

多品牌矩阵多点发力，开启数字化、精细化运营

2022 年 5 月 2 日

➤ **事件 1：公司发布 2021 年年报及 2022 年一季度报告。**2021 年公司销售收入增长良好，盈利能力明显恢复，扣除非经常性损益后的净利润同比大幅提升。根据公司 2021 年年报，公司营业收入为 23.63 亿元，yoy+20.4%；归母净利润 3.04 亿元，yoy-31.7%，主因为 2020 年出售部分百秋网络的股份抬高归母净利润基数，扣非净利润为 2.5 亿元，yoy+31.48%；公司拟向全体股东按每 10 股派发现金红利 2.5 元。

➤ **事件 2：公司发布 2022 年一季度报告。**公司深耕华南发力华东，2022 年一季度疫情反复，华东华南直营门店受到一定影响，同时 Q1 公司进行了一定的费用投放，叠加股份支付费用的确认，对利润产生一定影响。2022Q1 公司营收为 6.28 亿元（yoy+17.2%），归母净利润 0.47 亿元（yoy-49.67%），扣非归母净利润 0.49 亿元（yoy-45%）。

➤ **多品牌战略效果显现，主品牌稳定增长，新品牌增长加速。**公司主品牌 ELLASSAY 稳定增长，2021 年实现收入 10.12 亿元，yoy+7.79%；新品牌迈入良好发展期，self-portrait 高速增长，2021 年收入为 1.75 亿元，yoy+432.6%；Laurèl、Ed Hardy、IRO Paris 收入分别为 2.41/3.08/5.92 亿元，增长态势良好，2021 年同比增长 64.89%/43.10%/9.04%。

➤ **线上多平台多品牌全面突破，新品牌线上增速达 151%，线下直营渠道显著扩张，门店提效显著。**1) **线上：**2021 年公司线上实现收入 2.7 亿元，yoy+9.24%，主品牌 Ellassay 抖音平台收入增 629%，抖音直播 GMV 已经达到天猫 40% 的水平；Laurèl、Ed Hardy 等陆续登陆抖音直播，均取得单场过百万 GMV 的成绩，新品牌线上增速达 151%。2) **线下：**ELLASSAY/LAUREL/Ed Hardy 及 Ed Hardy X/IRO/self portrait 品牌 2021 年直营门店净增 19/17/5/13/14 家，单店收入为 367/354/290/740/877 万元，yoy+12.86%/23.66%/84.95%/-8.68%/59.79%，整体直营收入达 17.99 亿元，同比增 28.93%。

➤ **公司加大品牌费用投放，携手腾讯开启数字化、精细化运营，赋能渠道扩张与运营效率。**公司通过内生与并购形成丰富的品牌资源，正携手腾讯智慧零售积极推进数字化实现精准营销，以及加大费用投放等手段以实现各品牌圈层突破；数字化赋能门店和运营效果初显，2021 年公司存货/应收账款周转率显著优化。

➤ **投资建议：**公司前期拓展原创主品牌 ELLASSAY 系列，上市后通过并购、合资经营等方式将 Laurèl、Ed Hardy、IRO Paris 等外资品牌纳入麾下，形成包含时尚、潮牌、轻奢、网红等多属性品牌矩阵。目前主品牌稳定增长，新品牌稳定增长，多品牌战略成效初显。我们认为目前公司具备丰富的品牌资源，未来通过数字化转型、品牌费用投放加强与精细化运营叠加渠道建设三大举措有望实现各类品牌在细分领域的进一步突破，品牌协同性将进一步加强，推动业绩上升。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.87/4.47/5.17 亿元，对应 PE 分别为 9X/8X/7X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**疫情影响线下渠道扩张；经济增速放缓带来居民消费力下降；

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,363	2,749	3,106	3,503
增长率（%）	20.4	16.4	13.0	12.8
归属母公司股东净利润（百万元）	304	387	447	517
增长率（%）	-31.7	27.3	15.7	15.5
每股收益（元）	0.82	1.05	1.21	1.40
PE	12	9	8	7
PB	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 04 月 29 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

9.85 元



分析师：刘文正

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师：辛泽熙

执业证号：S0100521100001

电话：15000036033

邮箱：xinzexi@mszq.com

研究助理：邓奕辰

执业证号：S0100121120048

电话：13585520099

邮箱：dengyichen@mszq.com

目录

1 多品牌中高端女装集团，迈入精细化、数字化运营阶段	3
1.1 公司概况：“自有+并购”丰富品牌矩阵，多品牌中高端女装集团整装待发	3
1.2 业务表现：主品牌稳定增长，新品牌进入良好成长期	5
1.3 经营战略：品牌发展迈入数字化、精细化运营新阶段	11
2 盈利预测与投资建议	13
2.1 盈利预测假设与业务拆分	13
2.2 估值分析与投资建议	16
3 风险提示	17
插图目录	19
表格目录	19

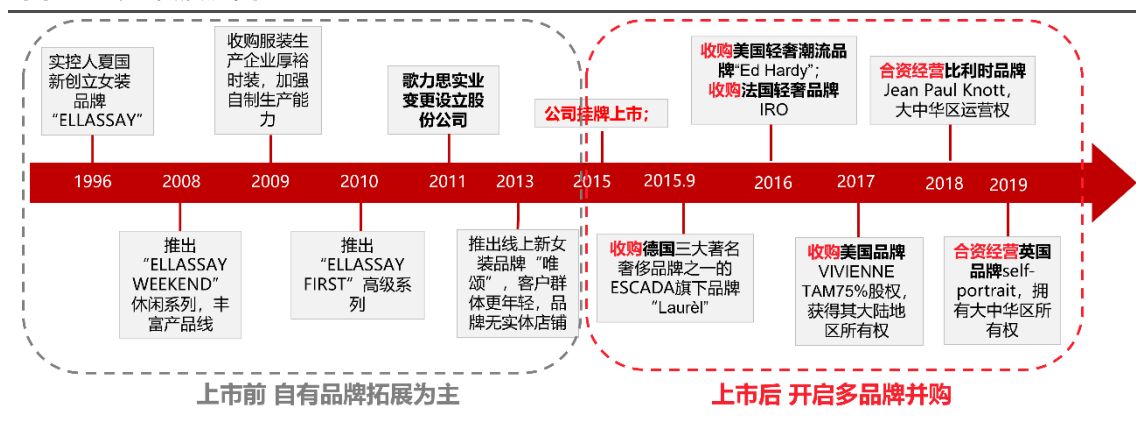
1 多品牌中高端女装集团 ,迈入精细化、数字化运营阶段

1.1 公司概况 :“自有+并购” 丰富品牌矩阵 ,多品牌中高端女装集团整装待发

“自有品牌+外延并购” 双驱动助力扩张 ,多品牌中高端女装集团整装待发。

公司以自主品牌 Ellassay 起家 ,1996 年公司实际控制人之一夏国新自主创立女装品牌“ELLASSAY”正装系列 ,并逐步拓展出 “ELLASSAY WEEKEND” 休闲和 “ELLASSAY FIRST” 高级系列。2015 年公司上市后开启外延增长方式 ,通过投资、并购、合作经营等方式 ,收购 Laurèl、Ed Hardy、IRO Paris 等多个国外高端女装品牌 ,由单一品牌发展成为多品牌集团 ,实现多品牌的优势互补和协同效应。

