

歌力思 (603808.SH)

2021 年收入增长 20.4%，多品牌矩阵建设成效显著

买入

核心观点

多品牌矩阵推动 2021 年主营业务收入业绩快速增长。2021 全年营收 23.6 亿，同比增长 20.4%，主营业务收入 23.3 亿，同比增长 22.9%，主要由主品牌的稳健增长和新品牌的高速增长所推动。归母净利润 3.0 亿，受 2020 年出让百秋所获一次性收益影响同比下降；扣非归母净利润 2.5 亿，同比增长 31.5%，与此前披露有差距是由于百秋比预期加大了对 2020 年股份激励费用摊销。毛利率为 67.0%，增长 0.8 个百分点，服装主业稳健恢复。周转加快，存货/应收/应付账款周转天数分别为 284/46/79 天，分别减少 23/17/16 天。

2022 年一季度收入逆势增长，受股权激励和疫情影响业绩承压。一季度营收 6.3 亿，同比提升 17.2%，其中主品牌平稳、新品牌维持快速增长，主要由于积极进行社群营销、加大品牌投放力度，以及海外防疫政策放松收入增长加速。归母净利润 0.5 亿，同比减少 49.7%；扣非归母净利润 0.5 亿元，同比减少 45.0%，主要由于疫情影响下门店关闭、新增 68 家直营店的刚性费用较高、股权激励费用推高销售费用增长 33.3%、百秋加大股份支付费用利润贡献减少以及毛利率较低的线上业务占比增加所致。

主品牌稳健增长，新品牌趋势强劲，充分印证品牌运营能力。分品牌看，主品牌 2021 全年主品牌营收 10.1 亿，增长 7.8%，线下直营稳步扩张，多电商平台表现突出；Laurèl/SP/IR0 营收分别为 2.4/1.8 亿，分别同比增长 64.9%/433%，主要由门店加速扩张和同店效率提升推动；IR0 营收 5.9 亿，增长 9%，主要受海外疫情和欧元贬值影响，但单店销售领先、经营向好；EH 营收 3.1 亿，增长 43.1%，在港澳收入持续受疫情影响的情况下积极发展抖音为主的电商平台，线上收入增长近六倍。一季度新品牌收入增长强劲，主品牌/Laurèl/IR0/SP/EH 分别增长 1.6%/17.1%/29.2%/92.1%/21.2%，新品牌步入高速成长期。

风险提示：疫情影响线下销售、新兴电商渠道拓展不及预期等。

投资建议：看好品牌矩阵的长期持续成长，维持“增持”评级。公司 2021 年收入业绩恢复势头良好，新品牌增长强劲。长期看，公司经营实力较强，内容营销领先，主品牌将稳步拓店并提升店效、新品牌积极拓店，发挥线上线下协同效应推动公司持续成长。考虑到公司二季度受华东区疫情影响较严重，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年净利润分别为 3.4/4.2/4.9 亿（原 2022-2023 年为 4.4/5.2 亿），同比 10.3%/24.8%/17.4%，昨收盘价对应 PE 为 10.9x/8.7x/7.4x。由于盈利预测的下调，合理估值下调至 11.3-11.8 元（对应 2023 年 PE10-10.4x，原为 16.8-17.2 元），维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,962	2,363	2,713	3,188	3,736
(+/-%)	-24.9%	20.4%	14.8%	17.5%	17.2%
净利润(百万元)	445	304	335	418	491
(+/-%)	24.8%	-31.7%	10.3%	24.8%	17.4%
每股收益(元)	1.34	0.82	0.91	1.13	1.33
EBIT Margin	18.9%	18.7%	15.9%	16.0%	16.3%
净资产收益率 (ROE)	20.1%	10.7%	10.8%	12.2%	12.8%
市盈率 (PE)	7.4	12.0	10.9	8.7	7.4
EV/EBITDA	10.9	10.7	11.1	9.6	8.3
市净率 (PB)	1.48	1.28	1.17	1.06	0.95

