

歌力思 (603808)

2022 年中报点评：延续进取开店策略，收入保持增长、净利下滑较多

增持（维持）

2022 年 08 月 31 日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书：S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	2,363	2,538	2,978	3,494
同比	20%	7%	17%	17%
归属母公司净利润（百万元）	304	191	334	414
同比	-32%	-37%	75%	24%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.82	0.52	0.91	1.12
P/E（现价&最新股本摊薄）	11.07	17.58	10.06	8.13

投资要点

■ **公司公布 2022 年中报：**22H1 收入 11.71 亿元/yoy+6.49%、归母净利 0.50 亿元/yoy-72.97%。得益于坚持进取战略积极开店、社群营销、线上各平台发力等促进销售，上半年收入保持增长；但同时净利出现较大幅下滑，主因 22H1 毛利率同比-4.6pct 至 63.84%、费用率同比+8.6pct 至 57.99%、联营公司百秋利润大幅下滑。单季度看，22Q1/Q2 营收分别 6.30/5.43 亿元、分别同比+17.20%/-3.69%，归母净利润分别 0.47 亿元/331 万元、分别同比-49.67%/-96.44%，由于新开店主要集中在 Q2、结合疫情冲击，Q2 业绩下滑较多。

■ **多品牌多点发力，线上高增、直营开店，共促收入增长。**1) **分品牌**，22 上半年 ELLASSAY/Laurd/Ed Hardy/IRO Paris/self-portrait 收入分别同比-3.6%/+2.9%/+5.8%/+8.9%/+65.9%、收入分别占主营业务收入的 39%/10%/13%/27%/11%，除主品牌 ELLASSAY 外，其他品牌收入保持增长，Self-portrait 受益于小红书引流收入增长较多。单 Q2 看，self-portrait 增幅亮眼，其他品牌有所下降、降幅控制在 10%以内。2) **分渠道**，22H1 线上/线下收入分别同比+63.7%/-0.1%。线上受疫情影响较小、同时各品牌发力各自优势平台、带动线上收入高增，占比从同期 10%提升至 15.6%；线下延续进取开店策略，上半年净开 21 家门店至 571 家（较 21H1 末净增 30 家、对应同比+5.3%），新开店基本弥补疫情下同店收入下滑，线下渠道收入基本同比持平。3) **分经营模式**，22H1 直营（含线上）/加盟收入分别同比+13.5%/-15.3%、收入分别占主营业务收入的 80%/20%，截至 22H1 末直营/加盟门店分别为 413/158 家、分别较 21 年末净开 33/净关 12 家、较 21H1 末净开 75/净关 45 家（对应同比+22%/-22%），线上高增及直营开店驱动收入增长，加盟闭店主要来自 Ed Hardy 港澳地区门店关停或转直营。

■ **毛利率下滑、费用率上升，存货周转持平。**1) **毛利率**：22H1 毛利率同比-4.6pct 至 63.84%，主因低毛利线上渠道占比上升、海外战争导致供应链滞后及物流成本上升、线上社群营销投入较多往季产品。2) **期间费用率**：22H1 期间费用率同比+8.62pct 至 57.99%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+7.16/+0.07/-0.07/+1.46pct 至 45.54%/8.97%/2.24%/1.24%，销售费用率上升主因采取进取的开店及投放战略、刚性费用增长较多、一线城市门店占比高使得销售端受疫情影响较大未能迅速起量，财务费用率增加主因欧元贬值导致长期借款汇兑损益变动。3) **归母净利率**：综合毛利率、费用率变动，以及联营企业百秋（持股 27.75%、权益法核算）受疫情影响上海仓库无法发货（客户多为国际奢侈/轻奢品牌）、净利下滑较多（相关投资收益从同期 2377 万元降至 5.1 万元），导致公司 22H1 净利率同比-12.65pct 至 4.30%。4) **存货**：截至 22H1 存货 7.05 亿元/yoy+20.89%，存货周转天数 298 天、与 21H1 持平，存货周转处合理范围。5) **现金流**：22H1 经营活动现金流净额 0.87 亿元/yoy-31%，主因采购款增加、新开门店费用增加、股权激励费用支出增多；截至 22H1 货币资金 5.77 亿元。

■ **盈利预测与投资评级：**公司为多品牌高端时装集团，22H1 继续推进进取门店扩张战略，收入端维持增长、但受疫情冲击净利端下滑较多。长期看多品牌格局日益清晰将增强公司业绩稳定性，目前的逆势开店策略有助公司在消费环境回暖后迎来较好反弹。22 年 7 月各品牌均有不同幅度增长、其中成长期品牌增幅更高。考虑下半年公司将延续开店策略、在整体消费复苏偏弱环境下费用压力仍较大，我们将 22-24 年归母净利润分别从 3.16/4.14/4.85 亿元下调至 1.91/3.34/4.14 亿元，EPS 分别为 0.52/0.91/1.12 元/股，对应 PE 18X/10X/8X，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**疫情恶化、经济疲软、新开店运营不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.11
一年最低/最高价	8.64/16.05
市净率(倍)	1.21
流通 A 股市值(百万元)	3,362.44
总市值(百万元)	3,362.44

