

# 歌力思 (603808)

证券研究报告

2021年11月11日

## 发布股权激励加强长期绑定，差异化多品牌打造国际高端时装集团

拟向 6 位董监高授予 1300 万股股票期权，行权价格 15.12 元/股

公司发布 2021 年股票期权计划，拟向激励对象授予 1300 万股股票期权，约占公司总股本 3.52%，股票来源为公司定向增发，行权价为 15.12 元/股；激励对象包括公司董事、副总经理、财务负责人刘树祥先生，副总经理付刚先生与 4 名核心管理人员，每人获授 216.67 万份股票期权，占公司总股本 0.59%。

本次激励计划共涉及 2 个行权考核期：

**第一个行权期为 2022-2023 年**，考核目标为：**1) 2022 年净利润不低于 7.0 亿元 (含 7.0 亿元)；或 2) 2022 年至 2023 年累计净利润不低于 22.1 亿元 (含 22.1 亿元)。**

**第二个行权期为 2023-2025 年**，考核目标为：**1) 2023 年净利润不低于 8.2 亿元 (含 8.2 亿元)；或 2) 2023 年至 2025 年累计净利润不低于 30.3 亿元 (含 30.3 亿元)，未来五年净利 CAGR 接近 20%。**

此外，本次激励计划还设有**提前解锁条件**，若满足第二个行权期公司层面业绩考核目标，且公司当年年度净利润达到 12.0 亿元 (含 12.0 亿元)，则可在当年提前行权。

两个行权期行权比例分别为 50%。若公司业绩达到上述目标，则公司层面股票期权行权比例为 100%；若达到上述目标的 90% (含本数)，则行权比例为 50%；若未达到上述目标的 90%，所有激励对象当年计划行权的股票期权均不得行权。

**创新激励方式，加强长期绑定，体现长远战略视野**

本次激励方案不同于行业常规的三年制激励，更加立足中长期公司战略发展及核心人才绑定与激励，通过设置提前解锁条件，进一步激发管理层的主观能动性，提高经营效率与组织活力。

股权激励有利于进一步建立健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司董事、高级管理人员、核心管理人员的积极性和创造性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展。

**数字化赋能多品牌运营，重视营销打造内容矩阵**

2021 年，公司全面深化**数字化转型策略**，通过与腾讯智慧零售的战略合作，于上半年建立消费者数据平台，精准定位目标人群，利用数据优化经营决策，持续提升绩效。**品牌端**：各品牌积极破圈，ELLASSAY 等主品牌复苏势头良好，成长期品牌持续高速增长，其中 Laurèl 21Q1-3 实现营收 1.64 亿元同增 77.31%；**渠道端**：公司持续在线下拓店并进行门店调整，21Q1-3 公司新开 74 家门店，线上方面，自主构建直播运营平台与营销团队，在公域与私域实现全面突破；**营销端**：公司重视社交媒体打造内容矩阵，于 21Q3 加大在小红书、小程序等平台的获客投放，全面提高品牌声量。

**调整盈利预测，维持买入评级。**公司积极推进创新管理，数字化赋能多品牌运营，通过精细运营充分发挥多品牌的增长潜力，21 年主品牌复苏趋势明显，成长期品牌保持高速发展。我们预计公司 2021~23 年归母净利润分别为 3.6 亿、4.3 亿、5.0 亿元 (21~22 年原值为 3.7 亿、4.0 亿元)，对应 EPS 分别为 1.0、1.2、1.4 元/股，对应 PE 值分别为 16、13、11 倍。

**风险提示**：产品被仿冒及非法网购的风险；电商等新型营销渠道快速扩张导致的营销风险；不能准确把握时装流行趋势的风险等。

### 投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	15.28 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	369.09
流通 A 股股本(百万股)	332.52
A 股总市值(百万元)	5,639.74
流通 A 股市值(百万元)	5,080.84
每股净资产(元)	7.58
资产负债率(%)	33.23
一年内最高/最低(元)	17.53/12.19

