

歌力思 (603808.SH)

三季度净利润降幅环比收窄，开店速度加快

增持

核心观点

三季度华南疫情冲击下收入基本持平，净利率在营销费用率上升及存货跌价准备增加的影响下有所承压。第三季度公司收入 5.7 亿，同比增长 0.2%，主要由于 9 月销售旺季收到深圳等地疫情的冲击及海外业务的拖累，7-8 月国内品牌业务有良好的增长态势。分业务看，国内品牌业务同比增长 4.4%，其中 SP、IRO 中国区、LAUREL 分别增长 60%、54% 和 9%，歌力思深圳门店较多，收入下降 10%；海外业务由于地缘政治局势与能源紧张影响供应链时效、高温以及欧元汇率贬值等多重因素的影响，收入下降 13%。毛利率为 64.6%，同比提升 2.2 个百分点；费用率增加 9.9 个百分点至 58.5%，主要是由于门店扩张幅度较大销售费用增加、IRO 团队扩充需要及咨询费用增加导致管理费用有所增加。周转方面，公司的存货/应收/应付账款周转天数分别为 314/43/84 天，分别同比+25/-1/+4 天，三季度货品生产相对保守，整体库存处于可控范围。公司的归母净利润为 0.31 亿，同比下降 45.5%，主要受非经营性因素影响；扣非后归母净利润 0.30 亿，同比下降 40.9%，净利润下降的主要原因是各项费用率的增加以及存货跌价准备增加。

弱市中公司积极抢占市场，单三季度门店合计净开店 37 家。公司在弱市中采取了进取的发展策略。截至三季度末，歌力思/Laurel/EH/IRO/SP 店数分别为 295/81/102/81/36 家，比起 6 月末分别净增加 9/8/8/6/6 家；综合来看单三季度净开店达到 37 家，数量达到上半年的接近 2 倍，在逆市中开店可以帮助公司在优质商圈取得更为优质的店铺位置，但开店使刚性费用增长较多，且公司的直营门店有较多位于三季度受疫情影响较为严重的深圳，因此疫情对利润冲击较大。四季度公司将维持较快的开店节奏，抢占优质店铺、拓展市场份额；明年公司的开店计划预计将偏保守。

风险提示：宏观经济下行；疫情反复影响线下门店客流；国际政治经济风险。

投资建议：看好公司多品牌矩阵的长期成长性，维持“增持”评级

公司在弱市中积极扩张份额，三季度在华南区疫情冲击收入基本持平但净利率承压。长期看，公司内容营销能力强，未来主品牌稳步拓店并提升店效、新品牌积极拓店，推动公司持续成长。由于三季度净利率承压，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年净利润分别为 1.5/2.9/3.4 亿（原为 2.2/4.0/4.6 亿），同比-52.1%/146.3%/17%，昨收盘价对应 PE 为 25x/10.1x/8.7x。由于盈利预测的下调，合理估值下调至 9.7-10.1 元（原为 11-11.3 元），对应 2023 年 PE 12.4-13.5x，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	2,439	2,792	3,205
(+/-%)	-24.9%	20.4%	3.2%	14.5%	14.8%
净利润(百万元)	445	304	148	285	336
(+/-%)	24.8%	-31.7%	-51.1%	92.2%	17.8%
每股收益(元)	1.34	0.82	0.40	0.77	0.91
EBIT Margin	18.9%	18.7%	11.2%	12.7%	12.9%
净资产收益率 (ROE)	20.1%	10.7%	5.0%	9.0%	9.8%
市盈率 (PE)	6.4	10.4	21.4	11.1	9.4
EV/EBITDA	9.9	9.7	20.6	11.9	10.4
市净率 (PB)	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9

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

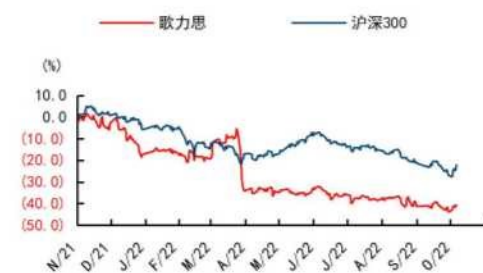
dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	8.62 元
总市值/流通市值	3181/3181 百万元
52 周最高价/最低价	15.88/8.01 元
近 3 个月日均成交额	19.60 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.SH) - 弱市中积极拓展份额，上半年收入增长 6.5%》——2022-08-31

《歌力思 (603808.SH) - 疫情封城影响较大，上半年业绩预减约 75%》——2022-07-19

《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

图1：公司季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司季度归母净利润及增速



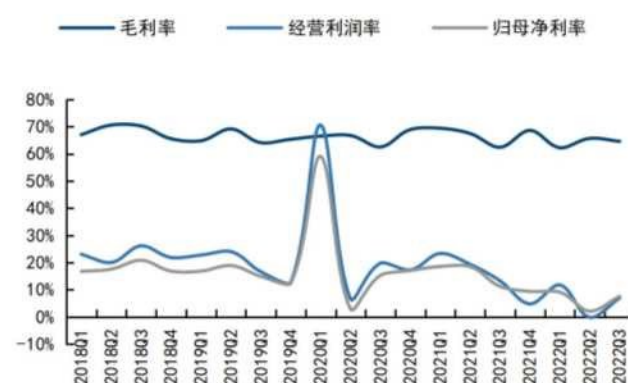
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司季度扣非净利润及变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司季度利润率及变化情况



