

2021年08月28日

歌力思 (603808.SH)

公司快报

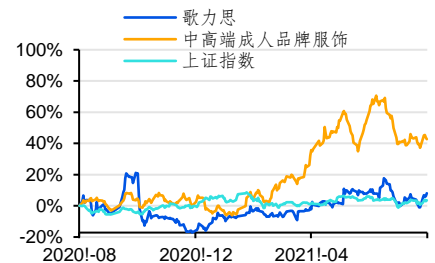
纺织服装 | 高端及奢侈品 III

 投资评级 **买入-B(维持)**
 股价(2021-08-27) 15.68 元

交易数据

总市值(百万元)	5,787.38
流通市值(百万元)	5,213.84
总股本(百万股)	369.09
流通股本(百万股)	332.52
12个月价格区间	12.19/18.91 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.71	8.42	2.81
绝对收益	5.87	6.02	7.94

分析师

 王冯
 SAC 执业证书编号: S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn
 021-20377089

报告联系人

 孙萌
 sunmeng@huajinsec.cn

相关报告

- 歌力思: 三季度业绩低于预期, 关注四季度业绩表现 2019-10-29
- 歌力思: 拟收购 AdonWorld 取得 IRO 全球控制权, 多品牌战略更进一步 2019-10-15
- 歌力思: 营收净利增速环比显著提升, 多品牌稳健发展 2019-08-27
- 歌力思: 多品牌布局, 中高端女装集团乘风破浪 2019-07-12
- 歌力思: 业绩符合预期, 多品牌持续增长 2019-04-27

毛利率同比提升, 上半年扣非净利基本恢复 19 年同期水平

事件

公司发布 2021 年半年度报告, 21H1 实现营收 10.99 亿元/+35.02%; 实现归母净利润 1.86 亿元/-28.92%; 实现扣非净利 1.75 亿元/+1734.68%。

其中, 21Q2, 公司实现营收 5.64 亿元/+39.50%; 实现归母净利润 0.93 亿元/+398.82%; 实现扣非净利 0.85 亿元/+388.92%。

投资要点

- ◆ **21Q2 营收环比提速, 可比口径上半年扣非净利基本恢复至 19 年同期。**营收端, 21H1, 公司实现营收 10.99 亿元, 同比增长 35.02%; 单二季度看, 21Q2 营收同比增长 39.50%, 增速环比提升; 若剔除百秋出表影响, 21H1 公司营收较 19 年小幅下降 2%, 21Q2 营收较 19 年同期实现正增长。**净利端**, 21H1, 公司实现归母净利润 1.86 亿元, 同比下滑 28.92%, 净利润同比减少主要系 20Q1 出售百秋电商形成高基数 (20Q1 归母净利润 2.44 亿元/+173.26%), 扣非净利实现 1.75 亿元, 较 19 年同期基本持平; 单二季度看, 21Q2 归母净利润实现 0.93 亿元, 同比增长 398.82%, 较 19Q2 下滑 8.23%。
- ◆ **主品牌加大直营拓店, Ed Hardy 及 Ed Hardy X 分销店持续减少。**门店方面, 截至 21H1 末, 公司合计门店 541 家, 较年初净减少 9 家。其中 ELLASSAY、LAUREL、Ed Hardy 及 Ed Hardy X、IRO、self portrait 分别拥有门店 287 家、58 家、116 家、69 家、11 家。上半年主品牌门店总数基本平稳, 终端渠道结构不断优化, 直营和分销分别净增 8 家、净减 10 家; LAUREL 品牌净增 7 家门店, Ed Hardy 及 Ed Hardy X 净减 21 家门店 (分销店净减少 26 家), IRO 和 self portrait 分别净增 2 家、5 家直营店。
- ◆ **主品牌营收基本恢复至 19 年同期水平, 成长期品牌持续高速增长。**品牌看, 21H1, 1) **主品牌 ELLASSAY** 实现收入 4.70 亿元, 同比增长 23.45%, 基本恢复至 19 年同期水平, 收入占比 43.28%, 毛利率同比提升 1.78pct 至 72.85%; 2) **LAUREL 品牌** 实现收入 1.08 亿元, 同比增长 114%, 收入占比 9.98%, 毛利率同比提升 1.83pct 至 79.01%; 3) **Ed Hardy 及 Ed Hardy X 品牌** 实现收入 1.46 亿元, 收入占比 13.50%, 营收同比增长 50.28%, 其直营渠道增长 57.5%, 但受到港澳台地区疫情反复和分销渠道数量减少的影响, 收入规模和 19 年同期仍有差距, 毛利率同比下滑 8.1pct 至 56.51%; 4) **IRO Paris** 实现收入 2.86 亿元, 同比增长 26.53%, 收入占比 26.38%, 其中国内业务同比增长 68%, 海外业务仍受疫情反复影响, 但 Q2 降幅环比收窄 5pct, IRO 毛利率同比下滑 1.27pct 至 61.85%; 5) **self-portrait** 实现收入 7450 万元, 收入占比 6.86%, 毛利率同比提升 1.06pct 至 84.08%。
- ◆ **毛利率同比提升, 存货周转改善。**盈利能力方面, 21H1, 公司毛利率同比提升 1.80pct 至 68.43%; 费用端, 公司期间费用率合计下降 6.88pct 至 49.37%, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 38.38%、8.90%、2.31%、-0.22%, 同比-2.16pct、

