

# 歌力思 (603808.SH)

## 第三季度收入增长 21%，投资收益下降拖累净利率

增持

### 核心观点

门店持续扩张、多品牌发力推动下，第三季度收入同比增长 21%。公司是国内高端女装品牌集团。近年来公司持续拓店策略，以及多品牌多点发力策略成效显著。第三季度收入同比增长 20.6%至 6.9 亿元；归母净利润同比下滑 14.4%至 0.27 亿元，一方面受到海外大环境较恶劣的影响，海外业务预计延续上半年亏损趋势；另一方面主要受参股公司百秋尚美由于股权激励费用摊销，导致投资收益对净利润贡献减少影响。

主要受益于线下消费场景恢复、新开门店店效爬坡、正向经营杠杆的驱动下，单三季度毛利率延续提升趋势，同比提升 1.0 个百分点至 65.6%。整体费用率同比基本维持稳定；营业利润率较去年同期持平；净利率下滑 2.1 百分点，主要受百秋尚美影响，投资收益占收入比例较去年同期减少 4.1 百分点。前三季度经营性现金流净额同比增长 63.7%至 3.56 亿元。

### 第三季度大部分品牌、全渠道收入均实现增长。

**分品牌看：**大部分品牌在店数和店效双重推动下，收入实现增长。1) 主品牌歌力思收入同比增长 22%，单店收入增长 17%；2) 三大成长期品牌表现优异，SP、IRO、LAUREL 收入分别同比增长 20%/29%/31%；其中 IRO 品牌约 80% 收入在海外，由于海外大环境较恶劣，对经营冲击较大，预计海外收入下降，但国内增长较好带动品牌整体收入增长；3) Ed HARDY 收入同比下滑 8%。门店数量持续扩张，所有品牌单三季度新开店 27 家，较年末净增加 45 家。

**分渠道看：**1) 前三季度及单三季度线下收入增速均快于线上收入增速，其中单三季度线下/线上分别同比增长 23%/8%；2) 单三季度直营与分销渠道均实现双位数同比增长，分别同比+20%/25%。

**风险提示：**品牌形象受损；存货大幅减值；市场竞争加剧。

**投资建议：**逆势扩店策略效益显著，中长期看好收购品牌成长潜力。公司近年来逆势扩张门店，今年前三季度在收入贡献及毛利率提升方面效果显著；三大成长期品牌国内收入增速亮眼，中长期继续看好公司主品牌稳健增长，以及收购子品牌的增长潜力。考虑到今年海外环境较差，对收入和利润端预计均造成负面影响，同时百秋尚美股权激励费用短期增加拖累公司净利润，我们下调盈利预测，预计 2023-2025 年净利润分别为 2.2/3.5/4.1 亿元（前值为 2.7/3.6/4.2 亿元），同比增长 981.5%/60.2%/15.8%。由于盈利预测下调，下调目标价至 13.2-14.1 元（原为 13.3-14.3 元），对应 2024 年 PE 14-15x，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,363	2,395	2,824	3,243	3,654
(+/-%)	20.4%	1.4%	17.9%	14.8%	12.7%
净利润(百万元)	304	20	221	354	410
(+/-%)	-31.7%	-93.3%	981.5%	60.2%	15.8%
每股收益(元)	0.82	0.06	0.59	0.94	1.09
EBIT Margin	18.6%	7.5%	10.0%	13.3%	13.9%
净资产收益率 (ROE)	10.7%	0.7%	7.6%	11.0%	11.6%
市盈率 (PE)	12.7	189.3	17.9	11.2	9.6
EV/EBITDA	11.2	22.9	16.7	11.5	10.0
市净率 (PB)	1.4	1.4	1.4	1.2	1.1

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

证券分析师：刘佳琪

0755-81981391

010-88005446

dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn

S0980520040004

S0980523070003

#### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	13.20 - 14.10 元
收盘价	10.49 元
总市值/流通市值	3872/3872 百万元
52 周最高价/最低价	14.59/8.32 元
近 3 个月日均成交额	23.64 百万元

