

歌力思 (603808)

22 年报及 23 年一季报点评: 逆势开店促收入保持增长, 股权激励提出积极增长目标

买入 (上调)

2023 年 04 月 28 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,395	2,697	3,032	3,403
同比	1%	13%	12%	12%
归属母公司净利润 (百万元)	20	297	402	485
同比	-93%	1352%	35%	21%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.06	0.80	1.09	1.31
P/E (现价&最新股本摊薄)	218.19	15.03	11.10	9.20

关键词: #业绩符合预期 #股权激励

投资要点

- 公司公布 2022 年报及 2023 年一季报: 1) 22 年: 营收 23.95 亿元/yoy+1.35%、归母净利 2045 万元/yoy-93.27%, 收入在疫情环境下仍实现微增, 主因公司多品牌矩阵协同发力+保持逆势开店, 净利下滑较多主因①毛利率下降、②费用率上升、③收到高新技术企业认定、税率调整后重新计量递延所得税资产、导致所得税费用增加。2) 23Q1: 营收 6.66 亿元/yoy+5.99%、归母净利 4728 万元/yoy+0.39%, 收入在 22Q1 同比+17%基础上仍保持位数增长、体现公司逆势开店对经营规模的拉动, 净利仅持平略增主因开店导致费用率提升、给加盟商退货拖累 23Q1 业绩。
- 多品牌矩阵促收入整体稳健增长, 23Q1 主品牌/Laurel/Self-portrait 环比改善。分品牌看, 22 年主品牌/Laurel/Ed Hardy/IRO/Self-portrait 收入分别同比-12.2%/-1.8%/-2.6%/+11.6%/+58.8%、分别占比 37%/10%/13%/28%/12%, 23Q1 收入分别同比-9.4%/+26.4%/-4.1%/+3.5%/+76.3%。22 年 IRO/Self-portrait 收入保持增长 (SP 品牌基数较小、22 年门店数同比翻番至 40 家、收入实现大增), 其他品牌受疫情影响出现不同程度下滑。23Q1 Self-portrait 增长持续强劲、环比加速, Laurel 显著改善, IRO 中国区表现优异、同增 50%、但海外受大环境影响 (战争通胀及法国 Q1 大罢工)、品牌综合增速 3.5%, ED HARDY 品牌自身增长、但受 ED HARDY X 为保持品牌定位关停抖音业务影响、综合下降 4.2%。
- 22 年线上增长较快、线下逆势开店收入略降, 23Q1 线下正增、线上下滑。1) 分渠道, 22 年线上/线下收入分别同比+29%/-2.1%、分别占比 15%/84%, 线下受疫情封锁影响收入下滑、公司加大线上发力、线上收入实现较快增长, 截至 22 年末线下门店 613 家/净开 63 家/yoy+10.3%。23Q1 线上/线下收入分别同比-5.1%/+7.7%, 线下收入增长受益于消费场景放开、净开店拉动, 截至 23Q1 线下门店 625 家/同比净开 82 家/yoy+15%。2) 分模式, 22 年直营/加盟收入分别同比+7.6%/-19%、分别占比 81%/18%, 直营受益于线上增长及线下净开店、收入小幅增长, 截至 22 年末直营/加盟门店分别 460/153 家、分别净+80/-17 家、对应同比+17%/-11%。23Q1 直营/加盟收入分别同比+16%/-26%、分别占比 82%/17%, 加盟收入下滑较多主因公司为缓解加盟商压力对其 22Q4 进行退货体现到 23Q1。截至 23Q1 末直营/加盟门店分别 470/155 家、分别同比+22%/-3%。
- 22 年毛利率下降、费用率上升、净利率下降较多, 23Q1 有所改善。1) 毛利率: 22 年同比-3.21pct 至 63.81%, 23Q1 同比+3.26pct 至 65.51%, 22 年毛利率下降主因低毛利线上收入占比提升, 23Q1 随线下收入恢复增长毛利率改善。2) 费用率: 22 年同比+9.32pct 至 60.33%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+6.7/+1.3/-0.2/+1.6pct 至 47.4%/9.3%/2.2%/1.4%, 23Q1 期间费用率同比+4.2pct 至 55.8%, 开店+疫情影响终端销售导致费用率提升。3) 归母净利率: 22 年同比-12pct 至 0.85%, 23Q1 同比-0.4pct 至 7.1%。4) 存货: 22 年末存货 7.75 亿元/yoy+11.45%, 存货周转天数同比增多 22 天至 306 天。23Q1 末存货 6.88 亿元、较 22 年末有所下降。5) 现金流: 22 年经营活动现金流净额 3.41 亿元/yoy+13.65%、23Q1 为 1.3 亿元/yoy+87%, 截至 23Q1 末货币资金 5.7 亿元。
- 盈利预测与投资评级: 公司为多品牌高端时装集团, 21 年确立进取开店、抢占市场份额策略, 22 年疫情环境下门店数量逆势扩张, 促收入端保持增长、但相关费用增多拖累净利下滑较多, 23Q1 在高基数下收入仍实现小幅增长、体现公司多品牌矩阵+开店策略优势, 净利受开店费用增加&加盟商退货影响、增幅不及收入。公司 4/28 公告股权激励计划, 23/24 年净利目标分别为 3/4 亿元 (考虑大环境不确定性, 若实现 90%则可行权 50%比例), 我们认为在终端消费逐步复苏环境下, 公司收入、净利均有望实现较好恢复、业绩目标有望达成。我们将 23-24 年归母净利润从 2.85/3.65 亿元上调至 2.97/4.02 亿元、增加 25 年预测值 4.85 亿元, 对应 23-25 年 PE 分别 15/11/9X, 上调为“买入”评级。
- 风险提示: 疫情反复、经济疲软、新开店运营不及预期、费用控制不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.09
一年最低/最高价	8.01/12.09
市净率(倍)	1.57
流通 A 股市值(百万元)	4,462.33
总市值(百万元)	4,462.33

