

# 歌力思 (603808.SH)

## 业务全面恢复，品牌群布局清晰

**上半年收入/业绩恢复至 2019 年水平 (可比口径)。** 1) 收入端: 上半年公司收入 11.0 亿元, 同比 2020 年增 35%, 可比口径 (剔除百秋出表影响, 下同) 来看, 我们估算收入同比 2020 年增 40% 左右/同比 2019 年基本持平。2) 业绩端: 上半年公司 1.9 亿元, 我们估算可比口径来看, 同比 2020 年大幅增长 17 倍左右/同比 2019 年基本持平。3) 盈利质量端: 毛利率同比+1.8PCTs 至 68.4%, 销售/管理费用率分别-2.2/-2.1PCTs 至 38.4%/8.9%, 归母净利率为 17.0%。4) 单季度来看: 我们估算可比口径下, Q2 收入同比 2019 年已有正增长, 较 Q1 进一步恢复。

**主品牌复苏, 新品牌表现佳。** H1 收入分拆品牌来看: 1) 主品牌 **ELLASSAY** 复苏情况良好, 推出“头号玩家”系列产品, 优化门店形象带动销售, 上半年销售 4.7 亿元, 基本恢复到 2019 年水平, 同比 2020 年+23%。2) Laurèl 精准转化、提高复购, 营收潜力释放, 达到 1.1 亿元, 同比 2020 年翻倍增长。3) Ed Hardy 品牌销售 1.5 亿元, 同比 2020 年+50%, 同比 2019 年仍下滑 30%+, 仍在持续调整中。4) IRO Paris 销售 2.9 亿元, 同比 2020 年+27%, 其中国内收入高速增长 60%+。5) 时尚新品牌 self-portrait 落地后发展迅速, 借助小红书等新零售方式精准营销, 销售 0.7 亿元, 已达到去年全年销售收入的 2 倍。

**线下恢复良好, 直营表现靓丽。** 分销售模式来看, 直营表现优于加盟: 1) 直营渠道销售 8.2 亿元, 同比 2020 年+45%, 同比 2019 年+22%, 毛利率 73%。截至 H1 末直营门店合计 338 家 (较年初增加 26 家)。2) 加盟渠道疫情下受影响较大、当前持续恢复, 上半年销售 2.7 亿元, 同比 2020 年+31%, 同比 2019 年-40%。加盟门店合计 203 家 (较年初减少 35 家)。**分渠道业态来看, 线下持续恢复:** 1) 线下销售 9.8 亿元, 同比 2020 年+57%, 同比 2019 年-8%, 毛利率 71%。2) 线上加速布局新零售、拓宽多个平台渠道, 销售达 1.1 亿元, 同比 2020 年的高基数有 20%+ 下滑, 但同比 2019 年翻倍增长, 毛利率 51%。

**营运状况环比改善。** 1) 营运状况优化, 上半年末公司存货同比+14.5%至 5.8 亿元, 存货周转/应收账款周转天数同比减少 77 天/减少 16 天至 289/46 天。2) 经营性现金流有所改善, 上半年经营性现金流量净额 1.3 亿元, 较去年同期 0.6 亿元大幅增长。

**展望全年, 业务恢复。** 公司积极调整战略布局, 新品牌落地成长迅速, 全渠道打通。2) 渠道端, 战略全盘向电商倾斜, 打通线上线下。3) 营销端, 搭建直播运营平台、建设独立直播团队, 全力支持社群营销。4) 供应链端, 加速供应链数字智能转型, 严格把控订单以改善库存。展望全年, 我们估算业绩有望恢复至 2019 年水平。

**投资建议。** 公司是国内轻奢时尚龙头, 多品牌战略优化、渠道调整持续。我们预计公司 2021~2023 年归母净利润分别 3.6/4.1/4.6 亿元, 现价 14.51 元, 对应 2022 年 PE 为 13 倍, 维持“增持”评级。

**风险提示:** 新冠疫情影响超预期; 宏观经济不景气致使消费疲软; 加盟业务不及预期; 新品牌扩张开店进展不顺。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,613	1,962	2,487	2,809	3,127
增长率 yoy (%)	7.2	-24.9	26.8	12.9	11.3
归母净利润 (百万元)	357	445	357	406	463
增长率 yoy (%)	-2.3	24.8	-19.8	13.6	14.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.97	1.21	0.97	1.10	1.26
净资产收益率 (%)	20.8	19.6	15.9	15.8	15.7
P/E (倍)	15.0	12.0	15.0	13.2	11.6
P/B (倍)	2.9	2.4	2.2	2.0	1.8

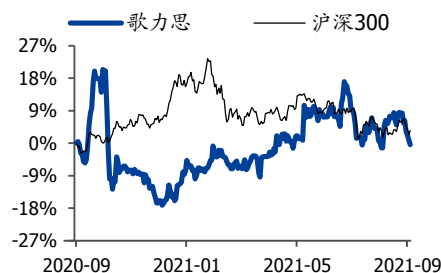
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 9 月 17 日收盘价