#### 市场走势

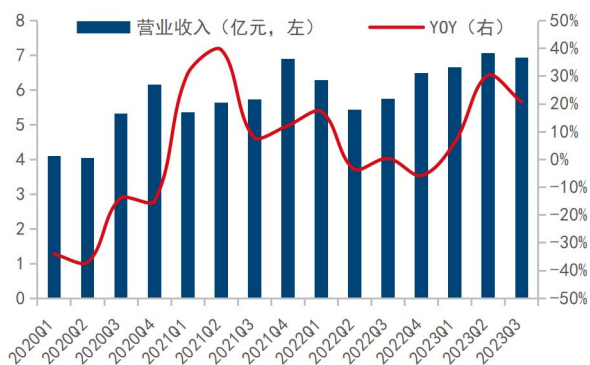


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《歌力思 (603808.SH) - 上半年收入增长 17%，各品牌毛利率提升》——2023-08-30
- 《歌力思 (603808.SH) - 2023 一季度收入增长 6%，股权激励彰显增长信心》——2023-04-30
- 《歌力思 (603808.SH) - 2022 年收入预增 3%，近期复苏势头较好》——2023-02-03
- 《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) - 弱市中积极拓展份额，上半年收入增长 6.5%》——2022-08-31

图1：公司单季度收入及增速（单位：亿元、%）



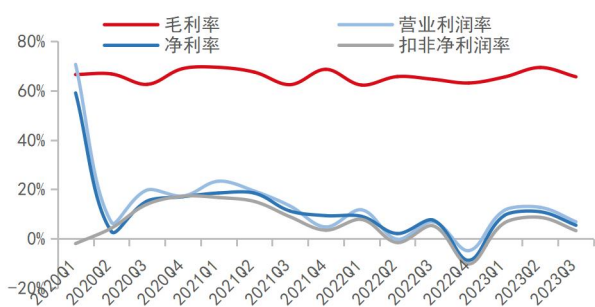
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



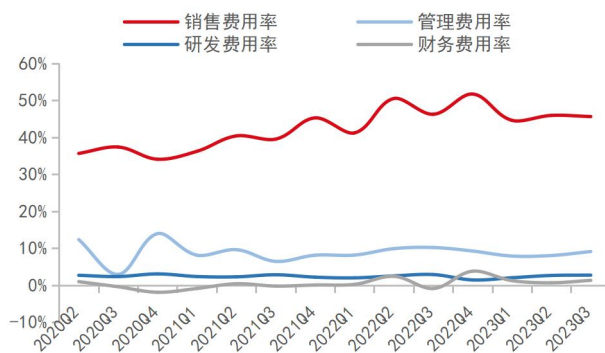
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度利润率水平



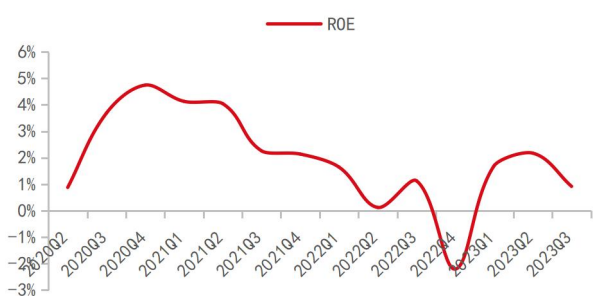
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度费用率与变化情况



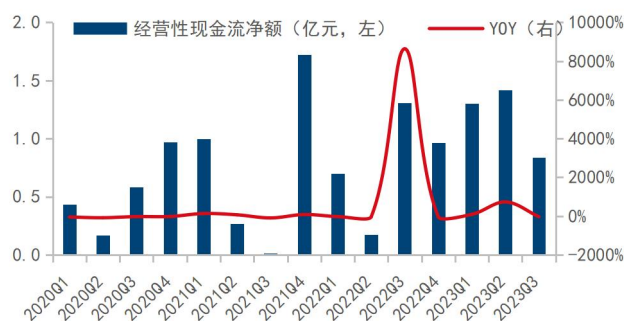
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司单季度净资产收益率（ROE）情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司经营性现金流净额（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图7：歌力思一图业绩概览**

