歌力思(603808.SH)/纺织服饰 收入端环比改善，线上表现靓眼

评级：增持（维持）

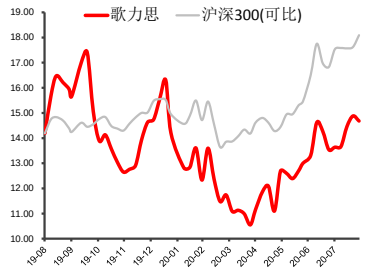
市场价格：14.68

分析师：王雨丝
执业证书编号：S0740517060001
电话：021-20315196
Email: wangys@r.qlzq.com.cn
分析师：曾令仪
执业证书编号：S0740520080005
Email: zengly@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	333
流通股本(百万股)	333
市价(元)	14.68
市值(百万元)	4881
流通市值(百万元)	4881

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1. 歌力思 2016 年年报点评——业绩超预期，主品牌恢复增长、EdHardy 爆发难挡（2017-4-28）
2. 歌力思点评：激励绑定核心人员，业绩释放无需担忧(2017-01-20)
3. 歌力思(603808.SH)深度报告——最具前景的中国品牌时尚集团，战略布局剑露锋芒 (2016-10-17)
4 2017 年报点评：主品牌同店表现亮眼，业绩快速增长
5 2018Q1：业绩高增长，运营能力提升
6 2018Q3 点评：弱市下内生稳健增长，业绩超预期增长
7 2018 年报点评 ：业绩符合预期，主品牌市占率 TOP1

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2436.10	2612.59	2208.85	2508.91	2759.02
增长率 yoy%	18.66%	7.24%	-15.45%	13.58%	9.97%
净利润	365.01	356.58	462.22	370.70	424.89
增长率 yoy%	20.74%	-2.31%	29.63%	-19.80%	14.62%
每股收益（元）	1.10	1.07	1.39	1.11	1.28
每股现金流量	1.23	1.32	1.73	1.36	1.62
净资产收益率	15.66%	19.06%	19.81%	14.61%	15.19%
P/E	13.37	13.69	10.56	13.17	11.49
PEG	0.64	-5.92	0.36	-0.67	0.79
P/B	2.09	2.61	2.09	1.92	1.75

备注：收盘价为 2020 年 8 月 31 日

投资要点

- **公司发布 2020 年中期业绩报告，期内实现收入 8.14 亿元（-35.70%），实现归母净利润 2.62 亿元（+37.77%），扣非后归母净利润 952.72 万元（-94.58%）。扣非和归母净利润的差距主要来出售百部分秋股权获得投资收益 3 亿元。其中 Q2 单季度实现收入 4.04 亿元（-37.23%），实现归母净利润 1861.74 万元（-81.60%），扣非后归母净利润 1743.68 万元（-81.18%）。**

- **分品牌：主品牌 & Laurel 环比改善明显，IRO & SP 国内市场势头强劲。**
  - **主品牌：**2020H1 实现营收 3.81 亿元（占比+9.04PCTs 至 46.74%），同比-20.28%。其中 20Q1/20Q2 分别同比-33.04%/-5.84%，主要因线上业务的加速发展及疫情的有效控制，降幅环比收窄。毛利率同比+0.83PCTs 至 71.07%，主要得益于期内公司直播销售大幅增长，使得线上新品占比提升，带动毛利率提升。门店数量较 2019 年底净减 7 家至 299 家，其中直营/加盟分别-8/+1 家至 161/138 家。
  - **IRO：**2020H1 实现营收 2.26 亿元（占比+0.71 至 27.79%），同比-34.01%，而 Q2 受海内外疫情影响，降幅环比略有扩大（20Q1/20Q2 分别为-24.97%/-42%）。而国内市场表现强劲，Q2 环比增长约 40%，且 5 月开始已经实现正增长，同时直营门店数量较 2019 年底逆市净增 3 家至 61 家。毛利率方面较为稳健，同比-0.47PCTs 至 63.12%。下半年，海外市场通过公司国内线上运营经验的输出，以及经销商数量的拓展，或将实现业绩复苏；国内市场有望保持增长势头，持续渠道扩张，看好该品牌后续发展。
  - **Edhardy：**2020H1 实现营收 9748.04 万元（占比-6.31 至 11.97%），同比-57.90%，除受海外疫情影响外，由于港澳游客减少，公司关闭部分门店也导致了降幅略有扩大。整体门店数量净减 27 家至 142 家（直营/加盟分别-3/-24 家至 41/101 家）。毛利率同比-5.06PCTs 至 64.61%，主要受疫情期间分销商退货政策的影响。
  - **Laurel：**2020H1 实现营收 5063.38 万元（占比+1.94 至 6.22%），同比-6.61%。其中 20Q1/20Q2 分别同比-15.51%/+0.45%。20Q2 单季度增速回正，得益于公司资源向主要品牌集中，加大了对 laurel 的资源投入，以及加强品推力度，提升品牌知名度。毛利率同比-4.05PCTs 至 77.18%，主要因加大终端折扣力度促销所致。门店数量较 2019 年底净减 2 家至 50 家。
  - **Self-portrait：**期内开设了天猫旗舰店及国内第一家线下自营门店，实现营收 195.66 万元，毛利率达 83.02%，发展后劲及势头良好。

