

2023年08月31日

# 剔除海外扰动，Q2 国内利润接近疫情前水平

## 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:	14.57/8.00
目标价格:		总市值(亿)	45.73
最新收盘价:	12.47	自由流通市值(亿)	20.6
		自由流通股数(百万)	369.09

### 事件概述

2023H1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 13.72/1.10/1.04/2.72 亿元、同比增长 17.22%/117.55%/154.65%/213.8%，同比 21H1 增长 24.7%/-41%/-40.5%/114.9%，处于业绩预告上限，收入端已超过 21 年同期水平。经营性现金流高于净利主要由于递延所得税负债增加（主要是租赁影响调整）。

2023Q2 收入/归母净利/扣非净利分别为 7.07/0.62/0.61 亿元、同比增长 30.22%/1785.9%/840.9%，同比 21Q2 增长 25.4%/-33.2%/-28.1%，Q2 主要受 IRO 海外扰动，国内业务利润基本恢复至接近 21 年水平。

### 分析判断:

**IRO 主要受海外拖累，国内仍实现较快增长。**收入拆分：（1）分品牌来看，23H1 主品牌/SP/LAUREL/IRO/EH 收入分别为 4.77/2.10/1.54/3.5/1.62 亿元，同比增长 5.33%/69.95%/37.72%/12.5%/4.28%，同比 21H1 增长 1.5%/183.8%/42.1%/22.4%/11.0%。IRO 品牌在中国区实现了 65% 的高速增长，收入放缓主要受海外拖累；23H1 主品牌/LARUEL/EH/IRO/Self-Portrait 直营门店数量分别为 198/70/58/103/45 家，上半年分别净开店 1/4/-4/8/5 家；加盟门店数量分别为 102/12/41/2/0 家，上半年分别净开店 2/0/2/0/0 家。（2）分渠道来看，线下增速高于线上，线上/线下销售收入分别为 1.92/11.61 亿元，同比增长 6.60%/19.08%；主品牌/LAUREL/EH 线上增长 24%/52%/6.60%；SP 上半年 GMV 超过 1.4 亿元。线下直营维持增长主要来自开店，23H1 直营店/加盟店收入分别为 10.96/2.57 亿元，同比增长 18.08%/13.44%。23H1 公司直营/加盟分别为 474/157 家，上半年分别净开店 18/4 家，同比净开 61/-1 家，推断直营店效/加盟单店出货分别为 231/164 万元，同比增长 2.67%/14.69%，其中直营店效同比 21H1 下降 4.55%。

**净利率提升主要来自毛利率提升，主要来自折扣改善贡献，EH 毛利率提升幅度最大。**（1）23H1 毛利率/归母净利率分别为 67.49%/7.99%，同比增加 3.65/3.69PCT。（1）分品牌来看，ELLASSAY/Laurel/EdHardy 及 EdHardyX/IROParis/self-portrait 毛利率分别为 70.24%/75.77%/58.88%/59.92%/82.64%，同比增长 2.66/3.25/6.07/3.82/-0/49PCT；（2）分渠道来看，线上/线下毛利率分别为 70.22%/59.92%，同比增长 4.43/1.51PCT；直营店/加盟店毛利率分别为 72.58%/52.45%，同比增长 3.92/4.28PCT。从费用率来看，23H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 45.34%/7.94%/2.33%/0.95%、同比减少-0.2/-1.0/0.1/-0.3PCT。财务费用率减少的主要由于汇兑收益增长。投资净收益占比增长 2.26pct；减值损失合计占比增长 2.08pct；营业外净收入占比下降 1.22pct；所得税率同比增长 0.33pct。（3）23Q2 毛利率/归母净利率分别为 69.36%/8.82%，同比增加 3.68/8.21PCT，从费用率来看，23Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 45.96%/8.04%/2.65%/0.67%、同比减少 4.57/1.86/-0.13/1.75PCT。其他及投资净收益占比增长 2.23pct；公允价值变动及处置资产收益占比合计增长 0.6pct；减值损失合计占比增加 1.58pct；营业外净收入占比减少 2.1pct；所得税率同比增长 1.72pct；少数股东损益占比增加 0.62pct。

**库存保持平稳。**2023H1 存货为 7.11 亿元、同比增加 0.79%，平均存货周转天数为 300 天、同比上升 2 天；应收款项为 3.0 亿元，同比增长 5.44%，应收账款周转天数为 39 天、同比下降 6 天；应付款项为 1.7 亿元，同比增长 14.35%，应付账款周转天数为 77 天、同比增长 5 天。

## 投资建议

我们分析，（1）短期来看，歌力思的高经营杠杆特征同样明显、贡献上半年毛利率提升，且公司在疫情三年期间坚持逆势开店，在今年疫后复苏的背景下有望迎来更大的利润弹性；除了 IRO 海外业务短期存在一定压力，其他品牌均表现正常。（2）中长期来看，SP、LAUREL、IRO 国内成长性仍然较强，公司净利率也仍有较大的修复空间。维持 23/24/25 年收入预测 28.33/32.85/37.60 亿元；预计 23/24/25 年归母净利为 3.39/4.29/5.20 亿元，对应 23/24/25 年 EPS 为 0.92/1.16/1.41 元，2023 年 8 月 30 日收盘价 12.47 元对应 23/24/25PE 分别为 14/11/9X，维持“买入”评级。

## 风险提示

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	15.15	225.05	13.58	10.73	8.85

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

SACNO: 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	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	37	76	118	143	<b>成长能力 (%)</b>				
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%	<b>盈利能力 (%)</b>				
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%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	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	<b>偿债能力 (%)</b>				
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	<b>经营效率 (%)</b>				
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	<b>每股指标 (元)</b>				
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	<b>估值分析</b>				
长期借款	102	102	102	102	PE	225.05	13.58	10.73	8.85
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。