

2021年10月31日

歌力思 (603808.SH)

公司快报

纺织服装 | 高端及奢侈品 III

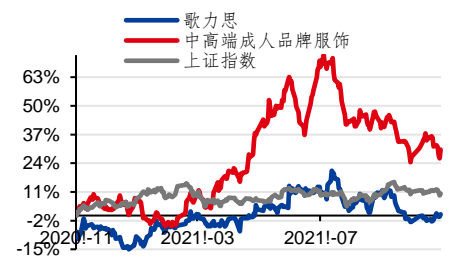
 投资评级 **买入-B(维持)**

股价(2021-10-29) 14.29元

交易数据

总市值(百万元)	5,274.34
流通市值(百万元)	4,751.65
总股本(百万股)	369.09
流通股本(百万股)	332.52
12个月价格区间	12.19/17.53元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.39	-8.06	-19.47
绝对收益	3.7	-3.64	-9.46

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: 毛利率同比提升, 上半年扣非净利基本恢复 19 年同期水平 2021-08-29

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

21Q3 收入端增长态势延续, 新品牌孵化收效良好

事件

公司披露 2021 年三季报。21 年前三季度, 公司实现营收 16.73 亿元/+24.24%, 归母净利 2.44 亿元/-28.65%, 扣非净利 2.26 亿元/+169.09%, 基本每股收益 0.72 元; 21Q3, 公司实现营收 5.73 亿元/+7.75%, 归母净利 0.57 亿元/-27.76%, 扣非净利 0.51 亿元/-31.27%。

投资要点

- ◆ 21Q3 收入端延续增长态势, 多重因素影响业绩端恢复: 营收端**, 21 年前三季度, 公司实现营收 16.73 亿元, 同比增长 24.24%, 21Q3 公司实现营收 5.73 亿元, 同比增长 7.75%; 若剔除百秋出表影响, 21 年前三季度、21Q3 较 19 年同期营收分别增长约 1%、6%, 较上半年营收下滑 2%相比, 受益于 IRO 海外业务的恢复, 公司三季度收入端继续回暖。**净利端**, 21 年前三季度, 公司实现归母净利 2.44 亿元, 同比下滑 28.65%, 下滑主要为 20Q1 百秋出表形成净利润高基数, 较 19 年同期相比, 前三季度净利润下降 11.27%。21Q3 公司实现归母净利 0.57 亿元, 同比下降 27.76%, 判断主要为: 1) 疫情和洪水影响三季度发货, 加盟渠道利润承压; 2) 20Q3 公司严控费用, 今年恢复营销和管理费用投放; 3) 公司为支持加盟商发展, 去年同期回收加盟渠道部分库存, 今年存货减值计提增长。
- ◆ 公司门店总数保持平稳, 主品牌歌力思直营渠道继续拓店: 门店方面**, 截至 21Q3 末, 公司合计门店 547 家, 较年初净减少 3 家。其中 ELLASSAY、LAUREL、Ed Hardy 及 Ed Hardy X、IRO、self portrait 分别拥有门店 284 家、62 家、112 家、75 家、14 家。2021 年第三季度, 主品牌歌力思门店总数基本平稳, 直营和分销分别净增 9 家、净减 12 家, LAUREL 品牌净增 4 家门店, Ed Hardy 及 Ed Hardy X 净减 4 家分销店, IRO 和 self portrait 分别净增 6 家、3 家直营店。
- ◆ 21Q3 主品牌受疫情与极端天气影响营收下滑, 新品牌 SP、LAUREL 孵化收效良好: 分品牌看**, 21 年前三季度, 1) 主品牌 ELLASSAY 实现收入 6.90 亿元/+11.68%, 较 19 年同期下降 6.87%, Q3 单季营收下滑系国内疫情及极端天气影响加盟渠道发货, 主品牌收入占比 41.25%, 毛利率同比提升 1.07pct 至 72.56%; 2) LAUREL 实现收入 1.64 亿元/+77.31%, 延续上半年的高增态势, 收入占比 9.80%, 毛利率同比提升 3.72pct 至 72.54%; 3) Ed Hardy 及 Ed Hardy X 实现收入 2.23 亿元/+36.66%, 抖音渠道推动 Q3 降幅环比收窄至高单位数, 目前恢复至 19 年同期的七成水平, 收入占比 13.31%, 毛利率同比下滑 13.06pct 至 50.80%; 4) IRO Paris 实现收入 4.52 亿元/+14.50%, 较 19 年同期下滑 8.79%, 下半年以来, IRO 海外业务开始恢复, Q3 营收已较 19 年同期实现正增长, 目前收入占比 27.05%, 毛利率同比增长 0.07pct 至 59.62%; 5) self-portrait 实现收入 1.22 亿元, 达到去年全年收入的 4 倍, 收入占比 7.28%, 目前已成为公司在天猫平台销售规模最大的品牌, 毛利率同比提升 2.04pct 至 84.26%。

