

## 歌力思 (603808.SH)

强烈推荐 (维持)

## 差异化多品牌头部女装集团，逆势开店释放业绩弹性

公司采用自我孵化&并购&合资的方式，构建了拥有五大定位高端&调性鲜明&风格差异化的女装品牌集团。客群粘性高且购买力强。渠道直营运营能力强，覆盖一二线城市核心商圈。2022年公司逆势拓店，2023年随着社交场景修复以及购买力回升，公司业绩弹性释放。预计2023-2025年归母净利润为3亿元、4亿元、5亿元，23年-24年PE为15X、12X。维持强烈推荐评级。

□ **差异化品牌矩阵完善，收入稳健增长。**公司作为多品牌运营的高端女装集团，1996年创立 ELLASSAY 品牌，2015年至今通过收购、合资经营等方式进行品牌矩阵拓展，陆续获得 LAUREL、Ed Hardy、IRO Paris、self-portrait、NOBIS 品牌经营权。截至 23Q1 末公司拥有门店 625 家。2022 年公司收入/净利润分别为 23.95 亿元/0.56 亿元，2013-2022 年营收 CAGR 为 15%。

□ **中高端女装行业稳健增长，行业格局分散。**根据 Euromonitor，2014-2021 年中高端女装行业规模 CAGR 达 6.5%，中高端女装在整体女装行业占比从 22.2% 提升至 22.6%，购物中心逐步成为中高端女装竞争的重要战场。目前中高端女装市场格局仍较为分散，未来在品牌矩阵差异化、设计多样化、渠道话语权等方面占据优势的企业将获得更多市场份额。

□ **歌力思竞争壁垒：多品牌运营&直营化管理&时尚化营销**

□ **ELLASSAY：1) 产品：**邀请 Jean Paul Knott 作为首席设计顾问提升设计水平。拓展 Weekend 系列实现产品年轻化升级。**2) 渠道：**2022 年线下逆势净开店 21 家。线上平台保持较快增长。**3) 营销：**推出自创虚拟人物 Elisa 增强与粉丝社群交互；签约符合品牌风格和定位的童谣作为品牌代言人，强化消费者对品牌认知。

□ **Laurèl：1) 产品：**与德国 LAURÈL GMBH 合作，提高设计开发能力；且采用进口面料和立体剪裁提升穿着舒适性。**2) 渠道：**2016-2023Q1 门店数量从 17 家增加至 80 家，2019-2022 年单店店效从 226 万增加至 303 万。持续加强线上运营，阿里平台快速放量。**3) 营销：**举办多场时装秀，保证新品推出速度及产品热度，加强 VIP 服务，增强核心客户粘性。

□ **IRO Paris：1) 产品：**国内产品设计和生产均由法国总部统筹，维持品牌原有法式摇滚时尚风格。产品受到明星及网红青睐，其中皮衣更是热销品类。**2) 渠道：**2017-2023Q1 门店数从 33 家增加至 101 家，其中直营店从 33 家增加至 99 家。线上运营经验丰富实现快速放量，19-22 阿里平台销售额 CAGR 达 234%。

□ **Self-portrait：1) 产品：**海外设计师主导设计，全球供应链生产，保障品牌独树一帜的仙女裙风格，目前在国内几乎没有竞争对手。**2) 渠道：**快速

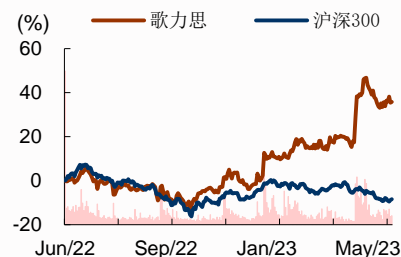
消费品/轻工纺服  
当前股价：12.71 元

## 基础数据

总股本 (万股)	36909
已上市流通股 (万股)	36909
总市值 (亿元)	47
流通市值 (亿元)	47
每股净资产 (MRQ)	7.7
ROE (TTM)	0.7
资产负债率	32.7%
主要股东	深圳市歌力思投资管理有限公司
主要股东持股比例	55.06%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	29	32
相对表现	2	33	40



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《歌力思 (603808) — 23Q1 业绩表现符合预期，股权激励推出彰显发展信心》2023-04-28
- 《歌力思 (603808) — 21 年公司成长期品牌表现优秀整体业绩呈复苏趋势》2022-03-11
- 《歌力思 (603808) — Q3 主品牌收入略有下滑，成长期品牌表现优秀》2021-10-30

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

赵中平 S1090521080001

zhaozhongping@cmschina.com.cn

王梓旭 研究助理

wangzixu@cmschina.com.cn

进入国内高端渠道，包括 SKP、太古里、王府中环等。2020-2023Q1 门店数量从 6 家增加至 44 家。线上高增长，已经成为公司在阿里平台规模最大的品牌。**3) 营销：**率先布局新媒渠道，持续推升品牌热度。

□ **Ed Hardy:** **1) 产品：**持续推进产品的更新换代，增加和 XKARGE、孙佳艺等潮牌及涂鸦艺术家跨界联名强化潮流属性。**2) 渠道：**专注开设优质直营门店，2019-2023Q1 加盟门店从 125 家减少至 39 家，直营门店从 44 家增加至 62 家。18-22 年东北和华北地区门店数量占比保持在 35%+，未来将持续拓展华中、西南等地区，完善品牌布局。

□ **Nobis:** 作为定位高端的加拿大羽绒服品牌，使用顶级材料和优质的生产工艺，打造高性能&多品类单品。2023 年公司获得大中华区（除台湾地区）品牌所有权，Nobis 凭借高端定位及高产品性能，利用公司现有渠道资源有望顺利进入国内高端渠道，提供收入增量。

□ **盈利预测及投资建议：**公司作为高端女装集团，差异化品牌矩阵完善，主品牌推进产品年轻化升级&逆势拓店，新品牌孵化顺利提升市场份额，2022 年公司逆势拓店，2023 年利润端有望较快修复。预计 2023-2025 年营业收入为 28.59 亿元、33.29 元、38.60 亿元，同比增速为 19%、16%、16%。归母净利润规模为 3 亿元、4 亿元、5 亿元，同比增速为 1391%、31%、24%，2023 年-2024 年 PE 为 15 X、12X，维持强烈推荐评级。

□ **风险提示：**客流及购买力恢复不及预期风险、新品牌门店拓展不及预期风险、存货减值风险、商誉减值风险。

### 财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2363	2395	2859	3329	3860
同比增长	20%	1%	19%	16%	16%
营业利润(百万元)	343	81	396	526	656
同比增长	-35%	-76%	387%	33%	25%
归母净利润(百万元)	304	20	305	400	495
同比增长	-32%	-93%	1391%	31%	24%
每股收益(元)	0.82	0.06	0.83	1.08	1.34
PE	15.4	229.4	15.4	11.7	9.5
PB	1.7	1.7	1.5	1.4	1.3

资料来源：公司数据、招商证券

## 正文目录

一、概况：多品牌运营的高端女装龙头 .....	6
1、发展历程：高端女装龙头，构建差异化品牌矩阵 .....	6
2、股权集中，创始人经验丰富 .....	6
3、收入稳健增长，盈利能力有望不断改善 .....	7
4、股权激励彰显发展信心 .....	9
二、行业：中高端女装行业稳健增长，行业格局分散 .....	9
1、中高端女装稳健增长，购物中心渠道占比持续提升 .....	9
2、竞争格局分散，多品牌运营提升市场份额 .....	10
三、歌力思积极求变：多品牌矩阵逐步完善，逆势开店&创新营销加速发展 .....	11
1、ELLASSAY：拓展产品系列实现年轻化升级，逆势开店提升份额 .....	11
（1）产品：拓展 Weekend 子系列实现年轻化升级 .....	11
（2）渠道：直营逆势开店强化渠道竞争力，线上表现良好 .....	12
（3）营销：科技与时尚融合提升品牌影响力 .....	13
2、Laurèl：面料舒适&设计具备艺术美感，门店仍有较大扩店空间 .....	13
（1）产品：设计简约大气并具备艺术美感 .....	13
（2）渠道：入驻高端商圈，二线城市仍有较大拓展空间 .....	14
（3）营销：时装秀提升品牌热度，VIP 活动增强客群粘性 .....	15
3、IRO Paris：产品延续法国时尚设计，加速渗透二线城市 .....	15
（1）产品：法国设计团队延续产品风格 .....	15
（2）渠道：国内业务快速发展，加速渗透二线城市 .....	16
4、Self-portrait：仙女裙风格独树一帜，有望延续较快开店速度 .....	17
（1）产品：仙女裙风格独树一帜 .....	17
（2）渠道：快速开店&入驻高端渠道强化店效 .....	17
（3）营销：新媒体营销抢占先机 .....	18
5、Ed Hardy：推出联名款强化潮流属性，持续拓展优质直营店铺 .....	19
（1）产品：推出联名款强化潮流属性 .....	19
（2）渠道：开设优质直营店铺，阿里平台顺利推进正价化 .....	19
6、Nobis：加拿大知名高端羽绒服品牌，产品功能性强有望提供新增量 .....	20
四、盈利预测及投资建议 .....	21
五、风险提示 .....	21

## 图表目录

图 1: 歌力思发展历程.....	6
图 2: 歌力思股权集中.....	7
图 3: 歌力思营业收入 (亿元) 及增速.....	7
图 4: 歌力思归母净利润 (亿元) 及增速.....	7
图 5: 歌力思分品牌营收规模 (亿元).....	8
图 6: 歌力思分品牌营收占比.....	8
图 7: 歌力思线上及线下营收占比.....	8
图 8: 歌力思分渠道类型营收占比.....	8
图 9: 歌力思毛利率及净利率 (%).....	8
图 10: 歌力思 ROE 水平 (%).....	8
图 11: 歌力思分品牌毛利率 (%).....	9
图 12: 歌力思分渠道毛利率 (%).....	9
图 13: 歌力思存货周转天数 (天).....	9
图 14: 歌力思现金流/归母净利润.....	9
图 15: 中高端女装市场规模 (亿元) 及增速 (%).....	10
图 16: 中高端女装在女装行业内占比不断提升 (%).....	10
图 17: 中高端女装分渠道零售占比 (%).....	10
图 18: 公司构建差异化多品牌矩阵.....	11
图 19: 歌力思旗下品牌主要品类价格带情况.....	11
图 20: 歌力思定位都市通勤风格.....	12
图 21: 拓展 Weekend 子系列实现年轻化升级.....	12
图 22: 歌力思直营及加盟门店数量 (家).....	12
图 23: 歌力思单店店效持续提升 (万元).....	12
图 24: 2018-2022 年歌力思分线级渠道布局 (%).....	12
图 25: 歌力思在一线城市门店布局更完善.....	12
图 26: 歌力思在阿里平台销售额 (亿元) 及增速 (%).....	13
图 27: 歌力思在抖音平台销售额 (亿元) 及增速 (%).....	13
图 28: 歌力思虚拟人物 Elisa 及新品牌代言人童谣.....	13
图 29: 歌力思利用快闪店方式展开主题营销.....	13
图 30: Laurèl 产品风格简约大气.....	14
图 31: Laurèl 采用进口面料保障产品舒适度.....	14
图 32: Laurèl 直营及加盟门店数量 (家).....	14
图 33: Laurèl 单店店效提升 (万元).....	14
图 34: Laurèl 终端门店形象升级.....	14

