

歌力思 (603808.SH)

疫情封城影响较大，上半年业绩预减约 75%

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 纺织服饰 · 服装家纺

◆ 投资评级: 增持 (维持评级)

证券分析师: 丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

执证编码: S0980520040004

事项:

公司公告: 2022 年 7 月 15 日, 公司发布 2022 上半年业绩预减公告, 2022 上半年预计实现归母净利润 4700 万元左右, 同比减少 74.8%; 扣非后归母净利润 3700 万元左右, 同比减少 78.8%。

国信纺织观点: 1) 二季度疫情封城影响较大, 上半年收入逆势增长但业绩预计下滑 75%; 2) 经营展望: 弱市中公司积极扩张抢占市场, 6 月恢复趋势较好, 充分显示公司运营实力; 3) 风险提示: 政策风险, 新进入者竞争加剧等市场风险, 宏观经济系统性风险, 疫情风险; 4) 投资建议: 疫情影响 2022 年业绩, 看好逆势扩张的多品牌集团具备长远竞争力, 维持“增持”评级。公司上半年受疫情影响较为严重, 上半年公司收入实现增长但业绩出现较大幅下滑。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 2.1/4.7 亿元 (原为 3.4/4.2/4.9 亿元), 同比-30.3%/89.3%/17.3%, 昨收盘价对应 PE 为 17.2x/9.1x/7.7x。由于盈利预测的下调, 合理估值下调至 11-11.3 元 (原为 11.3-11.8 元), 对应 2023 年 PE 10-10.4x, 在行业内处于较低水平, 维持“增持”评级。

评论:

◆ 二季度疫情封城影响较大, 上半年收入逆势增长但业绩预计下滑 75%

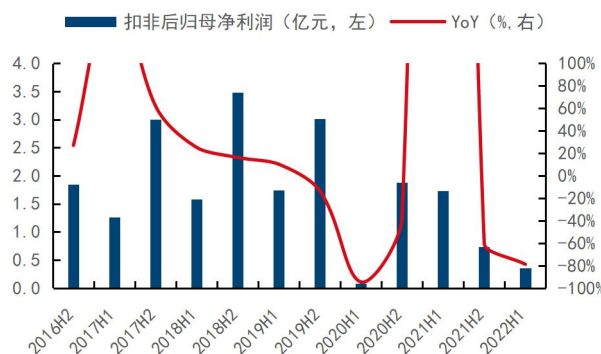
2022 年上半年收入增长但净利润下滑, 二季度受疫情、百秋股权激励摊销等因素影响业绩承压。公司预计上半年整体收入有 5-10% 的增长, 主要由于新店开拓、社群影响积极, 线上销售表现较好。但是由于公司渠道布局多数位于一二线城市, 疫情期间线下店铺经营受到较大影响且支出较为刚性, 上半年归母净利润预计为 4700 万元左右, 减少约 74.8%。

图1: 公司半年度归母净利润与变化情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司半年度扣非后归母净利润与变化情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

二季度单季来看，由于疫情影响国内线下渠道和物流，俄乌局势影响供应链发货及欧元下跌等影响，预计收入下滑低单位数，但业绩预计约为 0.0 亿元，同比下滑 100.1%；扣非后业绩预计为-0.1 亿元，同比下滑约 114.3%。重要参股公司上海百秋尚美业绩下滑严重，其客户的仓库和总部绝大多数集中于上海，疫情期间物流受阻无法正常发货，加之今年加大了对股权激励费用的摊销，该公司二季度利润出现较大幅度下降，对公司业绩产生负面影响。

图3：公司季度归母净利润与变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司季度扣非后归母净利润与变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 经营展望：弱市中公司积极扩张抢占市场，6月恢复趋势较好，充分显示公司运营实力

弱市中公司积极抢占市场，半年内门店净增长约 33 家。公司在弱市中采取了进取的发展策略。6月底直营店铺数量较年初净增加约 33 家，其中二季度净开店约 29 家，同比 21 年 6 月底净增加约 75 家。开店使刚性费用增长较多，而且品牌都定位高端，在疫情最严重的北上广深门店占比高，所以疫情对利润冲击大。下半年疫情形势好转，公司将按照原计划继续进行开店扩张，收入、净利润将实现提升。

一季度新品牌收入增长强劲，主品牌/Laurèl/ IRO/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。从第二季度看，3月疫情主要在华南区爆发、4-5月疫情主要在华东及华北区反复，公司主品牌线下渠道重点位于华南区、其他国际品牌线下渠道重点位于华东区，预计主品牌在二季度受影响小于其他国际品牌，6月疫情影响减缓各大品牌有较为明显的恢复。

◆ 盈利预测主要假设条件及结果

公司在 2022 上半年受到疫情封城的影响较大，我们对公司未来业绩预测作出相应调整：其中 2022 年收入预期下调至 25.6 亿元（原为 27.1 亿元），同比增长 8.4%（原为同比增长 14.8%）；2022 年毛利率下调至 67.1%（原为 68.0%）；2022 年归母净利润下调至 2.1 亿元（原为 3.3 亿元）。

