

歌力思 (603808.SH)

2023 一季度收入增长 6%，股权激励彰显增长信心

增持

核心观点

2022 年经营环境严峻，门店逆势扩张推动收入增长 1.4%。 公司是国内高端女装品牌集团。2022 年收入增长 1.4%至 23.9 亿元，归母净利润下滑 93%至 0.2 亿元。其中，主品牌收入下滑 12%，IRO/self-portrait 增长 12%/59%，EdHardy 和 Laurel 基本持平。疫情影响下 2022 年收入仍实现增长主要得益于公司全年净开 63 家门店至 613 家。由于老货占比提升，毛利率同比下降 3.2 百分点至 63.8%。由于年内开拓较多门店，费用率大幅增长。另外母公司 2022-2024 年所得税率从 25%调整至 15%后，2022 年末递延所得税资产减少，导致所得税费用增加。因此最终归母净利率下滑 11.8 百分点至 2.32%。

2023 一季度收入增长 6%，毛利率提升，百秋经营改善贡献投资收益提升。

一季度公司收入增长 6%至 6.7 亿元（同比 2021Q1 增长 24%），归母净利润同比持平至 0.47 亿元，毛利率同比提升 3.3 百分点，一部分由所有品牌毛利率提升贡献，另一部分由毛利率较高的 self-portrait 和 Laurel 收入大幅增长 76%/26%贡献。费用率同比提升 4.1 百分点，主要由于门店数同比增长 15%。另外，联营企业百秋经营改善，贡献投资收益比率提升 1.2 百分点。一季度末存货周转天数同比/环比+29/-19 天至 287 天。

发布最新股权激励计划，2023/2024 年考核净利润约 3 亿元/4 亿元。 公司发布最新股权激励方案，对公司 490 名管理和核心业务人员（占公司员工数约 16%）授予 1340 万股股权，占总股本 3.63%，首次授予的股票期权行权价格为 11.04 元/股。两次行权期考核业绩为：2023/2024 年扣除股份支付费用前的归母净利润 3 亿元/4 亿元（公司预计 2023/2024 年股票期权摊销费用约 337/390 万元）。另外，若完全达到考核业绩，可 100%行权，若仅达到考核业绩的 90%，可行权 50%。股权激励计划有望充分调动团队积极性。

风险提示： 疫情多轮反复；渠道拓展不及预期；品牌形象受损；系统性风险。

投资建议： 今年新开门店的效益有望释放，中长期看好收购品牌成长潜力。

公司在疫情期间逆势扩张门店，今年经营环境改善有望贡献销售增长和费用率改善。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 1) 一季度业绩在高基数上表现良好，2) 疫情管控放开后，公司新开门店的效益有望释放，上调盈利预测，预计 2023-2025 年净利润分别为 3.0/4.0/4.7 亿元（原 2023-2024 年为 2.5/3.3 亿元），同比增长 1389%/31%/17%。由于盈利预测上调，上调目标价至 13.7-14.5 元（原为 11.0-11.3 元），对应 2023 年 PE 17-18x，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	2,809	3,218	3,649
(+/-%)	20.4%	1.4%	17.3%	14.5%	13.4%
净利润(百万元)	304	20	304	400	469
(+/-%)	-31.7%	-93.3%	1388.8%	31.2%	17.4%
每股收益(元)	0.82	0.06	0.81	1.06	1.24
EBIT Margin	18.6%	7.5%	13.0%	14.7%	15.4%
净资产收益率 (ROE)	10.7%	0.7%	10.2%	12.1%	12.7%
市盈率 (PE)	14.7	218.2	15.0	11.4	9.7
EV/EBITDA	12.4	25.4	14.8	11.7	10.1
市净率 (PB)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.2

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

联系人：关竣尹

0755-81981391

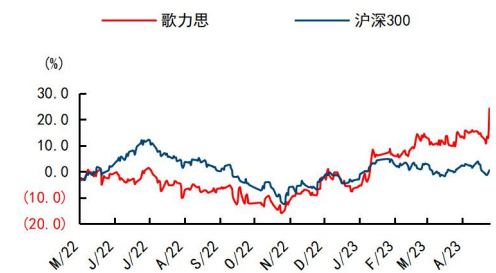
0755-81982834

dingshijie@guosen.com.cn ganguanjunyin@guosen.com.cn
S0980520040004

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	13.70 - 14.50 元
收盘价	12.09 元
总市值/流通市值	4462/4462 百万元
52 周最高价/最低价	12.09/8.01 元
近 3 个月日均成交额	35.69 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) -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
- 《歌力思 (603808.SH) -疫情封城影响较大，上半年业绩预减约 75%》——2022-07-19
- 《歌力思 (603808.SH) -2021 年收入增长 20.4%，多品牌矩阵建设成效显著》——2022-05-08