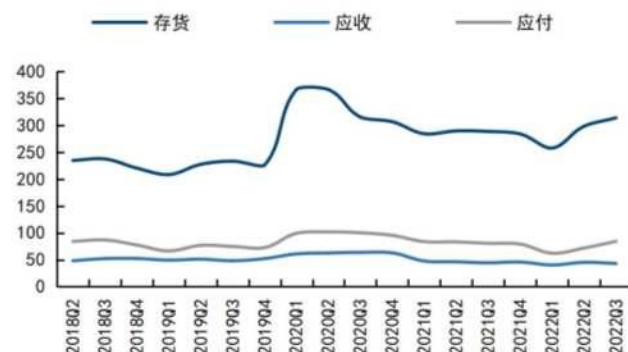
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司季度费用率及变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司季度主要流动资产变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

三季度销售旺季净利率承压，下调盈利预测

1、收入：2022~2024 年预计为 24.4/27.9/32 亿元（原 25.6/29.4/33.6 亿元）

公司为国内较领先的多品牌女装集团，线上内容营销能力较强、数字化系统较完善，线下逆势拓店扩张。预计主品牌将以 8%~9% 的增速增长；IRO 和 Laurel 将以 13%~15% 的速度增长；EH 预计在副线品牌完成渠道调整之后，明后年实现 5%~8% 的增长；SP 处于快速成长期，年店效在 1000 万元以上，预计未来收入增速在 40%~60%。整体来看，预计 2022~2024 年收入为 24.4/27.9/32 亿元，同比 3.2%/14.5%/14.8%。

2、毛利率：2022~2024 年预计为 66.5%/67.6%/67.4%（原 67.1%/67.5%/67.2%）

下调毛利率的原因主要是由于公司主品牌将推出 weekend 系列针对更为年轻的群体，此系列毛利率较低，占比增加后将拉低主品牌的毛利率；

3、费用率：2022~2024 年预计四项费用率合计为 55%/54.6%/54.1%（原 55%/54.6%/54.1%）

上调费用率预期的原因主要是由于公司的开店幅度较大，租金、员工薪资和装修费用较为刚性且占比较高（2021 年占公司整体费用的 40% 以上），在今年加速开店后预计管销费用率将有较为明显的增加。

4、净利润：其他项目维持原假设，根据以上假设调整，预计 2022~2024 年净利润分别为 1.5/2.9/3.4 亿元（原为 2.2/4.0/4.6 亿元），分别同比 -51.1%/92.2%/17.8%。

表1：盈利预测及主要假设条件

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入（百万元）						
歌力思营收	1047.92	938.88	1011.99	966.77	1044.12	1127.65
YoY	4.4%	-10.4%	7.8%	-4.5%	8.0%	8.0%
IRO 营收	674.21	542.72	591.80	610.01	701.51	792.71
YoY	18.9%	-19.5%	9.0%	3.1%	15.0%	13.0%
EH 营收	371.09	214.96	307.60	300.61	315.64	340.90
YoY	-25.5%	-42.1%	43.1%	-2.3%	5.0%	8.0%
Laurel 营收	116.89	146.00	240.74	254.83	293.06	331.15
YoY	4.9%	24.9%	64.9%	5.9%	15.0%	13.0%
SP 营收	-	32.92	175.35	282.13	437.30	612.22
YoY	-	-	432.6%	60.9%	55.0%	40.0%
合计营收	2612.59	1962.14	2362.75	2438.76	2791.63	3204.62
YoY	7.2%	-24.9%	20.4%	3.2%	14.5%	14.8%
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%	66.5%	67.6%	67.4%
费用率						
销售费用	31.7%	37.7%	40.7%	43.8%	43.4%	43.0%
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%	2.6%	2.6%	2.6%
财务费用	0.8%	-0.2%	-0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
资产减值	-1.7%	-5.3%	-1.6%	-0.8%	-2.0%	-2.0%
其他						
营业利润率	18.8%	26.9%	14.5%	10.4%	13.5%	13.9%
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	148.62	283.72	336.32
YoY	-2.3%	24.8%	-31.7%	-51.1%	90.9%	18.5%
归母净利率	13.6%	22.7%	12.9%	6.1%	10.2%	10.5%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：看好公司多品牌矩阵的长期成长性，维持“增持”评级

公司在弱市中积极扩张份额，三季度在华南区疫情冲击收入基本持平但净利率承压。长期看，公司内容营销能力强，未来主品牌稳步拓店并提升店效、新品牌积极拓店，推动公司持续成长。由于三季度净利率承压，我们下调盈利预测，预计2022-2024年净利润分别为1.5/2.9/3.4亿（原为2.2/4.0/4.6亿），同比-52.1%/146.3%/17%，昨收盘价对应PE为25x/10.1x/8.7x。由于盈利预测的下调，合理估值下调至9.7-10.1元（原为11-11.3元），对应2023年PE 12.4-13.5x，维持“增持”评级。

