

2023年04月28日

主品牌降幅较大，关注去库存进展

歌力思(603808.SH)

评级:	买入	股票代码:	603808
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	11.58/8.01
目标价格:		总市值(亿)	40.56
最新收盘价:	10.99	自由流通市值(亿)	40.56
		自由流通股数(百万)	369

事件概述

公司 2022 年实现收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流 23.95/0.20/0.05/3.14 亿元，同比下降-1.35%/93.27%/98.01%/-4.66%，加回资产减值损失影响后归母净利/扣非归母净利分别为 0.54/0.39 亿元，同比下降 84.3%/86.5%；扣非归母净利低于归母净利主要由于政府补贴 0.3 亿元，经营性现金流高于归母净利主要由于使用权资产摊销增加，每 10 股派发现金红利 0.17 元，股息率 0.15%。2022Q4 收入/归母净利/扣非归母净利分别为 6.49/-0.61/-0.66 亿元，同比下降 5.9%/201.7%/375.0%。

公司 2023Q1 收入/归母净利/扣非归母净利为 6.66/0.47/0.43 亿元，同比增长 6.0%/0.4%/-12.2%。

公司发布股权激励计划草案，拟授予股票期权 1340 万份。本次激励计划首次授权的激励对象总人数为 490 人，行权条件第一个行权期 2023 年净利润不低于 3 亿元，第二个行权期 2024 年净利润不低于 4 亿元。行权价格为 11.04 元，本次激励计划需摊销总费用为 834 万元，预计 23/24/25 年分别分摊 337/390/107 万元。

分析判断:

Self-Portrait 品牌收入高增，整体收入下滑主要由于店效下降。收入拆分：（1）分品牌来看，2022 年 ELLASSAY/LAUREL/EH/IRO/Self-Portrait 收入为 8.89/2.37/2.99/6.61/2.79 亿元，同比下降 12.20%/1.75%/2.64%/-11.62%/-58.84%，主品牌降幅明显；（2）分渠道来看，线上收入保持增长，线下直营渠道维持增长，22 年线上/线下销售收入分别为 3.51/20.13 亿元，同比增长 29.01%/-2.08%；直营/加盟收入分别为 19.35/4.28 亿元，同比增长 7.60%/-19.02%。截止 22 年末，公司直营/加盟分别为 613/153 家，分别净开店 63/-17 家，推算 22 年直营店效/加盟单店出货分别为 420.75/279.85 万元，同比下降 11.11%/10.02%。22 年主品牌/LARUEL/EH/IRO/Self-Portrait 直营门店数量分别为 197/66/62/95/40 家，分别净开店 21/10/14/15/20 家；加盟门店数量分别为 100/12/39/2/0 家，分别净开店 0/0/-19/2/0 家。（3）23Q1 公司 ELLASSAY/LAUREL/EH/IRO/self-portrait 收入为 2.36/0.68/0.80/1.69/1.03 亿元，同比增速为 -9.44%/26.36%/-4.07%/3.49%/76.25%。分渠道来看，23Q1 直营/加盟收入分别为 5.44/1.12 亿元，同比增长 16%/-26%；线下/线上渠道收入分别为 5.72/0.84 亿元，同比增长 8%/-5%。

净利率下降主要受毛利率下降、销售费用增加影响。（1）22 年毛利率 63.81%，同比下降 3.2PCT，ELLASSAY/LAUREL/EH/IRO/Self-Portrait 毛利率分别为 67.1%/71.7%/46.6%/58.7%/82.5%，分别同比下降 5.12/-0.76/1.47/6.62/0.4PCT，整体毛利率下降，主要由于国际供应链时效变慢以及物流成本大幅上升影响 IRO 毛利率下降，以及线上销售占比提升。22Q4 毛利率 63.0%，同比下降 5.5PCT。23Q1 毛利率 65.5%，同比增长 3.2PCT。（2）22 年净利率 0.85%，同比下降 12.0PCT，净利率大幅下滑主要由于毛利率下降、店铺无法营业时刚性费用支出、新开店持续投放。22Q4 净利率-9.4%，同比减少 18.1PCT。23Q1 净利率 7.1%，同比减少 0.4PCT。22 年销售/管理/研发/财务费用率分别同比上升 6.7/1.3/-0.2/1.6PCT 至 47.4%/9.3%/2.2%/1.4%，销售费用上升主要由于使用权资产同比增加 44%、装修费同比增加 89%、广告宣传费同比增加 27%；管理费用上升主要由于折旧与摊销费同比增加 24%、差旅费同比增加 27%、股份支付成本同比增加 237%；23Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 44.6%/7.9%/2.0%/1.3%，同比增长 3.4/-0.3/0/1.0PCT。（3）22 年资产减值损失/收入为 1.42%，同比下降 0.23PCT，信用减值损失/收入为 0.38%，同比下降 1.70PCT。（4）根据公司 2022 年年度业绩预告更正公告，企业所得税税率从 25%降为 15%，递延所得税资产实际下降 3837 万元。