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.68
资产负债率(% ,LF)	32.68
总股本(百万股)	369.09
流通 A 股(百万股)	369.09

相关研究

《歌力思(603808): 2022 年三季报点评: Q3 收入增速转正, 逆势开店净利承压》

2022-11-02

《歌力思(603808): 2022 年中报点评: 延续进取开店策略, 收入保持增长、净利下滑较多》

2022-08-31

表1: 22年公司收入/门店/毛利率按品牌、渠道、模式划分情况

	22年收入 (百万元)	收入 YOY	占总营收 比重	门店数 (家)	门店净变动 (家)	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
整体	2394.74	1.4%	100.0%	613	63	63.81%	-3.21pct
分品牌							
主品牌歌力思	888.51	-12.2%	37.1%	297	21	67.07%	-5.12pct
LAUREL	236.51	-1.8%	9.9%	78	10	71.66%	+0.76pct
ED HARDY、ED HARDY X	299.49	-2.6%	12.5%	101	-5	46.59%	-1.47pct
IRO	660.57	11.6%	27.6%	97	17	60.00%	-6.62pct
Self-Portrait	278.53	58.8%	11.6%	40	20	83.00%	-0.40pct
分渠道							
线上	350.92	29.0%	14.7%	/	/	58.65%	+14.64pct
线下	2012.70	-2.1%	84.0%	613	63	65.42%	-5.67pct
分模式							
直营	1935.44	7.6%	80.8%	460	80	66.99%	-2.74pct
加盟	428.17	-19.0%	17.9%	153	-17	52.75%	-9.02pct

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表2: 23Q1公司收入/门店/毛利率按品牌、渠道、模式划分情况