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.52
资产负债率(% LF)	31.67
总股本(百万股)	369.09
流通 A 股(百万股)	369.09

相关研究

《歌力思(603808)：多品牌多点发力，22Q1 疫情影响净利承压》
2022-05-07

表1：22H1 歌力思主营业务收入、门店、毛利率按品牌、门店、渠道分布情况

	22H1 收入 (百万元)	收入 YOY	占主营业务收入 比重	门店数 (家)	门店环比 净变动 (家)	门店同比 净变动 (家)	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
主营业务	1,155.02	6.4%	100.0%	571	21	30	64.63%	-4.49pct
分品牌								
ELLASSAY	453.05	-3.6%	39.2%	286	10	-1	67.57%	-5.28pct
Laur �	111.56	2.9%	9.7%	75	7	17	72.52%	-6.50pct
Ed Hardy&Ed Hardy X	154.92	5.8%	13.4%	94	-12	-22	52.80%	-3.71pct
IRO Paris	311.90	8.9%	27.0%	86	6	17	56.10%	-5.75pct
self-portrait	123.59	65.9%	10.7%	30	10	19	83.13%	-0.95pct
分门店类型								
直营	928.36	13.5%	80.4%	413	33	75	68.66%	-4.00pct
加盟	226.66	-15.3%	19.6%	158	-12	-45	48.17%	-10.19pct
分渠道								
线下	974.67	-0.1%	84.4%	571	21	30	65.79%	-5.34pct
线上	180.35	63.7%	15.6%	/	/	/	58.41%	7.08pct

数据来源：公司公告，东吴证券研究所。注：直营毛利率下滑主因毛利率较低的线上占比提升；加盟毛利率下滑主因海外物流成本上升及加盟商退换货影响。

歌力思三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,062	2,483	3,001	3,309	营业总收入	2,363	2,538	2,978	3,494
货币资金及交易性金融资产	875	1,639	1,662	1,673	营业成本(含金融类)	779	859	978	1,131
经营性应收款项	340	26	479	558	税金及附加	15	21	22	24
存货	696	613	670	842	销售费用	961	1,142	1,236	1,450
合同资产	0	0	0	0	管理费用	191	228	262	307
其他流动资产	151	205	190	235	研发费用	57	56	60	70
非流动资产	2,446	2,469	2,518	2,560	财务费用	-3	34	38	32
长期股权投资	401	425	474	566	加:其他收益	15	20	24	28
固定资产及使用权资产	608	598	584	570	投资净收益	54	25	30	35
在建工程	5	5	5	5	公允价值变动	-1	0	0	0
无形资产	629	635	638	640	减值损失	-88	5	5	5
商誉	295	341	397	407	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	86	90	92	89	营业利润	343	249	441	547
其他非流动资产	421	375	328	283	营业外净收支	59	8	8	8
资产总计	4,508	4,953	5,519	5,868	利润总额	402	257	449	555
流动负债	957	963	1,162	1,186	减:所得税	70	49	85	105
短期借款及一年内到期的非流动负债	368	368	368	368	净利润	333	208	363	450
经营性应付款项	190	241	368	297	减:少数股东损益	29	17	29	36
合同负债	66	0	0	0	归属母公司净利润	304	191	334	414
其他流动负债	333	354	427	521	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.82	0.52	0.91	1.12
非流动负债	619	850	853	730	EBIT	291	232	420	512
长期借款	121	352	355	232	EBITDA	505	308	499	590
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	67.02	66.17	67.17	67.64
租赁负债	312	312	312	312	归母净利率(%)	12.86	7.53	11.23	11.84
其他非流动负债	186	186	186	186	收入增长率(%)	20.42	7.42	17.32	17.32
负债合计	1,576	1,813	2,015	1,915	归母净利润增长率(%)	-31.72	-37.07	74.83	23.73
归属母公司股东权益	2,831	3,023	3,357	3,771					
少数股东权益	101	117	146	182					
所有者权益合计	2,932	3,140	3,503	3,953					
负债和股东权益	4,508	4,953	5,519	5,868					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	300	641	163	261	每股净资产(元)	7.67	8.19	9.10	10.22
投资活动现金流	-359	-96	-121	-112	最新发行在外股份 (百万股)	369	369	369	369
筹资活动现金流	75	189	-51	-172	ROIC(%)	7.36	4.76	7.82	8.82
现金净增加额	1	734	-9	-23	ROE-摊薄(%)	10.73	6.33	9.96	10.97
折旧和摊销	215	75	79	79	资产负债率(%)	43.11	37.05	34.96	36.60
资本开支	-132	-68	-73	-29	P/E (现价&最新股本摊薄)	11.07	17.58	10.06	8.13
营运资本变动	-229	386	-378	-317	P/B (现价)	1.19	1.11	1.00	0.89

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

