

公司点评

歌力思 (603808)

纺织服装 | 服装家纺

大力度股权激励，彰显未来长期发展信心 (更正)

2021年11月17日

评级 谨慎推荐

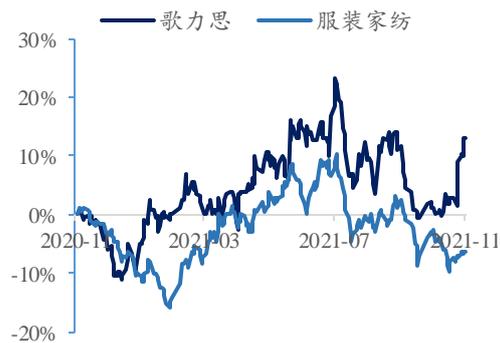
评级变动 首次

合理区间 15.82-18.08 元

交易数据

当前价格 (元)	15.66
52 周价格区间 (元)	12.19-17.53
总市值 (百万)	5813.21
流通市值 (百万)	5237.12
总股本 (万股)	36909.29
流通股 (万股)	3657.73

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
歌力思	11.52	0.45	12.97
服装家纺	-3.82	-6.07	-6.29

邹建军	分析师
执业证书编号: S0530521080001	0731-84403452
陈诗璐	研究助理
chensl2@cfzq.com	0731-89955711

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (百万元)	2613	1962	2417	2774	3143
净利润 (百万元)	408	445	335	418	498
每股收益 (元)	0.97	1.21	0.91	1.13	1.35
每股净资产 (元)	5.07	5.99	6.63	7.43	8.39
P/E	16.23	12.67	17.24	13.83	11.60
P/B	3.09	2.55	2.36	2.11	1.87

资料来源: wind, 财信证券

投资要点:

(注: 更正盈利预测数据及对应估值)

- **事件:** 公司发布 2021 年股票期权激励计划 (草案), 本激励计划拟授予包括公司董事、高级管理人员、核心管理人员等 6 人股票期权 1,300 万份, 约占公司股本总额的 3.52%。本激励计划有效期自股票期权登记日起至激励对象获授的股票期权全部行权或注销之日止, 最长不超过 9 年。每份股票期权在满足行权条件的情况下, 拥有在有效期内以 15.12 元的行权价格购买 1 股公司人民币 A 股普通股股票的权利。
- **业绩考核目标:** 第一个行权期行权条件为 2025 年净利润不低于 7.0 亿元或 2022 年至 2025 年累计净利润不低于 22.1 亿元; 第二个行权期行权条件为 2026 年净利润不低于 8.2 亿元或 2022 至 2026 年累计净利润不低于 30.3 亿元。若达到业绩考核目标, 行权比例为 100%; 若达到业绩考核目标得 90%, 行权比例为 50%; 若未达到业绩考核目标得 90%, 不得行权。在满足第二个行权期公司层面业绩考核目标之后, 若公司当年度净利润不低于 12.0 亿元, 可在当年度提前行权。
- **此次股权激励力度大, 周期长, 彰显公司未来业绩增长信心。** 本次股权激励对象包括公司董事、高级管理人员、核心管理人员等 6 人, 涵盖管理、财务等核心人员, 平均每人能获得 216.67 万份股票期权, 授予比例高达 3.52%, 激励力度大。若以 2019 年净利润 3.03 亿元为基数 (2020 年受疫情影响基数较低), 不考虑提行权情况下, 2019-2025 年和 2019-2026 年净利润的年均复合增速分别为 14.98% 和 15.28%, 彰显公司对未来中长期发展信心。
- **打造多品牌矩阵, 覆盖不同细分市场需求。** 公司主营高端女装, 在主品牌 ELLASAY 的基础上, 外延并购了多个品牌, 包括德国高端女装品牌 Laurd、美国轻奢潮流品牌 Ed Hardy、法国设计师品牌 IRO Paris、英国当代时尚品牌 self-portrait, 覆盖不同价位和不同着装风格的消费者。
- **疫情后经济持续复苏, 市场需求明显回升。** 从行业整体来看, 2021 年 1-10 月, 服装鞋帽、纺织品类累计零售额为 1.09 万亿元, 同比