图 1：公司发展历史



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司品牌矩阵丰富 ,包含时尚、潮牌、轻奢、网红等多属性 ,覆盖不同细分市场。目前 ,公司旗下品牌包括高级时装品牌 ELLASSAY、德国高端女装品牌 Laurèl、美国轻奢潮流品牌 Ed Hardy、法国设计师品牌 IRO Paris、美国设计师品牌 VIVIENNE TAM、比利时设计师品牌 Jean Paul Knott、英国当代时尚品牌 self-portrait。品牌间的差异化明显 ,拥有各自独特清晰的设计定位 ,可更大范围的覆盖消费者需求。

表 1：公司品牌矩阵一览

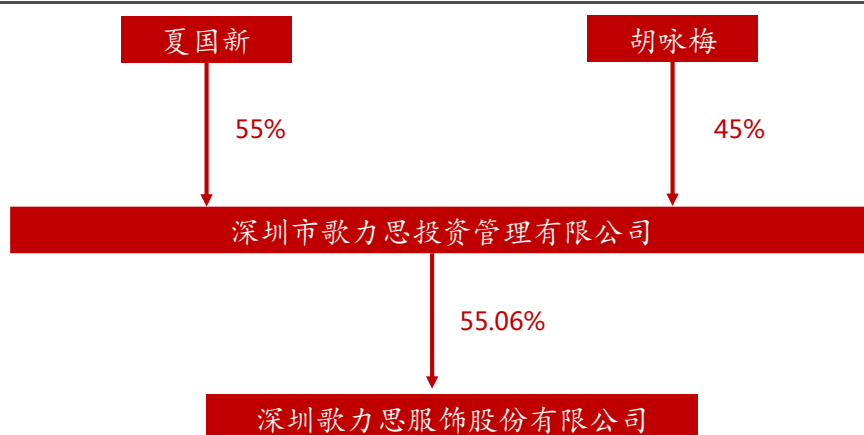
品牌名称	商标	品牌所有权	品牌定位
歌力思	ELLASSAY	自主设计 , 全球所有权	品牌气质独立、时尚 , 致力于为自信独立、聪颖智慧的现代女性塑造优雅含蓄、温柔婉约的形象。
Laurèl	Laurèl	收购 , 中国大陆地区所有权	原隶属德国三大奢侈品集团 ESCADA , 品牌源于现代精英女性独立与自信魅力的当代精神 , 借大气简约的现代主义风格与格调凝练的艺术语言来诠释新时代的新女性主义姿态。

Ed Hardy		收购，大中华区所有权	美国轻奢潮流品牌，品牌设计师 Christian Audigier 使用刺绣、水洗、泼墨等技巧注入复古朋克元素及街头文化，将美国文化和亚洲元素结合，大胆地创造出极具美国精神的品牌特色。
IRO Paris		收购，全球所有权	主打摇滚潇洒，轻松的时尚风格。
self-portrait		合资经营，中国大陆地区所有权	设计师 Han 开发新式的纹理质感和布料运用，打造出洋溢活力，功能与设计兼备的女装系列。
VIVIENNE TAM		收购，中国大陆地区所有权	融合都市与古典，唯美与摩登，不断寻求美国文化与中国元素结合上的突破，服务于注重剪裁及设计追求的高品质生活的年轻女性客群。
Jean Paul Knott		合资经营，大中华区所有权	比利时设计师品牌 Jean Paul Knott 由极简主义大师 Jean-Paul KNOTT 创立于 1999 年,该品牌受众是对品质、原创性及专属性十分敏感的男女性。

资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

董事长夏国新和董事胡咏梅为公司实控人，两人为夫妻关系，合计持股 55%，公司股权较为集中。董事长夏国新通过歌力思投资管理有限公司简介持股 30.28%，董事胡咏梅通过歌力思投资管理有限公司间接持股 24.78%，两人合计持股达 55.06%。

图 2：公司股权结构分布



资料来源：公司公告，民生证券研究院

股权激励绑定员工，拟回购股份用于后续员工持股计划。公司推行股票期权激励计划，激励对象高度聚焦公司部分董事、高级管理人员及核心管理人员，有力健全和完善了公司长效激励机制，进一步调动和激发公司高级管理人员的积极性，2021 年股权激励对象为 6 人，拟授予激励对象的股票期权数量为 1300 万份，股票期权行权价格为 15.12 元/股。此外，公司计划用自有资金 5000-10000 万元回购部分股份用于后续实施员工持股计划或股权激励。

实施定增引入多家战略机构投资者优化股权结构，公司发展战略与长期价值获认可。2021 年公司成功实施定增，募集 4.8 亿元资金，引入知名公募、私募、券商和保险公司，股权结构大幅优化。截至 2022 年一季度末，从前十大股东上来

看，歌力思投管为第一大股东，持股 55.06%，其余九大股东里景林资产合计持股 3.18%，建行-中欧持股 1.78%，工行-中欧持股 1.09%，其余上海阿杏/国信证券/社保基金/建行-华安各持股 1.19%/0.62%/0.61%/0.56%，十大股东合计持股 64.09%

表 2：公司前十大股东一览（截至 2022 年 Q1）

股东名称	持股数（万股）	持股比例
深圳市歌力思投资管理有限公司	20321	55.06%
上海景林资产管理有限公司-景林丰收 3 号私募基金	758	2.05%
中国建设银行股份有限公司-中欧价值发现股票型证券投资基金	658	1.78%
上海景林资产管理有限公司-景林景泰丰收私募证券投资基金	419	1.13%
中国工商银行股份有限公司-中欧潜力价值灵活配置混合型证券投资基金	404	1.09%
上海阿杏投资管理有限公司-阿杏延安 9 号私募证券投资基金	258	0.70%
国信证券股份有限公司	227	0.62%
全国社保基金——三组合	224	0.61%
中国建设银行股份有限公司-华安生态优先混合型证券投资基金	206	0.56%
上海阿杏投资管理有限公司-阿杏延安 23 号私募证券投资基金	180	0.49%
合计	23655	64.09%

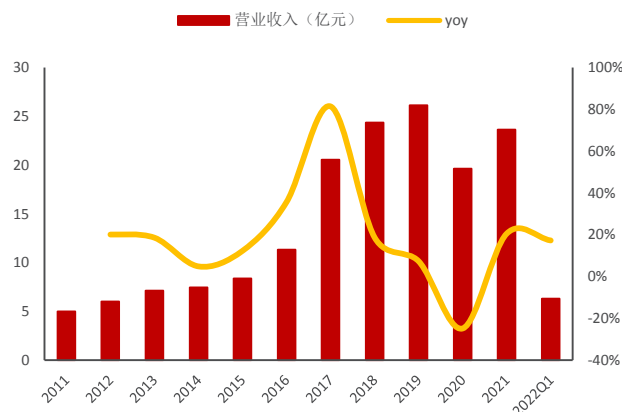
资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2 业务表现：主品牌稳定增长，新品牌进入良好成长期