图 35: 2018-2022 年 Laurèl 分线级渠道布局 (%) .....	14
图 36: Laurèl 在阿里平台快速放量 .....	15
图 37: Laurèl 参加时装周 .....	15
图 38: Laurèl 举办 VIP 活动 .....	15
图 39: IRO 街头摇滚风格获得众多明星喜爱 .....	16
图 40: IRO 的皮衣产品广受欢迎 .....	16
图 41: IRO Paris 加盟及直营门店数量 (家) .....	16
图 42: 2018-2022 年 IRO Paris 分线级渠道布局 (%) .....	16
图 43: IRO Paris 及竞品渠道分布情况 .....	16
图 44: IRO Paris 在阿里平台销售额 (万元) 及增速 (%) .....	17
图 45: Self-portrait 风格独树一帜 .....	17
图 46: Self-portrait 经典款及热门款销售良好 .....	17
图 47: Self-portrait 门店数量 (家) .....	18
图 48: 入驻 SKP、王府中环、万象城等高端渠道 .....	18
图 49: Self-portrait 成为公司在阿里平台规模最大的品牌 .....	18
图 50: Self-portrait 签约赵丽颖 .....	18
图 51: Self-portrait 小红书粉丝基础优秀 .....	18
图 52: Ed Hardy 凸显朋克潮流风格 .....	19
图 53: Ed Hardy 推出联名款强化潮流属性 .....	19
图 54: Ed Hardy 加盟及直营门店数量 (家) .....	19
图 55: 2018-2022 年 Ed Hardy 分地区渠道布局 (%) .....	19
图 56: Ed Hardy X 在抖音平台营收持续减少 .....	20
图 57: Ed Hardy 在阿里平台快速增长 .....	20
图 58: Nobis 产品受到众多消费者喜爱 .....	20
图 59: 《来自星星的你》全智贤穿着 Nobis 羽绒服 .....	20
图 60: Nobis 采用功能性材料提升产品功能性 .....	20
表 1: 歌力思旗下品牌情况 .....	6
表 2: 股权激励计划业绩考核目标 .....	9
表 3: 女装不同定位细分市场 .....	10
表 4: 公司自 2015 年以来搭建多品牌矩阵 .....	11
附: 财务预测表 .....	22



## 一、概况：多品牌运营的高端女装龙头

### 1、发展历程：高端女装龙头，构建差异化品牌矩阵

ELLASSAY 品牌于 1996 年创立，并陆续推出 WEEKEND 休闲系列、FIRST 高定系列，丰富产品矩阵，提升品牌在市場中的地位及影响力。2015 年于上交所上市后，公司通过收购、合资经营等方式进行品牌矩阵拓展，陆续获得德国高端女装品牌 LAUREL、美国轻奢潮流品牌 Ed Hardy、法国设计师品牌 IRO Paris、英国高端时尚品牌 self-portrait、加拿大高端羽绒服品牌 NOBIS，截至 23Q1 末公司共拥有门店 625 家。

图 1：歌力思发展历程



资料来源：公司公告、歌力思官网、招商证券

表 1：歌力思旗下品牌情况

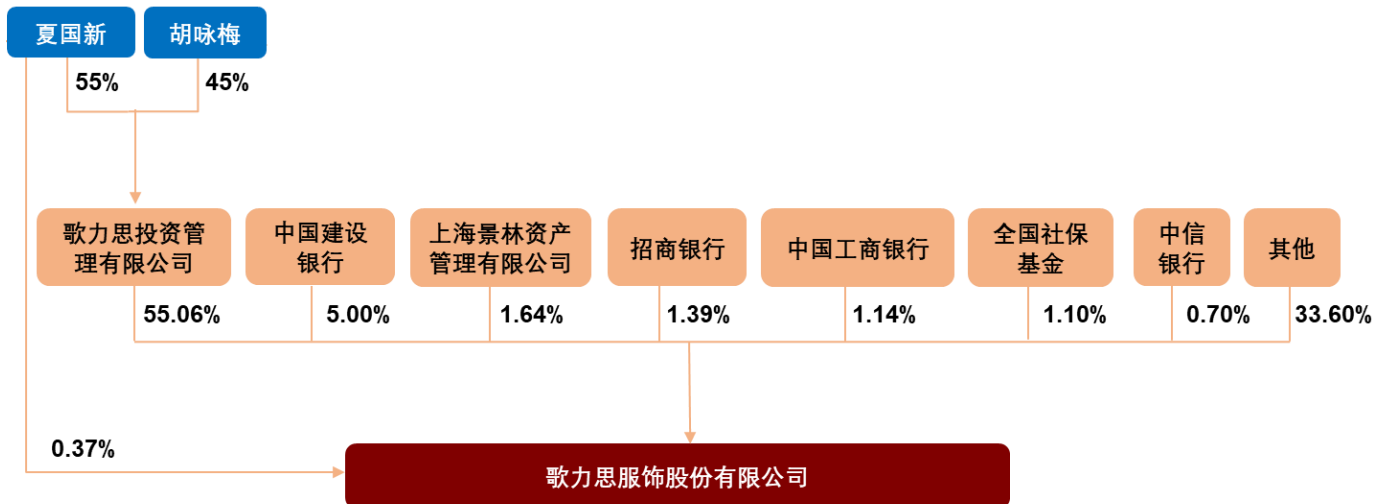
品牌	定位	核心客群	核心渠道	价格带	收购/自建时间	经营范围	品牌属地	获得方式
ELLASSAY	高端通勤 时装风格	30-45 岁 高级白领	一二线高 端商圈	500-20000	1996	大中华区	中国	自主孵化
Laurèl	轻奢简约 风格	25-40 岁 气质女性	一二线顶 级商圈	600-30000	2015	全球	德国	收购
IRO Paris	高端摇滚 时尚风格	25-40 岁 都市女性	一二线高 端商圈	800-15000	2017	全球	法国	收购
Ed Hardy	高端潮流 朋克风格	20-30 岁 潮流女性	一二线高 端商圈	500-15000	2016	大中华区	美国	收购
self- portrait	高端设计 师风格	20-35 岁 精致女性	一二线顶 级商圈	1500- 10000	2019	中国内地	英国	合资经营
Nobis	高端羽绒 服	25-40 岁 精英人群	-	3000- 30000	2023	大中华区 (不含台 湾)	加拿大	合资经营

资料来源：公司公告、歌力思官网、歌力思小程序、招商证券

### 2、股权集中，创始人经验丰富

**股权集中，创始人经验丰富。**夏国新和胡咏梅（夏国新妻子）通过歌力思投资管理有限公司（夏国新持股 55%、胡咏梅持股 45%）持有公司 55.06% 的股份，夏国新直接持有公司股份 0.37%。股权较为集中。夏国新先生深耕服装行业近 30 年，积累了丰富的设计和管理经验。

图 2: 歌力思股权集中

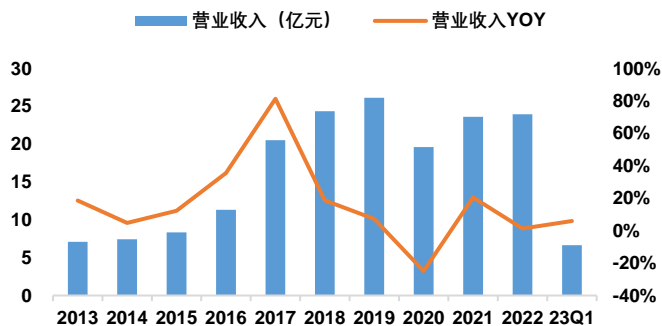


资料来源: 公司公告、招商证券

### 3、收入稳健增长，盈利能力有望不断改善

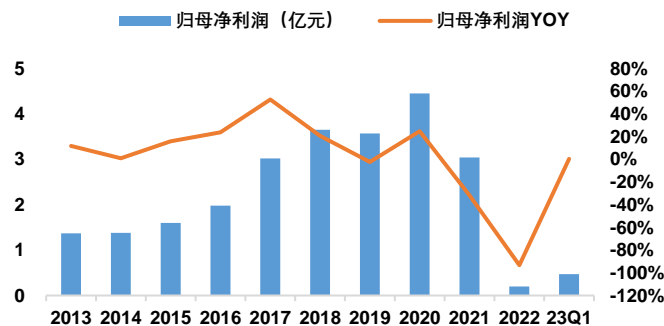
营业收入稳步增长，净利润受费用调整影响波动较大。2013-2022 年公司营业收入由 7.10 亿元增长至 23.95 亿元，CAGR 为 15%。2013-2021 年公司归母净利润由 1.37 亿元增长至 3.04 亿元，CAGR 为 11%；2022 年受拓店费用增加及所得税费用增加影响，公司归母净利润同比-93.3%至 0.20 亿元。2023Q1 公司营业收入、归母净利润分别为 6.66 亿元/0.47 亿元，同比+6.0%/+0.4%。

图 3: 歌力思营业收入 (亿元) 及增速



资料来源: 公司公告、招商证券

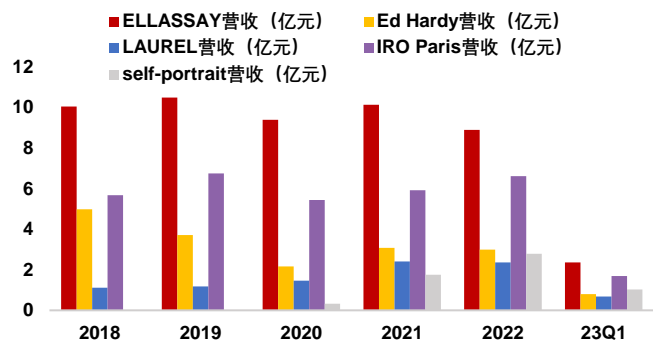
图 4: 歌力思归母净利润 (亿元) 及增速



资料来源: 公司公告、招商证券

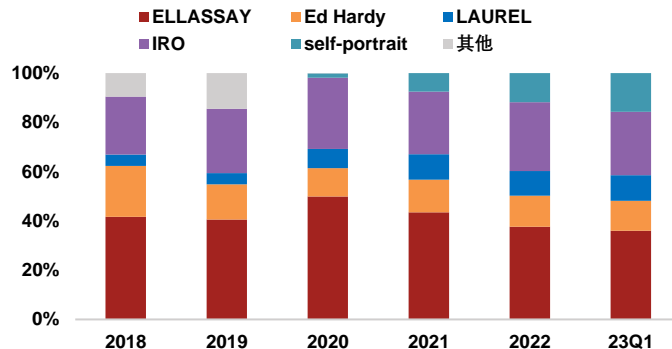
主品牌收入稳定，新品牌成长性较强。2018-2022 年 ELLASSY、Ed Hardy、LAUREL、IRO 营收 CAGR 为 -3%、-12%、21%、4%。其中 LAUREL 营收占比由 4.6% 提升至 10.0%，IRO Paris 营收占比由 23.5% 提升至 28.0%。2020-2022 年 Self-portrait 营收 CAGR 为 191%，营收占比从 1.8% 提升至 11.8%。2023Q1 ELLASSY (-9.4%)、Ed Hardy (-4.1%)、LAUREL (+26.4%)、IRO (+3.5%)、self-portrait (+76.3%)。