### 作者

**孙海洋** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《歌力思-季报点评:Q3 线上表现靓丽，线下环比持续改善，细分领域优势依旧》2020-11-01
- 《歌力思-半年报点评:线上渠道高速增长，主品牌 Q2 改善明显，出售百秋增厚利润端》2020-09-02
- 《歌力思-季报点评:Ed Hardy 业务调整影响短期业绩，IRO 和百秋表现优秀》2019-11-01

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,612.59	1,962.14	2,359.02	2,751.64	3,164.39
增长率(%)	7.24	(24.90)	20.23	16.64	15.00
EBITDA(百万元)	728.81	836.32	516.97	575.24	671.73
净利润(百万元)	356.58	445.00	357.63	432.36	501.98
增长率(%)	(2.31)	24.80	(19.63)	20.90	16.10
EPS(元/股)	0.97	1.21	0.97	1.17	1.36
市盈率(P/E)	15.82	12.67	15.77	13.04	11.23
市净率(P/B)	3.01	2.55	2.20	1.96	1.75
市销率(P/S)	2.16	2.87	2.39	2.05	1.78
EV/EBITDA	6.62	4.64	9.50	8.79	6.66

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	540.37	757.70	822.45	726.13	1,321.46
应收票据及应收账款	386.16	297.93	471.58	535.23	584.91
预付账款	30.85	25.39	31.24	36.71	42.60
存货	595.38	532.47	618.45	730.76	745.07
其他	147.96	239.05	258.71	180.56	276.63
<b>流动资产合计</b>	<b>1,700.72</b>	<b>1,852.55</b>	<b>2,202.42</b>	<b>2,209.39</b>	<b>2,970.68</b>
长期股权投资	18.72	371.79	371.79	371.79	371.79
固定资产	189.25	170.05	202.10	247.66	307.23
在建工程	9.40	14.25	20.55	30.33	42.20
无形资产	702.35	602.37	582.07	561.78	541.48
其他	827.46	565.49	507.89	495.19	496.30
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,747.17</b>	<b>1,723.96</b>	<b>1,684.41</b>	<b>1,706.75</b>	<b>1,759.00</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,447.89</b>	<b>3,576.51</b>	<b>3,886.84</b>	<b>3,916.13</b>	<b>4,729.68</b>
短期借款	0.00	96.40	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	197.85	152.88	40.78	100.50	68.05
其他	509.53	550.65	804.49	451.25	939.35
<b>流动负债合计</b>	<b>707.37</b>	<b>799.93</b>	<b>845.27</b>	<b>551.75</b>	<b>1,007.40</b>
长期借款	613.11	286.75	203.90	180.00	150.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	165.82	238.38	194.06	199.42	210.62
<b>非流动负债合计</b>	<b>778.92</b>	<b>525.13</b>	<b>397.96</b>	<b>379.42</b>	<b>360.62</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,486.30</b>	<b>1,325.07</b>	<b>1,243.23</b>	<b>931.17</b>	<b>1,368.02</b>
少数股东权益	90.45	42.22	79.81	112.58	139.89
股本	332.52	332.52	369.09	369.09	369.09
资本公积	305.15	309.83	309.83	309.83	309.83
留存收益	1,590.96	1,956.62	2,194.70	2,503.29	2,852.67
其他	(357.49)	(389.74)	(309.83)	(309.83)	(309.83)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,961.59</b>	<b>2,251.44</b>	<b>2,643.61</b>	<b>2,984.96</b>	<b>3,361.66</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,447.89</b>	<b>3,576.51</b>	<b>3,886.84</b>	<b>3,916.13</b>	<b>4,729.68</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	408.42	440.27	357.63	432.36	501.98
折旧摊销	113.60	98.42	31.95	34.96	38.86
财务费用	7.68	7.09	(13.85)	(14.93)	(21.01)
投资损失	(38.71)	(328.41)	(300.00)	(200.00)	(183.56)
营运资金变动	3.08	(18.47)	(58.99)	(405.56)	278.96
其它	(54.03)	16.60	11.09	28.02	24.31
<b>经营活动现金流</b>	<b>440.03</b>	<b>215.49</b>	<b>27.83</b>	<b>(125.16)</b>	<b>639.54</b>
资本支出	(17.80)	(35.43)	94.32	64.64	78.80
长期投资	(78.97)	353.07	0.00	0.00	0.00
其他	138.18	(106.05)	208.70	74.85	20.76
<b>投资活动现金流</b>	<b>41.41</b>	<b>211.59</b>	<b>303.02</b>	<b>139.49</b>	<b>99.56</b>
债权融资	648.03	547.07	270.18	268.37	256.19
股权融资	(662.15)	(19.47)	130.33	14.93	21.01
其他	(562.73)	(777.59)	(666.61)	(393.95)	(420.97)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(576.85)</b>	<b>(249.99)</b>	<b>(266.10)</b>	<b>(110.65)</b>	<b>(143.77)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(95.41)</b>	<b>177.09</b>	<b>64.75</b>	<b>(96.32)</b>	<b>595.33</b>