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



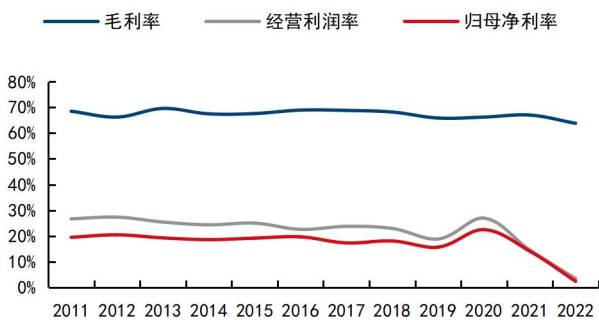
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理。

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



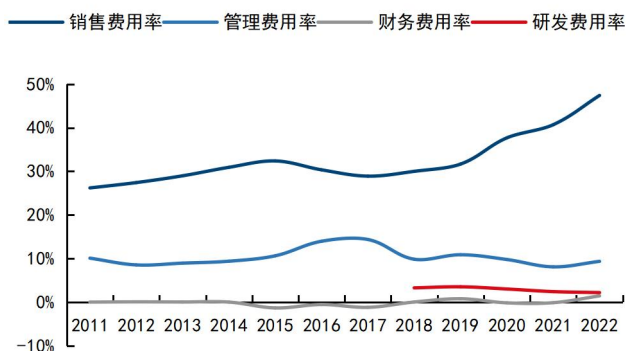
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司毛利率、经营利润率、归母净利率变化情况



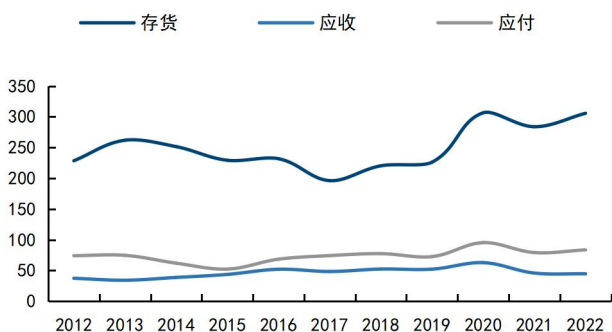
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司四项费用率变化情况



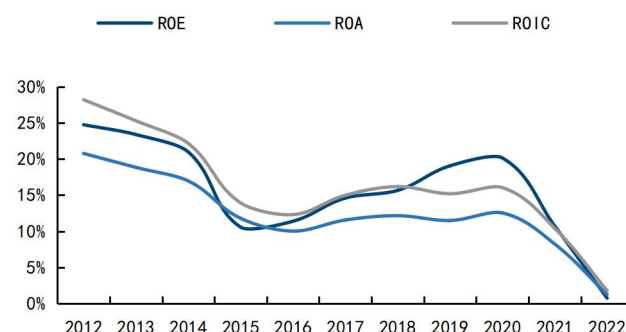
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司营运资金周转天数



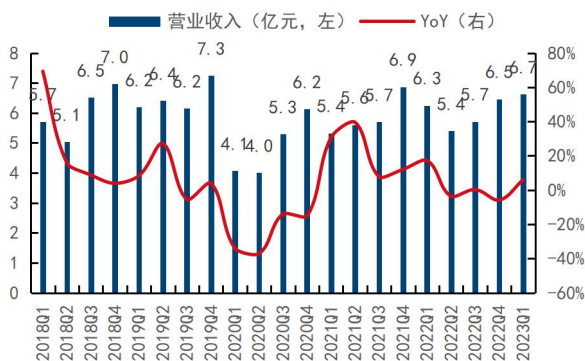
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司盈利能力



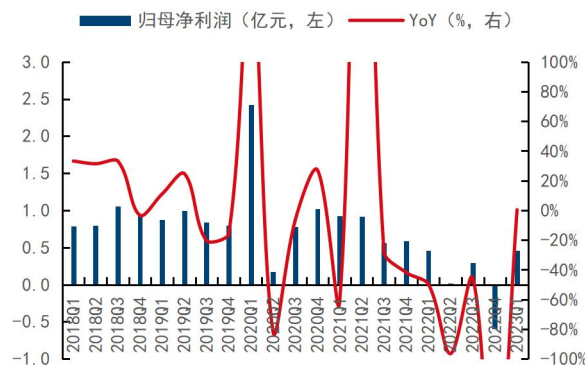
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司分季度营业收入及增速（单位：亿元）



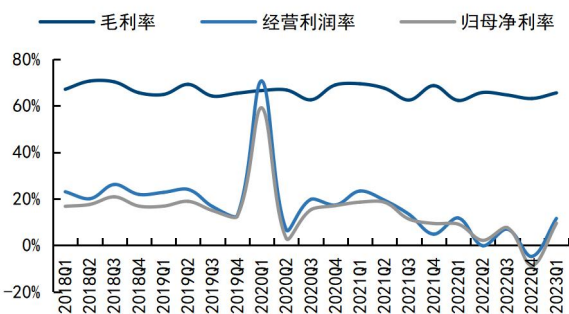
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司分季度归母净利润及增速（单位：亿元）