-2.15pct、-1.07pct、-1.51pct；21H1 扣非净利率同比提升 14.69pct 至 15.92%，较 19 年同期提升 2.02pct。存货方面，截至 21H1 末，公司存货较年初增长 9.59% 至 5.84 亿元；存货周转天数较同比下降 77 天至 289 天。现金流方面，上半年公司经营现金净流入 1.27 亿元，系本期公司销售回升及首次执行新租赁准则，支付租赁付款额的现金拨入筹资活动现金流。

- ◆ **投资建议：**歌力思上半年营收和扣非净利基本恢复至 19 年同期水平，Q2 营收环比提速，整体毛利率同比提升。我们预测公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 0.99、1.15 和 1.32 元，净资产收益率分别为 14.8%、16.1%和 17.2%，目前公司 PE（2021E）约为 16 倍，维持“买入-B”建议。
- ◆ **风险提示：**1. 宏观经济存在不确定性，或带动消费增速放缓；2. 新品牌培育不及预期；3. 海外疫情反复影响终端销售。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,613	1,962	2,408	2,782	3,160
YoY (%)	7.2	-24.9	22.7	15.5	13.6
净利润(百万元)	357	445	366	426	488
YoY (%)	-2.3	24.8	-17.8	16.5	14.5
毛利率 (%)	65.9	66.2	67.6	67.6	68.0
EPS(摊薄/元)	0.97	1.21	0.99	1.15	1.32
ROE (%)	19.1	20.1	14.8	16.1	17.2
P/E(倍)	16.2	13.0	15.8	13.6	11.9
P/B(倍)	3.1	2.6	2.3	2.2	2.0
净利率 (%)	13.6	22.7	15.2	15.3	15.4

数据来源：Wind，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1701	1853	1988	2081	2287	营业收入	2613	1962	2408	2782	3160
现金	540	758	950	695	968	营业成本	892	663	780	900	1011
应收票据及应收账款	458	385	444	514	575	营业税金及附加	19	14	17	19	22
预付账款	31	25	18	32	24	营业费用	827	739	963	1107	1258
存货	595	532	420	680	556	管理费用	284	192	236	267	300
其他流动资产	37	80	84	89	93	研发费用	92	59	63	65	70
非流动资产	1747	1724	1697	1666	1649	财务费用	20	-3	0	-2	-2
长期投资	19	372	372	372	372	资产减值损失	-45	-104	-100	-100	-100
固定资产	189	170	159	141	120	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	702	602	611	619	625	投资净收益	39	328	10	10	10
其他非流动资产	125	138	150	150	150	营业利润	491	528	459	535	612
资产总计	3448	3577	3685	3747	3936	营业外收入	1	4	3	3	3
流动负债	707	800	1082	964	946	营业外支出	5	9	6	6	6
短期借款	0	96	0	235	0	利润总额	487	523	456	532	609
应付票据及应付账款	198	153	172	203	218	所得税	78	83	82	96	110
其他流动负债	243	288	450	450	450	税后利润	408	440	374	436	500
非流动负债	779	525	80	80	80	少数股东损益	52	-5	9	10	11
长期借款	613	287	0	0	0	归属母公司净利润	357	445	366	426	488
其他非流动负债	166	238	80	80	80	EBITDA	637	777	514	590	671
负债合计	1486	1325	1162	1044	1026						
少数股东权益	90	42	51	61	72	主要财务比率					
股本	333	333	369	369	369	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	305	310	310	310	310	成长能力					
留存收益	1286	1647	1793	1963	2159	营业收入(%)	7.2	-24.9	22.7	15.5	13.6
归属母公司股东权益	1871	2209	2472	2642	2838	营业利润(%)	-11.9	7.5	-13.0	16.4	14.5
负债和股东权益	3448	3577	3685	3747	3936	归属于母公司净利润(%)	-2.3	24.8	-17.8	16.5	14.5
						获利能力					
						毛利率(%)	65.9	66.2	67.6	67.6	68.0
						净利率(%)	13.6	22.7	15.2	15.3	15.4
						ROE(%)	19.1	20.1	14.8	16.1	17.2
						ROIC(%)	24.1	25.2	22.2	34.9	25.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	43.1	37.0	31.5	27.9	26.1
						流动比率	2.4	2.3	1.8	2.2	2.4
						速动比率	1.6	1.7	1.4	1.5	1.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.5	0.7	0.7	0.8
						应收账款周转率	5.7	4.7	5.8	5.8	5.8
						应付账款周转率	14.5	11.2	14.8	14.8	15.0
						估值比率					
						P/E	16.2	13.0	15.8	13.6	11.9
						P/B	3.1	2.6	2.3	2.2	2.0
						EV/EBITDA	7.6	5.0	8.9	8.6	6.8

资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn