

21Q1 国内品牌相比 19Q1 恢复增长

歌力思(603808)

评级:	增持	股票代码:	603808
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	18.91/10.05
目标价格:		总市值(亿)	47.82
最新收盘价:	14.38	自由流通市值(亿)	47.82
		自由流通股数(百万)	332.52

事件概述

公司 2020 年实现收入/归母净利/扣非归母净利 19.62/4.45/1.9 亿元、同比变动-24.9%/24.8%/-37.1%，收入端剔除剥离百秋影响增速为-16%，收入好于预期、净利符合预期；归母净利高于扣非归母净利主要由于转让百秋网络股权产生投资收益 2.97 亿、以及政府补助 0.14 亿元（-52%）。2020Q4 收入/归母净利/扣非归母净利同比增长-15%/27%/67%，收入端剔除剥离百秋影响增速为 2%。

21Q1 收入/归母净利/扣非归母净利为 5.36/0.94/0.9 亿元，同比增长 30.61%/-62%/1232%、较 19Q1 同比增长-14%/6%/8%，收入符合预期、净利略好于预期，收入端剔除剥离百秋影响同比增速为 42%、较 19Q1 增速为-6.6%。

每股派发现金红利 0.39 元，分红比例为 29%。

分析判断:

收入拆分：(1) 分品牌来看，主品牌稳健、EH 去库存、IRO 海外调整。2020 年主品牌/Laurel/Ed Hardy 及 Ed HardyX/IRO/ self-portrait 收入为 9.39/1.46/2.15/5.43/0.33 亿元，同比增速为-10.41%/24.9%/-42.07%/-19.5%/NA，2021Q1 主品牌/Laurel/Ed Hardy 及 Ed HardyX/IRO/ self-portrait 收入为 2.57/0.46/0.69/1.27/0.31 亿元，同比增速为 51.40%/125.53%/23.28%/12431%，相比 2019Q1 同比增长 1.6%/92%/-44.4%/-20.1%/NA。EH 仍处于产品风格激进变化后的去库存调整；主品牌/Laurel/Ed Hardy 及 Ed HardyX/IRO/ self-portrait 门店数量达 289/51/137/67/6 家（-17/-1/-32/+9/+6），净开店增速为-5.5%/-1.9%/-18.9%/15.3%/NA；21Q1 主品牌/Laurel/Ed Hardy 及 Ed HardyX/IRO/ self-portrait 门店数量达 287/53/131/67/7 家（-2/+2/-6/0/+1），净开店增速为-0.7%/3.9%/-4.3%/0%/16.7%。(2) 分渠道来看，线上/线下收入分别同比增长 117.66%/-22.36%至 2.49/16.45 亿，其中线下直营/加盟营收分别同比减少 13.6%/36.97%至 11.46/4.99 亿，直营/加盟门店数分别+1/-36 家，同比净开店增速为 0%/-13%，由此推断直营/加盟单店出货分别下降 14%/27%。21Q1 线上/线下营收分别+75%/39.5%至 0.42/4.88 亿、同比 2019Q1+100%/-10%，其中线下直营/加盟营收分别+35.1%/50.54%至 3.35/1.52 亿、同比 2019Q1+9.8%/-36%，直营/加盟门店数分别+4/-9 家，同比净开店增速为-1%/-15%，由此推断直营/加盟单店出货分别增长 37%/77%，同比 19Q1 净开店增速为 14%/-27%，由此推断直营/加盟单店出货分别下降 4%/12%。

2020 年毛利率同比上升 0.36pct 至 66.23%，其中主品牌/Laurel/Ed Hardy 及 Ed HardyX/IRO/self-portrait 毛利率为 71.88%/71.17%/62.39%/60.63%/82.86%，分别同比上升 1.73/-7.31/-5.45/-2.19/NApct。期间费用率同比上升 3.48pct 至 50.26%，主要由于销售/管理/研发/财务费用率分别同比上升 6.01/-1.59/-0.51/-0.93pct 至 37.66%/12.77%/3.00%/-0.17%，其中从销售费用细分项来看，薪酬/租赁水电费/商场费用/广告宣传费/地区托管费收入占比分别提高 2/1/1/1/1PCT，从管理费用细分项来看，租赁水电费/其他费用的收入占比分别下降 0.8/0.8PCT。所得税率下降 1.8PCT，我们分析主要来自子公司税率影响、研发加计扣除、非应税收入影响、前期递延所得税资产抵扣等影响。

2020 年年末存货为 5.32 亿元，较年初下降 10.57%、环比 Q3 上升 5.5%，存货/收入为 27%、同比上升 4PCT，且存货周转天数为 284 天、同比增加 58 天，存货跌价准备/存货账面余额为 73.8%，计提充分；2021Q1 末存货为 5.01 亿元，环比 20 年末下降 5.9%。2020 年末应收账款为 2.98 亿元，同比下降 22.8%，应收账款/收入为 15%，同比基本持平；2021Q1 末应收账款为 2.69 亿元，同比上升 59%。