	23Q1收 入(百万 元)	收入 YOY	占总营收 比重	门店数 (家)	门店同比 净变动 (家)	门店环比 净变动 (家)	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
整体	665.56	6.0%	100.0%	625	82	12	65.51%	+3.26pct
分品牌								
主品牌歌力思	236.23	-9.4%	35.5%	299	21	2	70.82%	+1.03pct
LAUREL	67.61	26.4%	10.2%	80	11	2	75.13%	+1.84pct
ED HARDY、ED HARDY X	80.29	-4.1%	12.1%	101	5	0	59.84%	+5.12pct
IRO	169.12	3.5%	25.4%	101	21	4	54.62%	+8.51pct
Self-Portrait	103.38	76.3%	15.5%	44	24	4	83.22%	+0.60pct
分渠道								
线上	84.47	-5.1%	12.7%	/	/	/	60.19%	+3.13pct
线下	572.17	7.7%	86.0%	625	82	12	68.81%	+4.78pct
分模式								
直营	544.38	16.0%	81.8%	470	86	10	72.04%	+2.81pct
加盟	112.26	-25.7%	16.9%	155	-4	2	46.67%	+2.88pct

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

歌力思三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,757	2,321	2,883	3,219	营业总收入	2,395	2,697	3,032	3,403
货币资金及交易性金融资产	519	1,460	1,561	1,688	营业成本(含金融类)	867	886	951	1,029
经营性应收款项	306	32	491	546	税金及附加	15	16	18	20
存货	775	617	637	752	销售费用	1,135	1,213	1,334	1,497
合同资产	0	0	0	0	管理费用	224	216	227	255
其他流动资产	157	212	194	233	研发费用	52	54	61	68
非流动资产	2,586	2,608	2,656	2,696	财务费用	34	20	25	23
长期股权投资	448	471	520	612	加:其他收益	21	27	30	34
固定资产及使用权资产	697	685	669	655	投资净收益	43	54	61	68
在建工程	1	1	1	1	公允价值变动	-8	0	0	0
无形资产	627	633	637	638	减值损失	-43	-5	-5	-5
商誉	295	341	397	407	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	111	115	117	114	营业利润	81	367	501	607
其他非流动资产	407	362	314	269	营业外净收支	11	13	13	13
资产总计	4,343	4,930	5,539	5,915	利润总额	92	380	514	620
流动负债	799	831	1,000	973	减:所得税	37	57	77	93
短期借款及一年内到期的非流动负债	214	214	214	214	净利润	56	323	437	527
经营性应付款项	212	250	365	273	减:少数股东损益	35	26	35	42
合同负债	68	0	0	0	归属母公司净利润	20	297	402	485
其他流动负债	304	367	421	486	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.06	0.80	1.09	1.31
非流动负债	680	911	914	791	EBIT	81	311	440	533
长期借款	102	333	336	213	EBITDA	387	388	520	613
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	63.81	67.14	68.62	69.76
租赁负债	390	390	390	390	归母净利率(%)	0.85	11.01	13.26	14.25
其他非流动负债	187	187	187	187	收入增长率(%)	1.35	12.60	12.43	12.26
负债合计	1,479	1,742	1,914	1,763	归母净利润增长率(%)	-93.27	1,351.97	35.39	20.65
归属母公司股东权益	2,751	3,048	3,450	3,935					
少数股东权益	114	140	175	217					
所有者权益合计	2,865	3,188	3,625	4,152					
负债和股东权益	4,343	4,930	5,539	5,915					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	314	762	177	313	每股净资产(元)	7.45	8.26	9.35	10.66
投资活动现金流	-57	-62	-86	-73	最新发行在外股份(百万股)	369	369	369	369
筹资活动现金流	-557	211	-22	-146	ROIC(%)	1.34	6.87	8.61	9.50
现金净增加额	-293	911	69	93	ROE-摊薄(%)	0.74	9.74	11.65	12.33
折旧和摊销	306	77	80	80	资产负债率(%)	37.05	34.96	34.04	35.34
资本开支	-119	-63	-68	-24	P/E(现价&最新股本摊薄)	218.19	15.03	11.10	9.20
营运资本变动	-100	396	-369	-266	P/B(现价)	1.62	1.46	1.29	1.13

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