图 5: 歌力思分品牌营收规模 (亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 歌力思分品牌营收占比

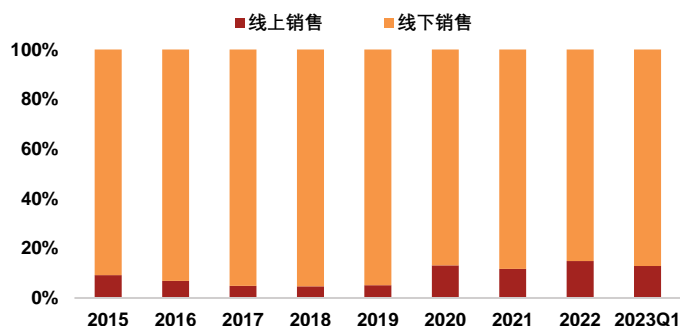


资料来源: 公司公告、招商证券

线上销售占比持续提升。2015-2022 年公司线上、线下营收 CAGR 为 24.4%、15.2%，线上营收占比由 9.2% 提升至 14.9%。2023Q1 公司线上、线下营收增速为 -5.1%、+7.7%。

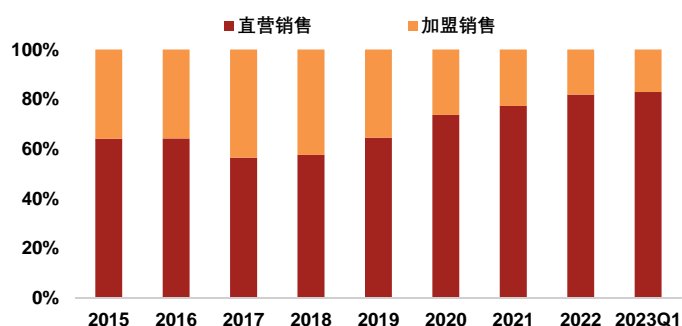
线上增长&线下净开店带动直营收增长提速。2015-2022 年公司直营销售、加盟销售 CAGR 分别为 20.4%、5.4%，直营销售占比由 64.1% 提升至 81.9%。2023Q1 公司直营、加盟营收增速为 16.04%、-25.67%。

图 7: 歌力思线上及线下营收占比



资料来源: 公司公告、招商证券

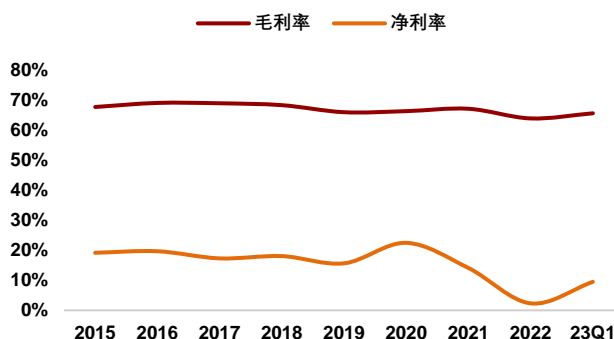
图 8: 歌力思分渠道类型营收占比



资料来源: 公司公告、招商证券

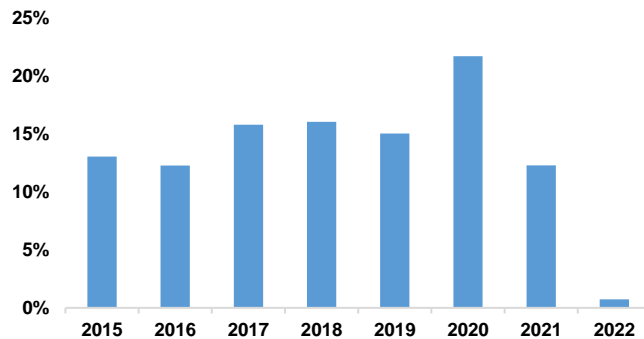
盈利能力方面, 2015-2021 年公司毛利率水平稳定在 66%-70%, 2022 年线下客流减少及部分关店影响毛利率下滑至 63.8%。2015-2019 年公司净利率保持在 15%+, ROE 保持在 13%-15%。2020 年出售百秋电商股权产生的投资收益带动公司净利率、ROE 显著提高; 2022 年因较高拓店费用和所得税费用增加, 公司净利率、ROE 下降至 2.3%、0.7%。随着客流及购买力复苏, 公司盈利能力有望不断增强。2023Q1 公司毛利率、净利率分别为 65.5%、9.5%。

图 9: 歌力思毛利率及净利率 (%)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 10: 歌力思 ROE 水平 (%)

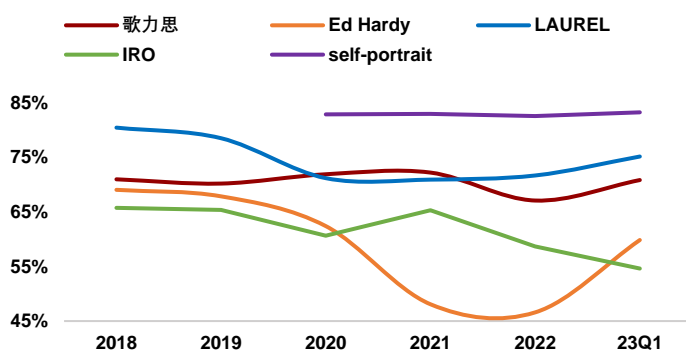


资料来源: 公司公告、招商证券

- 分品牌看, ELLASSAY、LAUREL、self-portrait 毛利率稳中有升, 2020-2022 年 Ed Hardy 推出 Ed Hardy X 子品牌在抖音销售拉低毛利率, 随着 Ed Hardy X 规模收缩, 品牌毛利率将持续回升。IRO 海外业务表现不佳拖累毛利率表现。
- 分渠道看, 线下毛利率保持在 65%+, 线上毛利率从 2015 年 49% 提升至 23Q1 的 60%。

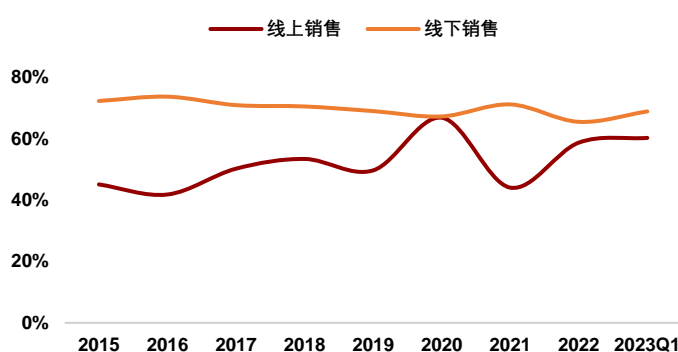


图 11: 歌力思分品牌毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、招商证券

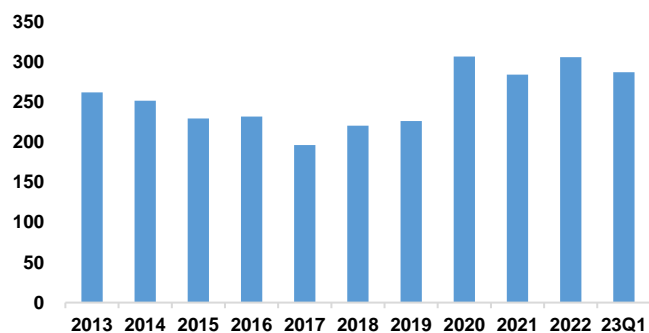
图 12: 歌力思分渠道毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、招商证券

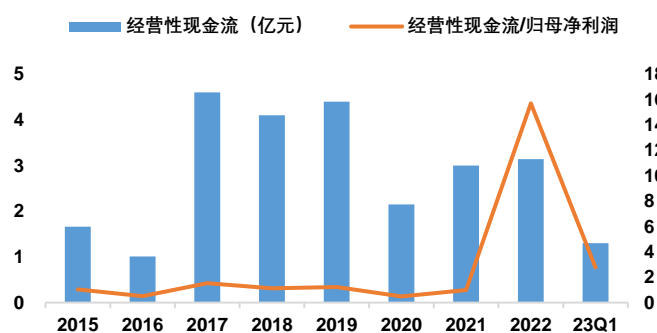
营运能力方面, 2013-2019 年公司存货周转天数由 262 天下降至 226 天, 2020-2022 年由于疫情影响导致存货周转天数从提升至 280-300 天。除 2020 年外公司经营性现金流净额/归母净利润基本保持在 1 以上, 现金流健康。

图 13: 歌力思存货周转天数 (天)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 14: 歌力思现金流/归母净利润



资料来源: 公司公告、招商证券

## 4、股权激励彰显发展信心

2023 年 4 月 27 日发布股权激励计划草案, 拟授予 490 名员工股票期权 1340 万份 (首次 1240 万份, 预留 100 万份), 约占公告日公司总股本 3.63%。本次激励计划考核目标为 2023/2024 年净利润不低于 3/4 亿 (达到考核目标的 90%, 可行权 50%), 绑定核心员工利益, 彰显发展信心。

表 2: 股权激励计划业绩考核目标

	解锁比例	解锁条件
第一个解锁期	50%	2023 年净利润不低于 3 亿元 (含本数)
第二个解锁期	50%	2024 年净利润不低于 4 亿元 (含本数)