表2: 盈利预测和财务指标

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	2,439	2,792	3,205
(+/-%)	-24.9%	20.4%	3.2%	14.5%	14.8%
净利润(百万元)	445	304	148	285	336
(+/-%)	24.8%	-31.7%	-51.1%	92.2%	17.8%
每股收益(元)	1.34	0.82	0.40	0.77	0.91
EBIT Margin	18.9%	18.7%	11.2%	12.7%	12.9%
净资产收益率(ROE)	20.1%	10.7%	5.0%	9.0%	9.8%
市盈率(PE)	6.4	10.4	21.4	11.1	9.4
EV/EBITDA	9.9	9.7	20.6	11.9	10.4
市净率(PB)	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表3: 可比公司估值

公司	公司	投资	收盘价	EPS				PE			
代码	名称	评级	人民币	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
603808	歌力思	增持	8.51	0.87	0.40	0.77	0.91	9.8	21.2	11.0	9.3
603587	地素时尚	买入	13.81	1.43	1.12	1.36	1.59	9.7	12.3	10.2	8.7
002154	报喜鸟	买入	3.64	0.32	0.36	0.45	0.53	11.4	10.1	8.1	6.9
002832	比音勒芬	买入	23.86	1.15	1.38	1.71	2.03	20.7	17.3	14.0	11.8
平均值								10.5	11.2	9.1	7.8

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理。备注: 无评级公司的盈利预测来自 wind 一致预期

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	950	1340	1541	营业收入	1962	2363	2439	2792	3205
应收款项	385	397	434	497	571	营业成本	663	779	816	903	1045
存货净额	532	696	552	608	701	营业税金及附加	14	15	15	18	20
其他流动资产	106	94	97	111	127	销售费用	739	961	1069	1212	1377
流动资产合计	1853	2062	4123	2595	2980	管理费用	192	191	233	234	267
固定资产	184	188	162	173	168	研发费用	[(Red]3)	[(Red]3)	6	7	8
无形资产及其他	602	629	603	578	553	财务费用	(3)	(3)	82	11	15
投资性房地产	565	1228	1228	1228	1228	投资收益	328	54	49	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)	(51)	(92)	(106)
资产总计	3577	4508	6517	4976	5330	其他收入	(257)	(99)	44	36	38
短期借款及交易性金融负债	260	368	2195	368	368	营业利润	528	343	207	373	439
应付款项	153	190	181	199	230	营业外净收支	(5)	59	7	8	10
其他流动负债	387	400	491	552	631	利润总额	523	402	214	381	449
流动负债合计	800	957	2867	1119	1228	所得税费用	83	70	37	66	78
长期借款及应付债券	287	121	121	121	121	少数股东损益	(5)	29	(29)	(30)	(35)
其他长期负债	238	498	498	498	498	归属于母公司净利润	445	304	148	285	336
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	3486	1738	1847	净利润	445	304	148	285	336
少数股东权益	42	101	81	59	35	资产减值准备	45	(65)	84	(3)	(9)
股东权益	2209	2831	2950	3179	3448	折旧摊销	50	47	51	58	67
负债和股东权益总计	3577	4508	6517	4976	5330	公允价值变动损失	(104)	40	51	92	106
关键财务与估值指标						财务费用	(3)	(3)	82	11	15
每股收益	1.34	0.82	0.40	0.77	0.91	营运资本变动	345	(581)	270	(57)	(82)
每股红利	0.27	0.37	0.08	0.15	0.18	其它	(49)	81	(104)	(18)	(16)
每股净资产	6.64	7.67	7.99	8.61	9.34	经营活动现金流	732	(174)	501	358	403
ROIC	13%	14%	6%	8%	12%	资本开支	0	71	(134)	(134)	(134)
ROE	20%	11%	5%	9%	10%	其它投资现金流	(32)	32	0	0	0
毛利率	66%	67%	67%	68%	67%	投资活动现金流	(385)	73	(134)	(134)	(134)
EBIT Margin	19%	19%	11%	13%	13%	权益性融资	0	476	0	0	0
EBITDA Margin	21%	21%	13%	15%	15%	负债净变化	(326)	(166)	0	0	0
收入增长	-25%	20%	3%	14%	15%	支付股利、利息	(90)	(137)	(30)	(57)	(67)
净利润增长率	25%	-32%	-51%	92%	18%	其它融资现金流	704	309	1828	(1828)	0
资产负债率	38%	37%	55%	36%	35%	融资活动现金流	(129)	179	1798	(1885)	(67)
息率	2.8%	4.3%	0.9%	1.8%	2.1%	现金净变动	217	77	2165	(1660)	202
P/E	6.4	10.4	21.4	11.1	9.4	货币资金的期初余额	540	758	835	3000	1340
P/B	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9	货币资金的期末余额	758	835	3000	1340	1541
EV/EBITDA	9.9	9.7	20.6	11.9	10.4	企业自由现金流	0	(98)	413	160	193
						权益自由现金流	0	45	2173	(1676)	181

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