1、收入：公司为高端女装多品牌集团，门店多数为直营模式且位于一二线城市核心商圈，受到疫情封城影响较为严重，二季度收入预计有下滑，6月出现环比改善的趋势，下半年疫情好转、新店开业收入将获得好于上半年的同比增长，但出于保守起见假设下半年收入同比上升约 10%。总体来看预计 2022 年收入同比增长 25.6 亿元。展望 2023-2024 年，假设 2023 上半年开始疫情不对零售环境造成较大冲击，公司整体收入有望维持 14%~15% 的增长。

2、毛利率：2022 年公司面临原材料成本上升及疫情的影响毛利率承压，预计 2022 年各品牌毛利率下降，但由于毛利率较高的 SP 预计占比有上升，2022 年整体毛利率预计为 67.1%。展望 2023-2024 年，主品牌歌力思预计推出定位更为年轻化、定价略低的 weekend 系列，预计毛利率在 71%~71.5% 之间；IRO、

Laurel、SP、EH 的毛利率预计基本持平，预计整体毛利率在 67%~68%之间。

3、归母净利润：2022 上半年重点城市店铺无法营业但刚性费用较多，海外物流受限之下 IRO 海外批发收入利润均有下降，此外百秋物流受阻且加大股权激励费用的摊销，多重不利因素之下业绩承压。总体来看预计公司 2022 年归母净利润为 2.1 亿元。展望 2023-2024 年，疫情缓解后由于公司收入毛利率恢复、费用率摊低，预计净利率将恢复至 13%~14%的水平。

表1：盈利预测主要假设条件及结果

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入（百万元）						
歌力思营收	1047.92	938.88	1011.99	1092.95	1180.38	1274.81
YoY	4.4%	-10.4%	7.8%	8.0%	8.0%	8.0%
IRO 营收	674.21	542.72	591.80	627.31	721.41	815.19
YoY	18.9%	-19.5%	9.0%	6.0%	15.0%	13.0%
EH 营收	371.09	214.96	307.60	316.83	332.67	359.29
YoY	-25.5%	-42.1%	43.1%	3.0%	5.0%	8.0%
Laurel 营收	116.89	146.00	240.74	260.00	299.00	337.87
YoY	4.9%	24.9%	64.9%	8.0%	15.0%	13.0%
SP 营收	-	32.92	175.35	263.03	407.69	570.77
YoY	-	-	432.6%	50.0%	55.0%	40.0%
合计营收	2612.59	1962.14	2362.75	2560.11	2941.15	3357.92
YoY	7.2%	-24.9%	20.4%	8.4%	14.9%	14.2%
毛利率						
歌力思	70.2%	71.9%	72.2%	71.0%	71.2%	71.2%
IRO	62.8%	60.6%	65.3%	63.3%	61.3%	59.3%
EH	67.8%	62.4%	48.1%	47.1%	48.2%	48.0%
Laurel	78.5%	71.2%	70.9%	69.5%	69.4%	68.4%
SP	-	82.9%	82.9%	82.0%	82.2%	81.2%
合计	65.9%	66.2%	67.0%	67.1%	67.5%	67.2%
费用率						
销售费用	31.7%	37.7%	40.7%	42.5%	40.3%	39.9%
管理费用	10.9%	9.8%	8.1%	8.3%	8.4%	8.3%
研发费用	3.5%	3.0%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
财务费用	0.8%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值	-1.7%	-5.3%	-1.6%	-2.3%	-2.0%	-2.0%
其他	-	-	-	-	-	-
营业利润率	18.8%	26.9%	14.5%	11.3%	17.6%	18.0%
所得税率	16.1%	15.9%	17.3%	17.3%	17.3%	17.3%
净利润						
归母净利润	356.58	445.00	303.86	214.84	398.40	464.67
YoY	-2.3%	24.8%	-31.7%	-29.3%	85.4%	16.6%
归母净利率	13.6%	22.7%	12.9%	8.4%	13.5%	13.8%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理预测

◆ 投资建议：疫情影响 2022 年业绩，看好逆势扩张的多品牌集团具备长远竞争力，维持“增持”评级

公司上半年受疫情影响较为严重，上半年公司收入实现增长但业绩出现较大幅下滑。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 2.1/4.7 亿元（原为 3.4/4.2/4.9 亿元），同比-30.3%/89.3%/17.3%，昨收盘价对应 PE 为 17.2x/9.1x/7.7x。由于盈利预测的下调，合理估值下调至 11-11.3 元（原为 11.3-11.8 元），对应 2023 年 PE 10-10.4x，在行业内处于较低水平，维持“增持”评级。