增长 17.40%；穿着类网上商品零售额累计同比增长 14.10%，今年以来均维持双位数增长。从公司来看，今年受益于疫情控制较好经济持续复苏，虽然疫情时有反复，对线下渠道有一定影响，但公司积极拓展线上渠道，今年开始入驻抖音，线上收入占比提升，助力业绩增长。

- **投资建议：**10 月份公司举办的 2022 春夏时装秀主打品牌 ELLASAY 下偏年轻化的 WEEKEND 系列，侧重 Z 时代年轻女性消费群体，公司品牌年轻化变革加速，同时线下店效稳步提升，线上渠道逐渐发力，线上线下协同效用趋显，股权激励彰显公司长期发展信心。我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 24.17/27.74/31.43 亿元，归母净利润分别为 3.35/4.18/4.98 亿元，EPS 分别为 0.91/1.13/1.35 元/股，对应 PE 分别为 17.24/13.83/11.60 倍，给予公司 2022 年 14-16 倍估值，合理价格区间为 15.82—18.08 元，首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**终端零售不及预期，线下门店经营不及预期，行业竞争加剧。

财务预测摘要

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	758	507	745	1034	营业收入	1962	2417	2774	3143
交易性金融资产	72	70	70	70	营业成本	663	778	847	912
应收票据及账款	298	367	421	477	税金及附加	14	18	20	23
其他应收款	87	107	123	140	销售费用	739	910	1045	1184
存货	532	625	681	733	管理费用	192	236	271	307
预付账款	25	31	36	41	研发费用	59	73	83	94
其他流动资产	80	99	114	129	财务费用	-3	7	-2	-3
长期股权投资	372	441	509	578	资产减值损失	-104	-36	-42	-47
投资性房地产	71	0	0	0	信用减值损失	-11	-13	-15	-17
固定资产和在建工程	184	250	306	356	投资收益	328	49	49	49
无形资产和开发支出	898	861	822	781	公允价值变动损益	0	0	0	0
其他非流动资产	199	184	153	153	营业利润	528	415	521	630
资产总计	3577	3542	3981	4491	营业外收入	4	55	58	60
短期借款	96	0	0	0	营业外支出	9	1	1	1
交易性金融负债	0	0	0	0	利润总额	523	469	578	689
应付票据及账款	153	180	195	210	所得税	83	74	92	109
合同负债	83	102	117	132	净利润	440	394	486	580
其他应付款	299	351	382	411	少数股东损益	-5	59	68	81
长期借款	287	0	-3	-3	归属母公司净利润	445	335	418	498
其他负债	408	443	469	494	EBITDA	618	602	728	818
负债合计	1325	1075	1160	1245	NOPLAT	442	355	436	527
留存收益	1567	1804	2100	2454	EPS (元/股)	1.21	0.91	1.13	1.35
归母所有者权益	2209	2447	2743	3096	主要财务比率	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	42	101	169	251	成长能力				
股东权益	2251	2548	2912	3347	营收增长率	-25%	23%	15%	13%
负债及股东权益	3577	3623	4072	4592	营业利润增长率	8%	-21%	25%	21%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	归母净利润增长率	8%	-10%	23%	19%
资本支出	78	150	150	150	盈利能力				
自由现金流	140	213	345	414	毛利率	66%	68%	69%	71%
短期借款增加	-113	-96	0	0	净利率	22%	16%	18%	18%
长期带息债务增加	-54	-287	-3	0	ROE	20%	14%	15%	16%
股权筹资额	0	0	0	0	估值倍数				
支付普通股股利	175	98	122	145	P/E	12.67	17.24	13.83	11.60
长期投资	-40	2	0	0	P/S	2.87	2.39	2.08	1.84
经营性现金净流量	410	385	510	581	P/B	2.55	2.36	2.11	1.87
投资性现金净流量	-112	-148	-150	-150	股息率	2%	2%	2%	3%
筹资性现金净流量	-310	-488	-122	-142	EV/EBIT	8.04	11.66	9.40	7.64
现金流量净额	-13	-250	238	289	EV/EBITDA	6.76	9.21	7.43	6.40

资料来源: wind, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438