

歌力思 (603808)

证券研究报告

2024年05月31日

国内表现靓丽，期待海外修复

公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报

公司 24Q1 收入 7.49 亿元，同增 12.5%；归母净利 0.29 亿元，同减 38.3%；扣非归母 0.30 亿元，同减 26.4%。

公司 23Q4 收入 8.50 亿元，同增 30.9%；归母净利-0.31 亿元，同增 49.8%；扣非归母-0.47 亿元，同增 29.4%。

23 年收入 29.15 亿，同增 21.7%；归母 1.06 亿，同增 416.6%；扣非归母 0.80 亿元，同增 1515.1%。营业收入变动原因：①23 年内随着经营环境恢复正常，公司多品牌矩阵协同推动收入增长。②成长期品牌抓住国内市场扩张的良好时机高效拓展，有助于收入的持续增长。③公司线上多品牌多平台的战略取得良好成效，线上销售收入增长。

公司拟派发现金红利 0.87 亿元（含税），分红率 82.63%。

分销售渠道，23 年线下销售收入 24.86 亿，同增 23.5%，毛利率 71.1%，同增 5.7pct；线上销售收入 3.93 亿元，同增 12.0%，毛利率 56.3%，同减 2.3pct。

分门店类型，23 年直营收入 23.98 亿元，同增 23.9%，毛利率 71.7%，同增 4.7pct；加盟收入 4.8 亿元，同增 12.2%，毛利率 55.9%，同增 3.2pct。截至 23 年年底，公司门店合计达 652 家，净增 39 家，其中直营店 504 家，净增 44 家。

23 年毛利率 67.8%，同增 4.0pct；净利率 5.6%，同增 3.2pct。

销售/管理/财务/研发费用率分别为 46.1%/8.3%/0.6%/2.5%，同比 -1.3pct/-1.0pct/-0.8pct/+0.3pct。销售费用变动主要系收入增长，直营店增加，人工费用、店铺费用、广告费等均有增加。财务费用变动主要系本期借款利息支出降低以及由于汇率变动产生汇兑损失所致。研发费用变动主要系本期公司产品研发项目增加，相关人员工作工时转入研发费用所致。

多品牌矩阵国内市场实现突破，持续深入数字化转型

公司在国内市场为长期发展加大投入的策略实现了良好的收效，新开门店的销售有效提升，费用控制进一步优化，使得公司国内业务利润得以大幅回升，超过了 21 年的同期水平。公司采取多品牌多平台的线上发展战略，线上实现全面突破，线下优质门店高效扩张，成长期品牌抓住国内市场的良好发展时机，在较短时间内实现了门店数量的快速增加。持续完善与强化由代言人矩阵、虚拟数字人、官方账号、明星艺人达人博主、VIP、VIC 以及 KOS 终端导购构成的流量矩阵，通过公域与私域全面放大品牌声量，为电商平台和终端门店有效引流。

公司持续深入全渠道数字化管理系统的搭建，打通品牌数据，实现了跨品牌、跨渠道的数据交互，通过上线达摩会员管理系统，构建了集团层面的会员管理体系，通过数据回流分析生成会员画像与相应营销互动策略，借由自动化引擎在微信等社交平台实现全域内容管理与触达，并最终构建多品牌数字化全渠道营销闭环。

调整盈利预测，维持“买入”评级

公司经营模式主要为自有品牌与收购品牌专业零售商模式，以设计研发、采购、生产、销售与营销为核心，强调对材料采购、产品规划、生产销售等环节的有效控制。打造了适应高端多品牌矩阵的营销体系，灵活覆盖线上线下各个平台与渠道，在品牌推广端形成了明显的协同效应。考虑到公司 24Q1 业绩承压，线上毛利率减少，我们调整盈利预测，预计公司 24-26 年归母净利分别为 2.41/3.15/3.79 亿元（24-25 年前值分别为 3.08/3.51 亿

