

公司研究

20 年疫情致销售承压、21 年收入已现恢复

——歌力思（603808.SH）2020 年年报及 2021 年一季报点评

买入（维持）

当前价：14.38 元

作者

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.33
总市值(亿元):	47.82
一年最低/最高(元):	10.05/19.25
近3月换手率:	71.26%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.34	15.75	3.06
绝对	1.77	5.43	33.22

资料来源：Wind

相关研报

疫情短期制约销售，线上高增、出让百秋控股权贡献利润增长——歌力思（603808.SH）2020 年中报点评（2020-08-31）

短期疫情影响销售，出让百秋收益对 20 年业绩贡献较大——歌力思（603808.SH）2019 年年报及 2020 年一季报点评（2020-05-01）

要点

20 年营业收入同比减少 25%、归母净利润因出售资产同比增长 25%

公司 2020 年实现营业收入 19.62 亿元、同比减少 24.90%，归母净利润 4.45 亿元、同比增加 24.80%。扣非净利润 1.90 亿元、同比减少 37.10%；归母净利润相比扣非净利润增加主要为 20 年公司出售百秋网络股权、获得一次性收益税前 2.98 亿元；扣非净利润降幅超过收入主要为疫情背景下费用刚性、费用率提升。EPS1.34 元，拟每股派息 0.39 元（含税）。

20Q1~21Q1 公司单季度收入分别同比-34.11%、-37.23%、-13.99%、-15.37%、+30.61%，21Q1 较 19Q1 下降 13.95%（扣除百秋网络影响后、可比口径下主营业务收入下降 7%左右）；归母净利润分别同比+173.26%、-81.60%、-6.60%、+27.19%、-61.60%，其中 20Q1 出售百秋网络获得大额投资收益促当期利润明显增加、带来季度利润波动。

20 年疫情下各品牌增长承压，21Q1 国内业务明显恢复

20 年疫情背景下，各品牌销售受到一定负面影响，21Q1 部分品牌已现恢复。

1) 分品牌来看，20 年主品牌歌力思、Laurel、Ed Hardy、IRO、self-portrait（20 年新增）收入分别为 9.39 亿元、1.46 亿元、2.15 亿元、5.43 亿元、3292 万元，分别同比-10.41%、+24.90%、-42.07%、-19.50%，其中主品牌歌力思 20Q4 收入增长转正、直营自 20 年 7 月开始增长率率先转正；Laurel 品牌 20Q2 增速持平，下半年增速回升、20Q3/Q4 收入分别增 62.78%/44.80%，EH、IRO 品牌收入增长仍存一定压力、主要为国外疫情影响境外销售，其中 IRO 国内 20 年收入增长 13.6%。

21Q1 主品牌歌力思、Laurel、Ed Hardy、IRO、self-portrait 收入分别同比增 51.40%、125.53%、23.28%、5.24%、12431.53%，其中主品牌歌力思和 Laurel 收入已经超过 19 年同期水平，另外 IRO 国内亦实现了 78% 的增长，SP 品牌 20 年一季度销售已经与 20 年全年相当，国内业务合计同比 19Q1 增长约 7%。

2) 分渠道来看，20 年直营、加盟收入分别为 13.95 亿元、4.99 亿元，分别同比-3.22%、-36.97%，加盟收入压力相对较大。21Q1 直营、加盟收入分别同比增长 38.59%、50.54%，分别较 19 年同期+15.49%、-36.64%。

3) 分线上线下来看，20 年线上、线下收入分别为 2.49 亿元、16.45 亿元，分别同比+117.66%、-22.36%，线上收入占比 13.15%、较 19 年的 5.12%明显提升。21Q1 线上、线下收入分别同比增 73.43%、39.66%，其中线下较 19Q1 减少 10.56%、尚未恢复至 19 年同期水平。

4) 门店方面，2020 年末公司总门店 550 家、较 20 年初的 585 家净减少 5.98%。主品牌歌力思、Laurel、EH、IRO（全球）、SP 分别为 289 家（净减 5.56%）、51 家（-1.92%）、137 家（-18.93%）、73 家（+25.86%）、6 家。

21 年 3 月末公司总门店较 20 年末净减少 5 家至 545 家、主要为 EH 净关店较多，主品牌歌力思、Laurel、EH、IRO、SP 分别为 287 家、53 家、131 家、74 家、7 家。

