

603808.SH
买入

市场价格：人民币 15.0

板块评级：强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	15.9	7.8	10.2	36.9
相对上证指数	17.5	8.0	11.3	16.4

发行股数(百万)	333
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	4,988
3个月日均交易额(人民币 百万)	60
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
深圳市歌力思投资管理有限公司	60

 资料来源：公司公告，聚源，中银证券
 以2021年5月4日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

纺织服装:服装家纺

证券分析师：郝帅

 (8610)66229231
 shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521030002

歌力思

多品牌战略稳步推进

歌力思作为中国高级时装知名品牌，一直沿袭“时尚优雅”的设计风格，以打造国际一线女装品牌为目标，公司品牌有 ELLASSAY、Laurèl、Ed Hardy、IRO Paris 等，稳步推进并贯彻执行多品牌战略；公司积极布局电商渠道，市场竞争力预计能够提升。

支撑评级的要点

- **公司立足于本土高端女装，常年业绩稳健增长。**公司成立于1999年，在多年的发展中，主品牌歌力思在研发设计、品牌形象等方面不断深耕。公司在上市后推行多品牌战略，完成对五个新品牌的收购，品牌矩阵日趋完善。公司业绩稳健增长，2015年到2019年收入从8.35亿元增至26.13亿元，复合增速为33%。2020年受疫情影响收入为19.62亿元，但随着疫情恢复，长期来看，公司收入将继续保持增长趋势。
- **多品牌战略稳步推进。**针对不同细分客群，公司细分不同品牌，优势互补、补全渠道、品类丰富、拓展客户，多品牌战略的稳步推进推动公司长期稳健发展。主品牌 ELLASSAY 收入增长稳定，奠定业绩基础，前景良好；收购品牌不断贡献利润，未来有望形成接力梯队，例如新收购品牌 Self-Portrait 发展良好，有望成为新增长点。多层次的品牌使得公司业绩具有持续性，长期趋势向好。未来公司将通过多种方式持续引入新品牌，值得期待。
- **未来线下持续扩张，线上渠道不断革新。**线下方面，公司规划未来持续进行门店扩张。公司利用自身渠道资源，协助新品牌持续进行门店扩张。新收购品牌 self-portrait 预计拓展店面 10-15 家；主品牌歌力思预计未来恢复到净开店。线上方面，公司积极布局电商渠道销售，推动线上线下融合。公司战略向电商倾斜，搭建独立直播团队以全力支持社群营销。

估值

- 在当前股本下，预计2021至2023年每股收益分别为1.11元、1.30、1.44元；市盈率分别为14倍、12倍、10倍。

评级面临的主要风险

- 终端销售不及预期、市场竞争加剧，新增店数不及预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	2,613	1,962	2,290	2,595	2,870
变动(%)	7	(25)	17	13	11
净利润(人民币 百万)	357	445	369	432	479
全面摊薄每股收益(人民币)	1.072	1.338	1.109	1.299	1.441
变动(%)	(1.0)	24.8	(17.1)	17.1	10.9
全面摊薄市盈率(倍)	14.0	11.2	13.5	11.5	10.4
价格/每股现金流量(倍)	11.3	23.1	13.0	10.5	9.2
每股现金流量(人民币)	1.32	0.65	1.15	1.43	1.62
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.5	16.5	11.3	9.2	8.2
每股股息(人民币)	0.903	1.053	0.873	1.022	1.134
股息率(%)	6.0	7.0	5.8	6.8	7.6

资料来源：公司公告，中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	2,613	1,962	2,290	2,595	2,870
销售成本	(911)	(677)	(740)	(835)	(924)
经营费用	(1,030)	(1,005)	(1,135)	(1,261)	(1,402)
息税折旧前利润	672	280	414	498	543
折旧及摊销	(114)	(98)	(82)	(101)	(98)
经营利润 (息税前利润)	558	181	332	397	445
净利息收入/(费用)	(12)	18	(3)	(3)	(3)
其他收益/(损失)	65	339	36	36	36
税前利润	487	523	434	508	564
所得税	(78)	(83)	(69)	(81)	(89)
少数股东权益	52	(5)	(4)	(5)	(5)
净利润	357	445	369	432	479
核心净利润	356	444	368	432	479
每股收益 (人民币)	1.072	1.338	1.109	1.299	1.441
核心每股收益 (人民币)	1.070	1.336	1.108	1.298	1.440
每股股息 (人民币)	0.903	1.053	0.873	1.022	1.134
收入增长(%)	7	(25)	17	13	11
息税前利润增长(%)	4	(68)	83	20	12
息税折旧前利润增长(%)	7	(58)	48	20	9
每股收益增长(%)	(1)	25	(17)	17	11
核心每股收益增长(%)	(1)	25	(17)	17	11

