

评级： 买入

陈梦

首席分析师

SAC 执证编号：S0110521070002

chenmeng@sczq.com.cn

电话：010-81152649

郭琦

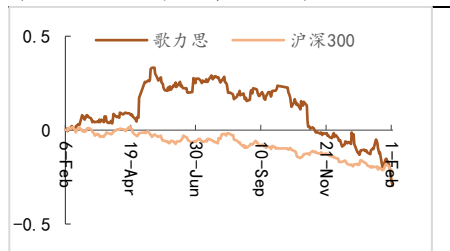
分析师

SAC 执证编号：S0110523070001

guoqi@sczq.com.cn

电话：010-81152647

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	7.26
一年内最高/最低价(元)	14.57/7.03
市盈率(当前)	-77.82
市净率(当前)	0.91
总股本(亿股)	3.69
总市值(亿元)	26.80

资料来源：聚源数据

相关研究

- 歌力思(603808)2023年三季报点评：国内业务经营靓丽，投资收益及海外业务拖累利润
- 歌力思(603808)2023年半年报点评：成长期品牌经营靓丽，盈利能力显著改善
- 歌力思(603808)2022年年报及2023年一季报点评：逆势开店驱动收入增长，股权激励彰显发展信心

核心观点

- **事件：**公司发布2023年度业绩预告，2023年预计实现归母净利润1-1.3亿元；若剔除计提商誉减值影响，预计实现归母净利润2-2.3亿元。

点评：

- **成长期品牌增速亮眼，线上及线下渠道增长稳健。**伴随经营环境复苏，2023年公司收入预计同增20%-25%，较2021年增长22%-27%。**分品牌看**，公司旗下所有品牌收入均实现增长，其中Self-Portrait/Laurel/IRO品牌国内市场增速亮眼，歌力思品牌预计增长稳健。**分渠道看**，公司线下门店覆盖全国核心商圈，截至2023年底旗下门店预计达到651家左右（其中503家为直营店），较年初净增43家左右；电商渠道采取多品牌、多平台策略，并推进正价化，主动收缩高折扣渠道，线上业务预计稳健增长。**分季度看**，若剔除商誉减值影响，23Q4预计实现归母净利润0.64-0.94亿元，同比扭亏，较2021Q4的6016万元亦实现显著增长。
- **国内利润预计恢复至2021年水平，海外业务计提商誉减值0.9-1亿元。**从盈利能力看，近年来公司维持积极的拓店节奏，2023年新开门店店效提升，费用率有所优化，国内业务利润预计可恢复至2021年的水平。欧美地区受通货膨胀、地缘局势、消费需求减弱等因素影响，公司旗下IRO Paris品牌海外经营受到较大冲击，23H2海外亏损预计较23H1继续扩大。由于欧美地区宏观经济压力持续较大，公司认为IRO Paris品牌未来在海外地区的盈利能力有所下降，故对公司受让前海上林股权、子公司受让唐利国际股权形成的商誉计提减值约9000万元-1亿元。
- **持续丰富旗下品牌矩阵，拓店积极具备较强复苏弹性。**近年来，公司逆势开店，三个国际品牌维持较强的增长势能，伴随消费环境逐步恢复，经营杠杆正向作用带动国内业务盈利能力改善。同时，公司通过投资加拿大高端羽绒服“Nobis”品牌，持续丰富品牌矩阵，通过布局功能性产品对现有品类进行有效扩充，有望助力公司在高端市场的市占率提升。
- **投资建议：**公司多品牌多点开花，成长期品牌增势亮眼，国内业务盈利能力显著恢复；海外业务短期拖累利润水平，计提减值助力新财年年轻装上阵。考虑到计提商誉减值损失对利润产生较大影响，我们下调盈利预测，预计公司23/24/25年归母净利润为1.2/3.0/3.7亿元（原预测值为2.2/3.4/4.2亿元），对应当前市值PE为22/9/7倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**消费复苏不及预期，费用优化不及预期，海外需求持续低迷。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收(亿元)	23.95	28.81	33.36	38.22
同比增速(%)	1.4%	20.3%	15.8%	14.5%
归母净利润(亿元)	0.21	1.22	3.01	3.71
同比增速(%)	-93.3%	498.3%	145.8%	23.2%
EPS(元/股)	0.06	0.33	0.81	1.00
PE(倍)	131	22	9	7