资料来源: 公司公告、招商证券

## 二、行业: 中高端女装行业稳健增长, 行业格局分散

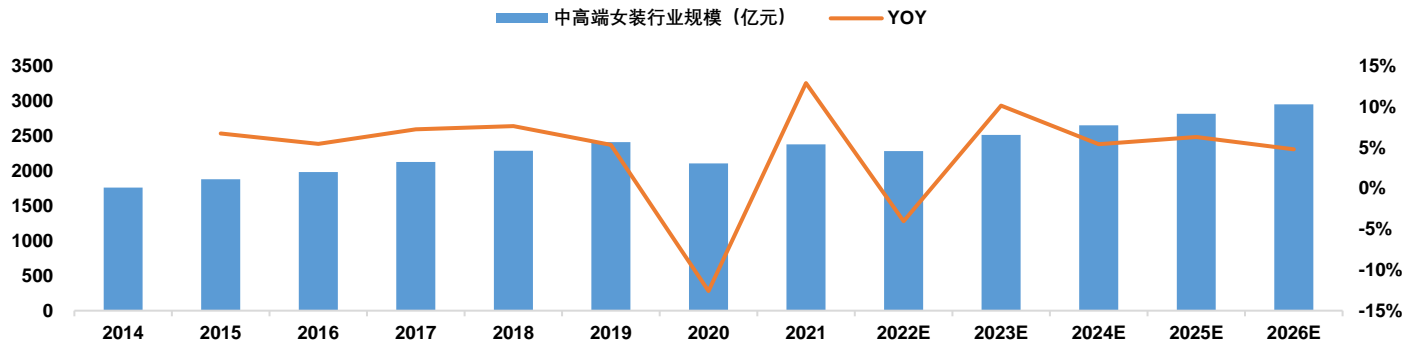
### 1、中高端女装稳健增长, 购物中心渠道占比持续提升

**品质化&品牌化需求提升, 中高端女装零售占比提升。**随着生活水平和消费需求提升, 女性消费者对于服装的品质、设计要求不断提高, 促进中高端女装规模稳增长。根据 Euromonitor, 2014-2021 年中高端女装行业规模从 1762 亿元增加至 2379 亿元, CAGR 达 6.5% (女装行业 CAGR 为 5.9%), 中高端女装在整体女装行业占比从 22.2% 提升至 22.6%, 预计 2026 年中高端女装占比能达到 24.6%, 22-26 年市场规模 CAGR 为 6.6% (女装行业 CAGR 为

5.1%)。

购物中心零售占比不断提升。从中高端女装零售渠道看,购物中心零售占比从2014年22.2%提升至2018年27.8%,购物中心将逐步成为中高端女装竞争的重要战场,拥有更强渠道话语权的公司有望获得更多市场份额。

图 15: 中高端女装市场规模 (亿元) 及增速 (%)



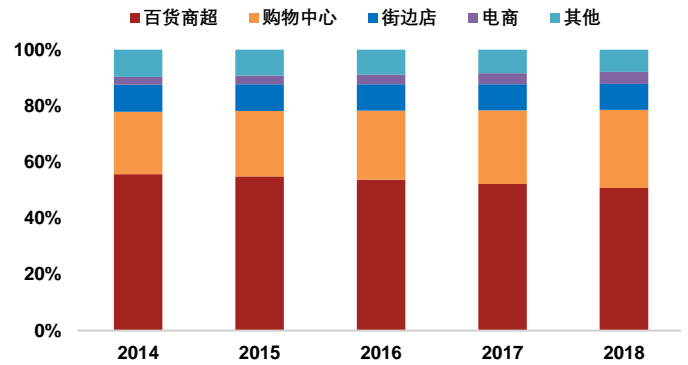
资料来源: 欧睿、立鼎产业研究、欣贺股份招股书、招商证券

图 16: 中高端女装在女装行业内占比不断提升 (%)



资料来源: 欧睿、立鼎产业研究、欣贺股份招股书、招商证券

图 17: 中高端女装分渠道零售占比 (%)



资料来源: 欧睿、欣贺股份招股书、招商证券

## 2、竞争格局分散，多品牌运营提升市场份额

中国女装市场已形成定位不同档次、差异化的服装品牌,竞争激烈导致单品牌获得市场份额有限。按照产品价格的不同,女装市场可以分为奢侈女装、中高端女装、大众女装。中高端女装的消费者的收入水平、受教育水平、品味相对较高,对品质、风格、品牌内涵、消费体验和个性化的要求更高;同时考虑到单品牌风格较为固定,客群有限,存在规模天花板。未来在品牌矩阵差异化、设计多样化、渠道话语权等方面占据优势的企业将获得更多市场份额。

表 3: 女装不同定位细分市场

	代表品牌	核心客群	核心渠道	店铺规模
奢侈女装	Louis vuitton、Gucci、Chanel、Dior、Burberry、Prada 等	高净值人群	一二线城市顶级百货、大型购物中心	100 家
中高端女装	Ports、lancy、Vgrass、Ellasay、Jorya 等	高收入白领女性	一二线城市中高档百货、中型及大型购物中心、电商	300-600 家
大众女装	ZARA、H&M、ONLY、ELAND 等	大众消费者	百货商超、购物中心、街边店、电商	1000 家

资料来源: 公司公告、招商证券

### 三、歌力思积极求变：多品牌矩阵逐步完善，逆势开店&创新营销加速发展

多品牌矩阵构建，差异化竞争提升份额。公司 1996 年创建 ELLASSAY 品牌，定位高端都市通勤女装，核心客群 35-45 岁。自 2015 年开始，公司陆续收购 Laurèl（德国高端简约风格）、Ed Hardy（美国轻奢潮流朋克风格）、IRO Paris（法国高端休闲时尚风格）、self-portrait（英国高端仙女裙风格）、NOBIS（加拿大高端羽绒服品牌），实现从商务休闲到时尚潮流多元化风格覆盖，从 20-45 岁全年龄层覆盖，助力公司提升市场份额。

表 4：公司自 2015 年以来搭建多品牌矩阵

品牌	收购时间	收购范围	收购金额	收购方式	收购比例	持有比例
Laurèl	2015	中国大陆所有权	1118 万欧元	收购东明国际 100% 股权	100%	100%
Ed Hardy	2016	大中华区商标	2.4 亿元	收购唐利国际股权	65%	90%
	2016	大中华区商标	5550 万元		15%	
	2018	大中华区商标	1.54 亿元		10%	
IRO Paris	2017	IRO 公司	3.14 亿	收购前海上林 65% 股权（注 1）	65%*57%	100%
	2018	大中华区运营权	120 万欧元	收购衣诺时尚 80% 股权	80%	
	2019	IRO 公司	2.42 亿元	收购前海上林 35% 股权	35%*57%	
	2019	IRO 公司	8950 万欧元	收购 ADON WORLD SAS43% 股权（注 2）	43%	
Self-portrait	2019	中国大陆所有权	3000 万元	合资经营	50%	50%
NOBIS	2023	大中华区（不含台湾）所有权	4000 万元	合资经营	50%	50%

资料来源：公司公告、招商证券（注 1：前海上林持有 57%ADON WORLD SAS 股权。注 2：ADON WORLD SAS 持有 IRO Paris 商标所有权）

图 18：公司构建差异化多品牌矩阵



资料来源：公司公告、招商证券

图 19：歌力思旗下品牌主要品类价格带情况

	T 恤	卫衣	裙装	外套
ELLASSAY	480-1980 RMB	860-3480 RMB	780-16800 RMB	930-19800 RMB
Laurel	600-3280 RMB	1400-5600 RMB	750-18980 RMB	1200-25800 RMB
Ed Hardy	980-6980 RMB	1980-4980 RMB	1280-9980 RMB	1980-15800 RMB
IRO Paris	855-2180 RMB	1680-3980 RMB	1280-9280 RMB	2590-14280 RMB
self-portrait	-	-	1140-9000 RMB	3300-9960 RMB

资料来源：歌力思官网、Laurèl 天猫旗舰店、Ed Hardy 官网、IRO Paris 官网、SP 官网、招商证券

## 1、ELLASSAY：拓展产品系列实现年轻化升级，逆势开店提升份额

### （1）产品：拓展 Weekend 子系列实现年轻化升级

拓展 Weekend 子系列实现年轻化升级。歌力思主品牌定位高端都市通勤，具有优雅、率性的品牌基调，主要针对 35 岁以上女性开发产品，2004 年邀请 Jean Paul Knott 作为首席设计顾问（在 YSL 担任 12 年产品研发总监），保障歌力思产品设计水平。品牌随后拓展 Weekend 和 First 高定系列；其中 Weekend 系列主要针对 25-35 岁年轻白领开发产品，设计更加年轻时尚，目前 weekend 系列已经独立开店。First 高定系列由国际知名设计师设计，采用欧洲优质面料，打造时尚简约风格。歌力思主品牌通过拓展产品系列开发新客群，提升单品牌规模天花板。

图 20: 歌力思定位都市通勤风格



资料来源: 公司公告、歌力思官网、招商证券

图 21: 拓展 Weekend 子系列实现年轻化升级

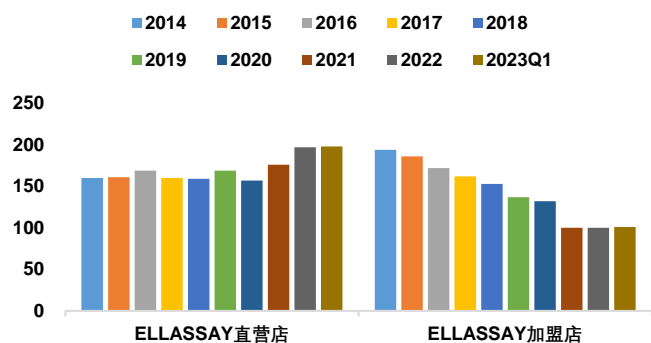


资料来源: 公司公告、歌力思公众号、招商证券

(2) 渠道: 直营逆势开店强化渠道竞争力, 线上表现良好

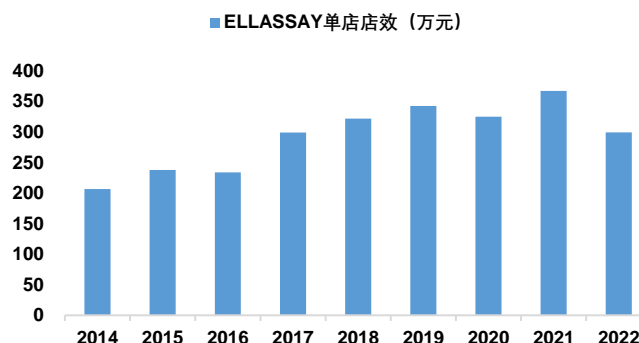
直营逆势拓店强化渠道优势。2017-2022 年公司关闭低效店, 开设优质直营店铺, 2017-2022 年品牌直营店数量从 160 家增加 197 家, 直营店数量占比从 50%达到 66%。同时升级五代店形助力单店运营效率提升, 2017-2021 年单店店效从 299 万元增加至 367 万元, 2022 年由于线下客流减少店效下降。

图 22: 歌力思直营及加盟门店数量 (家)