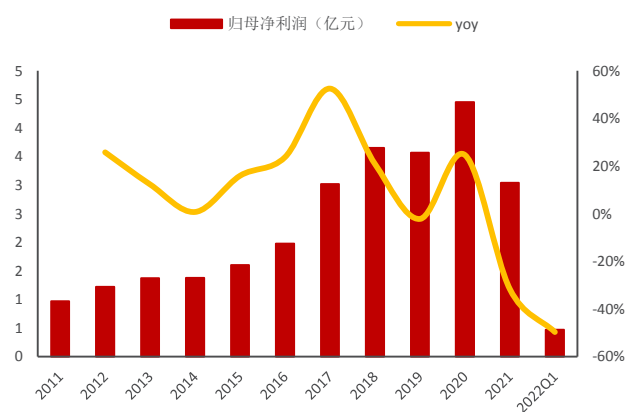
公司自 2015 年上市后通过外延并购实现了收入与利润的快速增长，2015-2019 年公司收入复合增速为 33%，归母净利润复合增速为 22.22%。2020 年公司线下门店受疫情影响，收入同比下滑 24.91%，归母净利润逆势增长，2020 年同比增 24.65%，主因公司出售百秋网络部分股权，同时百秋网络引入红杉资本等战略投资者，为公司的净利润保持良好增长做出了贡献。

2021 年公司收入为 23.63 亿元，同比增 20.42%，主因公司多品牌矩阵多点发力，协同推动收入增长；归母净利润为 3.04 亿元，同比降 31.72%，主因受 2020 年出让子公司百秋网络部分股权取得一次性收益抬高基数影响；扣非归母净利润为 2.5 亿元，同比增长 31.48%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 2.5 元。截至 2021 年 12 月 31 日，公司总股本为 3.69 亿股，以此计算合计拟派发现金红利人民币 9227 万元。

公司扎根华南发力华东，2022 年一季度华东华南直营门店受疫情影响导致业绩严重承压，此外费用投放加大叠加股份支付费用摊提削减利润。22Q1 公司营收为 6.28 亿元（yoy+17.2%），归母净利润 0.47 亿元（yoy-49.67%），扣非归母净利润 0.49 亿元（yoy-45%）。

图 3：2011-2022Q1 年收入及增速（单位：亿元）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 4：2011-2022Q1 年利润及增速（单位：亿元）


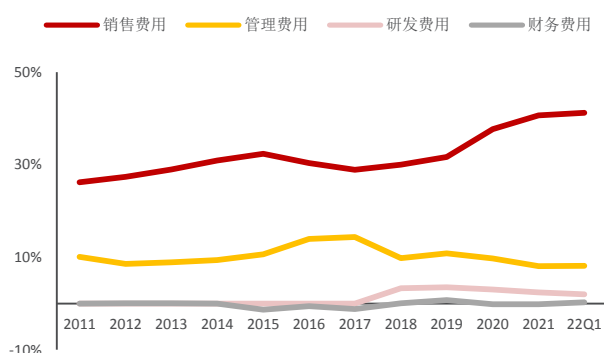
资料来源：公司公告，民生证券研究院

从费用端来看，公司持续推进营销网络建设和拓展，因此 2019 年以来商场租金、商场费用和店面装修费推动公司销售费用率上行，2020 年公司销售费用率达 37.66%；以及随着公司规模扩大，人工及租赁、水电费和研发投入等增加推动公司管理费用率和研发费用率上行，2020 年因处置百秋子公司从而终止合并百秋销售费用、管理费用和研发费用，使得 2020 年公司管理费用率和研发费用率有所下降，分别为 9.76%和 3%。

2021 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 40.68%/8.08%/2.4%/-0.14%，yoy+3.02/-1.69/-0.6/+0.03pcts，销售费用显著增长主因公司旗下各品牌收入增长、直营店铺数量增加引起相应的人工费用、店铺费用、广告费等增长，以及多元采取多种营销手段获客引流所致。

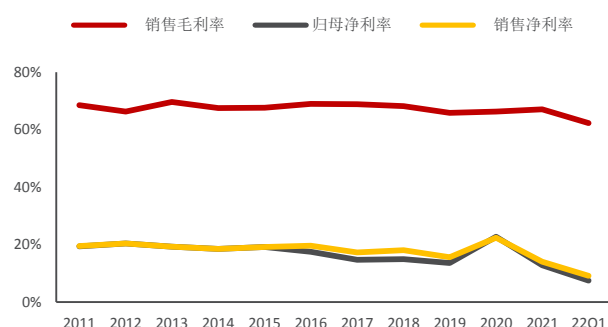
从盈利端看，公司毛利率水平维持在 66%-68%，净利率水平在 14%-22%波动，归母净利润率水平维持在 17%-22.5%左右，2021 年公司毛利率、净利率和归母净利率为 67.02%/14.08%/12.87%，同比增 0.79/-8.36pcts/-9.81pcts，其中净利率和归母净利率受到费用率和上期出售百秋抬高基数影响而下滑。

图 5：2011-2022Q1 年公司费用率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 6：2011-2022Q1 年公司盈利能力表现

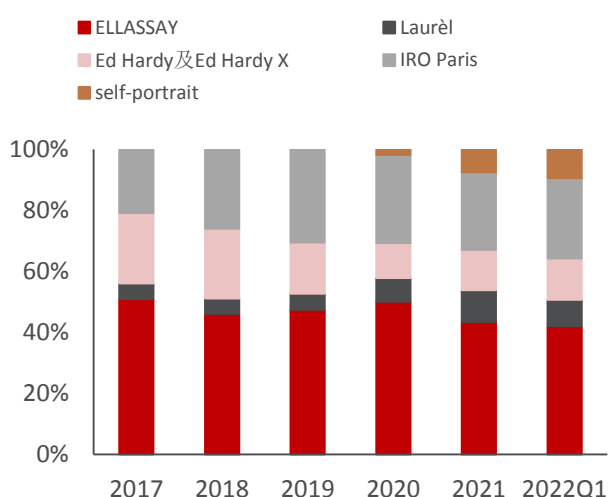


资料来源：公司公告，民生证券研究院

分品牌看,公司主品牌稳定增长,成长期品牌增长加速。ELLASSY、IRO Paris、Ed Hardy 三大品牌贡献主要收入,其中公司原创主品牌 ELLASSAY 为第一大收入来源,增长稳定,2021 年收入达 10.12 亿元,同比增加 7.79%,主营业务占比为 43.48% ;新品牌迈入良好发展期 ,self-portrait 品牌营收继续保持快速增长 ,2021 年收入 1.75 亿元,同比增 432.62%,Laurèl、Ed Hardy、IRO Paris 收入各 2.41/3.08/5.92 亿元,同比增 64.89%/43.10%/9.04%,表现亮眼。

