

## 公司研究

## 三季度零售波动，期待多品牌向好

## ——歌力思（603808.SH）2021年三季度报点评

## 买入（维持）

当前价：14.28元

## 作者

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001

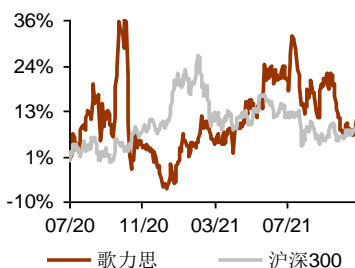
021-52523672

sunww@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	3.69
总市值(亿元):	52.71
一年最低/最高(元):	11.88/17.53
近3月换手率:	36.20%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.42	-2.35	2.26
绝对	0.99	-2.86	9.05

资料来源：Wind

## 相关研报

上半年扣非净利润恢复至19年同期，多品牌发展向好——歌力思（603808.SH）2021年中报点评（2021-08-30）

20年疫情致销售承压，21年收入已现恢复——歌力思（603808.SH）2020年年报及

2021年一季度报点评（2021-04-16）

## 要点

## 21Q3 收入同比增 8%，归母净利润下滑 28%

公司2021年前三季度实现营业收入16.73亿元、同比增长24.24%，较19年同期减少11.26%（扣除百秋网络出表影响后可比口径下营业收入较19年同期略有增长）；实现归母净利润2.44亿元、同比下降28.65%，较19年同期减少11.46%，扣非净利润2.26亿元、同比增长169.09%，较19年同期减少5.36%。EPS0.72元。其中20年一季度公司出售百秋网络股权获得大额投资收益（20H1投资收益3.04亿元）、致20年基数较高，21年前三季度利润呈同比下滑。

分季度来看，2021 Q1~Q3 公司营业收入分别同比+30.61%、+39.50%、+7.75%，较19Q1~Q3 分别-13.95%、-12.43%、-7.33%，归母净利润分别同比-61.60%、+399%、-27.76%，较19 Q1~Q3 分别+4.93%、-8.23%、-32.52%。

## Q3 主品牌加盟受到一定零售环境影响，小品牌成长快

1) 分品牌来看，主品牌歌力思、LAUREL、ED HARDY 及 ED HARDY X、IRO、Self-Portrait 前三季度收入占比分别为41%、10%、13%、27%、7%，收入分别同比+11.68%、+77.31%、+36.66%、+14.50%、+1023%，Q3 单季度收入分别同比-7%、+33%、+16%、-2%、+432%，其中主品牌歌力思收入下滑主要为 Q3 加盟业务受疫情和雨水影响发货所致，直营店销售略下降、表现相对平稳；EH 品牌前期调整，Q3 单季度收入较19年同期降幅缩窄至8%（21H1 较19年同期下降37%）；小品牌 LAUREL 前三季度较19年同期增长105%，SP 快速成长、21年前三季度收入1.22亿、是20年全年收入的近4倍。

2) 分渠道来看，直营店、加盟店收入占比分别为74%、25%，收入分别同比+35.53%、+8.18%。

3) 分线上线下来看，线上、线下销售收入占比分别为11%、89%，收入分别同比-10.85%、+34.45%。线上销售下降主要为去年疫情期间线下导购多通过线上方式完成销售所致。

线下渠道方面，21年9月末公司门店数合计为547家、较年初净减少3家、基本持平，且较6月末的541家门店数有所回升。其中，主品牌歌力思、LAUREL、EH、IRO、SP 品牌门店分别为284家、62家、112家、75家、14家，歌力思、EH 分别净关店5家、25家，LAUREL、IRO、SP 分别净开店11家、8家、8家。

## 毛利率提升、费用率下降，存货、应收账款、现金流向好

**毛利率：**前三季度毛利率同比提升1.36PCT至66.37%。分品牌来看，主品牌、LAUREL、EH、IRO、SP 毛利率分别为72.56%（同比+1.07PCT）、72.54%（+3.72PCT）、50.80%（-13.06PCT）、59.62%（+0.07PCT）、84.26%（+2.04PCT）；分渠道来看，直营店、加盟店毛利率分别为70.33%（+0.50PCT）、56.96%（+0.17PCT）。

**费用率：**前三季度期间费用率同比下降1.62PCT至49.11%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为38.78%（同比-0.52PCT）、8.06%（+0.22PCT）、2.49%（-0.48PCT）、-0.22%（-0.84PCT）。21Q1-Q3 单季度期间费用率分别同比-14.89%、+1.02%、+6.32PCT，Q3 费用率同比提升主要为营销和经营相关投入加大。

**其他财务指标:** 1) 存货 21 年 9 月末较年初增 25.71%至 6.69 亿元, 同比增 32.72%; 存货周转天数为 288 天、同比减少 27 天。

2) 应收账款 21 年 9 月末较年初减少 15.52%至 2.52 亿元, 同比增 0.85%; 应收账款周转天数为 44 天、同比减少 19 天。

3) 资产减值损失同比减少 75.80%至 1821 万元, 主要为去年同期疫情背景下公司进行了回收库存、相应计提了较多资产减值损失, 今年无此影响。

4) 经营活动净现金流前三季度同比增长 8.10%至 1.28 亿元。

#### 多品牌战略继续推进, 期待多点开花推动增长

三季度公司销售端收到终端零售环境干扰, 主品牌业务恢复受到阻碍, 但小品牌 LAUREL、SP 发展迅速、成长性强, EH 品牌和 IRO 海外业务触底改善, 未来公司多品牌集团战略将进一步显效, 主品牌继续推动产品和渠道年轻化, 多品牌协同共进、推动增长。我们维持公司 21~23 年 EPS0.96/1.16/1.40 元, 对应 21 年 PE15 倍, 估值较低、维持“买入”评级。

