

研究所  
 证券分析师： 杨仁文 S0350521120001  
 yangrw@ghzq.com.cn  
 联系人： 马川琪 S0350121090021  
 macq@ghzq.com.cn  
 联系人： 廖小慧 S0350122080035  
 liaoxh@ghzq.com.cn

## 2023Q1 表现亮眼，股权激励凸显信心

### ——歌力思（603808）点评报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

2023/04/28

| 表现    | 1M    | 3M    | 12M   |
|-------|-------|-------|-------|
| 歌力思   | 11.6% | 16.9% | 24.5% |
| 沪深300 | 0.7%  | -3.6% | 2.8%  |

#### 市场数据

2023/04/28

|            |            |
|------------|------------|
| 当前价格(元)    | 12.09      |
| 52周价格区间(元) | 8.01-12.09 |
| 总市值(百万)    | 4,462.33   |
| 流通市值(百万)   | 4,462.33   |
| 总股本(万股)    | 36,909.29  |
| 流通股本(万股)   | 36,909.29  |
| 日均成交额(百万)  | 136.23     |
| 近一月换手(%)   | 0.69       |

#### 相关报告

《歌力思（603808）事件点评：疫情下直营门店扩张积极，下半年良性增长可期（买入）\*服装家纺\*杨仁文》——2022-09-07

#### 事件：

**歌力思发布公告：**2022年公司全年实现营业收入23.95亿元，同比增长1.35%，归母净利0.20亿元，同比下滑93.27%。2023Q1公司实现营收6.66亿元，同比增长5.99%，归母净利0.47亿元，同比增长0.39%，扣非后同比下降12.73%。

#### 投资要点：

- 国际化多品牌矩阵，2022年收入正增长：**2022年公司全年实现营业收入23.95亿元，同比增长1.35%。2022年分品牌，self-portrait品牌实现收入2.8亿元，同比增加59%，IRO Paris实现收入6.6亿元，同比增加12%，Laurèl品牌线上收入同比增加57%，歌力思品牌线上收入增幅明显，同比增加超过68%，Ed Hardy品牌实现收入近3亿元，同比基本保持稳定。2022全年服装整体毛利率64.41%，较2021年减少3.51pct，主要受到国际供应链时效变慢、物流成本大幅上升以及公司总体线上销售占比提升3.1pct的影响。
- 2023Q1 稳健增长，self-portrait 实现高增：**2023Q1公司实现营收6.66亿元，同比增加5.99%，归母净利0.47亿元，同比增加0.39%，分品牌看，self-portrait实现高增，收入同比增幅76%，毛利率83.22%，较去年同期增加0.6pct；Laurèl收入同比增长26%，毛利率75.13%，较去年同期增加1.84pct；IRO Paris品牌收入同比增速3.5%，毛利率54.62%，较去年同期增加8.51pct；歌力思品牌收入同比下降9%，毛利率70.82%，较去年同期增加1.03pct；Ed Hardy品牌收入同比下降4%，毛利率59.84%，较去年同期增加5.12pct。
- 线下门店积极扩张，线上多平台发力：**2022年公司保持积极的门店扩张速度，截至2022年底，直营店数量增加80家，店铺数量净增63家，其中歌力思品牌直营店净增加21家，self-portrait、IRO Paris以及Laurèl品牌分别增加20家、17家与10家门店，23Q1净开店12家，门店数量一季度末达到了625家。同时，公司保持线上多平台扩张，持续完善以天猫店铺为基础，辐射京东、唯品会等公域平台，发力抖音直播同时加码小程序获客拉新的电商体系。2022年线上实现收入3.51亿，同比增加29%。
- 物流成本、门店费用上升以及税收政策变化，公司净利润下滑：**202

2 年公司归母净利 0.20 亿元，同比下滑 93.27%，主要原因为：**1) 物流成本**：国际供应链时效变慢以及物流成本大幅上升影响；**2) 门店费用**：公司店铺营业期间人工费用与店铺费用等刚性费用无法降低以及在积极推进门店拓展时新开门店费用增加；**3) 税收政策**：公司在高新技术企业认定后执行税收优惠政策，重新计量 2022 年递延所得税资产使得所得税费用增加。