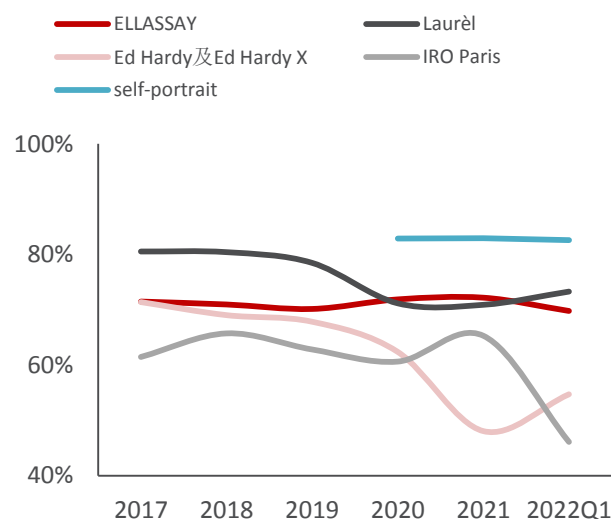
从毛利率来看,ELLASSY/IRO Paris/Ed Hardy/Laurèl/self-portrait 毛利率分别为 72.19%/65.30%/48.06%/70.9%/82.94%, yoy+0.31%/+4.67%/-14.33%/-0.27%/+0.08pcts。

图 7：2017-2022Q1 年公司各品牌收入占比



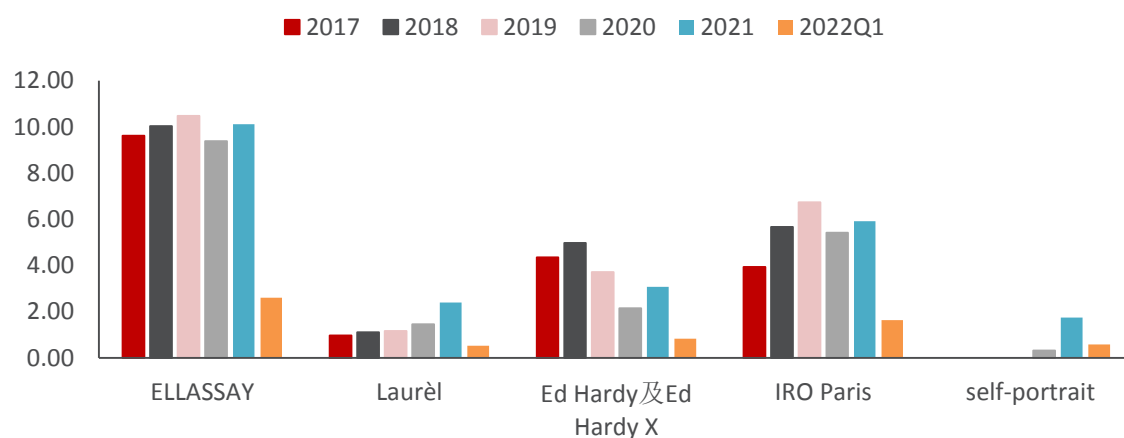
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 8：2017-2022Q1 年公司各品牌毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

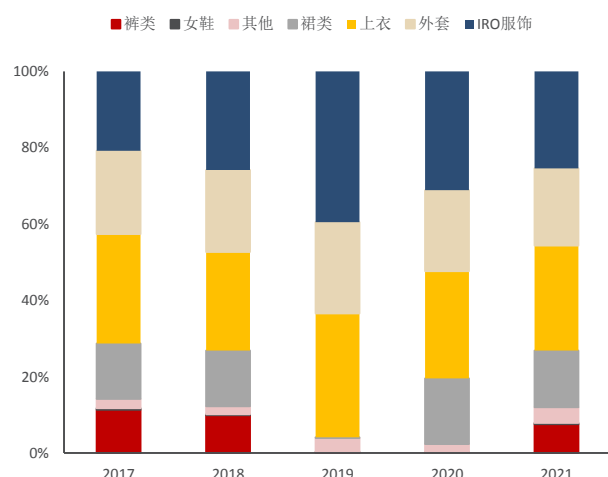
图 9：2017-2022Q1 年公司各品牌收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

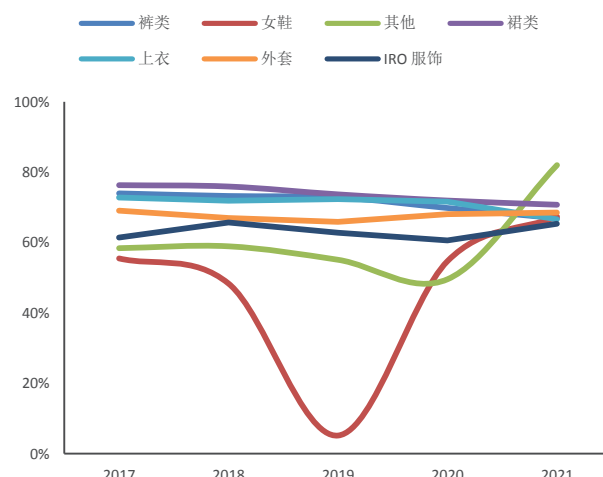
分产品看，IRO 服饰、上衣、外套、裙类为公司主要品类，上衣和外套呈现高增长态势。2021 年 IRO 服饰、上衣、外套、裙类收入为 5.92/6.40/4.72/3.46 亿元，同比增加 9.04%/30.96%/27.96%/16%，分收入拆分，收入占比分别为 25.43%/27.48%/20.20%/14.88%。从毛利率来看，IRO 服饰、上衣、外套、裙类毛利率分别为 65.30%/66.63%/68.49%/70.74%，yoy+4.67/-4.96/+0.43/-1.19pcts。

图 10：2017-2022Q1 年公司各产品收入占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 11：2017-2022Q1 年公司各产品毛利率



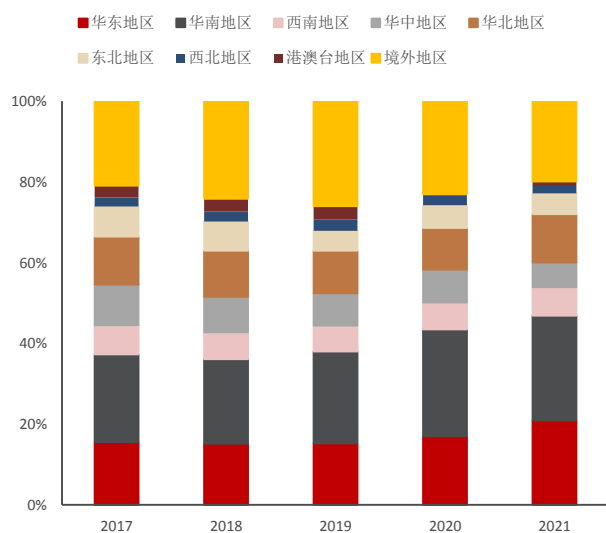
资料来源：公司公告，民生证券研究院

分地区看，公司实现境内境外同步销售。境外地区，公司在 2019 年完成法国 IRO 公司剩余股权收购后，全资控股 IRO 品牌，拥有 IRO 全球地区所有权，因此公司主要通过 IRO 品牌在境外进行销售，2021 年公司境外收入为 4.63 亿元，同比增 5.92%，毛利率为 66.63%同比增 5.79pcts。

