

线上因货品调整放缓，净利率恢复至疫情前

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:	18.91/12.19
目标价格:		总市值(亿)	57.87
最新收盘价:	15.68	自由流通市值(亿)	52.14
		自由流通股数(百万)	332.52

事件概述

2021H公司收入/归母净利/扣非归母净利 10.99/1.86/1.75 亿元、同比增长 35%/-29%/1735%、较 2019H 下降 13%/2%/1%，符合预期。收入端剔除百秋出表影响之后主营收入较 20H 增长 41%、较 19 年同期基本持平（略微下降 2%），其中 21Q1 下降 7%，21Q2 主营收入已较 19Q2 转正。21Q2 收入/归母净利/扣非归母净利为 5.64/0.93/0.85 亿元、同比增长 39.50%/399%/389%、较 2019H 下降 12%/8%/9%。

分析判断:

主品牌基本恢复疫情前水平，Laurel 和 IRO 国内快速增长，IRO 海外、ED HARDY 受疫情影响较大。剔除 IRO 海外及 ED HARDY 中国港澳地区影响，国内业务 21H1 收入较 19H1 增长 11%，其中 21Q2 收入增长加速、较 19Q2 增长 17%。2021H 主品牌/Laurel/Ed Hardy 及 Ed HardyX/IRO/self-portrait 收入分别为 4.70 /1.08 /1.46 /2.86 /0.74 亿元、同比增长 23%/114%/50%/ 27%/3708%、较 19H1 增长-2%/100%/-37%/-17%/NA，其中 IRO 尚未恢复疫情前水平主要受海外疫情影响，IRO 国内同比增长 68%。2021Q2 主品牌/Laurel/Ed Hardy 及 Ed HardyX/IRO/self-portrait 收入较 2019Q2 增长-5%/107%/-28%/-12%/NA。

从外延和内生看，主品牌店效恢复疫情前水平。2021H 主品牌/Laurel/Ed Hardy 及 Ed HardyX/IRO/self-portrait 门店数分别为 287/58/116/69/11 家（-2/+7/-21/+2/+5），外延增速为-4%/16%/-18%/13%/1000%，推算内生增速为 29%/85%/84%/12%/246%、较 19H 增速为 7%/28%/-1%-33%/NA。

线上收入同比有所下降、主要受货品调整影响，直营店效恢复疫情前水平。2021H 线上/线下收入分别同比增长-24%/57%至 1.10/9.75 亿、较 19H1 增长 98%/-8%，其中直营/分销收入分别同比增加 44.66%/31.46%至 8.18/2.68 亿元，同比净开店增速为 12%/-19%，由此推断直营店效/加盟单店出货分别增长 30%/62%、较 19H1 增长 0%/-11%。21Q2 线上/线下收入分别为 0.69/4.88 亿元、同比增加-44%/78%、较 2019Q2 增加 100%/-5%。

线下毛利率恢复疫情前水平，线上毛利率大幅下降。2021H1 毛利率为 68.43%、同比提高 1.80PCT、较 19H1 提高 1.40PCT。分品牌来看，毛利率提升主要来自主品牌贡献：21H1 主品牌/Laurel/Ed Hardy 及 Ed HardyX/IRO/self-portrait 毛利率分别为 72.85%/79.01%/ 56.51%/61.85%/84.08%、同比提升 1.78/1.83/-8.1/-1.27/1.06PCT、较 19H1 提高 2.61/-2.22/-13.16/-1.74/NA PCT。分渠道来看，线下毛利率恢复疫情前水平，线上毛利率大幅下降，主要由于百秋剥离：21H1 线下/线上毛利率分别为 71.14%/51.33%、同比提高 4.92/-20.89PCT、较 19H1 提高 1.35/5.65PCT；其中线下直营/分销毛利率分别为 72.66%/58.36%、同比提高 1.6/1.3PCT、较 19H1 提高 0.46/-4.81PCT。