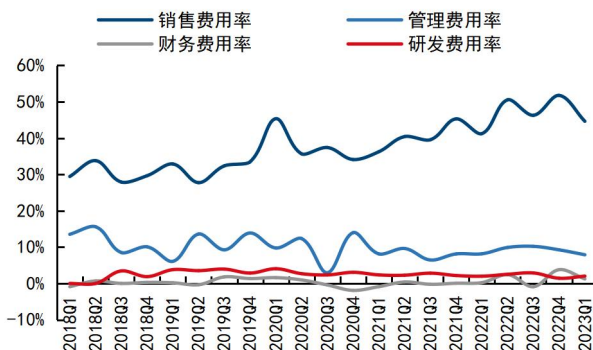
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司分季度利润率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司分季度费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：今年新开门店的效益有望释放，中长期看好收购品牌成长潜力

公司在疫情期间逆势扩张门店，今年经营环境改善有望贡献销售增长和费用率改善。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1) 一季度业绩在高基数上表现良好，2) 疫情管控放开后，公司新开门店的效益有望释放，上调盈利预测，预计2023-2025年净利润分别为3.0/4.0/4.7亿元（原2023-2024年为2.5/3.3亿元），同比增长1389%/31%/17%。由于盈利预测上调，上调目标价至13.7-14.5元（原为11.0-11.3元），对应2023年PE 17-18x，维持“增持”评级。

表1: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,363	2,395	2,809	3,218	3,649
(+/-%)	20.4%	1.4%	17.3%	14.5%	13.4%
净利润(百万元)	304	20	304	400	469
(+/-%)	-31.7%	-93.3%	1388.8%	31.2%	17.4%
每股收益(元)	0.82	0.06	0.81	1.06	1.24
EBIT Margin	18.6%	7.5%	13.0%	14.7%	15.4%
净资产收益率(ROE)	10.7%	0.7%	10.2%	12.1%	12.7%
市盈率(PE)	14.7	218.2	15.0	11.4	9.7
EV/EBITDA	12.4	25.4	14.8	11.7	10.1
市净率(PB)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.2

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

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	706	875	1102	营业收入	2363	2395	2809	3218	3649
应收款项	397	387	454	520	590	营业成本	779	867	945	1064	1197
存货净额	696	775	856	960	1077	营业税金及附加	15	15	17	20	23
其他流动资产	94	75	88	101	115	销售费用	961	1135	1194	1329	1492
流动资产合计	2062	1757	2105	2458	2885	管理费用	185	221	314	356	400
固定资产	188	185	162	199	223	财务费用	(3)	34	15	12	10
无形资产及其他	629	627	602	577	552	投资收益	54	43	54	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)	(25)	(29)	(37)
长期股权投资	401	448	448	448	448	其他收入	(174)	(42)	50	51	51
资产总计	4508	4343	4644	5008	5435	营业利润	343	81	403	523	613
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	211	236	265	利润总额	402	92	409	530	621
其他流动负债	400	372	462	517	582	所得税费用	70	37	65	85	99
流动负债合计	957	799	887	968	1061	少数股东损益	29	35	(39)	(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	304	400	469
其他长期负债	498	578	578	578	578						
长期负债合计	619	680	680	680	680	现金流量表（百万元）					
负债合计	1576	1479	1567	1648	1741	净利润	304	20	304	400	469
少数股东权益	101	114	83	46	5	资产减值准备	(65)	(5)	93	23	20
股东权益	2831	2751	2994	3314	3689	折旧摊销	47	54	50	57	64
负债和股东权益总计	4508	4343	4644	5008	5435	公允价值变动损失	(37)	43	25	29	37
						财务费用	(3)	34	15	12	10
关键财务与估值指标						营运资本变动	(581)	(80)	20	(79)	(87)
每股收益	0.82	0.06	0.81	1.06	1.24	其它	81	(164)	(124)	(59)	(62)
每股红利	0.37	0.32	0.16	0.21	0.25	经营活动现金流	(252)	(131)	369	369	441
每股净资产	7.67	7.45	7.94	8.79	9.78	资本开支	0	19	(120)	(120)	(120)
ROIC	14%	4%	11%	14%	16%	其它投资现金流	32	39	0	0	0
ROE	11%	1%	10%	12%	13%	投资活动现金流	2	12	(120)	(120)	(120)
毛利率	67%	64%	66%	67%	67%	权益性融资	(16)	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	8%	13%	15%	15%	负债净变化	(166)	(19)	0	0	0
EBITDA Margin	21%	10%	15%	17%	17%	支付股利、利息	(137)	(119)	(61)	(80)	(94)
收入增长	20%	1%	17%	15%	13%	其它融资现金流	949	78	0	0	0
净利润增长率	-32%	-93%	1389%	31%	17%	融资活动现金流	327	(197)	(61)	(80)	(94)
资产负债率	37%	37%	36%	34%	32%	现金净变动	77	(317)	188	169	227
息率	3.1%	2.7%	1.4%	1.8%	2.1%	货币资金的期初余额	758	835	518	706	875
P/E	14.7	218.2	15.0	11.4	9.7	货币资金的期末余额	835	518	706	875	1102
P/B	1.6	1.6	1.5	1.4	1.2	企业自由现金流	0	102	256	256	328
EV/EBITDA	12.4	25.4	14.8	11.7	10.1	权益自由现金流	0	161	244	246	320

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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