投资建议

21Q1 收入较 19Q1 下滑 7% 主要受海外影响，国内品牌已恢复正增长，改善趋势初步显现。展望未来：21 年以来主品牌、Laurel 改善显著，Self Potrait 有望加快开店，且线上有望延续高增长。调整 21/22 年 EPS 从 1.04/1.17 至 1.09/1.27 元、新增 23 年 EPS1.46 元，目前股价对应 21PE 为 13X，维持“增持”评级。

风险提示

疫情发展的不确定性；开店不及预期；新品牌发展不及预期；去库存不及预期；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,613	1,962	2,355	2,661	2,980
YoY (%)	7.2%	-24.9%	20.0%	13.0%	12.0%
归母净利润(百万元)	357	445	362	422	486
YoY (%)	-2.3%	24.8%	-18.6%	16.6%	14.9%
毛利率 (%)	65.9%	66.2%	69.2%	69.2%	69.7%
每股收益 (元)	1.07	1.34	1.09	1.27	1.46
ROE	19.1%	20.1%	14.8%	15.2%	15.3%
市盈率	13.41	10.75	13.20	11.32	9.85

资料来源：Wind 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：

分析师：何富丽

邮箱：hefl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080002

联系电话：

研究助理：朱宇昊

邮箱：zhuyh@hx168.com.cn

SAC NO:

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,962	2,355	2,661	2,980	净利润	440	364	425	488
YoY (%)	-24.9%	20.0%	13.0%	12.0%	折旧和摊销	98	61	66	66
营业成本	663	724	819	902	营运资金变动	-75	-258	-86	-79
营业税金及附加	14	24	27	30	经营活动现金流	215	246	452	531
销售费用	739	824	945	1,058	资本开支	-67	-73	-74	-73
管理费用	192	200	226	253	投资	306	0	0	0
财务费用	-3	-6	-12	-18	投资活动现金流	212	-50	-48	-43
资产减值损失	-104	-94	-67	-81	股权募资	0	0	0	0
投资收益	328	24	27	30	债务募资	103	-96	0	0
营业利润	528	459	536	615	筹资活动现金流	-250	-236	-88	-99
营业外收支	-5	0	0	1	现金净流量	177	-40	317	389
利润总额	523	459	536	615					
所得税	83	95	111	127	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	440	364	425	488	成长能力				
归属于母公司净利润	445	362	422	486	营业收入增长率	-24.9%	20.0%	13.0%	12.0%
YoY (%)	24.8%	-18.6%	16.6%	14.9%	净利润增长率	24.8%	-18.6%	16.6%	14.9%
每股收益	1.34	1.09	1.27	1.46	盈利能力				
					毛利率	66.2%	69.2%	69.2%	69.7%
					净利率	22.4%	15.5%	16.0%	16.4%
					总资产收益率 ROA	12.4%	9.7%	10.2%	10.6%
					净资产收益率 ROE	20.1%	14.8%	15.2%	15.3%
					偿债能力				
					流动比率	2.32	2.82	3.11	3.39
					速动比率	1.62	1.92	2.23	2.56
					现金比率	0.95	1.01	1.33	1.68
					资产负债率	37.0%	33.3%	31.5%	29.9%
					经营效率				
					总资产周转率	0.55	0.63	0.64	0.65
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.34	1.09	1.27	1.46
					每股净资产	6.64	7.34	8.36	9.55
					每股经营现金流	0.65	0.74	1.36	1.60
					每股股利	0.00	0.39	0.25	0.28
					估值分析				
					PE	10.75	13.20	11.32	9.85
					PB	1.99	1.96	1.72	1.51

资产负债表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	758	718	1,035	1,424
预付款项	25	26	29	32
存货	532	615	650	667
其他流动资产	537	655	699	748
流动资产合计	1,853	2,014	2,413	2,872
长期股权投资	372	372	372	372
固定资产	170	181	188	195
无形资产	602	577	578	578
非流动资产合计	1,724	1,710	1,717	1,725
资产合计	3,577	3,724	4,131	4,596
短期借款	96	0	0	13
应付账款及票据	153	159	179	198
其他流动负债	551	555	598	636
流动负债合计	800	714	777	848
长期借款	287	287	287	287
其他长期负债	238	238	238	238
非流动负债合计	525	525	525	525
负债合计	1,325	1,239	1,302	1,373
股本	333	333	333	333
少数股东权益	42	44	47	49
股东权益合计	2,251	2,485	2,828	3,224
负债和股东权益合计	3,577	3,724	4,131	4,596

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。

何富丽：对外经济贸易大学管理学硕士、学士，CPA，2年研究经验，曾任职国盛证券研究所，覆盖休闲服务行业，2020年3月加入华西证券研究所，并拓展覆盖至纺服教育行业。

朱宇昊：中南财经政法大学经济学硕士、学士，2020年7月加入华西证券纺服&教育团队。

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。