

2021年10月30日

# 主品牌受疫情发货影响，子品牌迎来改善

## 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:	17.53/12.19
目标价格:		总市值(亿)	52.74
最新收盘价:	14.29	自由流通市值(亿)	47.52
		自由流通股数(百万)	332.52

### 事件概述

21年前三季度，公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为16.73/2.44/2.26亿元，同比增长24.24%/28.65%/169.09%，剔除百秋影响、收入已恢复疫情前水平、较19年同期增长1%（21H下降2%）。2021Q3，公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为5.73/0.57/0.51亿元，同比增长7.75%/-27.76%/-31.27%，剔除百秋影响、21Q3收入较19Q3增长6%，符合预期。

### 分析判断:

SP、LAUREL高增，Ed Hardy降幅大幅收窄、IRO海外单季增速转正，疫情、水灾影响歌力思加盟发货导致降幅扩大。（1）21Q3歌力思实现收入2.2亿元、同比下降7%、较19Q3下降16%，主要由于疫情和洪水影响了几个大区的发货、我们估计直营渠道较19Q3仅微降；（2）LAUREL实现收入0.56亿元、同比增长33%、较19Q3增长116%，环比有所放缓；（3）Ed Hardy 21Q3实现收入0.76亿元、同比增长16%、较19Q3下降8%，降幅环比收窄明显（上半年下降37%），我们判断主要由于抖音渠道收入快速增长带动。（4）IRO海外实现收入1.66亿元、同比下降2%、较19Q3增长8%，环比缩窄（上半年收入较19H下滑17%），主要得益于海外疫情好转；（5）SP实现收入0.47亿元、同比增长432%，Q3 SP继续净开3家至14家店，此外SP线上表现优异，目前已经超过歌力思成为公司天猫最大的品牌。

线上保持较快增长，直营增长主要来自开店，加盟受关店影响下滑。21Q3线下直营/加盟/线上收入分别为3.43/1.52/0.71亿元、同比增长20%/-18%/24%、较19Q3增长18%/-30%/173%，我们分析主要由于疫情和洪水影响发货。21Q3直营/加盟分别净开23/-17家至361/186家，开店较上半年加速（上半年分别净开26/-35家），拆分外延内生来看，21Q3直营/加盟外延分别增长20%/-23%，推算内生增长分别为0%/7%。

毛利率持平、净利率下降4PCT。2021Q3公司毛利率/净利率分别为62.42%/11.24%，毛利率同比基本持平，净利率下降4PCT、主要由于费用率提升、其他收益减少以及资产减值损失增加。（1）从费用率看，21Q3销售/管理/研发/财务费用率分别为39.54%/6.45%/2.83%/-0.23%，同比提高2.14/3.51/0.48/0.18PCT，主要由于2020年疫情影响下店铺人员数量与运营费用均控制在较低水平，今年以来店铺人员与运营费用均有所恢复，并且加大了小红书、小程序等线上平台的获客投放与全域品牌营销投入。（2）其他收益/收入为0.51%、同比减少1.01PCT。（3）资产减值损失/收入为2.35%、同比增加1.59PCT，主要由于回收加盟商部分库存；信用减值损失/收入为0.32%、同比减少1.4PCT。（4）所得税/收入为2.83%、同比减少1.48PCT。

回收加盟商库存，存货环比提升。21Q3末存货为6.69亿元、同比增长32.72%、环比21Q2末增长15%，我们分析主要由于回收部分加盟商库存，存货周转天数为288天、同比减少27天、环比下降1天。应收账款为2.52亿、同比增长1%，应收账款周转天数为44天，同比减少19天。

### 投资建议

展望Q4，（1）主品牌主要受短期因素影响发货，Q4有望恢复；（2）Laurel、SP有望延续高增；（3）随着海外和中国港澳地区疫情进一步好转，IRO、EH有望延续改善趋势；（4）Q3调整退换货政策、回收部分加盟商库存，加盟商Q4有望轻装上阵、加速复苏；（5）Q4 VT是否进一步计提减值仍存不确定性。维持

21/22/23 年收入分别为 23.55/26.61/29.8 亿元、归母净利 3.62/4.22/4.86 亿元、对应 EPS 为 1.09/1.27/1.46 元，2021 年 10 月 29 日收盘价 14.29 元对应 21/22/23 年 PE 为 13/11/10X，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	13	11	13	11	10

资料来源：公司公告，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	<b>主要财务指标</b>				
所得税	83	95	111	127	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	
净利润	440	364	425	488	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	445	362	422	486	营业收入增长率	-24.9%	20.0%	13.0%	12.0%
YoY (%)	24.8%	-18.6%	16.6%	14.9%	净利润增长率	24.8%	-18.6%	16.6%	14.9%
每股收益	1.34	1.09	1.27	1.46	<b>盈利能力</b>				
<b>资产负债表 (百万元)</b>					毛利率	66.2%	69.2%	69.2%	69.7%
<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率率	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	<b>偿债能力</b>				
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	<b>经营效率</b>				
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	<b>每股指标 (元)</b>				
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	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	238	238	238	238	PE	11	13	11	10
非流动负债合计	525	525	525	525	PB	2	2	2	2
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，11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。

### 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。