毛利率 20 年持平、21 年回升，费用率 20 年刚性、21 年明显下降

毛利率：20 年毛利率总体持平、21 年毛利率提升明显。20 年毛利率同比提升 0.36PCT 至 66.23%。分品牌来看，主品牌歌力思、Laurel、EH、IRO 毛利率分别同比+1.73、-7.31、-5.45、-2.19PCT 至 71.88%、71.17%、62.39%、60.63%，20 年新增品牌 SP 毛利率为 82.86%；分渠道，直营店、加盟店毛利率分别为 70.21%（同比-0.59PCT）、58.50%（-4.19PCT）；分线上线，线上、线下毛利率分别为 66.78%（+17.16PCT）、67.18%（-1.74PCT）。

21Q1 公司毛利率为 69.42%、同比提升 2.91PCT。分品牌来看，主品牌歌力思、Laurel、EH、IRO、SP 毛利率分别同比-0.19、+0.60、+1.18、-0.09、-3.28PCT；分渠道，直营店、加盟店毛利率分别同比+4.06、+0.46PCT；分线上线，线上、线下毛利率分别同比+2.55、+9.20PCT，线下毛利率提升幅度较大与直营店表现突出有关、直营店毛利率高于加盟店且 21Q1 收入明显增长、占比提升。

费用率：20 年期间费用率同比提升 3.48PCT 至 50.26%。其中，销售、管理、研发、财务费用率分别为 37.66%（+6.01PCT）、9.76%（-1.09PCT）、3%（-0.51PCT）、-0.17%（-0.94PCT）。

21Q1 期间费用率同比下降 14.89PCT 至 45.86%，其中，销售、管理、研发、财务费用率分别同比-9.09、-1.62、-1.70、-2.48PCT。

其他财务指标：1) 20 年末存货较 20 年初减少 8.16%，21 年 3 月末较年初减少 15.72%。20 年、21Q1 存货周转天数分别为 306 天、284 天，相比 19 年的 366 天有所改善。

2) 20 年末应收账款较 20 年初减少 1.56%，21 年 3 月末较年初减少 30.35%。20 年、21Q1 应收账款周转天数分别为 63 天、48 天，较 19 年的 52 天先增加后下降。

3) 20 年投资净收益 3.28 亿元，主要为 20Q1 出售百秋网络股权获得大额投资收益（税前 2.98 亿元）、增厚利润，21Q1 该贡献因素消除。

4) 20 年资产减值损失同比增 129.49%至 1.04 亿元，21Q1 同比减少 62.02%至 1104 万元。

5) 20 年经营净现金流同比下降 51.03%至 2.15 亿元，21Q1 同比增 128.82%至 9956 万元。

期待 21 年国内外需求复苏、多品牌增长发力

20 年国内外疫情影响下公司国内外业务均受到不利影响，但 21 年一季度主要品牌和国内业务已现明显恢复，随着国外疫情缓解、国外业务亦将迎来趋势向上的表现。21 年需求恢复背景下，公司主品牌歌力思预计稳健增长，Laurel、SP 品牌加大拓展力度、成长性高，EH、IRO 品牌期待国外业务好转，多品牌发力贡献业绩增长。同时公司将把握疫情后机遇、加大品牌投放和建设、巩固提升长期竞争力、短期可能带来相应投入增加。

考虑到 21 年短期投入增加、但长期有利于公司经营发展，我们下调 21 年、上调 22 年、新增 23 年 EPS 为 1.09/1.40/1.67 元（较前次盈利预测分别减少 3%、增加 3%），21 年 PE13 倍，继续看好公司定位高端的多品牌时装集团战略持续推进，维持“买入”评级。

风险提示：国内外疫情影响超预期致终端消费疲软；小品牌拓展不及预期；费用等投入超出预期；汇率波动影响部分并购品牌境外业务业绩。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,613	1,962	2,609	3,000	3,439
营业收入增长率	7.24%	-24.90%	32.98%	14.97%	14.63%
净利润 (百万元)	357	445	362	465	555
净利润增长率	-2.31%	24.80%	-18.73%	28.70%	19.20%
EPS (元)	1.07	1.34	1.09	1.40	1.67
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.06%	20.14%	14.81%	16.42%	16.83%
P/E	13	11	13	10	9
P/B	2.6	2.2	2.0	1.7	1.5