- **推出股权激励计划，凸显公司未来发展信心**：公司发布针对 2023、2024 年的股权激励计划，2023、2024 年业绩考核目标分别为 3 亿和 4 亿（剔除激励费用后），考虑到大环境的不确定性，尤其是海外复杂的政治经济状况，如果实现 90%则可行权 50%的比例，若达到业绩考核目标则可行权比例为 100%。
- **盈利预测和投资评级**：我们预计公司 2023-2025 年实现收入 28.8/33.1/38.2 亿元人民币，同比+20%/15%/15%；归母净利润 3/4/5 亿元人民币，同比+1363%/35%/25%；对应 2023 年 4 月 28 日收盘价，2023/2024/2025 年估值分别为 15/11/9x，长期看好公司多品牌矩阵成长与渠道优化策略，维持“买入”评级。
- **风险提示**：1) 宏观环境风险：突发公共卫生事件，线下销售受影响风险；2) 行业竞争风险：行业竞争加剧，竞争格局恶化风险；3) 消费者偏好风险：消费者喜好改变，产品销量不及预期风险。

| 预测指标       | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 2395   | 2880  | 3311  | 3818  |
| 增长率(%)     | 1      | 20    | 15    | 15    |
| 归母净利润（百万元） | 20     | 299   | 403   | 503   |
| 增长率(%)     | -93    | 1363  | 35    | 25    |
| 摊薄每股收益（元）  | 0.06   | 0.81  | 1.09  | 1.36  |
| ROE(%)     | 1      | 10    | 12    | 13    |
| P/E        | 151.67 | 14.91 | 11.08 | 8.87  |
| P/B        | 1.22   | 1.46  | 1.29  | 1.13  |
| P/S        | 1.40   | 1.55  | 1.35  | 1.17  |
| EV/EBITDA  | 9.18   | 8.43  | 6.32  | 4.90  |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：歌力思盈利预测表