资料来源: 公司公告、招商证券

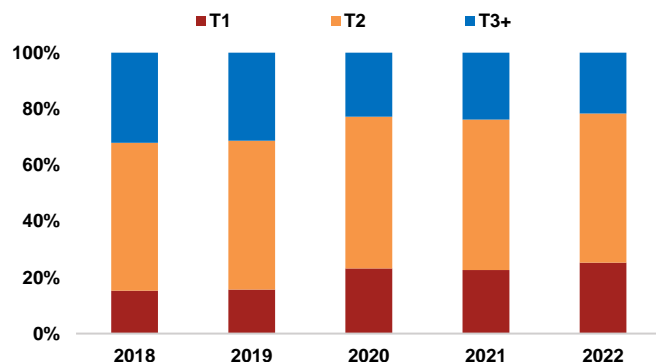
图 23: 歌力思单店店效持续提升 (万元)



资料来源: 公司公告、招商证券

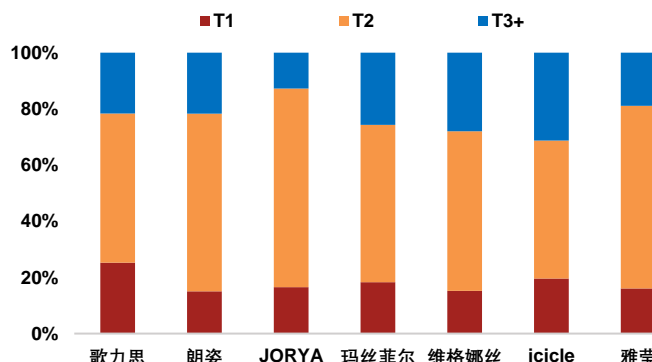
完善一线核心商圈布局。2018-2022 年歌力思在一线城市门店数量占比从 15%提升至 25%, 二线城市门店数量占比保持在 53%, 对比竞品来看, 歌力思主品牌在一线城市门店数量占比更高, 渠道资源更丰富, 有助于发挥多品牌协同效应。

图 24: 2018-2022 年歌力思分线级渠道布局 (%)



资料来源: 久谦、招商证券

图 25: 歌力思在一线城市门店布局更完善



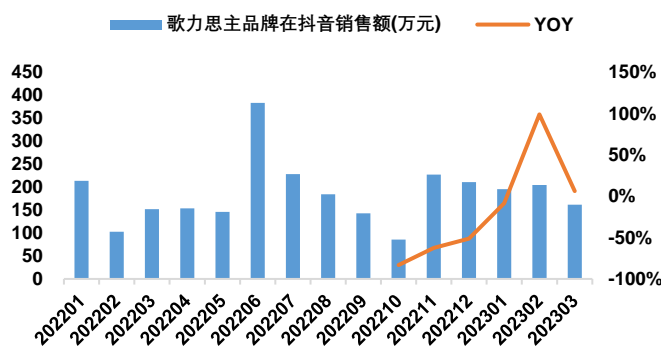
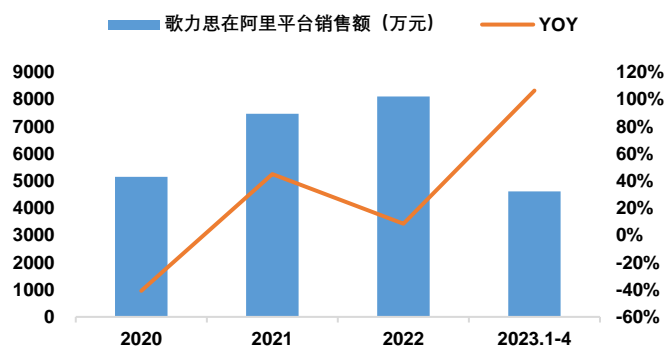
资料来源: 久谦、招商证券



公司强化线上平台运营。2022 年歌力思主品牌线上营收增速达 68%。从阿里平台看，2020-2022 年歌力思主品牌销售额从 5152 万元增长至 8109 万元，CAGR 达 26%。抖音平台规模保持稳定。

图 26: 歌力思在阿里平台销售额 (万元) 及增速 (%)

图 27: 歌力思在抖音平台销售额 (万元) 及增速 (%)



资料来源: 萝卜投资、招商证券

资料来源: 久谦、招商证券

### (3) 营销: 科技与时尚融合提升品牌影响力

科技与时尚融合提升品牌影响力。2021 年歌力思主品牌推出自创虚拟人物 Elisa, 以直播、跨界合作、创意视频等方式来实现虚拟人物及粉丝社群交互, 在提升品牌声量的同时吸引更多的年轻客群。同时公司在商场中庭通过吊旗、快闪店等展开主题营销, 强化与消费者互动。2023 年童谣成为歌力思品牌代言人, 童谣呈现的独立、知性气质符合品牌风格和定位, 将不断强化消费者对品牌认知。

图 28: 歌力思虚拟人物 Elisa 及新品牌代言人童谣

图 29: 歌力思利用快闪店方式展开主题营销



资料来源: 公司公告、歌力思官网、招商证券



资料来源: 公司公告、歌力思官网、招商证券

## 2、Laurèl: 面料舒适&设计具备艺术美感, 门店仍有较大扩店空间

### (1) 产品: 设计简约大气并具备艺术美感

Laurèl 品牌于 1978 年创建于德国慕尼黑, 2015 年公司收购东明国际 100% 股权, 获得 Laurèl 品牌在中国大陆地区所有权及经营权。Laurèl 品牌作为德国高端女装品牌, 产品风格简约大气并具备艺术感, 公司与德国 LAURÈL GMBH 在产品的设计研发、品牌推广等领域的深入合作, 保证产品设计水平和品牌格调, 同时采用进口面料和立体剪裁保障穿着舒适性并修饰身材。



图 30: Laurèl 产品风格简约大气



资料来源: 公司公告、Laurèl 公众号、招商证券

图 31: Laurèl 采用进口面料提升产品舒适度

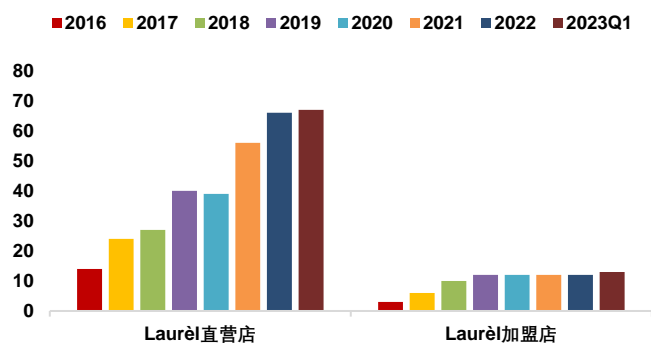


资料来源: 公司公告、Laurèl 公众号、招商证券

(2) 渠道: 入驻高端商圈, 二线城市仍有较大拓展空间

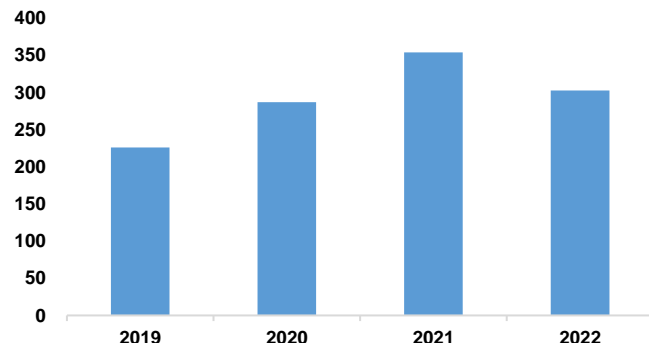
Laurèl 凭借高级的设计风格及高端品牌定位, 快速入驻一二线城市核心商圈的高端渠道, 如 SKP、万象城等。2016-2023Q1 品牌门店数量从 17 家增加至 80 家, 其中直营门店从 14 家增加至 67 家, 加盟门店从 3 家增加至 13 家, 保持稳健开店节奏同时店铺运营效率提升, 2019-2022 年 Laurèl 单店店效从 226 万增加至 303 万。

图 32: Laurèl 直营及加盟门店数量 (家)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 33: Laurèl 单店店效提升 (万元)



资料来源: 公司公告、招商证券

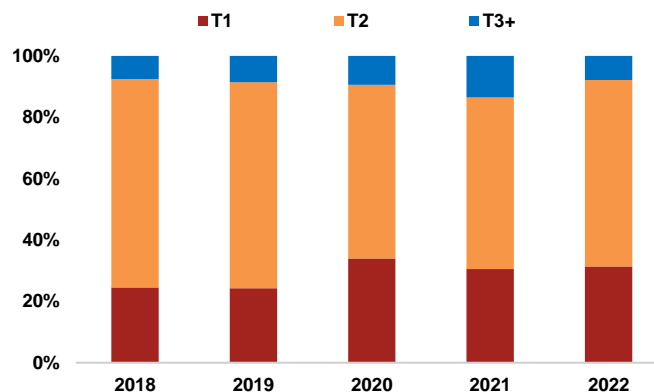
提升终端店铺形象, 有望加速渗透二线城市。公司近几年持续升级终端店铺形象, 优化产品陈列和颜色搭配, 引入画廊式设计凸显品牌高级感。同时从渠道分布看, 一线城市占比三成, 二线城市占比六成。目前门店总数仅为 80 家, 未来开店空间较大。

图 34: Laurèl 终端门店形象升级



资料来源: 公司公告、Laurèl 公众号、招商证券

图 35: 2018-2022 年 Laurèl 分线级渠道布局 (%)

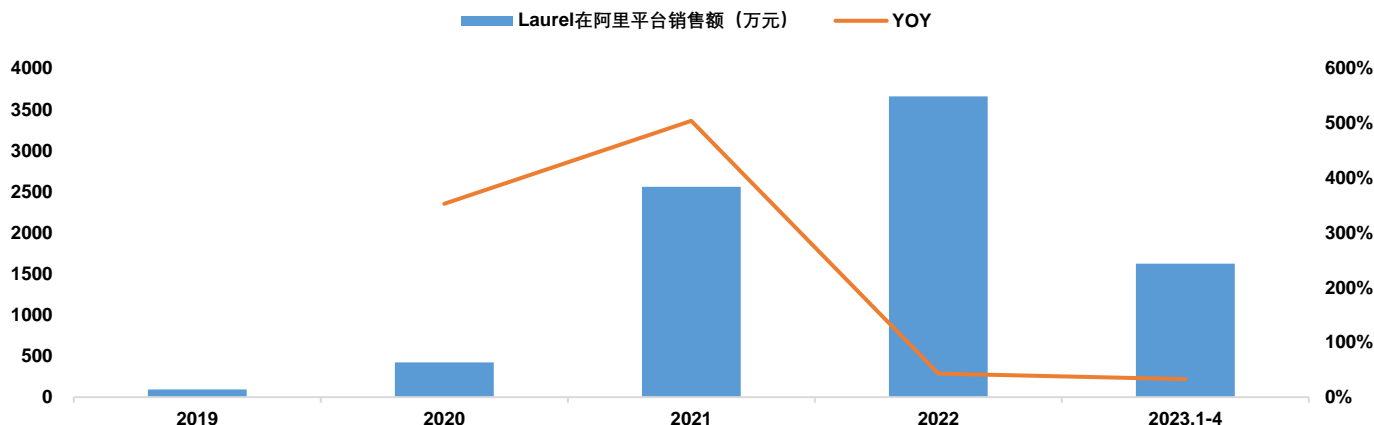


资料来源: 久谦、招商证券

Laurèl 线上保持高增长。Laurèl 重点开拓阿里平台及唯品会渠道, 实现快速放量, 2022 年线上营收增长 57%。从阿

里平台看，2019-2022 年 Laurèl 销售额从 93 万元增加至 3660 万元，CAGR 达 240%。

图 36: Laurèl 在阿里平台快速放量



资料来源: 萝卜投资、招商证券

### (3) 营销: 时装秀提升品牌热度, VIP 活动增强客群粘性

Laurèl 在春夏和秋冬举办多场时装秀, 保证新品推出速度及产品热度。同时不断加强 VIP 营销服务, 举办托特包涂鸦、大衣定制等多种 VIP 活动, 传递品牌理念, 增强客群粘性。