境内地区，公司扎根华南，华南为收入大本营，华东华北增速亮眼。华南地区

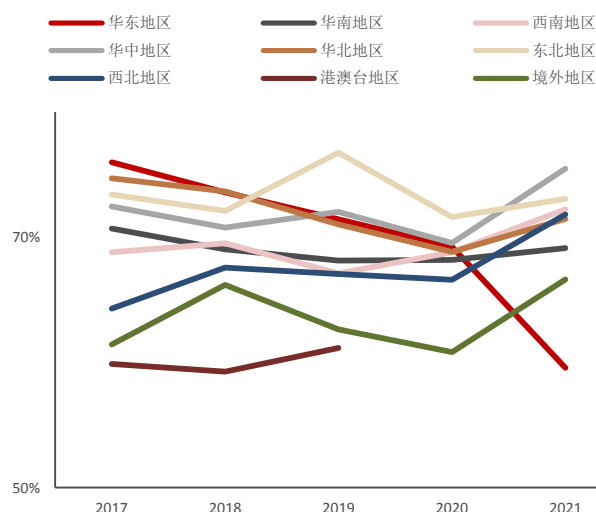
是公司的第一大收入来源，2021 年收入 6.04 亿元，同比增 20.42%，占比为；华东/华北地区 2021 年收入为 4.87/2.77 亿元，同比增 51.1%/42.43%；西南/华中/东北地区收入分别为 1.64/1.44/1.2 亿元，yoy+29.75%/-7.1%/+13.33%，从毛利率看，2021 年华南/华东/华北地区毛利率分别为 69.15%/59.58%/71.46%，yoy+0.97/-9.66/+2.64pcts。

图 12：2017-2021 年公司分地区收入占比情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 13：2017-2021 年公司分地区毛利率

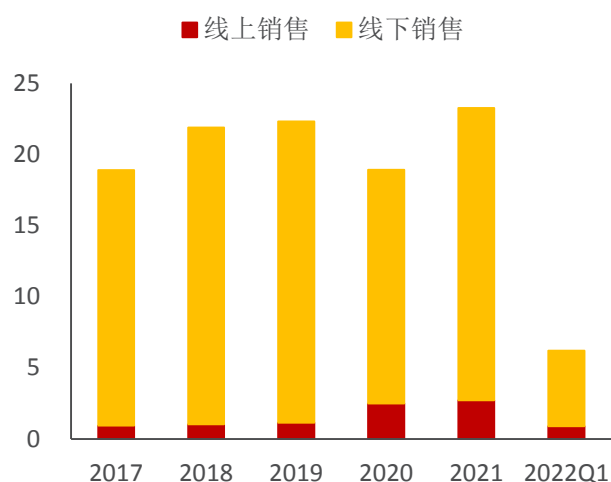


资料来源：公司公告，民生证券研究院

分渠道看，线上多平台多品牌全面突破，收购品牌线上增速达 151%。在线上渠道方面，公司形成以天猫店铺为基础，辐射京东、唯品会等公域平台，发力抖音直播同时加码小程序获客拉新的电商体系。2021 年公司线上实现收入 2.7 亿元，同比增 9.24%，具体表现为：

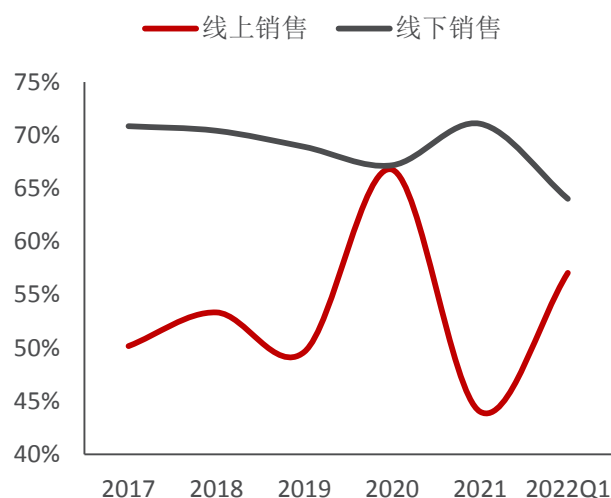
- ① 主品牌 Ellassay_2021 年在抖音开设官方旗舰店，目前抖音直播的 GMV 已经达到天猫 40% 的水平，抖音平台收入增 629%；唯品会平台收入同比增长 37%。
- ② Laurèl、Ed Hardy 陆续登陆抖音直播，均取得单场过百万 GMV 的成绩，且拉新增粉效果明显，Ed Hardy X 在抖音平台潮牌品类名列前茅；Laurèl 品牌唯品会平台收入增长超 2 倍，IRO Paris 品牌和 Ed Hardy 品牌在唯品会平台销售同比也有显著增长，收购品牌线上增速达 151%。

图 14：公司线上线下收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

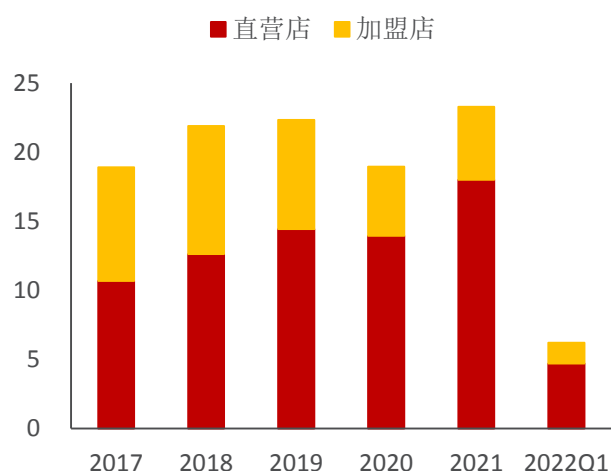
图 15：2017-2022Q1 年公司线上线下毛利率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