表2: 盈利预测及市场主要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,962	2,363	2,560	2,941	3,358
(+/-%)	-24.9%	20.4%	8.4%	14.9%	14.2%
净利润(百万元)	445	304	212	401	471
(+/-%)	24.8%	-31.7%	-30.3%	89.3%	17.3%
每股收益(元)	1.34	0.82	0.57	1.09	1.28
EBIT Margin	18.9%	18.7%	13.3%	15.9%	16.1%
净资产收益率(ROE)	20.1%	10.7%	7.1%	12.1%	12.7%
市盈率(PE)	7.4	12.0	17.2	9.1	7.7
EV/EBITDA	10.9	10.7	13.6	10.3	9.1
市净率(PB)	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理预测

表3: 同类公司估值比较

代码	简称	股价	EPS (元)			PE			总市值 (亿元)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
603808.SH	歌力思	9.24	0.82	0.57	1.11	11.2	16.1	8.3	34
002563.SZ	森马服饰	5.44	0.55	0.34	0.56	9.9	16.0	9.7	147
603877.SH	太平鸟	19.52	1.44	1.67	2.00	13.6	11.7	9.8	93
603587.SH	地素时尚	15.49	1.44	1.50	1.84	10.8	10.3	8.4	75
均值						11.4	13.5	9.1	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理预测

◆ 风险提示

政策风险, 新进入者竞争加剧等市场风险, 宏观经济系统性风险, 疫情风险。

相关研究报告:

- 《歌力思(603808.SH)-2021年收入增长20.4%,多品牌矩阵建设成效显著》——2022-05-08
- 《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

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	758	835	1209	1437	1731	营业收入	1962	2363	2560	2941	3358
应收款项	385	397	456	524	598	营业成本	663	779	841	956	1100
存货净额	532	696	570	645	740	营业税金及附加	14	15	16	19	21
其他流动资产	106	94	102	117	133	销售费用	739	961	1088	1184	1339
流动资产合计	1853	2062	2376	2761	3241	管理费用	192	191	212	246	280
固定资产	184	188	150	169	174	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)	3	(1)	(5)
投资性房地产	565	1228	1228	1228	1228	投资收益	328	54	4	111	133
长期股权投资	372	401	401	401	401	资产减值及公允价值变动	104	(40)	(74)	(76)	(87)
资产总计	3577	4508	4758	5138	5597	其他收入	(257)	(99)	41	37	39
短期借款及交易性金融负债	260	368	368	368	368	营业利润	528	343	283	514	603
应付款项	153	190	187	211	243	营业外净收支	(5)	59	8	9	10
其他流动负债	387	400	503	560	637	利润总额	523	402	291	523	614
流动负债合计	800	957	1058	1139	1247	所得税费用	83	70	50	91	106
长期借款及应付债券	287	121	121	121	121	少数股东损益	(5)	29	(29)	(32)	(37)
其他长期负债	238	498	498	498	498	归属于母公司净利润	445	304	212	401	471
长期负债合计	525	619	619	619	619	现金流量表（百万元）					
负债合计	1325	1576	1677	1758	1866	净利润	445	304	212	401	471
少数股东权益	42	101	81	58	33	资产减值准备	45	(65)	72	5	0
股东权益	2209	2831	3001	3322	3698	折旧摊销	50	47	51	58	67
负债和股东权益总计	3577	4508	4758	5138	5597	公允价值变动损失	(104)	40	74	76	87
						财务费用	(3)	(3)	3	(1)	(5)
关键财务与估值指标						营运资本变动	345	(581)	233	(72)	(77)
每股收益	1.34	0.82	0.57	1.09	1.28	其它	(49)	81	(93)	(27)	(26)
每股红利	0.27	0.37	0.11	0.22	0.26	经营活动现金流	732	(174)	550	442	522
每股净资产	6.64	7.67	8.13	9.00	10.02	资本开支	0	71	(134)	(134)	(134)
ROIC	13%	14%	10%	14%	16%	其它投资现金流	(32)	32	0	0	0
ROE	20%	11%	7%	12%	13%	投资活动现金流	(385)	73	(134)	(134)	(134)
毛利率	66%	67%	67%	68%	67%	权益性融资	0	476	0	0	0
EBIT Margin	19%	19%	13%	16%	16%	负债净变化	(326)	(166)	0	0	0
EBITDA Margin	21%	21%	15%	18%	18%	支付股利、利息	(90)	(137)	(42)	(80)	(94)
收入增长	-25%	20%	8%	15%	14%	其它融资现金流	704	309	0	0	0
净利润增长率	25%	-32%	-30%	89%	17%	融资活动现金流	(129)	179	(42)	(80)	(94)
资产负债率	38%	37%	37%	35%	34%	现金净变动	217	77	373	228	294
息率	2.5%	3.8%	1.2%	2.2%	2.6%	货币资金的期初余额	540	758	835	1209	1437
P/E	7.4	12.0	17.2	9.1	7.7	货币资金的期末余额	758	835	1209	1437	1731
P/B	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0	企业自由现金流	0	(98)	432	239	302
EV/EBITDA	10.9	10.7	13.6	10.3	9.1	权益自由现金流	0	45	429	240	306

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