图 37: Laurèl 参加时装秀



资料来源: 公司公告、Laurèl 公众号、招商证券

图 38: Laurèl 举办 VIP 活动



资料来源: 公司公告、招商证券

## 3、IRO Paris: 产品延续法国时尚设计, 加速渗透二线城市

### (1) 产品: 法国设计团队延续产品风格

IRO 于 2004 年在法国成立, 定位于高端街头摇滚风格。2017-2019 年歌力思先后收购前海上林 100%、依诺时尚 80% 的股份, 取得 IRO 全球商标权及大中华区经营权。IRO 相对歌力思主品牌更加具备休闲属性, 实现品牌矩阵有效补充, 更有效拓展年轻客群。IRO 国内产品设计和生产均由法国总部统筹, 维持品牌原有法式时尚摇滚风格, 受到众多明星及网红青睐, 其中皮衣更是热销品类。

图 39: IRO 街头摇滚风格获得众多明星喜爱



资料来源: 公司公告、IRO 公众号、招商证券

图 40: IRO 的皮衣产品广受欢迎

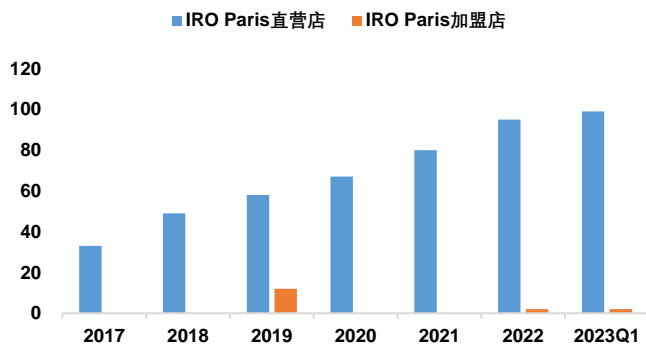


资料来源: 公司公告、IRO 公众号、招商证券

## (2) 渠道: 国内业务快速发展, 加速渗透二线城市

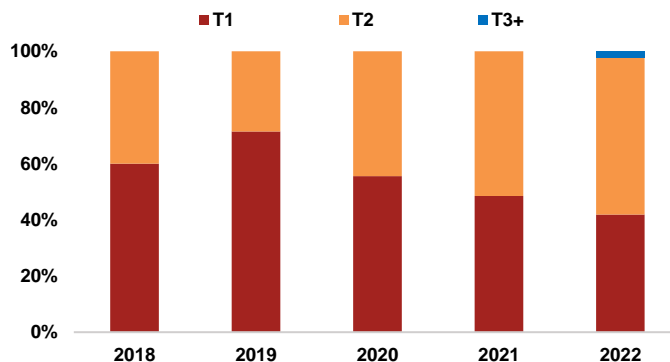
国际上 IRO Paris 品牌已在欧洲、北美、亚洲合计 16 个国家及地区开设专卖店与店中店。国内依靠现有渠道资源, 顺利进入一二线核心商圈。2017-2023Q1 IRO 门店数从 33 家增加至 101 家, 其中直营店从 33 家增加至 99 家。其中二线城市门店数量占比从 2018 年 40% 提升至 56%。IRO Paris 渠道分布与 maje、sandro 类似, 布局较为合理。

图 41: IRO Paris 加盟及直营门店数量 (家)



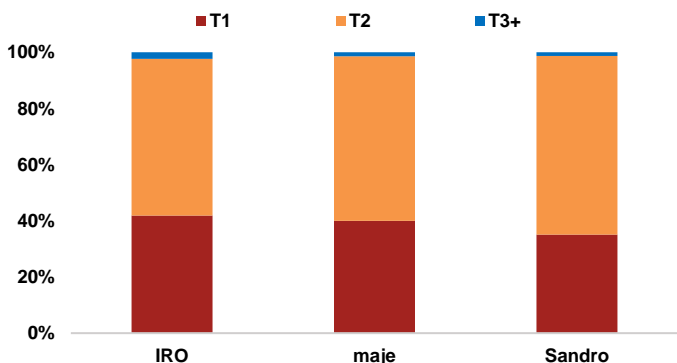
资料来源: 公司公告、招商证券

图 42: 2018-2022 年 IRO Paris 分线级渠道布局 (%)



资料来源: 久谦、招商证券

图 43: IRO Paris 及竞品渠道分布情况

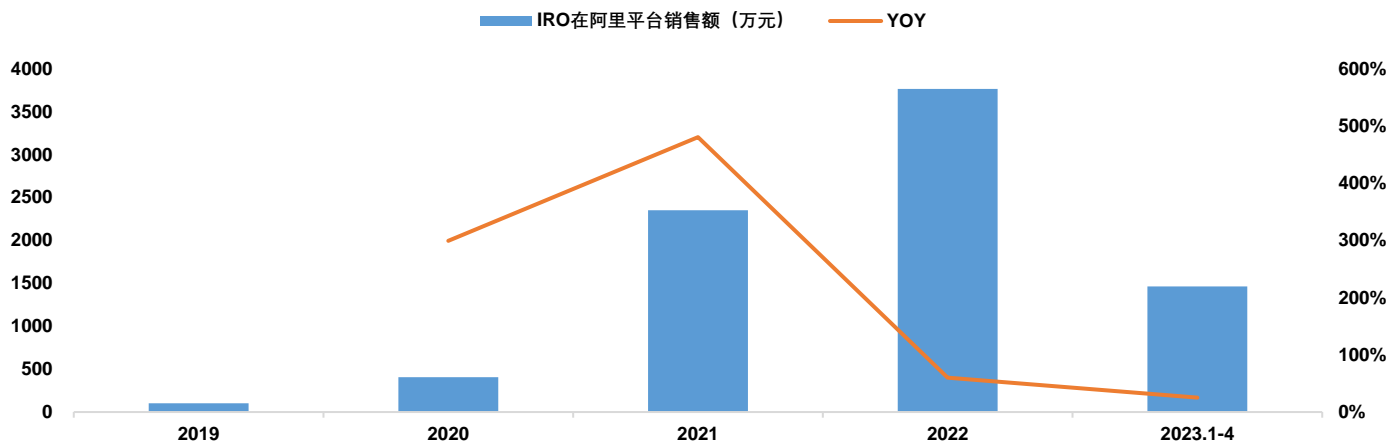


资料来源: 公司公告、招商证券

基于现有的线上平台运营经营, IRO Paris 实现快速放量。2019-2022 年阿里平台销售额从 101 万元增加至 3765 万元, CAGR 达 234%。



图 44: IRO Paris 在阿里平台销售额 (万元) 及增速 (%)



资料来源: 萝卜投资、招商证券

#### 4、Self-portrait: 仙女裙风格独树一帜, 有望延续较快开店速度

##### (1) 产品: 仙女裙风格独树一帜

Self-portrait 于 2013 年在英国成立, 以仙女裙产品为核心凸显优雅时尚的设计师风格。2019 年歌力思和圣珀齐设立合资公司, 取得 Self-portrait 在中国大陆所有权。Self-portrait 产品主要以裙装为主, 由繁复的刺绣蕾丝和轻薄饰面结合, 吸引众多年轻女性的喜爱。海外设计师主导产品设计, 东欧供应链生产, 风格独特, 目前在国内没有竞品。

图 45: Self-portrait 风格独树一帜



资料来源: 公司公告、Self-portrait 公众号、招商证券

图 46: Self-portrait 经典款及热门款销售良好

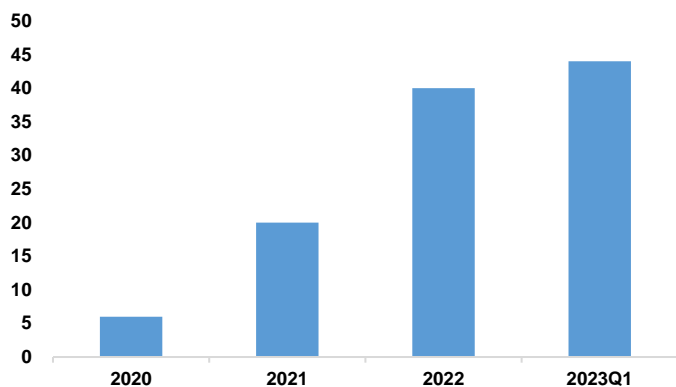


资料来源: 公司公告、Self-portrait 公众号、招商证券

##### (2) 渠道: 快速开店&入驻高端渠道强化店效

Self-portrait 凭借独树一帜的仙女裙时尚设计风格快速进入国内高端渠道, 包括 SKP、太古里、王府中环、万象城等等, 单店店效快速提升。从门店数量看, 2020-23Q1 Self-portrait 门店数量从 6 家增加至 44 家 (均为直营)。目前 Self-portrait 店铺数量及竞品均较少, 未来有望延续过去两年较快开店速度, 并保持较高单店产出。

图 47: Self-portrait 门店数量 (家)