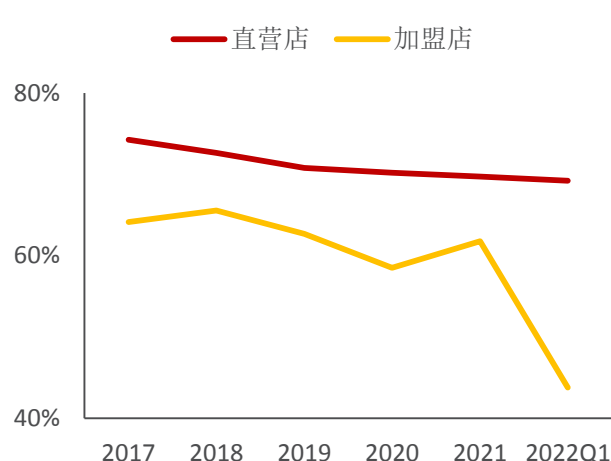
线下直营渠道显著扩张，门店提效加速。 ELLASSAY/LAUREL/Ed Hardy 及 Ed Hardy X/IRO/self portrait 品牌 2021 年直营门店净增 19/17/5/13/14 家，直营收入达 17.99 亿元，同比增 28.93%。公司持续关注店铺运营质量及营业能力，优化店铺形象及营业水平，进一步提升有效营业面积，增加单店销售能力，将单店销售增长、店均销售和利润作为核心考核指标，鼓励品牌内生增长，2021 年歌力思/ Laurel/ Ed Hardy 及 Ed Hardy X/ IRO Paris/ self-portrait 的单店收入为 367/354/290/740/877 万元，同比提升明显，yoy+12.86%/23.66%/84.95%/-8.68%/59.79%。

图 16：2017-2022Q1 年门店收入情况（单位：亿元）

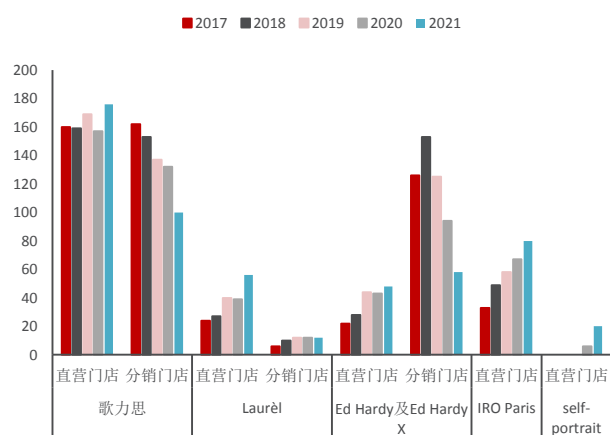


资料来源：公司公告，民生证券研究院

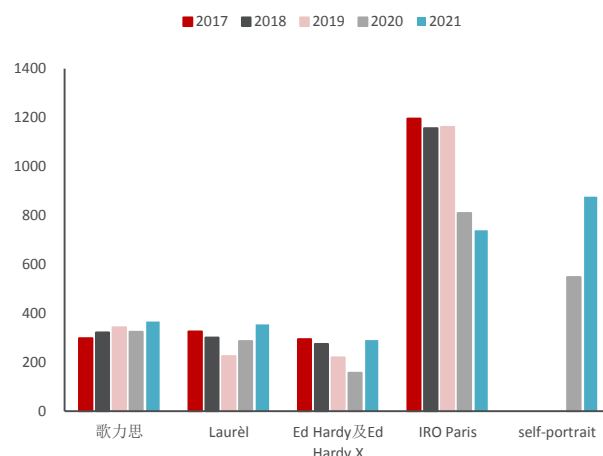
图 17：2017-2022Q1 年公司加盟直营毛利率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 18：2017-2021 年各品牌门店数量情况（家）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 19：2017-2021 年公司各品牌整体店效情况（万元）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

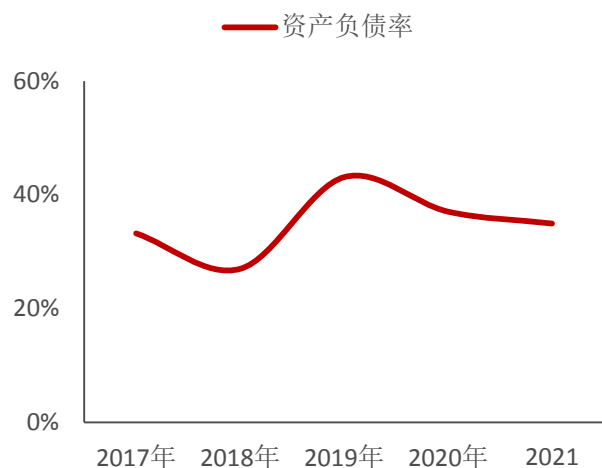
1.3 经营战略：品牌发展迈入数字化、精细化运营新阶段

公司已积累丰富品牌矩阵，开启全面加大品牌运营投放和精细化运作力争在细分品类中实现突围的新阶段。公司前期通过自有品牌和外延并购打破品牌收入规模瓶颈并已形成丰富的品牌矩阵。2020 公司年提出了“数一数二”战略，致力于让每个品牌在各自的细分品类都能数一数二。未来精细化运营和加大品牌运营投放将成为公司下一经营新阶段。

公司与腾讯智慧零售形成战略合作全面深化数字化转型策略，赋能全渠道扩张与品牌运营效率提升。公司和腾讯智慧零售在精准营销和商圈大数据选址方面展开合作。此外，公司 ELLASSAY、Laurèl、IRO Paris、Self-portrait 品牌进行了全渠道数字化管理系统的搭建，大大提升货品流通效率与商品调拨满足率，在会员数据方面，ELLASSAY 与 Self-portrait 品牌线上线下会员等级和积分均实现互认，实现全域会员通、货通、信息通，突破行业痛点，提升经营效率。

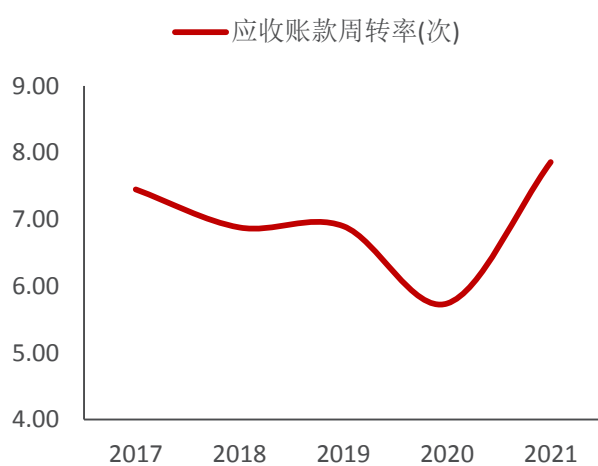
精耕细作效果初显，资产运营质量显著提升。在疫情期间销售短期承压的情况下，公司仍保持较高的资产周转效率。2021 年企业资产负债率由 2020 年的 34.96% 优化至 32.21%，应收账款周转率由 5.74 上升至 7.86，存货周转率由 1.17 提升至 2.17。经营效率提升下，企业现金及现金等价物达 7.58 亿元，2020 年高基数下仍同比增 10%。

