

歌力思 (603808)

2023 年中报点评：收入表现靓丽，盈利能力持续修复可期

买入（维持）

2023 年 09 月 02 日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书：S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

研究助理 郝越

执业证书：S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	2,395	2,870	3,373	3,806
同比	1%	20%	18%	13%
归属母公司净利润（百万元）	20	297	402	485
同比	-93%	1353%	35%	21%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.06	0.80	1.09	1.31
P/E（现价&最新股本摊薄）	222.16	15.29	11.30	9.37

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- 公司公布 2023 年中报：23H1 营收 13.72 亿元/yoy+17.22%/较 21 年同期+24.8%、归母净利润 1.10 亿元/yoy+117.55%/较 21 年同期+41.2%、扣非归母净利 1.04 亿元/yoy+154.65%/较 21 年同期+40.5%，落于此前业绩预告上限，收入已超 21 年同期水平、创历史新高，利润尚未回到 21 年水平。分季度来看，23Q1/Q2 收入分别同增 5.99%/30.22%、归母净利润分别同增 0.39%/1785.89%、扣非归母净利分别同比 -12.73%/+840.91%，Q2 收入同比增速进一步提升主要系低基数所致，剔除基数原因、Q1/Q2 较 21 年同期均实现 20%以上较好增长，利润端增速超收入主要系毛利率提升+费用率下降带动。
- 多品牌多点发力促收入增长，Self-portrai、Laurel、IRO 中国区表现突出。分品牌看，23H1 主品牌/Laurel/Ed Hardy/IRO/Self-portrait 收入分别同比 +5.3%/+37.7%/+4.3%/+12.5%/+70.0%、较 21 年同期分别 +2%/42%/+10%/+62%/+182%、分别占比 35%/11%/12%/26%/15%。Self-portrait 增速强劲、持续高质量扩张，Laurel 随国内客流量修复、显著改善，IRO 中国区表现出色、同增约 65%、但海外受大环境影响（欧洲通胀、俄乌战争、法国罢工骚乱等）拉低综合增速，歌力思主品牌保持稳健增速，ED HARDY 受副线 ED HARDY X 为保持品牌定位而收缩抖音业务的影响、增速相对较低。
- 剔除 Ed Hardy X 抖音收缩影响，线上线下均实现较好增长。1）分渠道，23H1 线上/线下收入分别同比+6.60%/+19.13%，线下收入增长受益于消费场景放开客流回暖及净开店拉动，截至 23H1 线下门店 631 家/yoy+11%/同比净开 60 家；线上受到 Ed Hardy X 抖音收缩影响、若剔除该因素线上同比增速为 20%左右，线上线下均保持良好增长态势。2）分模式，22 年直营/加盟收入分别同比+18.08%/+13.44%、分别占比 80%/19%，直营增速较高主要受益于门店拓张、加盟店效修复较为明显，截至 23H1 末直营/加盟门店分别 474/157 家、yoy+15%/-1%、同比分别+61/-1 家。
- 毛利率回升+费用率下降，促净利率同比显著提升、但尚未回到 21 年水平。1）毛利率：23H1 同比+3.65pct 至 67.49%/较 21 年同期-0.93pct，同比主要影响因素包括：①折扣货品销售占比下降、增厚毛利率；②随线下渠道快速修复、毛利率较低的线上渠道营收占比由 22H1 的 15.6%下降至 14.0%、增厚毛利率；③海外罢工黑天鹅事件拖累整体毛利率。分品牌看，除 Self-Portrait 较为稳定外，其他品牌毛利率均有 2.5pct 以上同比提升。分季度看 23Q1/Q2 公司毛利率同比分别+3.26/+3.68pct，Q2 毛利率进一步回升、国内业务基本恢复至 21 年水平。2）期间费用率：23H1 同比-1.41pct 至 56.57%/较 21 年同期+7.20pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.23/-1.00/+0.11/-0.30pct，分季度看 23Q1/Q2 同比分别+4.18/-8.05pct，Q2 销售费用率大幅下降、同比-5pct 带动费用率改善。3）净利率：结合毛利率及费用率变动、以及资产减值损失同增 2630 万元冲淡利润，23H1 归母净利率同比+3.68pct 至 7.99%/较 21 年同期-8.97pct，净利率处修复通道，但由于相较 21 年费用率仍提升较多、尚未修复至 21 年水平。分季度看 23Q1/Q2 同比分别-0.40/+8.21pct、Q2 净利率同比显著提升。4）存货：23H1 末存货 7.11 亿元/yoy +0.79%，存货周转天数同比+2 天至 300 天，库存总额相对稳定、控制良好。5）现金流：23H1 经营活动现金流净额 2.72 亿元/同比+213.80%，截至 23H1 货币资金 5.73 亿元，现金流管理较好。
- 盈利预测与投资评级：公司为多品牌高端时装集团，22 年疫情环境下门店数量逆势扩张促收入端保持增长、但相关费用增多拖累净利下滑较多。23 年以来国内复苏较好，但海外环境因素扰动拖累整体经营。受益于门店积极拓展+多品牌多点发力，公司收入增速进一步提升、23H1 收入创新高。盈利能力方面，国内毛利率恢复良好、基本恢复至 21 年水平、带动公司盈利能力提升，但净利率及净利润受制于费用率相较 21 年仍提升较多及海外环境扰动影响、尚未回到 21 年水平。公司不断进行新品牌、新业务拓展，23 年 6 月投资 4000 万元取得加拿大高端羽绒服品牌 Nobis 中国境内所有权，进一步扩充现有品类、提高公司高端市场占有率，同时逐步探索歌力思、IRO 品牌男装业务，长期看好公司成长潜力。我们维持 23-25 年归母净利润预测 2.97/4.02/4.85 亿元、对应 PE 为 15/11/9X，维持“买入”评级。
- 风险提示：经济及消费疲软、新开店运营不及预期、费用控制不及预期、新品牌拓展不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.31
一年最低/最高价	8.01/14.59
市净率(倍)	1.56
流通 A 股市值(百万元)	4,543.53
总市值(百万元)	4,543.53

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.88
资产负债率(% LF)	31.92
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)：22 年报及 23 年一季报点评：逆势开店促收入保持增长，股权激励提出积极增长目标》

2023-04-28

《歌力思(603808)：2022 年三季报点评：Q3 收入增速转正，逆势开店净利承压》

2022-11-02

表1: 23H1 公司收入/门店/毛利率按品牌、渠道、模式划分情况

	23H1 收入 (百万元)	收入 YOY	占总营收 比重	门店数 (家)	门店同比 净变动 (家)	门店环比 净变动 (家)	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
整体	1372.47	17.22%	100%	631	60	18	67.49%	3.65pct
分品牌								
主品牌歌力思	477.21	5.33%	35%	300	14	3	70.24%	2.66pct
LAUREL	153.64	37.72%	11%	82	7	4	75.77%	3.25pct
ED HARDY、ED HARDY X	161.54	4.28%	12%	99	5	-2	58.88%	6.07pct
IRO	350.89	12.50%	26%	105	19	8	59.92%	3.82pct
Self-Portrait	210.04	69.95%	15%	45	15	5	82.64%	-0.49pct
分渠道								
线上	192.24	6.60%	14.0%	/	/	/	59.92%	1.51pct
线下	1161.09	19.13%	84.6%	631	60	18	70.22%	4.43pct
分模式								
直营	1096.20	18.08%	80%	474	61	14	72.58%	3.93pct
加盟	257.13	13.44%	19%	157	-1	4	52.45%	4.28pct

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

歌力思三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,757	2,355	2,967	3,310	营业总收入	2,395	2,870	3,373	3,806
货币资金及交易性金融资产	519	1,453	1,502	1,600	营业成本(含金融类)	867	932	1,060	1,161
经营性应收款项	306	34	547	611	税金及附加	15	17	20	23
存货	775	649	710	850	销售费用	1,135	1,334	1,552	1,751
合同资产	0	0	0	0	管理费用	224	224	246	278
其他流动资产	157	218	208	249	研发费用	52	57	67	76
非流动资产	2,586	2,608	2,656	2,696	财务费用	34	20	25	23
长期股权投资	448	471	520	612	加:其他收益	21	29	34	38
固定资产及使用权资产	697	685	669	655	投资净收益	43	57	67	76
在建工程	1	1	1	1	公允价值变动	(8)	0	0	0
无形资产	627	633	637	638	减值损失	(43)	(5)	(5)	(4)
商誉	295	341	397	407	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	111	115	117	114	营业利润	81	366	499	605
其他非流动资产	407	362	314	269	营业外净收支	11	14	15	15
资产总计	4,343	4,963	5,623	6,006	利润总额	92	380	514	620
流动负债	799	864	1,084	1,063	减:所得税	37	57	77	93
短期借款及一年内到期的非流动负债	214	214	214	214	净利润	56	323	437	527
经营性应付款项	212	264	406	307	减:少数股东损益	35	26	35	42
合同负债	68	0	0	0	归属母公司净利润	20	297	402	485
其他流动负债	304	386	463	542	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.06	0.80	1.09	1.31
非流动负债	680	911	914	791	EBIT	81	305	428	518
长期借款	102	333	336	213	EBITDA	387	382	508	598
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	63.81	67.54	68.59	69.50
租赁负债	390	390	390	390	归母净利率(%)	0.85	10.35	11.92	12.74
其他非流动负债	187	187	187	187	收入增长率(%)	1.35	19.83	17.55	12.81
负债合计	1,479	1,775	1,998	1,854	归母净利润增长率(%)	(93.27)	1,352.77	35.29	20.65
归属母公司股东权益	2,751	3,048	3,450	3,935					
少数股东权益	114	140	175	217					
所有者权益合计	2,865	3,188	3,625	4,152					
负债和股东权益	4,343	4,963	5,623	6,006					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	314	751	116	274	每股净资产(元)	7.45	8.26	9.35	10.66
投资活动现金流	(57)	(58)	(77)	(63)	最新发行在外股份(百万股)	369	369	369	369
筹资活动现金流	(557)	211	(22)	(146)	ROIC(%)	1.34	6.74	8.37	9.23
现金净增加额	(293)	904	17	64	ROE-摊薄(%)	0.74	9.75	11.65	12.33
折旧和摊销	306	77	80	80	资产负债率(%)	37.05	34.96	34.04	35.77
资本开支	(119)	(62)	(66)	(22)	P/E(现价&最新股本摊薄)	222.16	15.29	11.30	9.37
营运资本变动	(100)	376	(436)	(306)	P/B(现价)	1.65	1.49	1.32	1.15

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>