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	487	523	434	508	564
折旧与摊销	114	98	82	101	98
净利息费用	20	(3)	3	3	3
运营资本变动	26	(70)	(7)	30	(53)
税金	(26)	(88)	(69)	(81)	(89)
其他经营现金流	(180)	(245)	(59)	(87)	17
经营活动产生的现金流	440	215	384	474	540
购买固定资产净值	(4)	(114)	34	(24)	(25)
投资减少/增加	118	227	39	39	39
其他投资现金流	(72)	99	(210)	(155)	(143)
投资活动产生的现金流	41	212	(138)	(141)	(129)
净增权益	(300)	(350)	(290)	(340)	(377)
净增债务	600	(101)	(164)	0	0
支付股息	300	350	290	340	377
其他融资现金流	(1,177)	(149)	(131)	(248)	(274)
融资活动产生的现金流	(577)	(250)	(295)	(248)	(274)
现金变动	(95)	177	(50)	86	136
期初现金	641	540	758	708	794
公司自由现金流	481	427	246	333	411
权益自由现金流	1,102	323	85	336	413

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	540	758	708	794	930
应收帐款	386	298	429	408	518
库存	595	532	533	637	646
其他流动资产	31	25	30	35	40
流动资产总计	1,701	1,853	1,941	2,191	2,542
固定资产	199	184	174	154	134
无形资产	702	602	646	642	636
其他长期资产	220	581	593	608	625
长期资产总计	1,121	1,368	1,414	1,404	1,396
总资产	3,448	3,577	3,722	3,961	4,302
应付帐款	198	153	158	182	202
短期债务	0	96	96	96	96
其他流动负债	510	551	450	456	533
流动负债总计	707	800	704	735	832
长期借款	613	287	287	288	289
其他长期负债	166	239	250	263	278
股本	333	333	333	333	333
储备	1,591	1,957	2,106	2,301	2,528
股东权益	1,871	2,209	2,439	2,633	2,861
少数股东权益	90	42	42	42	42
总负债及权益	3,448	3,577	3,722	3,961	4,302
每股帐面价值 (人民币)	5.63	6.64	7.33	7.92	8.60
每股有形资产 (人民币)	3.52	4.83	5.39	5.99	6.69
每股净负债/(现金)(人民币)	0.22	(1.13)	(0.98)	(1.24)	(1.64)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	25.7	14.3	18.1	19.2	18.9
息税前利润率(%)	21.4	9.2	14.5	15.3	15.5
税前利润率(%)	18.6	26.7	18.9	19.6	19.6
净利率(%)	13.6	22.7	16.1	16.7	16.7
流动性					
流动比率(倍)	2.4	2.3	2.8	3.0	3.1
利息覆盖率(倍)	152.7	25.6	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	3.7	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.6	1.7	2.0	2.1	2.3
估值					
市盈率(倍)	14.0	11.2	13.5	11.5	10.4
核心业务市盈率(倍)	14.0	11.2	13.5	11.6	10.4
市净率(倍)	2.7	2.3	2.0	1.9	1.7
价格/现金流(倍)	11.3	23.1	13.0	10.5	9.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.5	16.5	11.3	9.2	8.2
周转率					
存货周转天数	224.5	304.1	262.7	255.7	253.3
应收帐款周转天数	52.9	63.6	57.9	58.9	58.9
应付帐款周转天数	25.1	32.6	24.8	23.9	24.4
回报率					
股息支付率(%)	84.2	78.7	78.7	78.7	78.7
净资产收益率(%)	17.0	21.8	15.9	17.0	17.4
资产收益率(%)	13.2	4.3	7.7	8.7	9.1
已运用资本收益率(%)	3.4	4.3	3.4	3.6	3.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测