图 20：2017-2021 年公司资产负债率情况



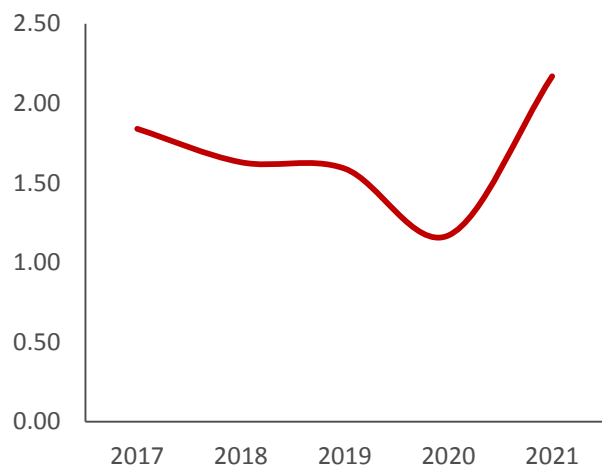
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 21：2017-2021 年公司应收账款周转率情况



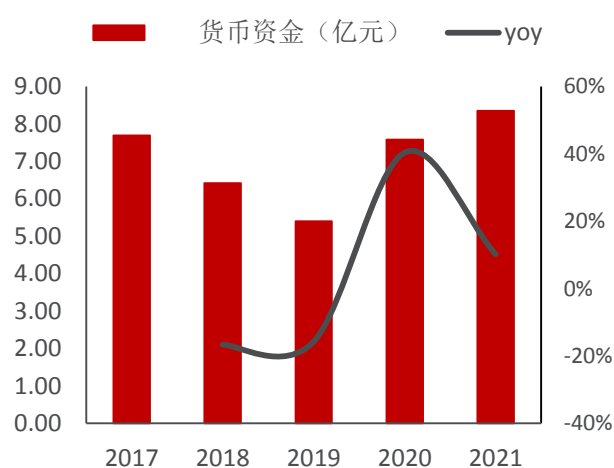
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 22：2017-2021 年公司存货周转率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 23：2017-2021 年公司货币资金情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 利预测与投资建议

2.1 盈利预测假设与业务拆分

公司为多品牌中高端女装集团，通过内生和外延并购已形成丰富的品牌矩阵。目前公司多品牌战略成效逐渐显现，主品牌增长稳定，新品牌迈入良好成长期，self-portait 稳定增长，未来公司的数字化转型和精细化运营将进一步赋能品牌营销提升品牌影响力，结合各品牌渠道扩张将继续驱动公司业绩增长。

对此，我们做出如下假设：

收入端：

- 1) ELLASSAY 品牌：歌力思为公司主品牌，是收入的主要来源。品牌继续推进构建全渠道营销能力，注重终端门店的升级迭代，布局数字化门店提高门店运营质量。我们预测 2022-2024 年品牌直营门店净开店数量分别为 15/10/10 家，同店增长分别为 6%/6%/5.5%。毛利率方面由于 2022 年年初受华东华南疫情影响略下滑，后续有望受运营效率和疫情好转提升，我们预测为 72.1%/72.15%/72.2%。
- 2) Laurel 品牌：品牌明确轻松职场的风格，获得消费者的一致认可，未来，Laurel 品牌将持续拓展一、二线城市核心商圈渠道，逐步提高品牌的市场占有率。根据以往品牌扩店节奏，我们预测 2022-2024 年品牌直营门店净开店数量分别为 8/6/5 家，同店增长分别为 13%/10%/8%。毛利率方面，我们预测为 71.1%/71.2%/71.3%。
- 3) Ed Hardy 品牌：品牌将持续拓展各大城市核心商圈渠道，着重整合线上与线下全渠道营销资源，根据以往品牌扩店节奏，我们预计 2022-2024 年品牌直营净开店数量均为 5 家，同店增长分别为 35%/20%/15%。毛利率方面，我们预测为 60%/61.2%/61.3%。
- 4) IRO Paris 品牌：2021 年品牌国内保持直营渠道的有效扩张与同店销售的同步提升，品牌在中国正处于一个加速发展的阶段，积极实行低成本的扩张策略，战略性开设新店，而且随着海外疫情政策的放开，我们预计 2022-2024 年直营净开店数量均为 10 家，加盟净开 2/2/4 家，同店增长分别为 1%/2%/2%；毛利率方面，我们预测为 64%/64.5%/65%。
- 5) Self-portait 品牌：目前该品牌增长迅速，品牌利用社交媒体进行引流，线上平台延续着高速发展，我们认为线下将受益于线上的良好运营加速扩张，未来将在中国各个城市加大开店力度，我们预计 2022-2024 净开店数量为 13/10/10 家，同店增长为 10%/8%/8%，毛利率为 83%/83.4%/83.7%。

费用端：

- 1) 销售费用：公司持续推进营销网络建设和拓展，因此商场租金、商场费用和店面装修费以及宣传推广费会推动公司销售费用率上行；我们认为销售费用投放将进一步增加，2022-2024 年公司销售费用率为 41%/41.3%/41.8%。
- 2) 管理费用&研发费用：随着公司规模扩大，人工及租赁、水电费和研发投入等增加，公司管理费用率和研发费用率预计为 7.95%/8%/8.06%和 2.35%/2.38%/2.45%

根据以上假设，2022-2024 年公司收入增速为 16.4%/13%/12.8%，归母净利润增速为 27.3%/15.7%/15.5%，EPS 为 1.05/1.21/1.40 元。

表 3：歌力思收入预测（单位：万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
总营业收入（万元）	236,274.86	274945.29	310647.04	350331.64
毛利率	67.02%	69.03%	69.73%	70.23%
ELLASSAY				
收入（万元）	101,198.82	105327.43	107527.26	109094.85
YOY	7.79%	4.08%	2.09%	1.46%
毛利率	72.19%	72.1%	72.15%	72.2%
毛利（万元）	73055.43	75941.08	77580.92	78766.48
直营门店（家）	176	191	201	211
分销门店（家）	100	80	60	40
门店合计（家）	276	271	261	251
店效（万元）	366.66	388.66	411.98	434.64
YOY	12.86%	6.0%	6.0%	5.5%
Laurel				
收入（万元）	24,073.93	30403.96	35644.65	40397.27
YOY	64.89%	26.29%	17.24%	13.33%
毛利率	70.90%	71.1%	71.2%	71.3%
毛利（万元）	17068.42	21617.22	25378.99	28803.25
直营门店（家）	56	64	70	75
分销门店（家）	12	12	11	10
门店合计（家）	68	76	81	85
店效（万元）	354.03	400.05	440.06	475.26
YOY	23.66%	13%	10%	8%
Ed Hardy				
收入（万元）	30,760.25	35649.96	40429.41	46493.82
YOY	43.10%	15.90%	13.41%	15.00%
毛利率	48.06%	60.0%	61.2%	61.3%
毛利（万元）	14783.37	21389.98	24742.80	28500.71
直营门店（家）	48	53	58	63
分销门店（家）	58	38	28	23

门店合计(家)	106	91	86	86
店效(万元)	290.19	391.76	470.11	540.63
YOY	84.95%	35%	20%	15%
IRO Paris				
收入(万元)	59,180.17	68,737.76	79,257.63	91,725.47
YOY	9.04%	16.15%	15.30%	15.73%
毛利率	65.30%	64%	64.5%	65%
毛利(万元)	38,644.65	43,992.17	51,121.17	59,621.55
直营门店(家)	80	90	100	110
分销门店(家)	0	2	4	8
门店合计(家)	80	92	104	118
店效(万元)	739.75	747.15	762.09	777.33
YOY	-8.68%	1%	2%	2%
Self-portait				
收入(万元)	17,535.08	31,826.16	44,788.09	59,620.24
YOY	432.62%	81.50%	40.73%	33.12%
毛利率	82.94%	83%	83.40%	83.70%
毛利(万元)	14,543.59	26,415.71	37,353.27	49,902.14
直营门店(家)	20	33	43	53
分销门店(家)	0	0	0	0
门店合计(家)	20	33	43	53
店效(万元)	876.75	964.43	1,041.58	1,124.91
YOY	59.79%	10%	8%	8%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

2.2 估值分析与投资建议

我们预测 2022-2024 年公司营收为 27.49/31.06/35.03 亿元，归母净利润为 3.87/4.47/5.17 亿元，当前市值对应 PE 为 9X/8X/7X，我们选取同行业的朗姿股份、地素时尚和锦泓集团进行对比，可以看出当前公司估值水平位于合理区间。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 4：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
002612.SZ	朗姿股份	22.89	0.42	0.58	0.75	55	39	31
603587.SH	地素时尚	14.47	1.44	1.72	1.99	10	8	7
603518.SH	锦泓集团	7.89	0.83	1.01	1.22	10	8	6
平均值						25	19	15
603808.SH	歌力思	9.85	0.82	1.05	1.21	12	9	8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测(可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 04 月 29 日)

3 风险提示

1)疫情影响线下渠道扩张。公司正在推进各品牌线下渠道扩张,若疫情持续,将影响公司线下开店与门店客流。

2)经济增速放缓带来居民消费力下降。公司品牌定位中高端,对消费力有较高的要求,若国内经济增速放缓居民可支配收入下滑将对需求端造成打击。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,363	2,749	3,106	3,503
营业成本	779	851	940	1,043
营业税金及附加	15	18	20	22
销售费用	961	1,127	1,283	1,464
管理费用	191	219	249	282
研发费用	57	65	74	86
EBIT	291	470	541	605
财务费用	-3	-10	-23	-36
资产减值损失	-39	-40	-40	-35
投资收益	54	63	62	70
营业利润	343	513	594	686
营业外收支	59	2	1	1
利润总额	402	515	595	687
所得税	70	85	98	113
净利润	333	430	497	574
归属于母公司净利润	304	387	447	517
EBITDA	505	697	779	875

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	835	1,137	1,523	1,984
应收账款及票据	304	319	334	348
预付款项	36	40	45	50
存货	696	688	738	799
其他流动资产	191	190	180	204
流动资产合计	2,062	2,375	2,819	3,385
长期股权投资	401	401	401	401
固定资产	183	192	198	204
无形资产	629	639	649	659
非流动资产合计	2,446	2,429	2,406	2,351
资产合计	4,508	4,804	5,225	5,736
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	190	203	222	243
其他流动负债	767	812	861	920
流动负债合计	957	1,015	1,082	1,163
长期借款	121	121	121	121
其他长期负债	498	398	348	298
非流动负债合计	619	519	469	419
负债合计	1,576	1,534	1,551	1,582
股本	369	369	369	369
少数股东权益	101	144	193	251
股东权益合计	2,932	3,270	3,674	4,155
负债和股东权益合计	4,508	4,804	5,225	5,736

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	20.42	16.37	12.99	12.77
EBIT 增长率	17.06	61.63	15.10	11.92
净利润增长率	-31.72	27.28	15.70	15.46
盈利能力 (%)				
毛利率	67.02	69.03	69.73	70.23
净利润率	14.08	15.63	16.00	16.39
总资产收益率 ROA	6.74	8.05	8.56	9.01
净资产收益率 ROE	10.73	12.37	12.86	13.23
偿债能力				
流动比率	2.15	2.34	2.60	2.91
速动比率	1.39	1.62	1.88	2.18
现金比率	0.87	1.12	1.41	1.71
资产负债率 (%)	34.96	31.94	29.69	27.57
经营效率				
应收账款周转天数	46.89	43.00	40.00	37.00
存货周转天数	325.98	310.00	300.00	290.00
总资产周转率	0.52	0.57	0.59	0.61
每股指标 (元)				
每股收益	0.82	1.05	1.21	1.40
每股净资产	7.94	8.86	9.95	11.26
每股经营现金流	0.81	1.82	1.85	2.13
每股股利	0.25	0.25	0.25	0.25
估值分析				
PE	12	9	8	7
PB	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.12	4.59	3.55	2.57
股息收益率 (%)	2.54	2.54	2.56	2.56

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	333	430	497	574
折旧和摊销	215	227	238	270
营运资金变动	-262	12	-55	-49
经营活动现金流	300	671	684	785
资本开支	-132	-148	-154	-154
投资	0	-5	20	-15
投资活动现金流	-359	-160	-142	-169
股权募资	476	0	0	0
债务募资	-144	-100	-50	-50
筹资活动现金流	75	-209	-157	-155
现金净流量	1	302	385	461

插图目录

图 1：公司发展历史	3
图 2：公司股权结构分布	4
图 3：2011-2022Q1 年收入及增速（单位：亿元）	6
图 4：2011-2022Q1 年利润及增速（单位：亿元）	6
图 5：2011-2022Q1 年公司费用率	7
图 6：2011-2022Q1 年公司盈利能力表现	7
图 7：2017-2022Q1 年公司各品牌收入占比	7
图 8：2017-2022Q1 年公司各品牌毛利率	7
图 9：2017-2022Q1 年公司各品牌收入情况（单位：亿元）	8
图 10：2017-2022Q1 年公司各产品收入占比	8
图 11：2017-2022Q1 年公司各产品毛利率	8
图 12：2017-2021 年公司分地区收入占比情况	9
图 13：2017-2021 年公司分地区毛利率	9
图 14：公司线上线下收入情况（单位：亿元）	10
图 15：2017-2022Q1 年公司线上线下毛利率情况	10
图 16：2017-2022Q1 年门店收入情况（单位：亿元）	10
图 17：2017-2022Q1 年公司加盟直营毛利率情况	10
图 18：2017-2021 年各品牌门店数量情况（家）	11
图 19：2017-2021 年公司各品牌整体店效情况（万元）	11
图 20：2017-2021 年公司资产负债率情况	12
图 21：2017-2021 年公司应收账款周转率情况	12
图 22：2017-2021 年公司存货周转率	12
图 23：2017-2021 年公司货币资金情况	12

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：公司品牌矩阵一览	3
表 2：公司前十大股东一览（截至 2022 年 Q1）	5
表 3：歌力思收入预测（单位：万元）	14
表 4：可比公司 PE 数据对比	16
公司财务报表数据预测汇总	18

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001