

歌力思 (603808.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q1 增长强劲，股权激励彰显信心

业绩简评

公司4月27日发布2022全年、1Q23单季度业绩，其中2022全年实现收入23.95亿元(+1.35%)、实现归母净利润0.20亿元(-93.3%)，下滑幅度较大主要系税率变更对应会计处理所致；1Q23实现收入6.66亿元(+5.99%)、实现归母净利润0.47亿元(-12.73%)，符合预期。

公司4月27日发布股权激励计划，拟授予490名员工的股票期权合计1340万份，约占公司股本总额的3.63%。

经营分析

逆势拓店带动22全年收入正增长，税率影响盈利承压。在疫情反复背景下，公司22年仍坚持积极拓店战略，门店净增63家至613家；同时线上发力社群及各平台营销，收入同比大增29%。利润端，毛利率同比减少3.21pct至63.81%，主要系线上占比大幅提升3.1pct、国际物流成本上升等所致；净利率大幅下降11.76pct至2.32%，主要系税率变更、拓店费用增加等因素所致。其中4Q22由于疫情达峰、所得税费用计提影响，实现营收6.49亿元(-5.94%)，实现归母净利润-0.62亿元(同比-203%)。

1Q23 新品牌增长强劲，加盟商退货拖累利润。1Q23公司收入在高基数下仍取得正增长、较1Q21已实现增长24%快速增长。分品牌：SP大幅增长76%，IRO中国区+50%、全球综合+35%，LAUREL+26%，ED HARDY由于削减抖音业务下滑4%，歌力思受加盟商退货影响下滑9%。利润方面，由于1Q23同比净增82家门店、海外运营成本提高等因素，公司费用率有所提升；叠加毛利率同比增加4.7pct，净利率保持微增。营运方面，存货较年初减少11.23%至6.88亿元，预计随着零售转好收入有望加速修复。

股权激励彰显长期信心。本次激励计划业绩考核目标为：2023/2024年净利润分别不低于3/4亿元，对应同比增速分别为140%/33%（考虑到外部环境的不确定性，若目标实现90%则可行权50%），授予对象广泛，包括管理人员、核心业务人员等合计490人，有利于进一步绑定核心员工利益、彰显公司长期发展信心。

盈利预测、估值与评级

公司多品牌构筑差异化优势，弱市加速渠道扩张，疫情好转、线下客流回暖有望带动业绩修复与规模增长。我们预计公司2023~245年分别实现归母净利润2.92/4.07/5.07亿元，对应PE分别为11/10/8倍，维持“买入”评级。

风险提示

国内外疫情反复影响门店销售、渠道扩展不及预期。

纺织服装组

分析师：杨欣 (执业S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：10.99 元

相关报告：

- 《歌力思公司点评：短期业绩筑底，回暖趋势已现》，2023.1.31
- 《逆势积极拓店，疫后修复可期-歌力思22年三季报点评》，2022.10.30
- 《多品牌运营先行者，高端女装龙头重启成长-歌力思深度》，2022.9.17



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,363	2,395	2,873	3,336	3,846
营业收入增长率	20.42%	1.35%	19.98%	16.09%	15.30%
归母净利润(百万元)	304	20	292	407	507
归母净利润增长率	-31.72%	-93.27%	1330.05%	39.31%	24.51%
摊薄每股收益(元)	0.823	0.055	0.792	1.104	1.375
每股经营性现金流净额	0.81	0.85	0.50	1.65	1.60
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.73%	0.74%	9.74%	12.35%	13.80%
P/E	17.72	164.23	11.48	9.96	8.00
P/B	1.90	1.22	1.12	1.23	1.10

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,962	2,363	2,395	2,873	3,336	3,846
增长率		20.4%	1.4%	20.0%	16.1%	15.3%
主营业务成本	-663	-779	-867	-937	-1,040	-1,196
%销售收入	33.8%	33.0%	36.2%	32.6%	31.2%	31.1%
毛利	1,300	1,584	1,528	1,937	2,295	2,650
%销售收入	66.2%	67.0%	63.8%	67.4%	68.8%	68.9%
营业税金及附加	-14	-15	-15	-17	-20	-23
%销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-739	-961	-1,135	-1,184	-1,324	-1,538
%销售收入	37.7%	40.7%	47.4%	41.2%	39.7%	40.0%
管理费用	-192	-191	-224	-256	-283	-318
%销售收入	9.8%	8.1%	9.3%	8.9%	8.5%	8.3%
研发费用	-59	-57	-52	-63	-100	-115
%销售收入	3.0%	2.4%	2.2%	2.2%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	296	360	102	417	569	655
%销售收入	15.1%	15.2%	4.3%	14.5%	17.0%	17.0%
财务费用	3	3	-34	-48	-46	-30
%销售收入	-0.2%	-0.1%	1.4%	1.7%	1.4%	0.8%
资产减值损失	-114	-88	-43	-43	-63	-54
公允价值变动收益	0	-1	-8	0	0	0
投资收益	328	54	43	40	45	49
%税前利润	62.7%	13.5%	46.4%	11.0%	8.9%	7.9%
营业利润	528	343	81	365	504	620
营业利润率	26.9%	14.5%	3.4%	12.7%	15.1%	16.1%
营业外收支	-5	59	11	0	0	0
税前利润	523	402	92	365	504	620
利润率	26.7%	17.0%	3.9%	12.7%	15.1%	16.1%
所得税	-83	-70	-37	-55	-76	-93
所得税率	15.9%	17.3%	39.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	440	333	56	310	428	527
少数股东损益	-5	29	35	18	21	20
归属于母公司的净利润	445	304	20	292	407	507
净利率	22.7%	12.9%	0.9%	10.2%	12.2%	13.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	440	333	56	310	428	527
少数股东损益	-5	29	35	18	21	20
非现金支出	213	302	348	140	164	160
非经营收益	-363	-73	-6	-54	19	-11
营运资金变动	-75	-262	-84	-213	-3	-88
经营活动现金净流	215	300	314	183	609	589
资本开支	-67	-132	-119	-99	-104	-109
投资	306	0	1	-15	-13	-26
其他	-28	-227	61	40	45	49
投资活动现金净流	212	-359	-57	-74	-72	-86
股权募资	0	476	0	51	0	0
债权募资	-115	-144	-210	540	-173	-113
其他	-135	-257	-347	-136	-157	-160
筹资活动现金净流	-250	75	-557	455	-329	-273
现金净流量	177	1	-293	564	208	230

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	758	835	518	976	1,106	1,280
应收款项	385	397	387	472	548	632
存货	532	696	775	817	777	840
其他流动资产	177	134	76	103	127	150
流动资产	1,853	2,062	1,757	2,368	2,559	2,902
%总资产	51.8%	45.7%	40.5%	47.7%	49.6%	52.6%
长期投资	443	666	699	704	697	706
固定资产	184	188	185	193	195	198
%总资产	5.2%	4.2%	4.3%	3.9%	3.8%	3.6%
无形资产	959	1,010	1,033	1,052	1,076	1,100
非流动资产	1,724	2,446	2,586	2,599	2,596	2,611
%总资产	48.2%	54.3%	59.5%	52.3%	50.4%	47.4%
资产总计	3,577	4,508	4,343	4,967	5,156	5,513
短期借款	260	368	214	772	590	469
应付款项	252	313	367	314	351	404
其他流动负债	288	276	217	229	280	330
流动负债	800	957	799	1,315	1,220	1,203
长期贷款	287	121	102	87	97	105
其他长期负债	238	498	578	430	386	355
负债	1,325	1,576	1,479	1,833	1,704	1,663
普通股股东权益	2,209	2,831	2,751	3,002	3,299	3,677
其中：股本	333	369	369	369	369	369
未分配利润	1,506	1,669	1,597	1,797	2,094	2,472
少数股东权益	42	101	114	132	153	173
负债股东权益合计	3,577	4,508	4,343	4,967	5,156	5,513

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.338	0.823	0.055	0.792	1.104	1.375
每股净资产	6.644	7.671	7.453	8.134	8.937	9.962
每股经营现金净流	0.648	0.813	0.851	0.497	1.650	1.596
每股股利	0.250	0.390	0.252	0.250	0.300	0.350
回报率						
净资产收益率	20.14%	10.73%	0.74%	9.74%	12.35%	13.80%
总资产收益率	12.44%	6.74%	0.47%	5.89%	7.90%	9.20%
投入资本收益率	8.53%	8.42%	1.88%	8.74%	11.46%	12.34%
增长率						
主营业务收入增长率	-24.90%	20.42%	1.35%	19.98%	16.09%	15.30%
EBIT增长率	-40.84%	21.70%	-71.52%	306.48%	36.46%	15.27%
净利润增长率	24.80%	-31.72%	-93.27%	1330.05%	39.31%	24.51%
总资产增长率	3.73%	26.05%	-3.65%	14.35%	3.80%	6.93%
资产管理能力						
应收账款周转天数	63.6	46.5	45.2	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	310.7	287.7	309.9	335.0	310.0	305.0
应付账款周转天数	96.6	80.3	84.7	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	31.6	28.3	28.0	23.9	21.1	18.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.53%	-13.18%	-7.07%	-4.22%	-13.18%	-19.71%
EBIT利息保障倍数	-86.5	-110.1	3.0	8.6	12.2	21.8
资产负债率	37.05%	34.96%	34.04%	36.90%	33.05%	30.17%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-09-17	买入	8.76	10.62~10.62
2	2022-10-30	买入	8.19	N/A
3	2023-01-31	买入	10.46	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402