关注去库存进展。22 年末存货为 7.75 亿元，同比增加 11.5%，存货周转天数 305.6 天、同比增加 21.8 天。应收账款为 2.9 亿元、同比减少 4.5%，应收账款周转天数为 44.6 天、同比减少 1.2 天。23Q1 存货为 6.88 亿元，同比增长 4.12%，周转天数为 286.9 天，同比增加 29.3 天；应收账款 2.93 亿元，同比增长 12.69%，应收账款周转天数为 39.4 天，同比减少 1 天。

投资建议

我们分析，公司费用刚性主要由于直营比例高、且 IRO 海外存在成本高企问题，但公司逆势仍维持开店节奏、未来复苏将迎来更大的利润弹性。调整 23/24 年收入预测 25.66/28.88 亿元至 28.33/32.85 亿元，新增 25 年收入预测 37.60 亿元；调整 23/24 年归母净利 3.10/4.02 元至 3.39/4.29 亿元，新增 25 年归母净利预测 5.20 亿元，对应调整 23/24 年 EPS 0.84/1.09 元至 0.92/1.16 元，新增 25 年 EPS 预测 1.41 元，2023 年 4 月 27 日收盘价 10.99 元对应 23/24/25PE 分别为 12/9/8X，维持“买入”评级。

风险提示

疫情风险、费用率居高不下风险、系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,363	2,395	2,833	3,285	3,760
YoY (%)	20.4%	1.4%	18.3%	16.0%	14.5%
归母净利润(百万元)	304	20	339	429	520
YoY (%)	-31.7%	-93.3%	1556.9%	26.6%	21.2%
毛利率 (%)	67.0%	63.8%	67.2%	67.5%	67.7%
每股收益 (元)	0.82	0.06	0.92	1.16	1.41
ROE	10.7%	0.7%	11.5%	13.0%	13.9%
市盈率	13.35	198.34	11.97	9.46	7.80

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,395	2,833	3,285	3,760	净利润	56	372	471	571
YoY (%)	1.4%	18.3%	16.0%	14.5%	折旧和摊销	306	61	66	66
营业成本	867	929	1,069	1,215	营运资金变动	-84	-214	-83	-89
营业税金及附加	15	57	33	38	经营活动现金流	314	252	468	567
销售费用	1,135	1,116	1,351	1,559	资本开支	-119	-73	-74	-73
管理费用	224	222	200	188	投资	1	0	0	0
财务费用	34	-12	-17	-25	投资活动现金流	-57	-11	-41	-36
研发费用	52	71	82	94	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-34	-94	-43	-54	债务募资	20	0	0	0
投资收益	43	62	33	38	筹资活动现金流	-557	-133	-84	-95
营业利润	81	449	589	713	现金净流量	-293	109	342	436
营业外收支	11	0	0	1					
利润总额	92	449	589	714	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	37	76	118	143	成长能力 (%)				
净利润	56	372	471	571	营业收入增长率	1.4%	18.3%	16.0%	14.5%
归属于母公司净利润	20	339	429	520	净利润增长率	-93.3%	1556.9%	26.6%	21.2%
YoY (%)	-93.3%	1556.9%	26.6%	21.2%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.06	0.92	1.16	1.41	毛利率	63.8%	67.2%	67.5%	67.7%
					净利率	2.3%	13.1%	14.3%	15.2%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	0.5%	7.2%	8.3%	9.0%
货币资金	518	627	969	1,405	净资产收益率 ROE	0.7%	11.5%	13.0%	13.9%
预付款项	16	33	38	44	偿债能力 (%)				
存货	775	789	849	898	流动比率	2.20	2.35	2.60	2.89
其他流动资产	447	665	735	812	速动比率	1.21	1.44	1.71	2.03
流动资产合计	1,757	2,114	2,592	3,159	现金比率	0.65	0.70	0.97	1.29
长期股权投资	448	448	448	448	资产负债率	34.0%	33.7%	32.4%	30.8%
固定资产	183	195	202	208	经营效率 (%)				
无形资产	627	602	602	603	总资产周转率	0.55	0.60	0.64	0.65
非流动资产合计	2,586	2,572	2,580	2,587	每股指标 (元)				
资产合计	4,343	4,687	5,171	5,746	每股收益	0.06	0.92	1.16	1.41
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	7.45	8.02	8.96	10.11
应付账款及票据	212	204	234	266	每股经营现金流	0.85	0.68	1.27	1.54
其他流动负债	586	697	761	825	每股股利	0.00	0.35	0.22	0.25
流动负债合计	799	900	996	1,092	估值分析				
长期借款	102	102	102	102	PE	198.34	11.97	9.46	7.80
其他长期负债	578	578	578	578	PB	1.22	1.37	1.23	1.09
非流动负债合计	680	680	680	680					
负债合计	1,479	1,580	1,675	1,772					
股本	369	369	369	369					
少数股东权益	114	148	190	241					
股东权益合计	2,865	3,107	3,496	3,975					
负债和股东权益合计	4,343	4,687	5,171	5,746					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。