上半年净利率恢复疫情前水平。2021H1 净利率为 18.52%、同比下降 12.7PCT、较 19H1 提高 0.65PCT，净利率同比下降主要受 Q1 百秋投资收益影响；21Q2 净利率为 18.50%、同比提高 15.54PCT、较 19Q2 下降 0.39PCT。从费用率看，2021H 销售/管理/研发/财务费用率分别为 38.40%/8.92%/2.27%/-0.18%、同比下降 2.14/2.14/1.17/1.41PCT、较 19H1 提高 8.15/-0.96/-1.36/-0.1PCT，销售费用率大幅提升主要由于广告宣传费、地区托管费、运输费大幅增长。2021H 投资收益/收入为 2%、同比下降 35PCT、较 19H1 提高 2PCT。资产减值损失/收入为 0%、同比下降 9PCT，主要由于存货减值损失减少。固定资产处置收益 1%、同比提高 1PCT。所得税率/收入为 3%、同比下降 4PCT、较 19H1 下降 2PCT，主要受前期递延所得税资产抵扣等影响。

存货压力有所增加。2021H 存货为 5.84 亿元、同比上升 10%，存货周转天数为 289 天、同比减少 77 天、同比 2019H 增加 62 天，2021H 存货跌价准备/账面余额为 44.49%、同比下降 3PCT、较

2019H 增加 2PCT。2021H 应收账款为 2.67 亿元、同比增加 48%、2019H 下降 23%，应收账款天数为 46 天、同比下降 16 天、较 2019H 同比下降 5 天。

投资建议

上半年收入下滑主要受海外及 ED HARDY 中国港澳地区疫情影响，国内品牌已恢复正增长，改善趋势进一步显现。(1) 主品牌、Laurel、IRO 国内延续环比改善趋势；(2) 线上处于货品调整阶段，后疫情时期有可能环比放缓；(3) EH 中国港澳店仍受疫情影响，国内加大营销力度、但效果体现尚需时日；(4) 下半年 VT 是否进一步计提减值仍存不确定性。维持 21/22/23 年 EPS 为 1.09/1.27/1.46 元，目前股价对应 21/22/23 年 PE 为 14/12/11X，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	14.65	11.70	14.39	12.35	10.74

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：

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	主要财务指标				
所得税	83	95	111	127	成长能力	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	440	364	425	488	营业收入增长率	-24.9%	20.0%	13.0%	12.0%
归属于母公司净利润	445	362	422	486	净利润增长率	24.8%	-18.6%	16.6%	14.9%
YoY (%)	24.8%	-18.6%	16.6%	14.9%	盈利能力				
每股收益	1.34	1.09	1.27	1.46	毛利率	66.2%	69.2%	69.2%	69.7%
资产负债表 (百万元)					净利率	22.4%	15.5%	16.0%	16.4%
货币资金	758	718	1,035	1,424	总资产收益率 ROA	12.4%	9.7%	10.2%	10.6%
预付款项	25	26	29	32	净资产收益率 ROE	20.1%	14.8%	15.2%	15.3%
存货	532	615	650	667	偿债能力				
其他流动资产	537	655	699	748	流动比率	2.32	2.82	3.11	3.39
流动资产合计	1,853	2,014	2,413	2,872	速动比率	1.62	1.92	2.23	2.56
长期股权投资	372	372	372	372	现金比率	0.95	1.01	1.33	1.68
固定资产	170	181	188	195	资产负债率	37.0%	33.3%	31.5%	29.9%
无形资产	602	577	578	578	经营效率				
非流动资产合计	1,724	1,710	1,717	1,725	总资产周转率	0.55	0.63	0.64	0.65
资产合计	3,577	3,724	4,131	4,596	每股指标 (元)				
短期借款	96	0	0	13	每股收益	1.34	1.09	1.27	1.46
应付账款及票据	153	159	179	198	每股净资产	6.64	7.34	8.36	9.55
其他流动负债	551	555	598	636	每股经营现金流	0.65	0.74	1.36	1.60
流动负债合计	800	714	777	848	每股股利	0.00	0.39	0.25	0.28
长期借款	287	287	287	287	估值分析				
其他长期负债	238	238	238	238	PE	11.70	14.39	12.35	10.74
非流动负债合计	525	525	525	525	PB	1.99	1.96	1.72	1.51
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。