◆ **盈利能力恢复至19年同期水平，存货周转水平继续改善。** 毛利率方面，21年前三季度，公司毛利率同比提升1.36pct至66.37%，较19年同期提升0.30pct；21Q3毛利率同比下滑0.1pct至62.42%。费用率方面，公司期间费用率合计下降1.62pct至49.11%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为38.78%、8.06%、2.49%、-0.22%，同比-0.52pct、+0.22pct、-0.48pct、-0.84pct；21Q3公司期间费用率合计提升6.31pct至48.59%，公司全面加大小红书、朋友圈广告、线下快闪店等拉新流量投放，同时加大品牌营销投入，提升品牌势能。净利率方面，21年前三季度，公司扣非净利率同比提升7.27pct至13.51%，较19年同期提升0.83pct。

存货方面，截至21Q3末，公司存货较年初增长32.72%至6.69亿元，存货周转天数较同比改善27天至288天。现金流方面，21年前三季度，公司经营活动现金净流入同比增长8.1%至1.28亿元。

◆ **投资建议：**歌力思三季度营收延续上半年的回暖趋势，可比口径下，21Q3较19年同期已实现中个位数增长，尤其是新品牌孵化收效良好；但业绩端受国内疫情及极端天气影响、品牌营销宣传费用投放加大，以及存货减值计提影响，仍未完全恢复至19年同期水平。我们小幅下调盈利预测，预计公司2021-2023年每股收益分别为0.95、1.10和1.27元，净资产收益率分别为14.3%、15.4%和16.6%，目前公司PE（2022E）约为13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	2,387	2,769	3,178
YoY (%)	7.2	-24.9	21.6	16.0	14.8
净利润(百万元)	357	445	352	404	467
YoY (%)	-2.3	24.8	-20.9	14.9	15.6
毛利率 (%)	65.9	66.2	66.3	66.9	67.4
EPS(摊薄/元)	0.97	1.21	0.95	1.10	1.27
ROE (%)	19.1	20.1	14.3	15.4	16.6
P/E(倍)	14.8	11.9	15.0	13.0	11.3
P/B(倍)	2.8	2.4	2.1	2.0	1.9
净利率 (%)	13.6	22.7	14.7	14.6	14.7

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	2003	2068	2281	营业收入	2613	1962	2387	2769	3178
现金	540	758	939	692	912	营业成本	892	663	805	915	1037
应收票据及应收账款	458	385	437	517	578	营业税金及附加	19	14	17	19	22
预付账款	31	25	19	32	26	营业费用	827	739	955	1094	1239
存货	595	532	452	667	600	管理费用	284	192	222	263	311
其他流动资产	37	80	84	89	93	研发费用	92	59	64	69	79
非流动资产	1,747	1,724	1,697	1,666	1,649	财务费用	20	-3	1	-2	-2
长期投资	19	372	372	372	372	资产减值损失	-45	-104	-120	-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	453	520	601
资产总计	3448	3577	3700	3733	3930	营业外收入	1	4	3	3	3
流动负债	707	800	1103	965	964	营业外支出	5	9	6	6	6
短期借款	0	96	0	239	0	利润总额	487	523	450	517	598
应付票据及应付账款	198	153	183	199	233	所得税	78	83	90	103	120
其他流动负债	243	288	450	450	450	税后利润	408	440	360	414	478
非流动负债	779	525	80	80	80	少数股东损益	52	-5	8	10	11
长期借款	613	287	0	0	0	归属母公司净利润	357	445	352	404	467
其他非流动负债	166	238	80	80	80	EBITDA	637	777	508	576	660
负债合计	1486	1325	1183	1045	1044	主要财务比率					
少数股东权益	90	42	51	60	71	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	333	333	369	369	369	成长能力					
资本公积	305	310	310	310	310	营业收入(%)	7.2	-24.9	21.6	16.0	14.8
留存收益	1286	1647	1788	1949	2136	营业利润(%)	-11.9	7.5	-14.2	14.8	15.5
归属母公司股东权益	1871	2209	2467	2628	2815	归属于母公司净利润(%)	-2.3	24.8	-20.9	14.9	15.6
负债和股东权益	3448	3577	3700	3733	3930	获利能力					
						毛利率(%)	65.9	66.2	66.3	66.9	67.4
						净利率(%)	13.6	22.7	14.7	14.6	14.7
						ROE(%)	19.1	20.1	14.3	15.4	16.6
						ROIC(%)	24.1	25.2	21.4	33.1	24.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	43.1	37.0	32.0	28.0	26.6
						流动比率	2.4	2.3	1.8	2.1	2.4
						速动比率	1.6	1.7	1.4	1.5	1.7
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.5	0.6	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	14.2	14.5	14.7
						估值比率					
						P/E	14.8	11.9	15.0	13.0	11.3
						P/B	2.8	2.4	2.1	2.0	1.9
						EV/EBITDA	7.6	5.0	8.0	7.9	6.3

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