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

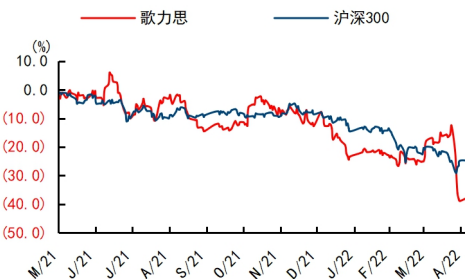
dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(上调)
合理估值	
收盘价	9.66 元
总市值/流通市值	3565/3565 百万元
52 周最高价/最低价	17.53/9.26 元
近 3 个月日均成交额	46.64 百万元

市场走势

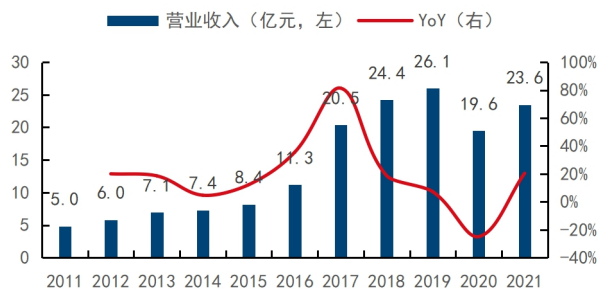


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

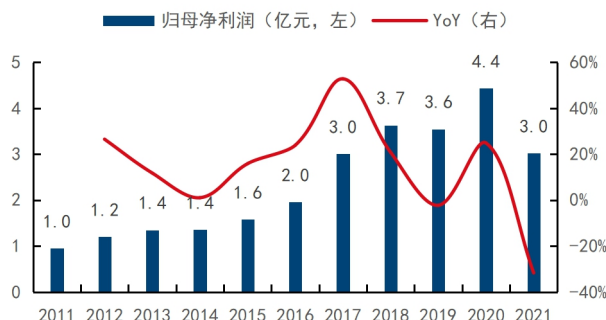
- 《歌力思-603808-重大事件快评：股权激励彰显信心，品牌矩阵动力充足》——2021-11-10
- 《歌力思-603808-重大事件快评：短期内受疫情影响，多数成长品牌表现出色》——2021-11-04
- 《歌力思-603808-2021 年中报点评：主业重启成长，线上线下协同发展》——2021-09-03
- 《歌力思-603808-2020 年报&2021 年一季报点评：业绩库存改善，多维度布局未来》——2021-05-04
- 《歌力思-603808-财报点评：调整之年，布局未来》——2020-05-13

图1：公司营业收入及增速



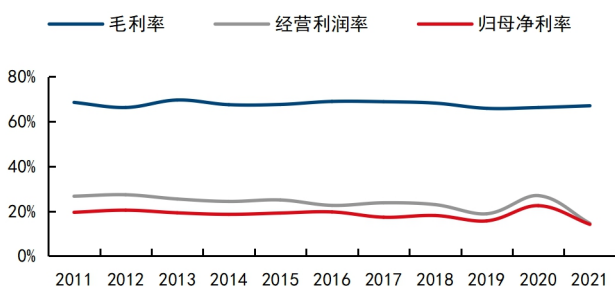
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



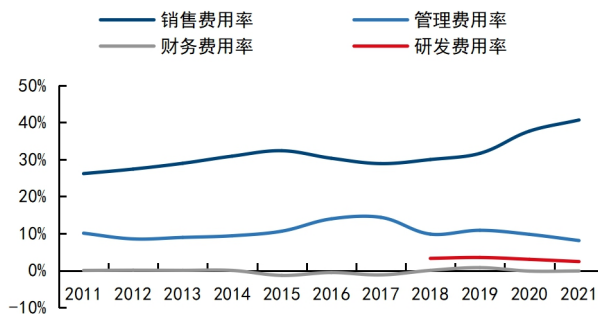
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司营业收入及增速