投资评级

行业	纺织服饰/服装家纺
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.58 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	369.09
流通 A 股股本(百万股)	369.09
A 股总市值(百万元)	2,797.72
流通 A 股市值(百万元)	2,797.72
每股净资产(元)	7.94
资产负债率(%)	31.02
一年内最高/最低(元)	13.38/6.16

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《歌力思-公司点评:收入持续增长，门店扩张》 2024-02-05
- 《歌力思-季报点评:多品牌策略推动销售持续增长》 2023-11-12
- 《歌力思-半年报点评:国际多品牌矩阵发力推动收入创新高》 2023-09-11

元), EPS 分别为 0.65/0.85/1.03 元/股, 对应 PE 分别为 12/9/7X。

风险提示: 外部市场环境发生不利变化导致业绩下滑的风险; 不能准确把握时装流行趋势的风险; 产品被仿冒及非法网购的风险; 传统电商渠道流量红利消退, 新型电商渠道拓展不利导致的风险等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,394.74	2,915.18	3,294.45	3,700.98	4,139.92
增长率(%)	1.35	21.73	13.01	12.34	11.86
EBITDA(百万元)	277.70	640.49	660.24	897.29	931.91
归属母公司净利润(百万元)	20.45	105.65	241.09	315.06	379.14
增长率(%)	(93.27)	416.56	56.18	30.68	20.34
EPS(元/股)	0.06	0.29	0.65	0.85	1.03
市盈率(P/E)	136.80	26.48	11.60	8.88	7.38
市净率(P/B)	1.02	0.97	0.91	0.84	0.76
市销率(P/S)	1.17	0.96	0.85	0.76	0.68
EV/EBITDA	8.06	3.41	2.18	1.56	1.39