- **分渠道：新零售驱动线上大幅增长，线下加盟受疫情影响较大。1）线上：**2020H1 实现营收 1.46 亿元，同比+162.24%，占比+13.98PCTs 至 18.96%。主要得益于疫情下公司加速线上布局，通过直播等新零售方式实现线上线下渠道融合。除了天猫、唯品会、小红书、抖音等多平台布局外，公司还建立了自己的直播代运营公司野兽科技，定期开启宣导品牌形象的总部线上直播，不断为顾客提供丰富的消费体验和服务。毛利率同比+26.54PCTs 至 72.22%，主要因线上不再是传统的存货处理渠道，新品占比提升，期内以销售新品为主的直播渠道收入占比近 60%。**2）线下：**2020H1 实现营收 6.23 亿元，同比-41.19%，毛利率同比-3.57PCTs 至 66.22%。主要因加盟渠道受疫情影响较大所致，期内直营/分销营收分别同比-15.43%/54.43%，且主要品牌直营/分销门店数量分别较 2019 年净减-8/-24 家。

- **毛利率保持稳健，百秋投资收益增厚公司利润。**2020H1 年公司整体毛利率-0.40PCTs 至 66.63%，主要因高毛利率的线上占比提升。费用方面，因期内营收减少而部分刚性费用持续支出，销售费用率同比+10.26PCTs 至 40.53%。财务费用率由于因借款利息支出以及汇兑损失增加，同比+1.37PCTs 至 1.29%。而管理费用率较为稳健，同比仅+0.87PCTs 至 14.43%。此外，百秋网络股权转让新增投资收益 3 亿元。而考虑到终端需求受疫情影响较大，公司存货跌价损失同增 4170.56 万元；同时随着公司对小品牌的投入力度减弱以及百秋网络的出表，无形资产及商誉减值损失新增 2719.86 万元。综合来看，公司净利率同比+13.35PCTs 至 31.22%。

- **存货控制得力，周转略有放缓。**2020H1 公司存货为 5.10 亿元，疫情下同比-3.72%，且较 2019 年底-14%，存货规模控制得当。应收账款周转略有放缓，周转天数同比+11.53 天至 62.63 天。

- **盈利预测与投资建议。**长期看，公司中高端多品牌战略发展路径清晰，主品牌内生增长稳健，且渠道数量看均较同行仍有较大提升空间；新品牌快速发展且有望陆续盈利。短期，考虑到疫情影响，以及 Edhardy 业务的调整，我们预计 2020/21/22 年净利润分别为 4.62/3.71/4.25 亿元，对应 EPS 分别为 1.39/1.11/1.28 元，现价对应 2020/21 年估值 11/13 倍，给予“增持”评级。