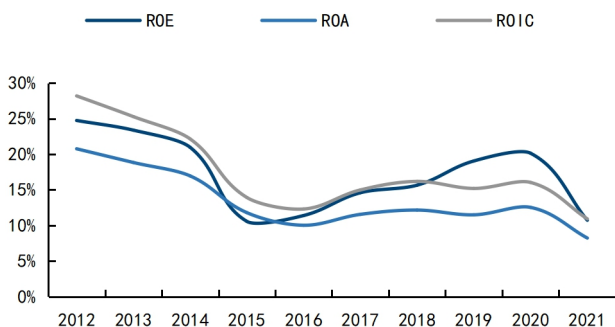
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



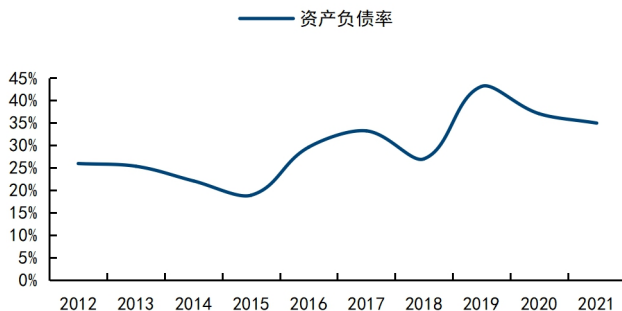
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司营业收入及增速



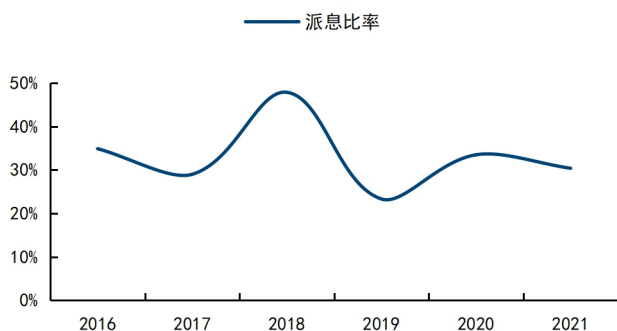
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



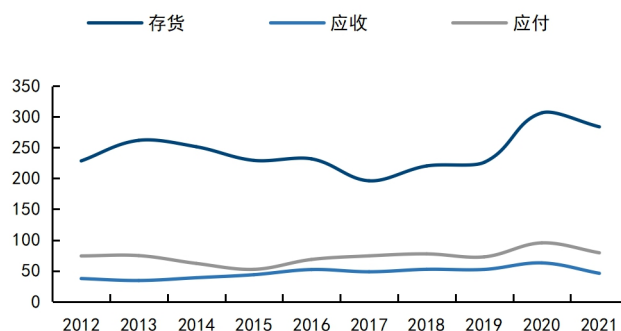
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司营业收入及增速



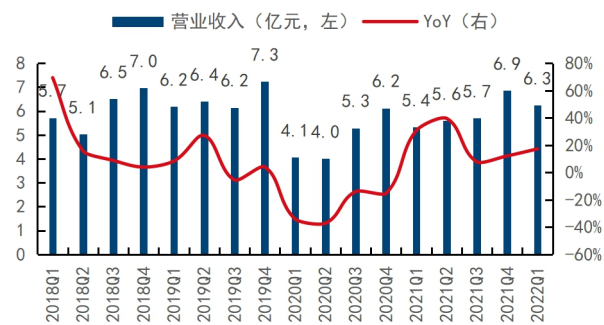
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



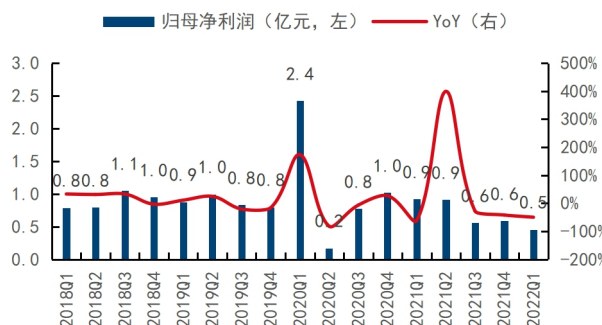
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司营业收入及增速