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	518.39	585.40	1,086.66	1,311.97	1,638.33	营业收入	2,394.74	2,915.18	3,294.45	3,700.98	4,139.92
应收票据及应收账款	289.77	367.00	357.31	497.49	435.54	营业成本	866.56	939.08	1,076.63	1,166.92	1,253.15
预付账款	16.30	13.25	43.08	54.16	64.19	营业税金及附加	14.91	18.50	20.79	23.30	26.06
存货	775.48	944.72	849.66	1,127.63	1,239.44	销售费用	1,134.90	1,343.40	1,312.84	1,349.01	1,626.57
其他	157.27	163.53	197.61	221.32	254.78	管理费用	223.74	243.14	282.92	324.10	347.75
流动资产合计	1,757.22	2,073.89	2,534.32	3,212.57	3,632.27	研发费用	52.13	72.50	77.58	86.58	99.10
长期股权投资	447.64	522.89	522.89	522.89	522.89	财务费用	34.07	18.87	85.65	79.42	54.68
固定资产	183.48	175.87	179.36	195.35	199.33	资产/信用减值损失	(42.90)	(155.82)	(40.00)	(40.00)	(40.00)
在建工程	1.42	0.55	0.55	5.55	5.55	公允价值变动收益	(8.34)	3.88	0.00	0.00	0.00
无形资产	627.07	581.27	563.39	545.51	527.63	投资净收益	42.82	71.49	57.15	64.32	60.74
其他	1,326.63	1,267.52	1,126.36	1,131.47	1,137.22	其他	(4.47)	137.93	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2,586.24	2,548.10	2,392.54	2,400.76	2,392.62	营业利润	81.32	222.22	455.20	695.98	753.33
资产总计	4,343.46	4,621.99	4,926.86	5,613.33	6,024.89	营业外收入	15.15	3.98	18.00	19.00	20.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	4.26	5.68	5.61	5.19	5.49
应付票据及应付账款	212.35	290.14	159.25	382.28	206.89	利润总额	92.21	220.52	467.59	709.80	767.84
其他	517.92	588.60	749.13	752.27	815.59	所得税	36.59	58.57	93.52	141.96	153.57
流动负债合计	730.27	878.74	908.39	1,134.55	1,022.47	净利润	55.62	161.95	374.07	567.84	614.27
长期借款	102.21	55.64	115.00	125.00	140.00	少数股东损益	35.17	56.30	132.99	252.78	235.13
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	20.45	105.65	241.09	315.06	379.14
其他	577.68	547.49	557.98	537.76	502.48	每股收益(元)	0.06	0.29	0.65	0.85	1.03
非流动负债合计	679.89	603.13	672.98	662.76	642.48						
负债合计	1,478.62	1,562.41	1,581.37	1,797.31	1,664.95	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	114.15	163.21	269.33	479.61	685.73	成长能力					
股本	369.09	369.09	369.09	369.09	369.09	营业收入	1.35%	21.73%	13.01%	12.34%	11.86%
资本公积	764.51	780.02	780.02	780.02	780.02	营业利润	-76.30%	173.26%	51.18%	52.90%	8.24%
留存收益	1,749.15	1,848.61	2,041.00	2,303.09	2,635.46	归属于母公司净利润	-93.27%	416.56%	56.18%	30.68%	20.34%
其他	(132.07)	(101.35)	(113.94)	(115.79)	(110.36)	获利能力					
股东权益合计	2,864.83	3,059.58	3,345.50	3,816.02	4,359.94	毛利率	63.81%	67.79%	67.32%	68.47%	69.73%
负债和股东权益总计	4,343.46	4,621.99	4,926.86	5,613.33	6,024.89	净利率	0.85%	3.62%	7.32%	8.51%	9.16%
						ROE	0.74%	3.65%	7.84%	9.44%	10.32%
						ROIC	4.31%	10.86%	25.52%	36.11%	33.38%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	34.04%	33.80%	32.10%	32.02%	27.63%
净利润	55.62	161.95	241.09	315.06	379.14	净负债率	-7.05%	-9.65%	-20.91%	-24.81%	-28.65%
折旧摊销	126.35	131.32	49.39	51.89	53.89	流动比率	2.20	2.16	2.79	2.83	3.55
财务费用	28.99	23.85	85.65	79.42	54.68	速动比率	1.23	1.18	1.85	1.84	2.34
投资损失	(42.94)	(71.49)	(57.15)	(64.32)	(60.74)	营运能力					
营运资金变动	(161.77)	(118.63)	104.04	(220.29)	(255.15)	应收账款周转率	8.07	8.88	9.10	8.66	8.87
其它	307.84	352.64	132.99	252.78	235.13	存货周转率	3.26	3.39	3.67	3.74	3.50
经营活动现金流	314.09	479.63	556.00	414.54	406.96	总资产周转率	0.54	0.65	0.69	0.70	0.71
资本支出	15.78	3.82	24.51	75.22	75.28	每股指标(元)					
长期投资	46.17	75.24	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.06	0.29	0.65	0.85	1.03
其他	(118.55)	(156.00)	(2.36)	(65.90)	(54.54)	每股经营现金流	0.85	1.30	1.51	1.12	1.10
投资活动现金流	(56.60)	(76.94)	22.15	9.32	20.74	每股净资产	7.45	7.85	8.33	9.04	9.95
债权融资	(206.33)	(45.11)	11.27	(101.23)	(30.99)	估值比率					
股权融资	(15.17)	46.23	(88.16)	(97.31)	(70.36)	市盈率	136.80	26.48	11.60	8.88	7.38
其他	(335.20)	(274.18)	0.00	0.00	0.00	市净率	1.02	0.97	0.91	0.84	0.76
筹资活动现金流	(556.70)	(273.05)	(76.89)	(198.54)	(101.35)	EV/EBITDA	8.06	3.41	2.18	1.56	1.39
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	10.03	3.69	2.36	1.65	1.48
现金净增加额	(299.21)	129.64	501.26	225.32	326.35						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com