

歌力思 (603808.SH)

2022 年收入预增 3%，近期复苏势头较好

增持

◆ 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: 2023 年 1 月 31 日, 公司发布 2022 年度业绩预告, 2022 年预计销售收入实现 1%~5% 的增长, 归母净利润预计为 0.69~0.84 亿元, 同比减少 72%~75%; 扣非后归母净利润 0.54~0.69 亿元, 同比减少 72%~78%。

◆ **国信纺织观点:** 1) 2022 年收入预增约 3%，四季度封控对线下客流影响较大净利润预减 74.5%；2) 经营展望: 弱市中公司积极扩张抢占市场, 全年直营店铺数量净增加约 84 家, 为业绩恢复打下基础；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: 刚性费用较多导致 2022 年净利润承压, 复苏背景下多品牌集团具备较大弹性, 维持“增持”评级。2022 年封控影响门店客流、直营占比较高刚性费用较多, 净利润承压。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, 2022 年已开设较多优质新店, 消费回暖后有望实现较快的份额提升。考虑到公司第四季度受封控影响较大, 我们下调盈利预测, 预计 2022-2024 年净利润分别为 0.8/2.5/3.3 亿元 (原为 2.1/4.4/7.7 亿元), 同比-74.4%/224.9%/30.3%, 昨收盘价对应 PE 为 44.8x/13.8x/10.6x。疫后消费复苏板块估值提升, 维持合理估值 11-11.3 元, 对应 2024 年 PE 12.3-12.6x, 维持“增持”评级。

评论:

◆ 2022 年收入预增约 3%，四季度封控对线下客流影响较大净利润预减 74.5%

2022 年公司逆势扩张收入预增约 3%，但受线下渠道封控影响净利润预减约 75%。2022 年公司收入预计约为 24.3 亿元, 同比增长约 3%，主要由于新店开拓、线上销售、社群营销积极；归母净利润预计为 0.8 亿元, 同比下降约 74.9%；扣非后归母净利润预计为 0.6 亿元, 同比下降约 75.3%，主要是由于公司各品牌均定位高端, 旗下门店在一线城市布局多, 线下店铺经营受到较大影响且支出较为刚性。

图1: 公司年度营业收入与变化情况



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

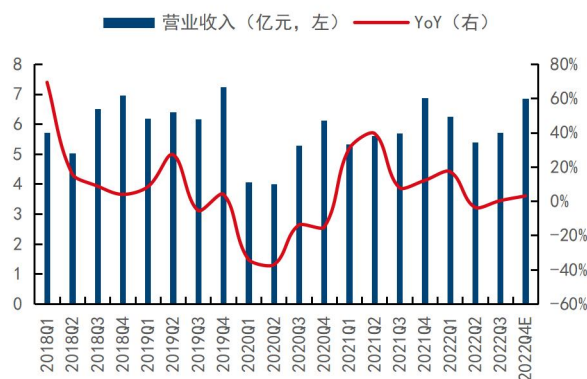


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司在传统销售旺季的第四季度收入出现下降, 净利润承压。第四季度净利润预计约为-0.05 亿元, 同比

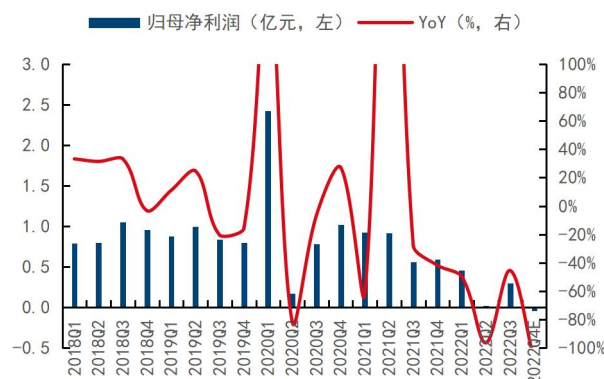
下滑 109.1%；扣非后归母净利润预计为-1.0 亿元，同比下滑约 139.8%，主要由于全面放开后第一波感染高峰对重点地区门店经营影响较大。

图3：公司季度营业收入与变化情况



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，全年直营店铺数量净增加约 84 家，为业绩恢复打下基础

弱市中公司积极抢占市场，2022 下半年直营店铺净增约 51 家，近期消费复苏预计将有较快的收入增长。公司在弱市中采取了进取的发展策略，保持着积极的门店扩张速度，尤其是直营门店增加较多。2022 年底直营店铺数量较年初净增加约 84 家，其中下半年净增加约 51 家。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，因此疫情对 2022 年的利润冲击较大。近期经济逐步复苏，元旦、春节等重要节日拉动高端消费景气，预计公司的收入增速将加快。

展望未来，整体看预计公司 2023 年将在注重同店提升的同时，维持一定的净开店。分品牌看，歌力思 2021 年收入约为 10 亿元，处于较为稳健的发展阶段，预计将主要注重店效的提升；IRO、Laurel 2021 年收入在 2~3 亿元左右，处于成长期，零售环境好转后将维持较快的拓店节奏；self-portrait 2021 年收入约 1.8 亿元，处于高速成长期，未来将有快速的拓店；EH 在 2022 年进行品牌重塑，预计 2023 年店铺数量将相对稳定。

◆ 投资建议：刚性费用较多导致 2022 年净利润承压，复苏背景下多品牌集团具备较大弹性，维持“增持”评级。

2022 年封控影响门店客流、直营占比较高刚性费用较多，净利润承压。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，2022 年已开设较多优质新店，消费回暖后有望实现较快的份额提升。考虑到公司第四季度受封控影响较大，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年净利润分别为 0.8/2.5/3.3 亿元（原为 2.1/4.4/7.7 亿元），同比 -74.4%/224.9%/30.3%，昨收盘价对应 PE 为 44.8x/13.8x/10.6x。疫后消费复苏板块估值提升，维持合理估值 11-11.3 元，对应 2024 年 PE 12.3-12.6x，维持“增持”评级