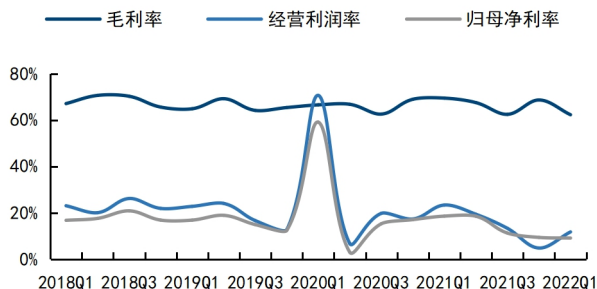
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



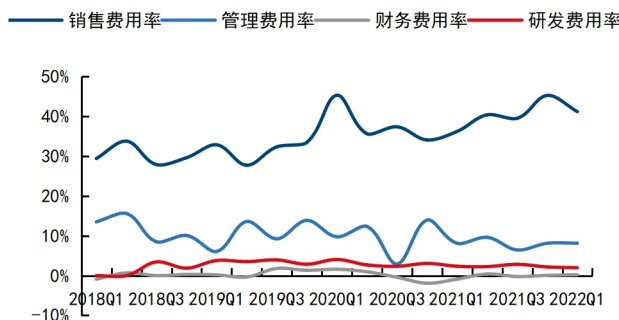
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：公司营业收入及增速



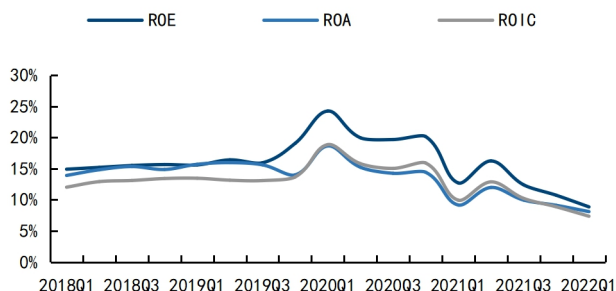
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



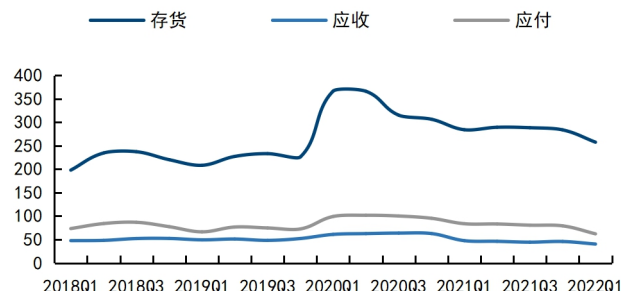
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：看好品牌矩阵的长期持续成长，维持“增持”评级。公司 2021 年收入业绩恢复势头良好，新品牌增长强劲。长期看，公司经营实力较强，内容营销领先，主品牌将稳步拓店并提升店效、新品牌积极拓店，发挥线上下协同效应推动公司持续成长。考虑到公司二季度受华东区疫情影响较严重，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年净利润分别为 3.4/4.2/4.9 亿（原 2022-2023 年为 4.4/5.2 亿），同比 10.3%/24.8%/17.4%，昨收盘价对应 PE 为 10.9x/8.7x/7.4x。由于盈利预测的下调，合理估值下调至 11.3-11.8 元（对应 2023 年 PE10-10.4x，原为 16.8-17.2 元），维持“增持”评级。

表 1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS				PE			
				2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E
603808	歌力思	增持	10.00	1.34	0.82	0.91	1.13	7.5	12.1	11.0	8.8
03306	江南布衣	买入	7.26	1.25	1.31	1.48	1.71	5.8	5.6	4.9	4.3
003016	欣贺股份	无评级	8.11	0.53	0.67	0.74	0.92	15.4	12.1	10.9	8.8
03709	赢家时尚	无评级	9.92	0.67	0.84	1.11	1.28	14.7	11.9	8.9	7.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：无评级公司盈利预测参考 wind 一致预测；江南布衣的财年截止日期为每年的 6 月 30 日