### 增持 (维持)

#### 股票信息

行业	服装家纺
前次评级	增持
9月17日收盘价(元)	14.51
总市值(百万元)	5,355.54
总股本(百万股)	369.09
其中自由流通股(%)	90.09
30日日均成交量(百万股)	2.62

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

##### 分析师 杨莹

执业证书编号: S0680520070003

邮箱: yangying1@gszq.com

##### 研究助理 侯子夜

邮箱: houziye@gszq.com

#### 相关研究

1、《歌力思 (603808.SH): 主品牌复苏, 电商业务及新品牌表现亮眼》2020-10-29

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1701	1853	2627	2372	3172
现金	540	758	859	970	1080
应收票据及应收账款	386	298	569	410	680
其他应收款	72	87	115	113	141
预付账款	31	25	46	35	55
存货	595	532	886	692	1065
其他流动资产	76	152	152	152	152
<b>非流动资产</b>	1747	1724	2177	2624	2990
长期投资	19	372	741	1113	1490
固定资产	189	170	206	211	211
无形资产	702	602	681	752	745
其他非流动资产	837	580	548	548	544
<b>资产总计</b>	3448	3577	4803	4996	6163
<b>流动负债</b>	707	800	1767	1690	2558
短期借款	0	96	815	992	1495
应付票据及应付账款	198	153	288	202	344
其他流动负债	510	551	664	496	719
<b>非流动负债</b>	779	525	478	428	364
长期借款	613	287	239	190	125
其他非流动负债	166	238	238	238	238
<b>负债合计</b>	1486	1325	2245	2119	2922
少数股东权益	90	42	86	130	170
股本	333	333	369	369	369
资本公积	305	310	310	310	310
留存收益	1286	1647	1917	2217	2572
归属母公司股东权益	1871	2209	2473	2747	3070
<b>负债和股东权益</b>	3448	3577	4803	4996	6163

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	440	215	160	637	261
净利润	408	440	400	450	504
折旧摊销	114	98	92	66	67
财务费用	20	-3	9	35	46
投资损失	-39	-328	-21	-24	-29
营运资金变动	-90	-80	-320	109	-326
其他经营现金流	27	88	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	41	212	-523	-490	-404
资本支出	92	67	83	75	-11
长期投资	19	0	-369	-372	-377
其他投资现金流	152	279	-809	-786	-792
<b>筹资活动现金流</b>	-577	-250	-254	-213	-251
短期借款	0	96	0	0	0
长期借款	565	-326	-48	-49	-65
普通股增加	-4	0	37	0	0
资本公积增加	-697	5	0	0	0
其他筹资现金流	-441	-25	-243	-164	-186
<b>现金净增加额</b>	-100	177	-617	-66	-394

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	2613	1962	2487	2809	3127
营业成本	892	663	833	927	1032
营业税金及附加	19	14	22	23	25
营业费用	827	739	831	927	1032
管理费用	284	192	249	281	313
研发费用	92	59	61	86	94
财务费用	20	-3	9	35	46
资产减值损失	-45	-104	0	0	0
其他收益	31	15	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	39	328	21	24	29
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	491	528	503	554	615
营业外收入	1	4	2	3	2
营业外支出	5	9	7	6	7
<b>利润总额</b>	487	523	499	550	611
所得税	78	83	99	100	107
<b>净利润</b>	408	440	400	450	504
少数股东损益	52	-5	43	44	41
<b>归属母公司净利润</b>	357	445	357	406	463
EBITDA	624	624	603	651	727
EPS (元)	0.97	1.21	0.97	1.10	1.26

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	7.2	-24.9	26.8	12.9	11.3
营业利润(%)	-11.9	7.5	-4.7	10.0	11.1
归属于母公司净利润(%)	-2.3	24.8	-19.8	13.6	14.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	65.9	66.2	66.5	67.0	67.0
净利率(%)	13.6	22.7	14.4	14.4	14.8
ROE(%)	20.8	19.6	15.9	15.8	15.7
ROIC(%)	16.9	16.0	11.5	12.1	11.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	43.1	37.0	46.7	42.4	47.4
净负债比率(%)	6.5	-9.2	10.2	9.8	18.9
流动比率	2.4	2.3	1.5	1.4	1.2
速动比率	1.5	1.5	0.9	0.9	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	6.9	5.7	5.7	5.7	5.7
应付账款周转率	5.0	3.8	3.8	3.8	3.8
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.97	1.21	0.97	1.10	1.26
每股经营现金流(最新摊薄)	1.19	0.58	0.43	1.73	0.71
每股净资产(最新摊薄)	5.07	5.99	6.60	7.34	8.22
<b>估值比率</b>					
P/E	15.0	12.0	15.0	13.2	11.6
P/B	2.9	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	8.9	8.2	9.3	8.7	8.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 9 月 17 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com