金额单位：百万元		2021	2022	2022H1	2022H2	2023H1	2023Q1	2023Q2	2023Q3	
<b>营收</b>	<b>合计</b>	2,362.75	2,394.74	1,170.83	1,223.91	1,372.47	665.56	706.91	693.12	
	店数	550	613	571	613	631	625	631	658	
	单店收入	4.30	3.91	2.05	2.00	2.18	1.08	1.13	1.08	
<b>按品牌分</b>										
	歌力思	1,011.99	888.51	453.05	435.46	477.21	236.23	240.98	241.05	
	门店数	276	297	286	297	300	299	300	305	
	单店收入	3.67	2.99	1.58	1.47	1.59	0.79	0.80	0.80	
	IRO	591.80	660.57	311.90	348.67	350.89	169.12	181.77	209.96	
	门店数	80	97	86	97	105	101	105	111	
	单店收入	7.40	6.81	3.63	3.59	3.34	1.71	1.76	1.94	
	EdHardy	307.60	299.49	154.92	144.58	161.54	80.29	81.25	64.03	
	门店数	106	101	94	101	99	101	99	103	
	单店收入	2.90	2.97	1.65	1.43	1.63	0.79	0.81	0.63	
	Laurel	240.74	236.52	111.56	124.95	153.64	67.61	86.03	78.92	
	门店数	68	78	75	78	82	80	82	87	
	单店收入	3.54	3.03	1.49	1.60	1.87	0.86	1.06	0.93	
	self-portrait	175.35	278.53	123.59	154.93	210.04	103.38	106.66	90.33	
	门店数	20	40	30	40	45	44	45	52	
	单店收入	8.77	6.96	4.12	3.87	4.67	2.46	2.40	1.86	
<b>按渠道分</b>										
	直营	1798.74	1935.44	928.36	1007.08	1096.20	544.38	551.82	546.74	
	分销	528.74	428.17	226.66	201.51	257.13	112.26	144.87	137.55	
	线上	272.00	350.92	180.35	170.57	192.24	84.47	107.77	75.26	
	线下	2055.48	2012.70	974.67	1038.03	1161.09	572.17	588.91	609.03	
YOY	直营	28.9%	7.6%	13.5%	2.7%	18.1%	16.0%	20.2%	19.8%	
	分销	6.0%	-19.0%	-15.3%	-22.8%	13.4%	-25.7%	91.6%	25.2%	
	线上	9.2%	29.0%	63.7%	5.4%	6.6%	-5.1%	18.0%	8.4%	
	线下	25.0%	-2.1%	-0.1%	-3.9%	19.1%	7.7%	32.8%	22.6%	
<b>毛利率</b>	<b>合计</b>	<b>67.0%</b>	<b>63.8%</b>	<b>63.8%</b>	<b>63.8%</b>	<b>67.5%</b>	<b>65.5%</b>	<b>69.4%</b>	<b>65.6%</b>	
	歌力思	72.2%	67.1%	67.6%	66.5%	70.2%	70.8%	69.7%	73.0%	
	IRO	65.3%	58.7%	56.1%	61.0%	59.9%	54.6%	64.9%	49.9%	
	EdHardy	48.1%	46.6%	52.8%	39.9%	58.9%	59.8%	57.9%	57.9%	
	Laurel	70.9%	71.7%	72.5%	70.9%	75.8%	75.1%	76.3%	74.9%	
	self-portrait	82.9%	82.5%	83.1%	82.1%	82.6%	83.2%	82.1%	83.5%	
<b>费用率</b>										
	营业税金及附加	0.6%	0.6%	0.7%	0.5%	0.7%	0.9%	0.5%	0.5%	
	销售费用	40.7%	47.4%	45.5%	49.2%	45.3%	44.6%	46.0%	45.6%	
	管理费用	8.1%	9.3%	9.0%	9.7%	8.0%	7.9%	8.0%	9.1%	
	研发费用	2.4%	2.2%	2.2%	2.1%	2.3%	2.0%	2.6%	2.7%	
	财务费用	-0.1%	1.4%	1.2%	1.6%	0.9%	1.2%	0.7%	1.3%	
<b>所得税率</b>		17.3%	39.7%	19.5%	283.1%	14.6%	15.9%	13.5%	19.1%	
<b>归母净利润</b>		<b>303.86</b>	<b>20.45</b>	<b>50.40</b>	<b>(29.95)</b>	<b>109.65</b>	<b>47.28</b>	<b>62.37</b>	<b>26.73</b>	
<b>净利率</b>		12.9%	0.9%	4.3%	-2.4%	8.0%	7.1%	8.8%	3.9%	
YOY		-31.7%	-93.3%	-73.0%	-125.5%	117.6%	0.4%	1784.3%	-14.4%	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 投资建议：逆势扩店策略效益显著，中长期看好收购品牌成长潜力

