

信义山证 汇通天下

证券研究报告

中高端成人品牌服饰

歌力思 (603808.SH)

增持-A(维持)

线上渠道实现高增，差异化多品牌矩阵效果显现

2022 年 8 月 29 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2022 年 8 月 29 日

收盘价(元):	9.02
年内最高/最低(元):	16.05/8.64
流通 A 股/总股本(亿):	3.69/3.69
流通 A 股市值(亿):	33.29
总市值(亿):	33.29

基础数据：2022 年 6 月 30 日

基本每股收益:	0.14
摊薄每股收益:	0.14
每股净资产(元):	7.84
净资产收益率:	2.37

分析师:

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

研究助理:

孙萌

邮箱: sunmeng@sxzq.com

事件描述

➤ 公司披露 2022 年半年报。2022H1, 公司实现营业收入 11.71 亿元, 同比增长 6.49%, 实现归母净利润 0.50 亿元, 同比下降 72.97%, 实现扣非净利 0.41 亿元, 同比下降 76.58%。

事件点评

➤ 差异化多品牌矩阵效果显现, 22H1 公司营收弱市下实现正增长。营收端, 22H1 公司实现收入 11.71 亿元, 同比增长 6.49%, 其中 22Q1、22Q2 营收同比增长 17.20%、下降 3.69%, 主要受益于公司在疫情下采取进取的门店拓展策略, 同时通过社群营销、小程序直播等方式提升销售, 2022 年上半年公司线上实现收入 1.80 亿元, 同比增长 64%, 线上收入占比同比提升 5.4pct 至 15.6%。业绩端, 22H1 公司实现归母净利润 0.50 亿元, 同比下降 72.97%, 其中, 22Q1、22Q2 归母净利润同比下滑 49.67%、96.44%, 业绩下降主要系: 1) 线上收入占比提升较多、国际物流成本大幅上升共同拉低毛利率水平; 2) 积极的开店策略使得刚性费用增长较多, 且公司品牌定位高端, 在疫情最严重的北上广深占比高; 3) 百秋客户仓库集中于上海, 疫情期间无法发货, 叠加股份支付费用加大计提, 致使百秋 22Q2 利润贡献出现较大幅度下降。

➤ 歌力思主品牌加大直营拓店, 推出 Weekend 系列拥抱年轻消费者。门店方面, 截至 22H1 末, 公司门店合计为 571 家, 较年初净增加 21 家。其中 ELLASSAY、LAUREL、EdHardy 及 EdHardyX、IRO、SelfPortrait 分别拥有门店 286 家、75 家、94 家、86 家、30 家。今年上半年, ELLASSAY 主品牌门店总数较年初净增 10 家, 并推出定位更年轻的 WEEKEND 系列独立门店, 基于品牌全面推行的第五代店铺形象的基础上, 有针对性的针对 Z 世代女性重塑年轻化的品牌形象。LAUREL 品牌较年初净增 7 家门店, EdHardy 及 EdHardyX 较年初净减 12 家门店, IRO 和 SelfPortrait 分别较年初净增 6 家、10 家门店。

➤ 各品牌线上渠道突破扩张, 成长期品牌持续高速增长。分品牌看, 22H1, 1) 主品牌 ELLASSAY 实现收入 4.53 亿元, 同比下滑 3.6%, 其中线上渠道收入同比增长 78%, 毛利率同比下滑 5.28pct 至 67.57%; 2) LAUREL 品牌实现收入 1.12 亿元, 同比增长 2.9%, 其中线上渠道收入同比增长超过 84%, 毛利率同比下滑 6.50pct 至 72.52%; 3) EdHardy 及 EdHardyX 品牌完成渠道调整后在疫情下恢复了正增长, 实现收入 1.55 亿元, 同比增长 5.75%, 其中线上渠道收入同比增长 153%, 毛利率同比下滑 3.71pct 至 52.80%; 4)



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



IROParis 受益于海外市场上半年良好恢复, 实现收入 3.12 亿元, 同比增长 8.9%, 毛利率同比下滑 5.75pct 至 56.10%; 5) self-portrait 实现收入 1.24 亿元, 同比增长 65.9%, 毛利率同比下滑 0.95pct 至 83.13%。

➤ **疫情下盈利能力承压, 存货周转基本稳定。**盈利能力方面, 22H1, 公司毛利率同比下滑 4.6pct 至 63.8%, 其中 22Q2 毛利率为 65.7%, 同比下滑 1.8pct, 环比提升 3.4pct。上半年毛利率下滑主要因为国际物流成本上涨以及线上渠道占比提升影响。费用端, 公司期间费用率合计提升 8.6pct 至 58.0%, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 45.5%、9.0%、2.2%、1.2%, 同比+7.2pct、+0.1pct、-0.1pct、+1.5pct, 财务费用率增加主要系上半年欧元持续贬值导致长期借款的汇兑损益变动较大。22H1 公司销售净利率同比下滑 12.7pct 至 5.9%。存货方面, 截至 22H1 末, 公司存货同比增长 20.9%至 7.1 亿元, 存货周转天数较同比增加 5 天至 298 天。现金流方面, 上半年公司经营活动现金净流入 0.87 亿元, 同比下滑 31.4%, 主要系支付采购款同比增加、店铺与人工等刚性费用增加、为配合 2021 年股票期权激励计划业绩考核目标, 进行了积极投放。