表1：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	2,423	2,792	3,214
(+/-%)	-24.9%	20.4%	2.5%	15.2%	15.1%
净利润(百万元)	445	304	78	253	330
(+/-%)	24.8%	-31.7%	-74.4%	224.9%	30.3%
每股收益(元)	1.34	0.82	0.21	0.69	0.89
EBIT Margin	18.9%	18.7%	8.8%	11.4%	12.7%
净资产收益率(ROE)	20.1%	10.7%	2.7%	8.2%	9.8%
市盈率(PE)	7.1	11.5	44.8	13.8	10.6
EV/EBITDA	10.6	10.4	26.5	13.9	11.3
市净率(PB)	1.4	1.2	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2：可比公司估值表

公司	公司	投资	收盘价	EPS				PE			
代码	名称	评级	人民币	2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E
603808	歌力思	增持	10.38	1.34	0.87	0.21	0.69	7.7	11.9	49.2	15.1
同类公司											
603587	地素时尚	买入	15.97	1.31	1.43	1.22	1.52	12.20	11.15	13.09	10.51
03306	江南布衣	买入	9.70	1.25	1.08	1.15	1.36	7.8	9.0	8.4	7.1
003016	欣贺股份	无评级	9.72	0.53	0.67	0.51	0.74	18.4	14.5	19.0	13.1
03709	赢家时尚	无评级	8.88	0.67	0.84	1.11	1.28	13.2	10.6	8.0	6.9
均值								12.9	11.3	12.1	9.4

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。

相关研究报告：

- 《歌力思（603808.SH）-三季度净利润降幅环比收窄，开店速度加快》——2022-11-06
- 《歌力思（603808.SH）-弱市中积极扩拓展份额，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

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	3000	1273	1469	营业收入	1962	2363	2423	2792	3214
应收款项	385	397	431	497	572	营业成本	663	779	816	895	1022
存货净额	532	696	552	603	686	营业税金及附加	14	15	15	18	20
其他流动资产	106	94	96	111	127	销售费用	739	961	1113	1256	1414
流动资产合计	1853	2062	4119	2523	2895	管理费用	192	191	233	234	268
固定资产	184	188	159	170	165	研发费用	(3)	(3)	6	7	8
无形资产及其他	602	629	603	578	553	财务费用	(3)	(3)	78	13	16
投资性房地产	565	1228	1228	1228	1228	投资收益	328	54	26	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)	(57)	(92)	(106)
资产总计	3577	4508	6511	4901	5242	其他收入	(257)	(99)	41	36	38
短期借款及交易性金融负债	260	368	2236	368	368	营业利润	528	343	122	334	431
应付款项	153	190	181	198	225	营业外净收支	(5)	59	7	8	10
其他流动负债	387	400	501	560	634	利润总额	523	402	129	342	441
流动负债合计	800	957	2917	1125	1227	所得税费用	83	70	22	59	76
长期借款及应付债券	287	121	121	121	121	少数股东损益	(5)	29	(29)	(30)	(34)
其他长期负债	238	498	498	498	498	归属于母公司净利润	445	304	78	253	330
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	3536	1744	1846	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
少数股东权益	42	101	81	60	36	净利润	445	304	78	253	330
股东权益	2209	2831	2894	3096	3360	资产减值准备	45	(65)	81	(3)	(9)
负债和股东权益总计	3577	4508	6511	4901	5242	折旧摊销	50	47	51	58	67
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	(104)	40	57	92	106
2020	2021	2022E	2023E	2024E		财务费用	(3)	(3)	78	13	16
每股收益	1.34	0.82	0.21	0.69	0.89	营运资本变动	345	(581)	281	(58)	(82)
每股红利	0.27	0.37	0.04	0.14	0.18	其它	(49)	81	(101)	(18)	(15)
每股净资产	6.64	7.67	7.84	8.39	9.10	经营活动现金流	732	(174)	446	325	396
ROIC	13%	14%	4%	7%	12%	资本开支	0	71	(134)	(134)	(134)
ROE	20%	11%	3%	8%	10%	其它投资现金流	(32)	32	0	0	0
毛利率	66%	67%	66%	68%	68%	投资活动现金流	(385)	73	(134)	(134)	(134)
EBIT Margin	19%	19%	9%	11%	13%	权益性融资	0	476	0	0	0
EBITDA Margin	21%	21%	11%	13%	15%	负债净变化	(326)	(166)	0	0	0
收入增长	-25%	20%	3%	15%	15%	支付股利、利息	(90)	(137)	(16)	(51)	(66)
净利润增长率	25%	-32%	-74%	225%	30%	其它融资现金流	704	309	1868	(1868)	0
资产负债率	38%	37%	56%	37%	36%	融资活动现金流	(129)	179	1852	(1919)	(66)
息率	2.6%	3.9%	0.4%	1.5%	1.9%	现金净变动	217	77	2165	(1727)	197
P/E	7.1	11.5	44.8	13.8	10.6	货币资金的期初余额	540	758	835	3000	1273
P/B	1.4	1.2	1.2	1.1	1.0	货币资金的期末余额	758	835	3000	1273	1469
EV/EBITDA	10.6	10.4	26.5	13.9	11.3	企业自由现金流	0	(98)	375	129	187
						权益自由现金流	0	45	2179	(1750)	174

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