公司近年来逆势扩张门店，今年前三季度在收入贡献及毛利率提升方面效果显著；三大成长期品牌国内收入增速亮眼，中长期继续看好公司主品牌稳健增长，以及收购子品牌的成长潜力。考虑到今年海外环境较差，对收入和利润端均造成负面影响，同时百秋尚美股权激励费用短期增加拖累公司净利润，我们下调盈利预测，预计 2023-2025

年净利润分别为 2.2/3.5/4.1 亿元（前值为 2.7/3.6/4.2 亿元），同比增长 981.5%/60.2%/15.8%。由于盈利预测下调，下调目标价至 13.2-14.1 元（原为 13.3-14.3 元），对应 2024 年 PE 14-15x，维持“增持”评级。

表 1：盈利预测和估值

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,363	2,395	2,824	3,243	3,654
(+/-%)	20.4%	1.4%	17.9%	14.8%	12.7%
净利润(百万元)	304	20	221	354	410
(+/-%)	-31.7%	-93.3%	981.5%	60.2%	15.8%
每股收益(元)	0.82	0.06	0.59	0.94	1.09
EBIT Margin	18.6%	7.5%	10.0%	13.3%	13.9%
净资产收益率 (ROE)	10.7%	0.7%	7.6%	11.0%	11.6%
市盈率 (PE)	12.7	189.3	17.9	11.2	9.6
EV/EBITDA	11.2	22.9	16.7	11.5	10.0
市净率 (PB)	1.4	1.4	1.4	1.2	1.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

表 2：可比公司估值表

公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE				g	PEG
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
歌力思	增持	10.49	0.06	0.59	0.94	1.09	189.3	17.9	11.2	9.6	311.8%	0.06
<b>可比公司</b>												
地素时尚	买入	14.11	0.80	1.12	1.34	1.54	17.6	12.6	10.5	9.2	29.4%	0.43
森马服饰	增持	6.16	0.24	0.38	0.48	0.54	25.7	16.2	12.9	11.5	40.9%	0.40