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	758	835	1283	1489	1781	营业收入	1962	2363	2713	3188	3736
应收款项	385	397	483	568	665	营业成本	663	779	868	1031	1212
存货净额	532	696	588	697	818	营业税金及附加	14	15	17	20	24
其他流动资产	106	94	108	126	148	销售费用	739	961	1104	1284	1490
流动资产合计	1853	2062	2502	2920	3452	管理费用	192	191	228	267	311
固定资产	184	188	142	185	184	研发费用	(3)	(3)	(4)	(4)	(5)
无形资产及其他	602	629	603	578	553	财务费用	(3)	(3)	(22)	12	(52)
投资性房地产	565	1228	1228	1228	1228	投资收益	328	54	54	54	54
长期股权投资	372	401	401	401	401	资产减值及公允价值变动	104	(40)	(89)	(31)	(97)
资产总计	3577	4508	4877	5313	5819	其他收入	(257)	(99)	40	42	38
短期借款及交易性金融负债	260	368	368	368	368	营业利润	528	343	433	538	632
应付款项	153	190	193	229	268	营业外净收支	(5)	59	7	8	10
其他流动负债	387	400	518	607	707	利润总额	523	402	440	546	642
流动负债合计	800	957	1078	1203	1343	所得税费用	83	70	76	95	111
长期借款及应付债券	287	121	121	121	121	少数股东损益	(5)	29	(29)	(33)	(40)
其他长期负债	238	498	498	498	498	归属于母公司净利润	445	304	335	418	491
长期负债合计	525	619	619	619	619	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1325	1576	1697	1822	1962	净利润	445	304	335	418	491
少数股东权益	42	101	81	57	29	资产减值准备	45	(65)	65	27	(4)
股东权益	2209	2831	3100	3434	3827	折旧摊销	50	47	51	58	67
负债和股东权益总计	3577	4508	4877	5313	5819	公允价值变动损失	(104)	40	89	31	97
						财务费用	(3)	(3)	(22)	12	(52)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	345	(581)	194	(61)	(104)
每股收益	1.34	0.82	0.91	1.13	1.33	其它	(49)	81	(85)	(50)	(24)
每股红利	0.27	0.37	0.18	0.23	0.27	经营活动现金流	732	(174)	649	424	523
每股净资产	6.64	7.67	8.40	9.30	10.37	资本开支	0	71	(134)	(134)	(134)
ROIC	13%	14%	12%	15%	17%	其它投资现金流	(32)	32	0	0	0
ROE	20%	11%	11%	12%	13%	投资活动现金流	(385)	73	(134)	(134)	(134)
毛利率	66%	67%	68%	68%	68%	权益性融资	0	476	0	0	0
EBIT Margin	19%	19%	16%	16%	16%	负债净变化	(326)	(166)	0	0	0
EBITDA Margin	21%	21%	18%	18%	18%	支付股利、利息	(90)	(137)	(67)	(84)	(98)
收入增长	-25%	20%	15%	17%	17%	其它融资现金流	704	309	0	0	0
净利润增长率	25%	-32%	10%	25%	17%	融资活动现金流	(129)	179	(67)	(84)	(98)
资产负债率	38%	37%	36%	35%	34%	现金净变动	217	77	448	206	291
息率	2.5%	3.8%	1.8%	2.3%	2.7%	货币资金的期初余额	540	758	835	1283	1489
P/E	7.4	12.0	10.9	8.7	7.4	货币资金的期末余额	758	835	1283	1489	1781
P/B	1.5	1.3	1.2	1.1	0.9	企业自由现金流	0	(98)	468	286	334
EV/EBITDA	10.9	10.7	11.1	9.6	8.3	权益自由现金流	0	45	486	276	377

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032