- **风险因素。**宏观经济不景气导致终端销售下滑；新品牌门店扩张进展低于预期；时尚战略布局推进速度低于预期。

图表1：财务报表（百万元）

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1701	2117	2436	2816
现金	540.37	1065.55	1278.75	1563.96
应收账款	386.16	336.17	378.31	415.95
其他应收款	72.08	65.68	74.99	81.30
预付账款	30.85	25.53	28.89	31.40
存货	595.38	515.97	568.33	621.19
其他流动资产	75.88	108.25	106.83	102.28
非流动资产	1747.17	1797.46	1736.52	1688.10
长期投资	18.72	64.98	55.01	52.29
固定资产	189.25	169.65	147.25	123.45
无形资产	702.35	761.31	779.28	803.72
其他非流动资产	836.86	801.52	754.98	708.64
资产总计	3447.89	3914.60	4172.61	4504.18
流动负债	707.37	729.46	744.86	771.44
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	197.85	173.43	187.63	206.54
其他流动负债	509.53	556.03	557.23	564.90
非流动负债	778.92	634.09	633.31	632.68
长期借款	613.11	462.11	462.11	462.11
其他非流动负债	165.82	171.98	171.20	170.57
负债合计	1486.30	1363.55	1378.17	1404.11
少数股东权益	90.45	165.46	225.48	293.27
股本	332.52	332.52	332.52	332.52
资本公积	305.15	305.15	305.15	305.15
留存收益	1285.81	1695.76	1900.20	2158.82
归属母公司股东权益	1871.14	2333.43	2537.87	2796.49
负债和股东权益	3447.89	3914.60	4172.61	4504.18

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2019.00	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	440.03	576.03	451.19	537.08
净利润	408.42	537.22	430.72	492.68
折旧摊销	113.60	94.98	98.06	98.99
财务费用	19.95	23.01	13.77	10.03
投资损失	-38.71	-310.00	-20.00	-20.00
营运资金变动	-90.08	218.71	-77.70	-57.49
其他经营现金流	26.86	12.11	6.34	12.87
投资活动现金流	41.41	132.84	-60.83	-75.76
资本支出	92.13	0.00	0.00	0.00
长期投资	18.63	67.07	-13.71	-4.32
其他投资现金流	152.18	199.91	-74.54	-80.08
筹资活动现金流	-576.85	-183.69	-177.15	-176.11
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款变动	585.93	-151.00	0.00	0.00
普通股增加	-4.48	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-696.72	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-461.58	-32.69	-177.15	-176.11
现金净增加额	-99.97	525.18	213.21	285.21

利润表				单位:百万元
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2613	2209	2509	2759
营业成本	891.63	770.32	847.79	927.50
营业税金及附加	18.92	17.67	19.07	20.69
营业费用	826.93	751.01	797.83	869.09
管理费用	283.66	238.56	268.45	292.46
财务费用	19.95	23.01	13.77	10.03
资产减值损失	45.13	70.00	61.71	64.47
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	38.71	310.00	20.00	20.00
营业利润	491.24	648.28	520.28	594.77
营业外收入	0.83	1.47	1.25	1.33
营业外支出	5.48	2.50	2.60	2.50
利润总额	486.58	647.25	518.94	593.59
所得税	78.16	110.03	88.22	100.91
净利润	408.42	537.22	430.72	492.68
少数股东损益	51.85	75.00	60.02	67.80
归属母公司净利润	356.58	462.22	370.70	424.89
EBITDA	624.78	766.27	632.11	703.79
EPS（元）	1.07	1.39	1.11	1.28

主要财务比率				
会计年度	2019.00	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	0.07	-0.15	0.14	0.10
营业利润	-0.12	0.32	-0.20	0.14
归属于母公司净利润	-0.02	0.30	-0.20	0.15
获利能力				
毛利率(%)	65.87%	65.13%	66.21%	66.38%
净利率(%)	13.65%	20.93%	14.78%	15.40%
ROE(%)	19.06%	19.81%	14.61%	15.19%
ROIC(%)	20.88%	29.49%	23.50%	26.93%
偿债能力				
资产负债率(%)	0.43	0.35	0.33	0.31
净负债比率(%)	0.44	0.36	0.36	0.35
流动比率	2.40	2.90	3.27	3.65
速动比率	1.08	1.79	2.07	2.38
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.60	0.62	0.64
应收账款周转率	6.63	5.73	6.68	6.59
应付账款周转率	4.96	4.15	4.70	4.71
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.07	1.39	1.11	1.28
每股经营现金流(最新摊	1.32	1.73	1.36	1.62
每股净资产(最新摊薄)	5.63	7.02	7.63	8.41
估值比率				
P/E	13.69	10.56	13.17	11.49
P/B	2.61	2.09	1.92	1.75
EV/EBITDA	7.91	6.45	7.82	7.02

来源：Wind，中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。