资料来源：wind，国信证券经济研究所

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	835	518	665	797	1001	营业收入	2363	2395	2824	3243	3654
应收款项	397	387	457	525	591	营业成本	779	867	936	1051	1164
存货净额	696	775	847	949	1047	营业税金及附加	15	15	18	20	23
其他流动资产	94	75	89	102	115	销售费用	961	1135	1284	1404	1582
<b>流动资产合计</b>	<b>2062</b>	<b>1757</b>	<b>2059</b>	<b>2374</b>	<b>2755</b>	管理费用	185	221	329	362	403
固定资产	188	185	158	190	207	财务费用	(3)	34	26	13	11
无形资产及其他	629	627	602	577	552	投资收益	54	43	58	63	72
投资性房地产	1228	1327	1327	1327	1327	资产减值及公允价值变动	37	(43)	(33)	(38)	(51)
长期股权投资	401	448	448	448	448	其他收入	(174)	(42)	48	51	51
<b>资产总计</b>	<b>4508</b>	<b>4343</b>	<b>4593</b>	<b>4915</b>	<b>5288</b>	营业利润	343	81	304	469	543
短期借款及交易性金融负债	368	214	214	214	214	营业外净收支	59	11	6	7	8
应付款项	190	212	209	234	258	利润总额	402	92	310	476	551
其他流动负债	400	372	480	530	593	<b>所得税费用</b>	<b>70</b>	<b>37</b>	<b>50</b>	<b>76</b>	<b>88</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>957</b>	<b>799</b>	<b>903</b>	<b>978</b>	<b>1065</b>	少数股东损益	29	35	(40)	(46)	(52)
长期借款及应付债券	121	102	102	102	102	归属于母公司净利润	304	20	221	354	410
其他长期负债	498	578	578	578	578						
<b>长期负债合计</b>	<b>619</b>	<b>680</b>	<b>680</b>	<b>680</b>	<b>680</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>1576</b>	<b>1479</b>	<b>1583</b>	<b>1658</b>	<b>1745</b>	净利润	304	20	221	354	410
少数股东权益	101	114	83	46	4	资产减值准备	(65)	(5)	89	18	13
股东权益	2831	2751	2928	3211	3539	折旧摊销	47	54	50	57	64
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4508</b>	<b>4343</b>	<b>4593</b>	<b>4915</b>	<b>5288</b>	公允价值变动损失	(37)	43	33	38	51
						财务费用	(3)	34	26	13	11
关键财务与估值指标						营运资本变动	(581)	(80)	38	(89)	(78)
每股收益	0.82	0.06	0.59	0.94	1.09	其它	81	(164)	(121)	(55)	(55)
每股红利	0.37	0.32	0.12	0.19	0.22	<b>经营活动现金流</b>	<b>(252)</b>	<b>(131)</b>	<b>311</b>	<b>324</b>	<b>406</b>
每股净资产	7.67	7.45	7.76	8.51	9.39	资本开支	0	19	(120)	(120)	(120)
ROIC	14%	4%	9%	13%	15%	其它投资现金流	32	39	0	0	0
ROE	11%	1%	8%	11%	12%	<b>投资活动现金流</b>	<b>2</b>	<b>12</b>	<b>(120)</b>	<b>(120)</b>	<b>(120)</b>
毛利率	67%	64%	67%	68%	68%	权益性融资	(16)	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	8%	10%	13%	14%	负债净变化	(166)	(19)	0	0	0
EBITDA Margin	21%	10%	12%	15%	16%	支付股利、利息	(137)	(119)	(44)	(71)	(82)
收入增长	20%	1%	18%	15%	13%	其它融资现金流	949	78	0	0	0
净利润增长率	-32%	-93%	981%	60%	16%	<b>融资活动现金流</b>	<b>327</b>	<b>(197)</b>	<b>(44)</b>	<b>(71)</b>	<b>(82)</b>
资产负债率	37%	37%	36%	35%	33%	<b>现金净变动</b>	<b>77</b>	<b>(317)</b>	<b>147</b>	<b>132</b>	<b>203</b>
息率	3.5%	3.1%	1.1%	1.8%	2.1%	货币资金的期初余额	758	835	518	665	797
P/E	12.7	189.3	17.9	11.2	9.6	货币资金的期末余额	835	518	665	797	1001
P/B	1.4	1.4	1.4	1.2	1.1	企业自由现金流	0	102	205	210	292
EV/EBITDA	11.2	22.9	16.7	11.5	10.0	权益自由现金流	0	161	193	199	283

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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。本报告仅供我公司客户使用，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