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-04-15

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,613	1,962	2,609	3,000	3,439
营业成本	892	663	809	910	1,033
折旧和摊销	54	50	53	59	65
税金及附加	19	14	20	22	26
销售费用	827	739	998	1,110	1,255
管理费用	284	192	261	300	344
研发费用	92	59	83	96	110
财务费用	20	-3	2	6	5
投资收益	39	328	30	30	30
营业利润	491	528	447	560	668
利润总额	487	523	440	558	666
所得税	78	83	78	92	111
净利润	408	440	362	465	555
少数股东损益	52	-5	0	0	0
归属母公司净利润	357	445	362	465	555
EPS(按最新股本计)	1.07	1.34	1.09	1.40	1.67

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	440	215	389	471	554
净利润	357	445	362	465	555
折旧摊销	54	50	53	59	65
净营运资金增加	84	-128	159	126	151
其他	-54	-152	-184	-180	-217
投资活动产生现金流	41	212	-32	-57	-32
净资本支出	-92	-67	-62	-62	-62
长期投资变化	19	372	0	0	0
其他资产变化	114	-94	30	5	30
融资活动现金流	-577	-250	-228	-78	-98
股本变化	-4	0	0	0	0
债务净变化	600	-101	-96	0	0
无息负债变化	-102	-60	165	61	81
净现金流	-100	177	129	336	424

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	65.9%	66.2%	69.0%	69.7%	70.0%
EBITDA 率	26.4%	26.1%	22.0%	23.7%	24.4%
EBIT 率	22.0%	21.1%	20.0%	21.8%	22.5%
税前净利润率	18.6%	26.7%	16.8%	18.6%	19.4%
归母净利润率	13.6%	22.7%	13.9%	15.5%	16.1%
ROA	11.8%	12.3%	9.3%	10.7%	11.4%
ROE (摊薄)	19.1%	20.1%	14.8%	16.4%	16.8%
经营性 ROIC	18.7%	17.3%	19.7%	23.5%	26.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	43%	37%	36%	34%	32%
流动比率	2.40	2.32	2.47	2.76	3.08
速动比率	1.56	1.65	1.77	2.08	2.41
归母权益/有息债务	2.89	4.04	5.42	6.29	7.31
有形资产/有息债务	3.08	4.54	6.19	7.22	8.45

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	3,448	3,577	3,877	4,331	4,874
货币资金	540	758	887	1,223	1,647
交易性金融资产	39	72	72	72	72
应收帐款	386	298	396	442	506
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	72	87	71	82	93
存货	595	532	609	639	681
其他流动资产	68	106	110	113	118
流动资产合计	1,701	1,853	2,144	2,570	3,117
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	19	372	372	372	372
固定资产	189	170	193	208	217
在建工程	9	14	11	8	6
无形资产	702	602	592	582	573
商誉	547	295	295	295	295
其他非流动资产	281	270	270	295	295
非流动资产合计	1,747	1,724	1,733	1,761	1,758
总负债	1,486	1,325	1,394	1,455	1,536
短期借款	0	96	0	0	0
应付账款	198	153	186	200	227
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	126	0	130	150	172
其他流动负债	384	551	552	580	612
流动负债合计	707	800	869	930	1,011
长期借款	613	287	287	287	287
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	166	238	238	238	238
非流动负债合计	779	525	525	525	525
股东权益	1,962	2,251	2,483	2,876	3,338
股本	333	333	333	333	333
公积金	423	451	476	476	476
未分配利润	1,168	1,506	1,712	2,106	2,567
归属母公司权益	1,871	2,209	2,441	2,834	3,296
少数股东权益	90	42	42	42	42

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	31.65%	37.66%	38.25%	37.00%	36.50%
管理费用率	10.86%	9.76%	10.00%	10.00%	10.00%
财务费用率	0.76%	-0.17%	0.08%	0.19%	0.13%
研发费用率	3.51%	3.00%	3.20%	3.20%	3.20%
所得税率	16%	16%	18%	17%	17%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.25	0.39	0.22	0.28	0.33
每股经营现金流	1.32	0.65	1.17	1.42	1.67
每股净资产	5.63	6.64	7.34	8.52	9.91
每股销售收入	7.86	5.90	7.85	9.02	10.34

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	13	11	13	10	9
PB	2.6	2.2	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	8.9	10.0	7.9	6.0	4.8
股息率	1.7%	2.7%	1.5%	1.9%	2.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE