

歌力思 (603808)

23年三季报点评：收入规模持续扩张，净利受到多因素影响
买入（维持）

2023年11月01日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书：S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2,395	2,870	3,373	3,806
同比	1%	20%	18%	13%
归属母公司净利润(百万元)	20	223	358	435
同比	-93%	991%	61%	22%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	0.06	0.60	0.97	1.18
P/E(现价&最新股本摊薄)	189.31	17.35	10.81	8.89

关键词：#业绩不及预期

投资要点

■ 公司公布 2023 年三季报：2023 前三季度营收 20.66 亿元/yoy+18.33%、归母净利润 1.36 亿元/yoy+67.1%，收入实现较好恢复，净利增幅大于收入，主因毛利率同比+2.77pct、费用率同比-0.82pct。分季度看，23Q1/Q2/Q3 营收分别同比+5.99%/+30.22%/+20.59%、归母净利润分别同比+0.39%/+1785.89%/-14.36%，Q3 收入在基数抬升情况下保持较好增长态势、净利同比下滑来自多重因素影响（海外业务受通胀及国际局势影响延续亏损、百秋尚美股份支付费用摊销导致投资收益减少、所得税费用增多）。

■ 持续净开店，多品牌多点发力带动收入增长、线下快于线上。1) 分品牌看，23 年前三季度 ELLASSAY/Laurèl/Ed Hardy(&X)/IRO Paris/self-portrait 收入分别同比+10.3%/+35.3%/+0.6%/+18.1%/51%、收入分别占比 35%/11%/11%/27%/15%，Self-portrait 保持强劲增长，IRO 及 Laurel 延续较快增长（其中 IRO 国内收入同比+45%，海外受外部环境零售端同比下滑、但收入端因批发发货时点因素仍实现正增），歌力思主品牌保持稳健增速，ED HARDY 受副线 ED HARDY X 为保持品牌定位而收缩抖音业务影响、增速相对较低。截至 23Q3 ELLASSAY/Laurèl/Ed Hardy (&X) /IRO Paris/self-portrait 门店分别为 305/87/103/97/40 家、较 22 年末分别+8/+9/+2/+14/+12 家，各品牌均保持净开店态势。2) 分渠道看，23 年前三季度线下/线上收入分别同比+20.3%/+7.1%、收入分别占比 86%/13%，线下增长快于线上，主因线下消费场景恢复后对线上有一定分流。3) 分经营模式看，23 年前三季度直营/分销收入同比+18.7%/17.3%、分别占比 80%/19%，截至 23Q3 直营/分销门店分别为 499/159 家、较 22 年末分别+39/+6 家。4) 从利润角度看，23Q3 在多品牌净开店、整体收入保持较快增长、费用率持续优化下，国内品牌业务利润大幅恢复、同比翻番、超过 21 年同期水平，但海外经营环境较差、使得海外利润延续上半年亏损态势，综合下来营业利润同比仍实现正增长。

■ 23Q3 毛利率提升、费用率略升，净利率受投资收益等项目影响下滑。1) 毛利率：23Q1-Q3 毛利率同比+2.77pct 至 66.86%，其中 23Q1/Q2/Q3 毛利率分别同比+3.26/+3.68/+1.01pct 至 65.51%/69.36%/ 65.59%，毛利率同比提升主因高毛利线下收入占比提升（23Q1-Q3 线下/线上毛利率分别为 69.26%/58.7%）。2) 费用率：23 年 Q1-Q3 期间费用率同比-0.82pct 至 57.33%，单 Q3 同比+0.35pct 至 58.82%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.62/-1.09/-0.15/+2.21pct 至 45.64%/9.12%/2.74% /1.32%，财务费用率提升主因 Q3 欧元汇率贬值导致汇兑损失。3) 净利率：23Q1-Q3 归母净利率同比+1.93pct 至 6.6%，单 Q3 同比-1.57pct 至 3.86%（主因 Q3 百秋尚美股份支付费用摊销导致投资收益同比减少 2318 万元至 138 万元，百秋尚美股权费用摊销在各季度间存在波动、但全年维度看预计同比波动不大）。4) 存货：截至 23Q3 末存货 7.78 亿元/yoy+2.25%，主因 Q4 提前备货，存货周转天数同比缩短 7 天至 306 天、小幅改善。5) 现金流：23Q1-Q3 经营活动净现金流净额 3.56 亿元/yoy+63.67%，截至 23Q3 末账上资金 5.5 亿元。

■ 盈利预测与投资评级：公司为多品牌高端时装集团，受益于门店积极拓展+多品牌多点发力，23Q3 收入延续较好增长态势、毛利率继续保持提升趋势，但海外业务受外部环境影响盈利承压，以及在欧元贬值导致财务费用率提升、百秋股权费用摊销、所得税费用增多等因素影响下，Q3 净利润同比双位数下滑。考虑 Q3 净利低于预期，我们将 23-25 年归母净利润预测从 2.97/4.02/4.85 亿元下调至 2.23/3.58/4.35 亿元、对应 PE 为 17/11/9X，维持“买入”评级。

■ 风险提示：经济及消费疲软、新开店运营不及预期、海外营商环境波动等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.49
一年最低/最高价	8.35/14.59
市净率(倍)	1.32
流通 A 股市值(百万元)	3,871.78
总市值(百万元)	3,871.78

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.95
资产负债率(% ,LF)	32.76
总股本(百万股)	369.09
流通 A 股(百万股)	369.09

相关研究

《歌力思(603808)：2023 年中报点评：收入表现靓丽，盈利能力持续修复可期》

2023-09-02

《歌力思(603808)：22 年报及 23 年一季报点评：逆势开店促收入保持增长，股权激励提出积极增长目标》

2023-04-28

表1: 23Q1-Q3 歌力思营收、门店及毛利率拆分

	23年前三季度收入(百万元)	收入YOY	占总营收比重	门店数(家)	门店同比净变动(家)	门店较H1变动(家)	毛利率	毛利率YOY(+/-)
整体	2065.59	18.3%	100.0%	658	50	27	66.86%	+2.77pct
分品牌								
主品牌歌力思	718.26	10.3%	34.8%	305	10	5	71.17%	+3.44pct
LAUREL	232.56	35.3%	11.3%	87	6	5	75.48%	+4.33pct
ED HARDY、ED HARDY X	225.57	0.6%	10.9%	103	1	4	58.61%	+6.77pct
IRO	560.85	18.1%	27.2%	111	17	6	56.19%	-0.50pct
Self-Portrait	300.37	51.0%	14.5%	52	16	7	82.90%	-0.45pct
分渠道								
线上	267.50	7.1%	13.0%	/	/	/	58.70%	+0.74pct
线下	1770.11	20.3%	85.7%	658	50	27	69.26%	+3.34pct
分模式								
直营	1642.94	18.7%	79.5%	499	43	25	71.64%	+3.38pct
加盟	394.68	17.3%	19.1%	159	7	2	52.22%	+1.85pct

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

歌力思三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,757	2,311	2,934	3,294	营业总收入	2,395	2,870	3,373	3,806
货币资金及交易性金融资产	519	1,434	1,489	1,601	营业成本(含金融类)	867	932	1,060	1,161
经营性应收款项	306	34	547	611	税金及附加	15	17	20	23
存货	775	624	690	834	销售费用	1,135	1,306	1,467	1,655
合同资产	0	0	0	0	管理费用	224	244	287	323
其他流动资产	157	218	208	249	研发费用	52	63	74	84
非流动资产	2,586	2,608	2,656	2,696	财务费用	34	20	25	23
长期股权投资	448	471	520	612	加:其他收益	21	29	34	38
固定资产及使用权资产	697	685	669	655	投资净收益	43	29	67	76
在建工程	1	1	1	1	公允价值变动	(8)	0	0	0
无形资产	627	633	637	638	减值损失	(43)	(30)	(25)	(20)
商誉	295	341	397	407	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	111	115	117	114	营业利润	81	315	516	631
其他非流动资产	407	362	314	269	营业外净收支	11	17	17	17
资产总计	4,343	4,919	5,589	5,990	利润总额	92	332	533	648
流动负债	799	864	1,084	1,063	减:所得税	37	53	85	104
短期借款及一年内到期的非流动负债	214	214	214	214	净利润	56	279	448	544
经营性应付款项	212	264	406	307	减:少数股东损益	35	56	90	109
合同负债	68	0	0	0	归属母公司净利润	20	223	358	435
其他流动负债	304	386	463	542	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.06	0.60	0.97	1.18
非流动负债	680	911	914	791	EBIT	81	308	465	560
长期借款	102	333	336	213	EBITDA	387	385	545	640
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	63.81	67.54	68.59	69.50
租赁负债	390	390	390	390	归母净利率(%)	0.85	7.78	10.62	11.44
其他非流动负债	187	187	187	187	收入增长率(%)	1.35	19.83	17.55	12.81
负债合计	1,479	1,775	1,998	1,854	归母净利润增长率(%)	(93.27)	991.26	60.52	21.56
归属母公司股东权益	2,751	2,974	3,332	3,768					
少数股东权益	114	170	260	368					
所有者权益合计	2,865	3,144	3,592	4,136					
负债和股东权益	4,343	4,919	5,589	5,990					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	314	757	120	285	每股净资产(元)	7.45	8.06	9.03	10.21
投资活动现金流	(57)	(83)	(75)	(61)	最新发行在外股份(百万股)	369	369	369	369
筹资活动现金流	(557)	211	(22)	(146)	ROIC(%)	1.34	6.76	9.07	9.91
现金净增加额	(293)	885	23	78	ROE-摊薄(%)	0.74	7.50	10.75	11.56
折旧和摊销	306	77	80	80	资产负债率(%)	37.05	34.96	34.04	36.09
资本开支	(119)	(59)	(64)	(20)	P/E(现价&最新股本摊薄)	189.31	17.35	10.81	8.89
营运资本变动	(100)	376	(461)	(326)	P/B(现价)	1.41	1.30	1.16	1.03

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>