资料来源: 公司公告、招商证券

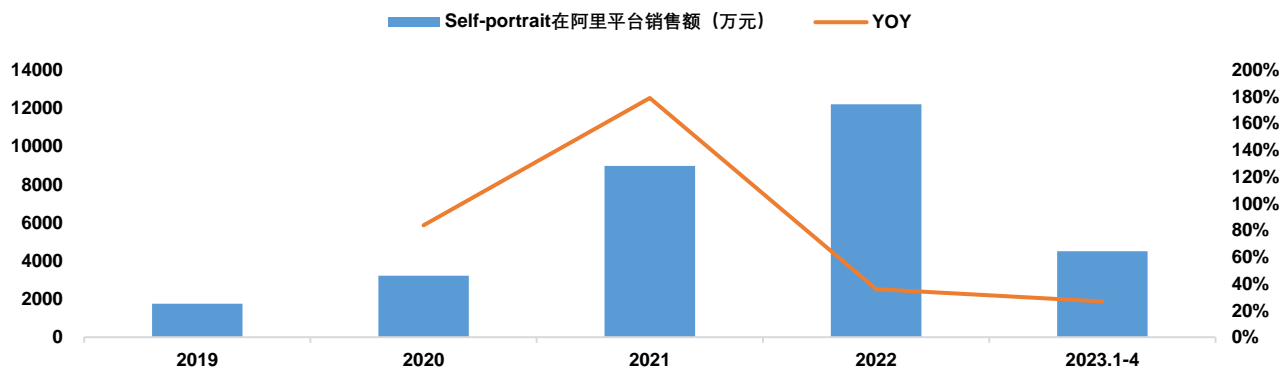
图 48: 入驻 SKP、王府中环、万象城等高端渠道



资料来源: 公司公告、Self-portrait 公众号、招商证券

Self-portrait 成为公司在阿里平台规模最大的品牌。Self-portrait 持续强化阿里平台运营, 2019-2022 年 Self-portrait 在阿里平台销售额从 1751 万元增加至 1.22 亿元, CAGR 达 91%。线上渠道将持续提供新增量。

图 49: Self-portrait 成为公司在阿里平台规模最大的品牌



资料来源: 萝卜投资、招商证券

### (3) 营销: 新社媒营销抢占先机

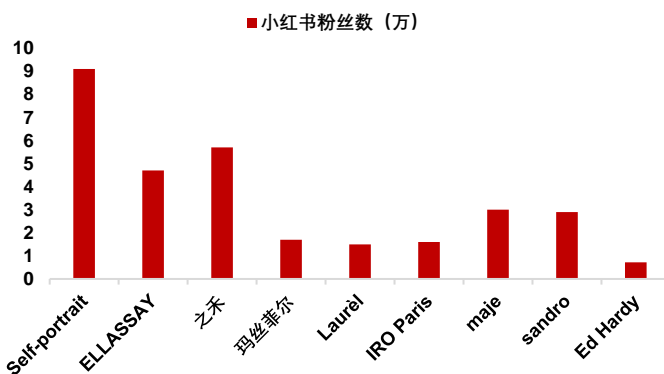
Self-portrait 在深圳、上海等地举办预览会, 向博主、KOL、VIP 顾客与明星造型师等介绍新款进行预热, 保证品牌热度, 加快店效爬坡。同时利用风格优势加大社交媒体流量投放, 目前 Self-portrait 在小红书粉丝数 9.1 万, 远超其他高端女装品牌。2023 年正式签约赵丽颖, 通过新社媒引流及明星宣传的方式不断提升品牌热度。

图 50: Self-portrait 签约赵丽颖



资料来源: 公司公告、Self-portrait 公众号、招商证券

图 51: Self-portrait 小红书粉丝基础优秀



资料来源: 公司公告、小红书、招商证券



## 5、Ed Hardy：推出联名款强化潮流属性，持续拓展优质直营店铺

### (1) 产品：推出联名款强化潮流属性

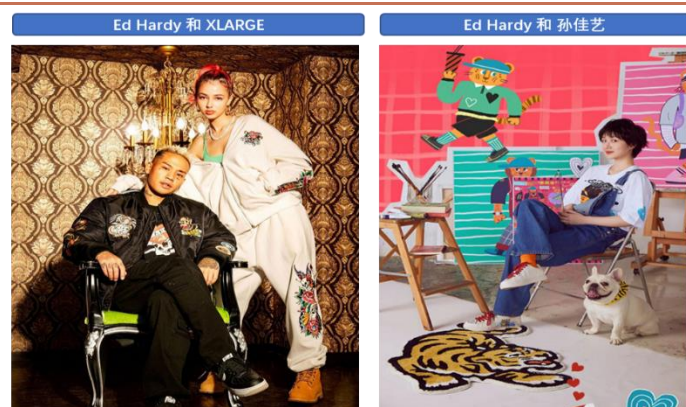
Ed Hardy 于 2004 年在美国成立，作为高端潮流女装品牌，Ed Hardy 采用刺绣、水洗、泼墨等技巧，配合飞鹰、猛虎、骷髅等元素融合，凸显朋克潮流风格。2016-2018 年歌力思分三次收购唐利国际合计 90% 股份，拥有 Ed Hardy 在大众化区的品牌所有权。Ed Hardy 近年来持续推进产品的更新换代，增加如 Lady Bees、XLARGE、孙佳艺等潮牌及涂鸦艺术家跨界联名强化潮流属性。

图 52: Ed Hardy 凸显朋克潮流风格



资料来源：公司公告、Ed Hardy 公众号、招商证券

图 53: Ed Hardy 推出联名款强化潮流属性



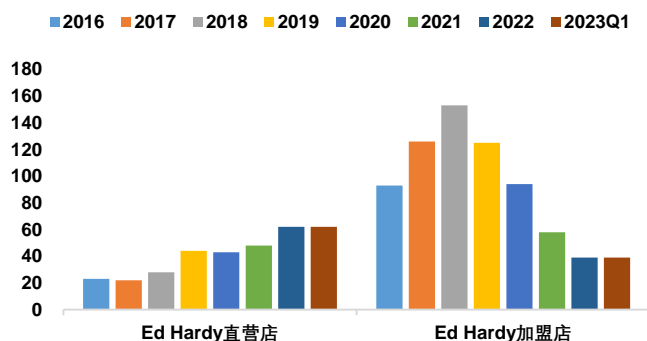
资料来源：公司公告、Ed Hardy 公众号、招商证券

### (2) 渠道：开设优质直营店铺，阿里平台顺利推进正价化

2019 年以来 Ed Hardy 重点开设优质直营店铺。16-18 年 Ed Hardy 门店数量从 116 家增加至 181 家，其中加盟店从 93 家增加至 153 家，直营店仅净增 5 家。2019 年以来 Ed Hardy 关闭低效加盟店，开设优质直营店，19-23Q1 加盟店从 125 家减少至 39 家，直营店从 44 家增加至 62 家。

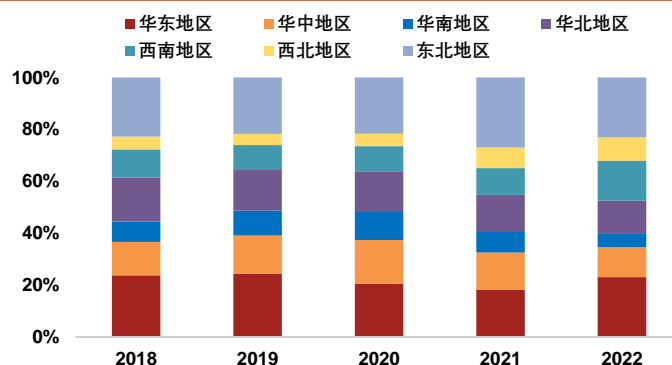
从渠道分布角度看，品牌设计风格受到东北及华北地区消费者喜爱，2018-2022 年东北和华北地区门店数量占比保持在 35%+，公司目前加快产品迭代，寻找街头潮流及日常休闲的设计平衡，未来有望在华中、西南等地区拓展门店。

图 54: Ed Hardy 加盟及直营门店数量（家）



资料来源：公司公告、招商证券

图 55: 2018-2022 年 Ed Hardy 分地区渠道布局（%）

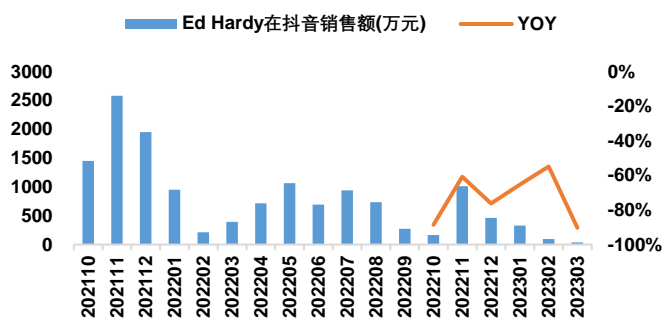


资料来源：久谦、招商证券

持续推进阿里平台正价化。公司近几年持续推进阿里平台正价化，2019-2022 年 Ed Hardy 在阿里平台销售额从 883 万元增加至 2870 万元，CAGR 达 48%。

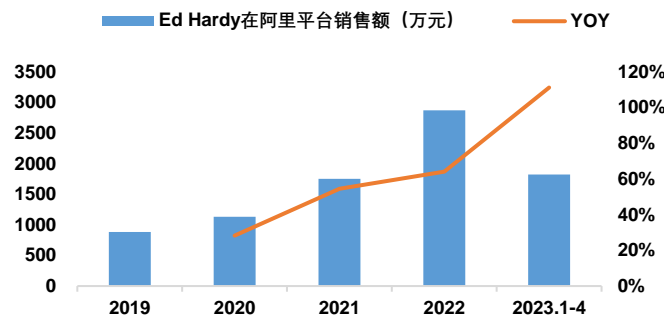
2017 年公司创建 Ed Hardy X 子品牌，产品设计更加年轻化&价格更低，在抖音渠道快速放量。但考虑到消费者容易混淆 Ed Hardy X 和 Ed Hardy 品牌，对 Ed Hardy 品牌销售造成冲击，公司收缩 Ed Hardy X 在抖音渠道销售规模。

图 56: Ed Hardy X 在抖音平台营收持续减少



资料来源: 久谦、招商证券

图 57: Ed Hardy 在阿里平台快速增长

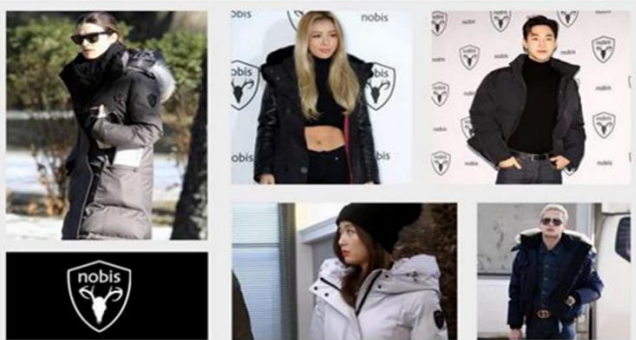


资料来源: 萝卜投资、招商证券

## 6、Nobis: 加拿大知名高端羽绒服品牌，产品功能性强有望提供新增量

2023 年公司与 Nobis Inc. 签署合资经营协议（公司出资 4000 万，持有合资公司 50% 股权），合资经营企业负责在中国境内（包括香港、澳门，但不包括台湾地区）发展和运营“Nobis”品牌业务。Nobis 品牌 2007 年成立，产品风格简约时尚，作为定位高端的羽绒服品牌使用顶级材料和优质的生产工艺，打造出高性能&多功能的单品。2015 年《来自星星的你》中全智贤穿着 Nobis 品牌羽绒服带火品牌，产品受到全球众多明星喜爱，品牌热度不断提升。目前 Nobis 品牌已通过零售、批发和电商渠道在超过 35 个国家和地区销售。