**风险提示:** 国内外疫情影响超预期, 致终端消费疲软; 小品牌拓展不及预期; 费用等投放超出预期; 汇率波动影响部分并购品牌境外业务业绩。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,613	1,962	2,475	2,909	3,367
营业收入增长率	7.24%	-24.90%	26.12%	17.54%	15.77%
净利润 (百万元)	357	445	353	429	517
净利润增长率	-2.31%	24.80%	-20.66%	21.56%	20.35%
EPS (元)	0.97	1.21	0.96	1.16	1.40
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.06%	20.14%	12.16%	13.16%	13.99%
P/E	15	12	15	12	10
P/B	2.5	2.1	1.8	1.6	1.4

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-11-01

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,613	1,962	2,475	2,909	3,367
营业成本	892	663	789	905	1,022
折旧和摊销	54	50	53	59	65
税金及附加	19	14	19	22	25
销售费用	827	739	923	1,085	1,256
管理费用	284	192	247	291	337
研发费用	92	59	79	93	108
财务费用	20	-3	-2	-2	-3
投资收益	39	328	30	30	30
营业利润	491	528	431	516	622
利润总额	487	523	429	514	620
所得税	78	83	76	85	104
净利润	408	440	353	429	517
少数股东损益	52	-5	0	0	0
归属母公司净利润	357	445	353	429	517
EPS(按最新股本计)	0.97	1.21	0.96	1.16	1.40

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	440	215	409	453	568
净利润	357	445	353	429	517
折旧摊销	54	50	53	59	65
净营运资金增加	84	-128	93	112	96
其他	-54	-152	-90	-148	-110
投资活动产生现金流	41	212	-32	-57	-32
净资本支出	-92	-67	-62	-62	-62
长期投资变化	19	372	0	0	0
其他资产变化	114	-94	30	5	30
融资活动现金流	-577	-250	247	-68	-83
股本变化	-4	0	37	0	0
债务净变化	600	-101	-96	0	0
无息负债变化	-102	-60	146	71	81
净现金流	-100	177	623	327	453

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	65.9%	66.2%	68.1%	68.9%	69.6%
EBITDA 率	26.4%	26.1%	22.3%	22.7%	23.3%
EBIT 率	22.0%	21.1%	20.2%	20.7%	21.4%
税前净利润率	18.6%	26.7%	17.3%	17.7%	18.4%
归母净利润率	13.6%	22.7%	14.3%	14.8%	15.3%
ROA	11.8%	12.3%	8.2%	9.0%	9.8%
ROE (摊薄)	19.1%	20.1%	12.2%	13.2%	14.0%
经营性 ROIC	18.7%	17.3%	19.4%	22.5%	25.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	43%	37%	32%	30%	29%
流动比率	2.40	2.32	3.05	3.25	3.50
速动比率	1.56	1.65	2.36	2.61	2.93
归母权益/有息债务	2.89	4.04	6.44	7.24	8.19
有形资产/有息债务	3.08	4.54	7.18	8.15	9.31

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	3,448	3,577	4,320	4,750	5,262
货币资金	540	758	1,381	1,708	2,162
交易性金融资产	39	72	72	72	72
应收账款	386	298	376	428	496
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	72	87	67	79	92
存货	595	532	583	588	566
其他流动资产	68	106	109	113	117
流动资产合计	1,701	1,853	2,587	2,988	3,504
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	19	372	372	372	372
固定资产	189	170	193	208	217
在建工程	9	14	11	8	6
无形资产	702	602	592	582	573
商誉	547	295	295	295	295
其他非流动资产	281	270	270	295	295
非流动资产合计	1,747	1,724	1,733	1,761	1,758
总负债	1,486	1,325	1,374	1,445	1,526
短期借款	0	96	0	0	0
应付账款	198	153	181	199	225
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	126	0	124	145	168
其他流动负债	384	551	544	575	608
流动负债合计	707	800	849	920	1,001
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
非流动负债合计	779	525	525	525	525
股东权益	1,962	2,251	2,946	3,304	3,735
股本	333	333	369	369	369
公积金	423	451	920	929	929
未分配利润	1,168	1,506	1,694	2,044	2,475
归属母公司权益	1,871	2,209	2,904	3,262	3,693
少数股东权益	90	42	42	42	42

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	31.65%	37.66%	37.30%	37.30%	37.30%
管理费用率	10.86%	9.76%	10.00%	10.00%	10.00%
财务费用率	0.76%	-0.17%	-0.08%	-0.08%	-0.10%
研发费用率	3.51%	3.00%	3.20%	3.20%	3.20%
所得税率	16%	16%	18%	17%	17%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.25	0.39	0.19	0.23	0.28
每股经营现金流	1.32	0.65	1.11	1.23	1.54
每股净资产	5.63	6.64	7.87	8.84	10.01
每股销售收入	7.86	5.90	6.70	7.88	9.12

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	15	12	15	12	10
PB	2.5	2.1	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.8	9.9	8.2	6.5	5.0
股息率	1.8%	2.7%	1.3%	1.6%	2.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE