

歌力思 (603808.SH)

前三季度主营业务收入已恢复至 2019 年同期水平

核心观点:

- **公司公告 2021 年三季报。**公司 2021 年前三季度营业收入 16.73 亿元，同比增长 24.24%，归母净利润 2.44 亿元，同比下降 28.65%，扣非归母净利润 2.26 亿元，同比增长 169.09%。公司前三季度主营业务收入、归母净利润、扣非归母净利润较 2019 年分别增长 0.16%、-11.46%、-5.36%，公司主业已基本恢复至 2019 年同期水平。
- **主品牌稳步复苏，成长期品牌高增长。**分品牌看，2021 年前三季度公司主品牌 ELLASSAY 收入 6.90 亿元，同比增长 11.68%，Laurel 收入 1.64 亿元，同比增长 77.31%，Ed Hardy 收入 2.23 亿元，同比增长 36.66%，IRO 收入 4.52 亿元，同比增长 14.50%，self-portrait 收入 1.22 亿元，同比增长 1023.19%。
- **毛利率提升，期间费用率下降，营运指标逐步恢复正常。**公司 2021 年前三季度毛利率 66.37%，较上年同期增加 1.36 个百分点。期间费用率 49.11%，较上年同期下降 1.62 个百分点。公司 2021 年前三季度存货周转天数和应收账款周转天数分别为 288 天和 44 天，上年同期为 315 天和 64 天。公司经营性现金流净额 1.28 亿元，同比增长 8.10%。
- **我们看好公司未来的增长动能不断释放。**首先，从全球看，多品牌集团是服饰行业最长青的发展方式之一，公司目前建立了涉及时尚、潮牌、轻奢、网红等多领域的高端品牌矩阵。其次，公司主品牌向 Z 世代客群拓展，有望进一步打开发展空间。最后，公司单店运营能力强、渠道资源丰富、逐步搭建数字化系统、且建立了快速裂变的营销体系。
- **盈利预测和投资评级：**预计公司 2021-2023 年 EPS 为 0.94 元/股、1.13 元/股、1.39 元/股。参考公司过去五年平均 PE 区间，给予 2022 年 16 倍 PE，合理价值 18.10 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**商誉减值风险；终端零售低迷风险；多品牌管理风险。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,613	1,962	2,348	2,743	3,212
增长率 (%)	7.2	-24.9	19.7	16.8	17.1
EBITDA (百万元)	613	394	508	590	691
归母净利润 (百万元)	357	445	346	419	512
增长率 (%)	-2.3	24.8	-22.3	21.1	22.4
EPS (元/股)	1.07	1.34	0.94	1.13	1.39
市盈率 (P/E)	13.87	9.86	15.24	12.59	10.29
ROE (%)	19.1	20.1	11.5	12.6	13.7
EV/EBITDA	8.24	10.60	8.51	6.89	5.40

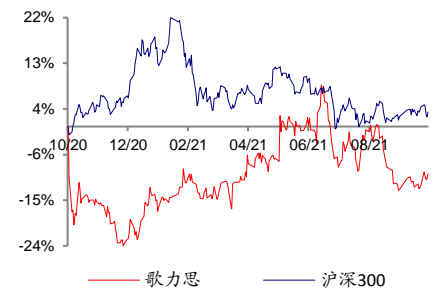
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	14.29 元
合理价值	18.10 元
前次评级	买入
报告日期	2021-10-31

相对市场表现



分析师:

糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

相关研究:

- 歌力思 (603808.SH): 主品牌 2021-10-26
向 Z 世代客群拓展，参股公司估值大幅提升
- 歌力思 (603808.SH): 主品牌 2021-08-29
复苏势头良好，成长期品牌高增长
- 歌力思 (603808.SH): 业绩稳步复苏，高级时装品牌集团中长期向好 2021-04-30

一、前三季度主营业务收入已恢复至 2019 年同期水平

公司公告2021年三季报，2021年前三季度营业收入16.73亿元，同比增长24.24%，归母净利润2.44亿元，同比下降28.65%，扣非归母净利润2.26亿元，同比增长169.09%。归母净利润增速波动主要由于上年处置百秋网络部分股权取得投资收益导致基数大幅提升。公司前三季度主营业务收入、归母净利润、扣非归母净利润较2019年分别增长0.16%、-11.46%、-5.36%，公司主业已基本恢复至2019年同期水平。

其中，第三季度单季营业收入5.73亿元，同比增长7.75%，归母净利润0.57亿元，同比下降27.76%，扣非归母净利润0.51亿元，同比下降31.27%。公司第三季度单季主营业务收入、归母净利润、扣非归母净利润较2019年分别增长0.16%、-32.52%、-18.73%。第三季度单季归母净利润和扣非归母净利润同比有所波动主要由于2020年同期在疫情影响下公司对于店铺人员数量与运营费用均控制在较低水平，今年店铺人员与运营费用均有所恢复，并且公司今年加大了全域拉新引流的投放，包括加大了品牌营销投入，同时2020年由于疫情影响加盟商承担较大库存压力，公司调整退换货政策帮助加盟商回收部分库存，此部分回收的库存导致今年第三季度计提存货跌价准备增加较多。

分品牌看，2021年前三季度公司主品牌ELLASSAY收入6.90亿元，同比增长11.68%，较2019年下降6.87%，第三季度单季收入2.20亿元，同比下降7.18%，较2019年下降16.44%；Laurel收入1.64亿元，同比增长77.31%，较2019年增长105.14%，第三季度单季收入0.56亿元，同比增长32.85%，较2019年增长116.25%；Ed Hardy收入2.23亿元，同比增长36.66%，较2019年下降29.20%，第三季度单季收入0.76亿元，同比增长16.39%，较2019年下降8.21%；IRO收入4.52亿元，同比增长14.50%，较2019年下降8.79%，第三季度单季收入1.66亿元，同比下降1.64%，较2019年增长8.47%；self-portrait收入1.22亿元，同比增长1023.19%，第三季度单季收入0.47亿元，同比增长431.67%。主品牌第三季度单季收入稍有波动主要受到国内区域疫情反复和自然灾害影响。渠道方面，主品牌门店数量284家，Laurel62家，Ed Hardy112家，IRO75家，self-portrait14家，分别较年初减少5家，增加11家，减少25家，增加8家，增加8家。

分渠道看，2021年前三季度公司直营(不包括线上)收入10.50亿元，同比增长48.89%，较2019年增长16.21%，第三季度单季收入3.43亿元，同比增长19.88%，较2019年增长17.83%；加盟收入4.19亿元，同比增长8.18%，较2019年下降36.74%，第三季度单季收入1.52亿元，同比下降17.60%，较2019年下降29.80%；电商收入1.81亿元，同比下降10.85%，较2019年增长121.96%，第三季度单季收入0.71亿元，同比增长23.59%，较2019年增长172.63%。公司2021年前三季度门店数量547家，其中直营361家，加盟186家，年初门店数量550家，其中直营312家，加盟238家。

毛利率和期间费用率方面，公司2021年前三季度毛利率66.37%，较上年同期增加1.36个百分点，第三季度单季毛利率62.42%，较上年同期基本持平(下降0.1个百分

点)。期间费用率为49.11%，较上年同期下降1.62个百分点，第三季度单季期间费用率48.60%，较上年同期增加6.32个百分点。

营运指标和现金流方面，公司2021年前三季度存货周转天数和应收账款周转天数分别为288天和44天，上年同期为315天和64天。公司经营性现金流净额1.28亿元，同比增长8.10%。

二、我们看好公司未来的增长动能不断释放

首先，在全球范围内整合品牌资源建立多品牌集团，是服饰行业最长青的发展方式之一，公司致力于成为有国际竞争力的高端时装品牌集团，目前建立了涉及时尚、潮牌、轻奢、网红等多领域的高端品牌矩阵，且各品牌收入占比较为均衡。其次，公司于10月24日在深圳时装周上发布了主品牌ELLASSAY的WEEKEND系列全新形象，主要针对Z世代女性，考虑到95后和00后正在占据越来越高的时尚消费份额，公司主品牌通过主动拥抱年轻客群，我们认为有助于进一步打开品牌未来的发展空间。最后，公司主品牌单店运营能力强可实现有效复制；渠道资源丰富，利于多品牌协同拓展；伴随高效的数字化系统的逐步搭建，有望不断赋能多品牌运营；目前建立的快速裂变的营销体系，一方面是全域多元化内容产出放大品牌声量，另一方面多种途径加强与客户沟通交流、加强转化留存。

三、盈利预测和投资评级

我们预计公司2021-2023年归母净利润为3.46亿元、4.19亿元、5.12亿元（同比增长-22.3%、21.1%，22.4%），对应EPS为0.94元/股、1.13元/股、1.39元/股。参考公司过去五年平均PE区间，给予2022年16倍PE，合理价值18.10元/股，维持“买入”评级。

图1：歌力思过去五年PE估值区间（股价：元/股）



数据来源：wind；广发证券发展研究中心

四、风险提示

商誉减值风险；终端零售低迷风险；多品牌管理风险。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,701	1,853	2,602	3,132	3,777
货币资金	540	758	1,240	1,493	1,832
应收及预付	417	323	438	511	598
存货	595	532	577	664	765
其他流动资产	148	239	347	463	582
非流动资产	1,747	1,724	1,639	1,553	1,467
长期股权投资	19	372	372	372	372
固定资产	189	170	179	185	187
在建工程	9	14	19	24	29
无形资产	702	602	503	407	314
其他长期资产	827	565	565	565	565
资产总计	3,448	3,577	4,241	4,685	5,245
流动负债	707	800	645	744	860
短期借款	0	96	0	0	0
应付及预收	324	153	199	229	264
其他流动负债	384	551	446	515	596
非流动负债	779	525	525	525	525
长期借款	613	287	287	287	287
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	166	238	238	238	238
负债合计	1,486	1,325	1,170	1,269	1,385
股本	333	333	369	369	369
资本公积	305	310	745	745	745
留存收益	1,286	1,647	1,893	2,212	2,624
归属母公司股东权益	1,871	2,209	3,007	3,326	3,738
少数股东权益	90	42	64	90	121
负债和股东权益	3,448	3,577	4,241	4,685	5,245

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	440	215	259	303	369
净利润	408	440	367	445	544
折旧摊销	114	98	95	95	96
营运资金变动	-78	-75	-213	-232	-251
其它	-4	-248	9	-5	-20
投资活动现金流	41	212	35	50	70
资本支出	-92	-67	-15	-15	-15
投资变动	19	306	0	0	0
其他	114	-28	50	65	85
筹资活动现金流	-577	-250	188	-100	-100
银行借款	594	-115	-96	0	0
股权融资	9	0	472	0	0
其他	-1,179	-135	-187	-100	-100
现金净增加额	-95	177	483	253	339
期初现金余额	639	539	758	1,240	1,493
期末现金余额	539	716	1,240	1,493	1,832

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	7.2%	-24.9%	19.7%	16.8%	17.1%
营业利润增长	-11.9%	7.5%	-16.4%	20.8%	22.2%
归母净利润增长	-2.3%	24.8%	-22.3%	21.1%	22.4%
获利能力					
毛利率	65.9%	66.2%	68.0%	68.5%	69.0%
净利率	15.6%	22.4%	15.6%	16.2%	16.9%
ROE	19.1%	20.1%	11.5%	12.6%	13.7%
ROIC	20.7%	12.6%	17.0%	19.5%	22.3%
偿债能力					
资产负债率	43.1%	37.0%	27.6%	27.1%	26.4%
净负债比率	18.8%	15.3%	6.8%	6.1%	5.5%
流动比率	2.40	2.32	4.03	4.21	4.39
速动比率	1.52	1.62	3.10	3.27	3.46
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.56	0.60	0.61	0.65
应收账款周转率	6.90	5.74	5.74	5.74	5.74
存货周转率	1.59	1.17	1.30	1.30	1.30
每股指标 (元)					
每股收益	1.07	1.34	0.94	1.13	1.39
每股经营现金流	1.32	0.65	0.70	0.82	1.00
每股净资产	5.63	6.64	8.15	9.01	10.13
估值比率					
P/E	13.87	9.86	15.24	12.59	10.29
P/B	2.64	1.99	1.75	1.59	1.41
EV/EBITDA	8.24	10.60	8.51	6.89	5.40

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,613	1,962	2,348	2,743	3,212
营业成本	892	663	752	865	997
营业税金及附加	19	14	17	20	24
销售费用	827	739	901	1,053	1,233
管理费用	284	192	211	247	289
研发费用	92	59	54	63	74
财务费用	20	-3	-15	-14	-17
资产减值损失	45	104	51	55	60
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	39	328	50	65	85
营业利润	491	528	442	533	652
营业外收支	-5	-5	-5	-5	-5
利润总额	487	523	437	529	647
所得税	78	83	69	84	103
净利润	408	440	367	445	544
少数股东损益	52	-5	21	26	32
归属母公司净利润	357	445	346	419	512
EBITDA	613	394	508	590	691
EPS (元)	1.07	1.34	0.94	1.13	1.39

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

李咏红：研究助理，上海交通大学会计硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。