资料来源：Wind，首創證券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,757	1,985	2,363	2,682	经营活动现金流	314	0	157	278
现金	518	556	713	838	净利润	20	122	301	370
应收账款	290	395	449	498	折旧摊销	126	117	119	125
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	29	-4	-9	-12
预付账款	16	34	38	41	投资损失	-43	-53	-59	-60
存货	775	813	930	1,053	营运资金变动	124	-264	-317	-243
其他	158	187	233	252	其它	22	68	88	56
非流动资产	2,586	2,595	2,639	2,671	投资活动现金流	-57	-126	-162	-157
长期投资	448	448	448	448	资本支出	-121	-83	-116	-117
固定资产	183	187	190	192	长期投资	-46	0	0	0
无形资产	627	560	524	484	其他	110	-43	-46	-40
其他	1,266	1,308	1,355	1,395	筹资活动现金流	-557	164	162	4
资产总计	4,343	4,580	5,002	5,353	短期借款	-172	0	0	0
流动负债	798	824	949	1,039	长期借款	-172	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-266	455	579	406
应付账款	212	234	260	293	现金净增加额	-299	38	157	125
其他	155	155	155	155					
非流动负债	680	680	680	680	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	102	102	102	102	成长能力				
其他	578	578	578	578	营业收入	1.4%	20.3%	15.8%	14.5%
负债合计	1,478	1,504	1,629	1,719	营业利润	-76.3%	87.9%	157.6%	23.7%
少数股东权益	114	128	161	202	归属母公司净利润	-93.3%	498.3%	145.8%	23.2%
归属母公司股东权益	2,751	2,948	3,212	3,432	获利能力				
负债和股东权益	4,343	4,580	5,002	5,353	毛利率	63.8%	65.4%	67.3%	68.1%
					净利率	2.3%	4.7%	10.0%	10.8%
					ROE	0.7%	4.0%	8.9%	10.2%
					ROIC	4.6%	5.4%	12.1%	13.5%
利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
营业收入	2,395	2,881	3,336	3,822	资产负债率	34.0%	32.9%	32.6%	32.1%
营业成本	867	996	1,091	1,219	净负债比率	31.2%	29.1%	26.5%	24.6%
营业税金及附加	15	19	22	25	流动比率	2.2	2.4	2.5	2.6
营业费用	1,135	1,357	1,541	1,758	速动比率	1.2	1.4	1.5	1.6
研发费用	52	61	67	76	营运能力				
管理费用	224	239	274	313	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
财务费用	34	-4	-9	-12	应收账款周转率	8.1	8.4	7.9	8.1
资产减值损失	-34	-130	-32	-32	应付账款周转率	4.3	4.5	4.4	4.4
公允价值变动收益	-8	3	3	3	每股指标(元)				
投资净收益	43	50	56	57	每股收益	0.06	0.33	0.81	1.00
营业利润	81	153	394	487	每股经营现金	0.85	-	0.43	0.75
营业外收入	15	18	16	16	每股净资产	7.45	7.99	8.70	9.30
营业外支出	4	7	7	7	估值比率				
利润总额	92	164	403	496	P/E	131	22	9	7
所得税	36	28	69	84	P/B	1	1	1	1
净利润	56	136	334	412					
少数股东损益	35	14	33	41					
归属母公司净利润	21	122	301	371					
EBITDA	253	277	513	609					
EPS (元)	0.06	0.33	0.81	1.00					

分析师简介

陈梦，轻工纺服与家电行业首席分析师，北京大学硕士，曾就职民生证券、华创证券，2021年7月加入首创证券。十三届卖方分析师水晶球入围；十四届卖方分析师水晶球第五名；十八届新财富最佳分析师入围。

郭琦，纺织服装行业分析师，美国波士顿大学金融数学硕士，天津大学学士，2021年6月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准		
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现