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>2,612.59</b>	<b>1,962.14</b>	<b>2,359.02</b>	<b>2,751.64</b>	<b>3,164.39</b>
营业成本	891.63	662.52	825.66	929.99	1,050.19
营业税金及附加	18.92	14.40	22.57	23.90	26.89
营业费用	826.93	739.04	943.61	1,068.53	1,181.35
管理费用	283.66	191.60	283.08	275.16	349.35
研发费用	91.62	58.87	82.57	89.44	97.31
财务费用	19.95	(3.42)	(13.85)	(14.93)	(21.01)
资产减值损失	(45.13)	(103.57)	(10.00)	19.59	7.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	(26.51)	(4.74)	(3.00)
投资净收益	38.71	328.41	300.00	200.00	183.56
其他	(4.93)	(453.86)	(546.98)	(390.51)	(361.13)
<b>营业利润</b>	<b>491.24</b>	<b>528.14</b>	<b>498.87</b>	<b>555.22</b>	<b>653.88</b>
营业外收入	0.83	4.10	2.56	12.50	6.39
营业外支出	5.48	8.87	8.87	5.74	9.82
<b>利润总额</b>	<b>486.58</b>	<b>523.38</b>	<b>492.57</b>	<b>561.98</b>	<b>650.44</b>
所得税	78.16	83.11	97.34	96.86	121.15
<b>净利润</b>	<b>408.42</b>	<b>440.27</b>	<b>395.23</b>	<b>465.12</b>	<b>529.29</b>
少数股东损益	51.85	(4.73)	37.60	32.76	27.31
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>356.58</b>	<b>445.00</b>	<b>357.63</b>	<b>432.36</b>	<b>501.98</b>
每股收益(元)	0.97	1.21	0.97	1.17	1.36

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	7.24%	-24.90%	20.23%	16.64%	15.00%
营业利润	-11.94%	7.51%	-5.54%	11.30%	17.77%
归属于母公司净利润	-2.31%	24.80%	-19.63%	20.90%	16.10%
<b>获利能力</b>					
毛利率	65.87%	66.23%	65.00%	66.20%	66.81%
净利率	13.65%	22.68%	15.16%	15.71%	15.86%
ROE	19.06%	20.14%	13.95%	15.05%	15.58%
ROIC	24.09%	25.23%	22.90%	24.39%	22.52%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	43.11%	37.05%	31.99%	23.78%	28.92%
净负债率	5.49%	-9.36%	-20.89%	-15.34%	-31.69%
流动比率	2.40	2.32	2.61	4.00	2.95
速动比率	1.56	1.65	1.87	2.68	2.21
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	6.90	5.74	6.13	5.47	5.65
存货周转率	4.67	3.48	4.10	4.08	4.29
总资产周转率	0.74	0.56	0.63	0.71	0.73
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.97	1.21	0.97	1.17	1.36
每股经营现金流	1.19	0.58	0.08	-0.34	1.73
每股净资产	5.07	5.99	6.95	7.78	8.73
<b>估值比率</b>					
市盈率	15.82	12.67	15.77	13.04	11.23
市净率	3.01	2.55	2.20	1.96	1.75
EV/EBITDA	6.62	4.64	9.50	8.79	6.66
EV/EBIT	7.14	4.93	10.12	9.36	7.07

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com