5.46pct至13.89%。
- 多品牌战略进展顺利，定位区分明确未来增速可观：**公司高端时装多品牌战略清晰，目前旗下3大品牌，分别为主品牌“歌力思(ELLASSAY)”、德国高端女装“Laurel”及线上女装品牌“唯颂(WITH SONG)”。其中，“歌力思”2015年在国内高级时装的市占率排名前十，2015年店铺总数减少7家，拥有销售终端347家；“唯颂”2015年营收达到约2039万

元，同比大增145%左右；“Laurel”将于今年二季度开始在国内分阶段营业，近期预案定增募资7.76亿元中有5.35亿元将用于Laurel品牌的运营及研发，包括扩建Laurel品牌设计研发及营销中心。此外公司近期协议收购美国轻奢潮牌“Ed Hardy”，旗下除主品牌外还有新设品牌Ed Hardy Skinwear及Baby Hardy等，近年来深受高端消费市场青睐，在大中华地区有较强的拓展渠道能力，已开设店铺82家，预计三年内将开店300家以上，其国际品牌优势能与公司现有渠道形成协同及资源共享，其母公司唐利国际2015年净利润约4391万元，未来增速可观。

- **公司携手复星设立产业并购基金，发掘优质标的：**公司与复星集团旗下复星创富共同投资不低于6亿元设立星尚长歌投资公司，星尚长歌将发起设立复星长歌时尚产业投资基金，主要投向时尚及互联网相关企业。复星集团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。
- **风险提示：**高端女装市场增长不及预期，投资设立多品牌增加管理难度。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	744	835	1027	1315	1644	成长性					
营业成本	242	271	365	455	575	营业收入增长	4.7%	12.3%	23.0%	28.0%	25.0%
销售费用	230	270	366	467	549	营业成本增长	11.9%	11.9%	34.8%	24.8%	26.4%
管理费用	70	89	115	145	178	营业利润增长	0.2%	15.3%	-6.3%	28.0%	31.8%
财务费用	0	-11	-35	-28	-19	利润总额增长	0.8%	16.9%	-6.1%	27.0%	30.9%
投资净收益	3	10	0	0	0	净利润增长	1.0%	15.8%	26.6%	27.0%	30.9%
营业利润	181	209	196	250	330	盈利能力					
营业外收支	3	7	7	7	7	毛利率	67.5%	67.6%	64.5%	65.4%	65.0%
利润总额	184	215	202	257	337	销售净利率	18.6%	19.1%	19.7%	19.5%	20.5%
所得税	46	56	0	0	0	ROE	21.0%	10.6%	11.8%	13.0%	14.6%
少数股东损益	0	0	0	0	0	ROIC	24.7%	22.9%	34.6%	41.2%	48.1%
净利润	138	160	202	257	337	营运效率					
资产负债表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	销售费用/营业收入	30.9%	32.4%	35.6%	35.5%	33.4%
流动资产	420	1346	1641	1884	2311	管理费用/营业收入	9.4%	10.6%	11.2%	11.0%	10.8%
货币资金	48	1028	1188	1369	1609	财务费用/营业收入	0.0%	-1.3%	-3.4%	-2.1%	-1.1%
应收票据及账款	89	113	135	183	215	投资收益/营业利润	1.7%	5.0%	0.0%	0.0%	0.0%
预付账款	5	5	9	8	13	所得税/利润总额	25.1%	25.8%	0.0%	0.0%	0.0%
存货	166	178	286	293	439	应收账款周转率	8.36	7.37	7.58	7.18	7.64
非流动资产	354	434	412	406	400	存货周转率	1.45	1.52	1.27	1.55	1.31
固定资产合计	228	217	211	205	199	流动资产周转率	1.46	0.55	0.57	0.65	0.67
资产总计	774	1780	2054	2291	2711	总资产周转率	0.96	0.47	0.50	0.57	0.61
流动负债	116	267	339	319	403	偿债能力					
短期借款	0	0	0	0	0	资产负债率	15.0%	15.0%	16.5%	13.9%	14.9%
应付票据及账款	37	41	65	67	100	流动比率	3.61	5.03	4.84	5.91	5.74
非流动负债	0	0	0	0	0	速动比率	1.33	4.35	3.99	4.97	4.64
长期借款	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
负债合计	116	267	339	319	403	EPS	0.83	0.96	1.22	1.55	2.03
股东权益	658	1513	1715	1972	2308	每股净资产	3.97	9.13	10.35	11.90	13.94
股本	120	166	166	166	166	每股经营现金流	0.03	5.99	0.96	1.10	1.45
留存收益	318	437	640	897	1233	每股经营现金/EPS	0.03	6.21	0.79	0.71	0.71
少数股东权益	0	0	0	0	0	估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债和权益总计	774	1780	2054	2291	2711	PE	55.16	47.63	37.63	29.62	22.62
现金流量表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	PEG	2.40	1.69	1.64	1.06	0.90
经营活动现金流	170	166	128	146	199	PB	11.57	5.03	4.44	3.86	3.30
其中营运资本减少	126	774	224	263	342	EV/EBITDA	10.23	9.11	7.41	5.79	4.63
投资活动现金流	-101	-14	7	7	7	EV/SALES	23.53	26.22	33.30	27.41	19.87
其中资本支出	14	0	0	0	0	EV/IC	7.36	7.89	6.26	4.76	3.66
融资活动现金流	-64	840	25	29	34	ROIC/WACC	8.86	13.39	11.98	10.16	8.41
净现金总变化	5	992	159	181	239	REP	0.25	0.23	0.35	0.41	0.48

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: 2015 年加入长城证券, 任纺织服装行业研究员。

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

长城证券有限责任公司(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
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@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
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xiew@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>