投资建议

➤ 今年上半年, 公司在多重外部压力下, 受益于差异化的品牌矩阵及积极布局线上渠道, 实现营收端的正增长, 业绩端由于疫情下线渠道折扣加深及积极的费用投放, 压力较大, 但公司在疫情期间的持续扩张, 积极把握线下优质门店资源, 有望在后续客流恢复后实现逐步恢复。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.61\1.01\1.22 元, 公司目前股价对应 PE 分别为 15\9\7 倍, 维持“增持-A”评级。

风险提示

➤ 汇率大幅波动; 线下客流恢复不及预期; 折扣率提升影响公司盈利能力。

财务数据与估值:

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,962	2,363	2,567	2,932	3,346
YoY(%)	-24.9	20.4	8.6	14.2	14.1
净利润(百万元)	445	304	225	371	452
YoY(%)	24.8	-31.7	-26.0	65.0	21.7
毛利率(%)	66.2	67.0	65.0	66.9	67.5
EPS(摊薄/元)	1.21	0.82	0.61	1.01	1.22
ROE(%)	19.6	11.3	7.8	11.6	13.0
P/E(倍)	7.4	10.9	14.7	8.9	7.3
P/B(倍)	1.5	1.2	1.1	1.0	0.9
净利率(%)	22.7	12.9	8.8	12.7	13.5

数据来源: 最闻, 山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1853	2062	2278	2506	2862
现金	758	835	845	994	1127
应收票据及应收账款	298	304	448	414	520
预付账款	25	36	29	49	38
存货	532	696	758	796	952
其他流动资产	239	191	198	253	224
非流动资产	1724	2446	2251	2449	2675
长期投资	372	401	541	742	883
固定资产	170	183	177	180	183
无形资产	602	629	690	670	651
其他非流动资产	580	1233	844	857	958
资产总计	3577	4508	4529	4955	5537
流动负债	800	957	1103	1229	1417
短期借款	96	0	326	562	531
应付票据及应付账款	153	190	211	225	279
其他流动负债	551	767	566	442	607
非流动负债	525	619	346	365	391
长期借款	287	121	45	20	10
其他非流动负债	238	498	301	346	381
负债合计	1325	1576	1449	1595	1808
少数股东权益	42	101	117	136	168
股本	333	369	369	369	369
资本公积	310	750	750	750	750
留存收益	1647	1821	1995	2272	2615
归属母公司股东权益	2209	2831	2963	3225	3561
负债和股东权益	3577	4508	4529	4955	5537

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	215	300	322	220	495
净利润	440	333	241	390	484
折旧摊销	98	91	104	60	60
财务费用	-3	-3	18	6	8
投资损失	-328	-54	-38	-40	-43
营运资金变动	-80	-229	-33	-184	-14
其他经营现金流	88	163	29	-11	-1
投资活动现金流	212	-359	102	-217	-236
筹资活动现金流	-250	75	-709	-79	-113

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	1.21	0.82	0.61	1.01	1.22
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	0.81	0.87	0.60	1.34
每股净资产(最新摊薄)	5.99	7.67	8.03	8.74	9.65

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1962	2363	2567	2932	3346
营业成本	663	779	900	969	1087
营业税金及附加	14	15	18	20	23
营业费用	739	961	1181	1320	1472
管理费用	192	191	231	249	268
研发费用	59	57	64	70	77
财务费用	-3	-3	18	6	8
资产减值损失	-104	-39	-59	-90	-78
公允价值变动收益	0	-1	-0	-1	-1
投资净收益	328	54	38	40	43
营业利润	528	343	272	443	549
营业外收入	4	66	24	31	40
营业外支出	9	7	7	8	7
利润总额	523	402	289	467	582
所得税	83	70	47	77	98
税后利润	440	333	241	390	484
少数股东损益	-5	29	16	19	33
归属母公司净利润	445	304	225	371	452
EBITDA	624	477	380	527	644

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-24.9	20.4	10.1	14.2	14.1
营业利润(%)	7.5	-35.0	-30.6	77.7	16.1
归属于母公司净利润(%)	24.8	-31.7	-39.0	81.2	13.4
获利能力					
毛利率(%)	66.2	67.0	66.2	67.0	67.5
净利率(%)	22.7	12.9	7.1	11.3	11.2
ROE(%)	20.1	10.7	6.0	10.1	10.6
ROIC(%)	25.2	16.5	12.0	17.2	21.0
偿债能力					
资产负债率(%)	37.0	35.0	25.3	26.6	26.2
流动比率	2.3	2.2	3.2	3.2	3.4
速动比率	1.7	1.4	2.1	2.4	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	4.7	6.0	6.0	6.0	6.0
应付账款周转率	11.2	13.8	13.3	13.7	13.9
估值比率					
P/E	7.8	11.4	18.6	10.3	9.1
P/B	1.6	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	5.0	8.4	8.4	4.4	3.7

数据来源：最闻，山西证券研究所

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话: 010-83496336