| 证券代码:              | 603808       |              |              |              | 股价:                | 12.09       | 投资评级:       | 买入          |             | 日期:   | 2023/04/28 |       |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------|------------|-------|
| 财务指标               | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        | 每股指标与估值            |             |             |             | 2022A       | 2023E | 2024E      | 2025E |
| <b>盈利能力</b>        |              |              |              |              | <b>每股指标</b>        |             |             |             |             |       |            |       |
| ROE                | 1%           | 10%          | 12%          | 13%          | EPS                | 0.06        | 0.81        | 1.09        | 1.36        |       |            |       |
| 毛利率                | 64%          | 67%          | 68%          | 69%          | BVPS               | 7.45        | 8.27        | 9.37        | 10.73       |       |            |       |
| 期间费率               | 58%          | 54%          | 53%          | 52%          | <b>估值</b>          |             |             |             |             |       |            |       |
| 销售净利率              | 1%           | 10%          | 12%          | 13%          | P/E                | 151.67      | 14.91       | 11.08       | 8.87        |       |            |       |
| <b>成长能力</b>        |              |              |              |              |                    |             |             |             |             |       |            |       |
| 收入增长率              | 1%           | 20%          | 15%          | 15%          | P/B                | 1.22        | 1.46        | 1.29        | 1.13        |       |            |       |
| 利润增长率              | -93%         | 1,363%       | 35%          | 25%          | P/S                | 1.40        | 1.55        | 1.35        | 1.17        |       |            |       |
| <b>营运能力</b>        |              |              |              |              | <b>利润表 (百万元)</b>   |             |             |             |             |       |            |       |
| 总资产周转率             | 0.55         | 0.60         | 0.62         | 0.63         | <b>营业收入</b>        | <b>2395</b> | <b>2880</b> | <b>3311</b> | <b>3818</b> |       |            |       |
| 应收账款周转率            | 8.26         | 7.80         | 7.94         | 7.94         | 营业成本               | 867         | 948         | 1053        | 1191        |       |            |       |
| 存货周转率              | 3.09         | 3.46         | 3.55         | 3.62         | 营业税金及附加            | 15          | 18          | 22          | 24          |       |            |       |
| <b>偿债能力</b>        |              |              |              |              |                    |             |             |             |             |       |            |       |
| 资产负债率              | 34%          | 33%          | 32%          | 30%          | 销售费用               | 1135        | 1267        | 1457        | 1642        |       |            |       |
| 流动比                | 2.20         | 2.44         | 2.82         | 3.22         | 管理费用               | 224         | 285         | 315         | 382         |       |            |       |
| 速动比                | 1.21         | 1.49         | 1.83         | 2.21         | 财务费用               | 34          | -4          | -18         | -35         |       |            |       |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | 其他费用/(-收入)         | 52          | 99          | 99          | 115         |       |            |       |
| 现金及现金等价物           | 519          | 778          | 1130         | 1612         | <b>营业利润</b>        | <b>81</b>   | <b>341</b>  | <b>479</b>  | <b>613</b>  |       |            |       |
| 应收款项               | 290          | 369          | 417          | 481          | 营业外净收支             | 11          | 59          | 59          | 59          |       |            |       |
| 存货净额               | 775          | 833          | 934          | 1055         | <b>利润总额</b>        | <b>92</b>   | <b>400</b>  | <b>538</b>  | <b>672</b>  |       |            |       |
| 其他流动资产             | 173          | 227          | 265          | 309          | 所得税费用              | 37          | 72          | 97          | 121         |       |            |       |
| <b>流动资产合计</b>      | <b>1757</b>  | <b>2207</b>  | <b>2745</b>  | <b>3457</b>  | <b>净利润</b>         | <b>56</b>   | <b>328</b>  | <b>441</b>  | <b>551</b>  |       |            |       |
| 固定资产               | 183          | 183          | 183          | 180          | 少数股东损益             | 35          | 28          | 38          | 48          |       |            |       |
| 在建工程               | 1            | 2            | 2            | 2            | <b>归属于母公司净利润</b>   | <b>20</b>   | <b>299</b>  | <b>403</b>  | <b>503</b>  |       |            |       |
| 无形资产及其他            | 1954         | 1870         | 1801         | 1702         | <b>现金流量表 (百万元)</b> |             |             |             |             |       |            |       |
| 长期股权投资             | 448          | 539          | 606          | 677          | <b>经营活动现金流</b>     | <b>314</b>  | <b>400</b>  | <b>489</b>  | <b>578</b>  |       |            |       |
| <b>资产总计</b>        | <b>4343</b>  | <b>4801</b>  | <b>5337</b>  | <b>6019</b>  | 净利润                | 20          | 299         | 403         | 503         |       |            |       |
| 短期借款               | 0            | 0            | 0            | 0            | 少数股东权益             | 35          | 28          | 38          | 48          |       |            |       |
| 应付款项               | 212          | 229          | 256          | 290          | 折旧摊销               | 306         | 264         | 290         | 297         |       |            |       |
| 预收帐款               | 0            | 0            | 0            | 0            | 公允价值变动             | 8           | -6          | -8          | -9          |       |            |       |
| 其他流动负债             | 586          | 675          | 718          | 784          | 营运资金变动             | -84         | -86         | -117        | -129        |       |            |       |
| <b>流动负债合计</b>      | <b>799</b>   | <b>905</b>   | <b>974</b>   | <b>1074</b>  | <b>投资活动现金流</b>     | <b>-57</b>  | <b>-188</b> | <b>-186</b> | <b>-149</b> |       |            |       |
| 长期借款及应付债券          | 102          | 102          | 102          | 102          | 资本支出               | -119        | -127        | -164        | -136        |       |            |       |
| 其他长期负债             | 578          | 599          | 623          | 653          | 长期投资               | 1           | -125        | -101        | -108        |       |            |       |
| <b>长期负债合计</b>      | <b>680</b>   | <b>701</b>   | <b>725</b>   | <b>755</b>   | 其他                 | 61          | 64          | 79          | 95          |       |            |       |
| <b>负债合计</b>        | <b>1479</b>  | <b>1606</b>  | <b>1699</b>  | <b>1829</b>  | <b>筹资活动现金流</b>     | <b>-557</b> | <b>12</b>   | <b>15</b>   | <b>21</b>   |       |            |       |
| 股本                 | 369          | 369          | 369          | 369          | 债务融资               | -210        | 21          | 24          | 30          |       |            |       |
| 股东权益               | 2865         | 3196         | 3638         | 4190         | 权益融资               | 0           | 0           | 0           | 0           |       |            |       |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>4343</b>  | <b>4801</b>  | <b>5337</b>  | <b>6019</b>  | 其它                 | -347        | -9          | -9          | -9          |       |            |       |
|                    |              |              |              |              | <b>现金净增加额</b>      | <b>-293</b> | <b>227</b>  | <b>319</b>  | <b>451</b>  |       |            |       |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【海外消费&纺织服装小组介绍】

杨仁文：国海证券总裁助理兼研究所所长，坚持产业研究导向，深度研究驱动，曾获新财富、水晶球、保险资管协会、WIND 等最佳分析师第一名。

马川琪：美国西北大学硕士，英国布里斯托大学学士。专注于大消费产业研究，全球视角。

廖小慧：复旦大学硕士，海外消费、纺服行业研究助理，全球视角。

## 【分析师承诺】

杨仁文，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自

己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。