图 58: Nobis 产品受到众多明星喜爱



资料来源: 公司公告、招商证券

图 59: 《来自星星的你》全智贤穿着 Nobis 羽绒服

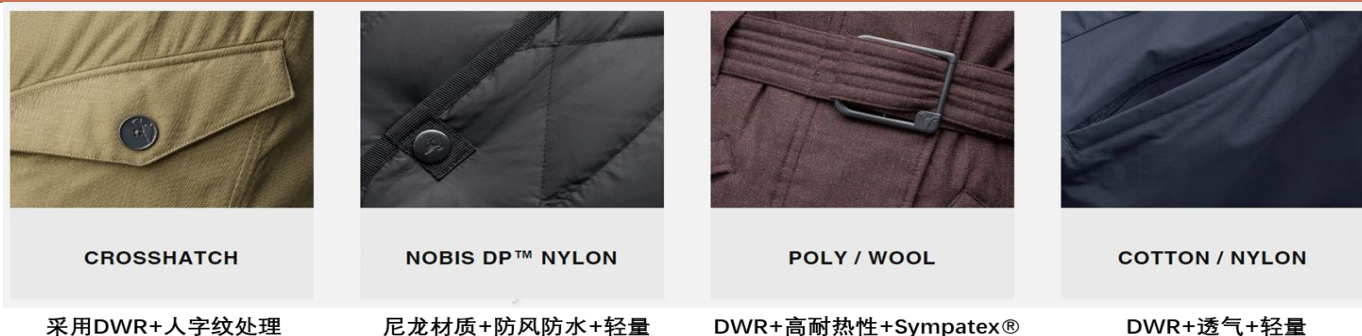


资料来源: 小红书、公司官网、公司公告、招商证券

**品牌注重提升产品性能。**Nobis 层压板采用 Sympatex 膜进行工程设计，实现防水、防风、透气性。填充物采用加拿大原产白鸭绒，外层采用 DWR 防水面料，搭配尼龙、羊毛等材质不断提升产品保暖、防水、轻量、耐磨等性能。

对比加拿大鹅和 Moncler，Nobis 羽绒服的保暖（满足零下 40℃ 御寒需求）及防风防水性能不落风，产品设计更加偏商务休闲风格，适用人群广泛。目前 nobis 已经在天猫平台销售（2022 年销售额 200 万），未来 Nobis 利用公司现有渠道资源有望更快进入国内高端渠道，持续提供营收新增量。

图 60: Nobis 采用功能性材料提升产品功能性



资料来源: 公司官网、招商证券

## 四、盈利预测及投资建议

收入预测：歌力思差异化品牌矩阵完善，主品牌逆势开店有望保持稳健增长，新品牌运营效率提升&直营加速开店，持续提供新增量。预计 2023-2025 年公司整体营业收入为 28.59 亿元、33.30 元、38.60 亿元，同比增速为 19%、16%、16%。分品牌来看：

1、ELLASSAY: 2022 年主品牌逆势开店，为 2023 年提供增长弹性。同时客流的恢复有助于店效的提升。预计 2023-2025 年门店数达 205 家、215 家、225 家，营业收入为 10.12 亿元、11.41 亿元、12.88 亿元，同比增速为 14%、13%、13%。

2、Laurèl: 品牌加速入驻一二线城市高端渠道，直营门店数量持续拓展。预计 2023-2025 年营业收入为 3.10 亿元、3.79 亿元、4.63 亿元，同比增速为 31%、23%、22%。

3、IRO Paris: 国内业务快速发展，门店有序拓展，但考虑到海外业务存在一定不确定性，拉低品牌整体营收增速，预计 2023-2025 年营业收入为 7.65 亿元、8.38 亿元、9.15 亿元，同比增速为 16%、10%、9%。

4、Self-portrait: 产品风格独树一帜，国内市场中竞争对手较少，有望保持较快拓店速度，并保持较高的单店店效。目前在天猫平台增速良好，规模持续拓展。预计 2023-2025 年营业收入为 4.37 亿元、6.15 亿元、8.17 亿元，同比增速为 57%、41%、33%。

5、Ed Hardy: 渠道结构持续优化，延续直营拓店，单店效率有望提升。但考虑到公司持续收缩抖音渠道，预计 2023-2025 年营业收入 3.06 亿元、3.27 亿元、3.47 亿元，同比增速为 2%、7%、6%。

图 5：歌力思收入预测（亿元）

	2021 年	2022 年	2023E	2024E	2025E
歌力思	10.12	8.89	10.12	11.41	12.88
YOY		-12.22%	13.87%	12.73%	12.95%
laurel	2.41	2.36	3.10	3.79	4.63
YOY		-1.93%	31.22%	22.56%	21.90%
IRO	5.92	6.61	7.65	8.38	9.15
YOY		11.67%	15.74%	9.61%	9.22%
Ed hardy	3.08	2.99	3.06	3.27	3.47
YOY		-2.85%	2.40%	6.80%	6.18%
Self-portrait	1.75	2.79	4.37	6.15	8.17
YOY		58.84%	56.80%	40.73%	32.89%
其他	0.36	0.32	0.30	0.30	0.30
合计	23.63	23.95	28.59	33.30	38.60
YOY		1.35%	19.37%	16.47%	15.93%

资料来源：公司公告、招商证券

净利润预测：预计公司 2023 年-2025 年归母净利润规模分别为 3 亿元、4 亿元、5 亿元，净利润率分别为 10.7%、12.0%、12.8%，净利润增速分别为 1391%、31%、24%，2023 年-2024 年 PE 分别为 15X、12X。维持强烈推荐评级。

## 五、风险提示

- 1、客流及购买力恢复不及预期风险；
- 2、新品牌门店拓展不及预期风险；
- 3、存货减值风险；
- 4、商誉减值风险。



附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2062	1757	2067	2495	3049
现金	835	518	700	951	1295
交易性投资	40	1	1	1	1
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	304	290	324	377	437
其它应收款	94	98	116	136	157
存货	696	775	838	929	1041
其他	94	75	88	102	117
<b>非流动资产</b>	2446	2586	2470	2368	2278
长期股权投资	401	448	448	448	448
固定资产	183	183	182	181	180
无形资产商誉	924	922	830	747	672
其他	938	1033	1011	993	979
<b>资产总计</b>	<b>4508</b>	<b>4343</b>	<b>4537</b>	<b>4863</b>	<b>5327</b>
<b>流动负债</b>	957	799	665	644	686
短期借款	0	0	54	0	0
应付账款	190	212	232	257	288
预收账款	66	68	75	83	93
其他	701	518	304	304	305
<b>长期负债</b>	619	680	680	680	680
长期借款	121	102	102	102	102
其他	498	578	578	578	578
<b>负债合计</b>	<b>1576</b>	<b>1479</b>	<b>1345</b>	<b>1324</b>	<b>1366</b>
股本	369	369	369	369	369
资本公积金	750	713	713	713	713
留存收益	1713	1668	1967	2275	2650
少数股东权益	101	114	143	181	228
归属于母公司所有者权益	2831	2751	3049	3358	3733
<b>负债及权益合计</b>	<b>4508</b>	<b>4343</b>	<b>4537</b>	<b>4863</b>	<b>5327</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	300	314	331	372	436
净利润	333	56	334	438	542
折旧摊销	91	126	146	132	120
财务费用	1	29	9	1	(3)
投资收益	(54)	(43)	(56)	(56)	(56)
营运资金变动	(49)	149	(105)	(148)	(173)
其它	(22)	(3)	3	4	5
<b>投资活动现金流</b>	(359)	(57)	26	26	26
资本支出	(134)	(120)	(30)	(30)	(30)
其他投资	(225)	64	56	56	56
<b>筹资活动现金流</b>	75	(557)	(175)	(147)	(117)
借款变动	(540)	(474)	(160)	(54)	0
普通股增加	37	0	0	0	0
资本公积增加	440	(36)	0	0	0
股利分配	(130)	(93)	(6)	(91)	(120)
其他	269	46	(9)	(1)	3
<b>现金净增加额</b>	16	(299)	182	251	344

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	2363	2395	2859	3329	3860
营业成本	779	867	946	1049	1176
营业税金及附加	15	15	18	21	24
营业费用	961	1135	1221	1415	1633
管理费用	191	224	237	276	320
研发费用	57	52	62	72	84
财务费用	(3)	34	9	1	(3)
资产减值损失	(87)	(43)	(25)	(25)	(25)
公允价值变动收益	(1)	(8)	(8)	(8)	(8)
其他收益	15	21	21	21	21
投资收益	54	43	43	43	43
<b>营业利润</b>	343	81	396	526	656
营业外收入	66	15	15	15	15
营业外支出	7	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	402	92	407	537	667
所得税	70	37	73	99	125
少数股东损益	29	35	29	38	47
<b>归属于母公司净利润</b>	304	20	305	400	495

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	20%	1%	19%	16%	16%
营业利润	-35%	-76%	387%	33%	25%
归母净利润	-32%	-93%	1391%	31%	24%
<b>获利能力</b>					
毛利率	67.0%	63.8%	66.9%	68.5%	69.5%
净利率	12.9%	0.9%	10.7%	12.0%	12.8%
ROE	12.1%	0.7%	10.5%	12.5%	14.0%
ROIC	8.7%	0.9%	9.9%	12.1%	13.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	35.0%	34.0%	29.6%	27.2%	25.6%
净负债比率	10.8%	7.3%	3.5%	2.1%	1.9%
流动比率	2.2	2.2	3.1	3.9	4.4
速动比率	1.4	1.2	1.8	2.4	2.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.8
存货周转率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	7.9	8.1	9.3	9.5	9.5
应付账款周转率	4.5	4.3	4.3	4.3	4.3
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.82	0.06	0.83	1.08	1.34
每股经营净现金	0.81	0.85	0.90	1.01	1.18
每股净资产	7.67	7.45	8.26	9.10	10.11
每股股利	0.25	0.02	0.25	0.32	0.40
<b>估值比率</b>					
PE	15.4	229.4	15.4	11.7	9.5
PB	1.7	1.7	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	14.8	37.3	9.9	8.3	7.1

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**赵中平：**香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

**刘丽：**对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

**毕先磊：**山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

**王鹏：**华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

**王月：**香港理工大学运筹学及风险分析硕士，华北电力大学电气工程及其自动化学士，曾就职于基金公司，2021-2023年就职于天风证券研究所轻工组，2023年加入招商证券，研究方向为轻工新消费。

**王梓旭：**中央财经大学硕士，2022年加入招商证券，任研究助理，研究方向为纺织服装。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。