纺服免税组

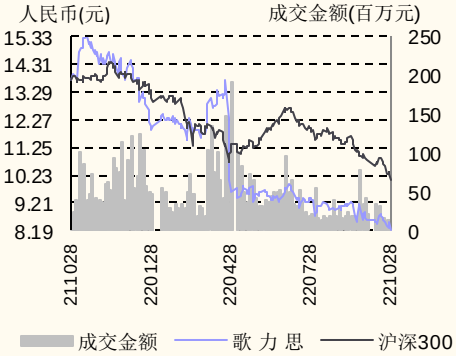
歌力思 (603808.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）： 8.19 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	3.69
已上市流通 A 股(亿股)	3.69
总市值(亿元)	30.23
年内股价最高最低(元)	15.34/8.19
沪深 300 指数	3541
上证指数	2916



相关报告

1.《多品牌运营先行者，高端女装龙头重启成长-歌力思深度》，2022.9.17

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号：S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

杨欣 分析师 SAC 执业编号：S1130522080010
yangxin1@gjzq.com.cn

逆势积极拓店，疫后修复可期

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,962	2,363	2,528	2,943	3,410
营业收入增长率	-24.90%	20.42%	6.99%	16.43%	15.84%
归母净利润(百万元)	445	304	152	219	326
归母净利润增长率	24.80%	-31.72%	-50.09%	44.68%	48.37%
摊薄每股收益(元)	1.338	0.823	0.411	0.594	0.882
每股经营性现金流净额	0.65	0.81	0.00	1.10	1.20
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.14%	10.73%	5.25%	7.31%	10.19%
P/E	9.86	17.72	19.93	13.78	9.29
P/B	1.99	1.90	1.05	1.01	0.95

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 10.28 发布 22 年三季报，实现营收 17.46 亿元（+4.35%），实现归母净利 8161.37 万元（-66.51%），实现扣非净利 7119.73 万元（-68.5%）。单 Q3 实现营收 5.75 亿元（+0.25%），实现归母净利 3121.34 万元（-45.5%），实现扣非净利 3025.43 万元（-40.9%），符合预期。

经营分析

- **新品牌增速亮眼，逆势积极拓店。**分品牌，22 年 Q1-3 主品牌/Laurel/EH/IRO/SP 实现营收 6.5/1.7/2.2/4.7/2.0 亿元，同比-5.6%/+4.9%/+0.7%/+5.0%/+63.5%，其中 Laurel 与 IRO 表现稳健，SP 增速亮眼。分渠道，线下受损背景下公司发力社群营销及电商平台，前三季度线上销售同增 37.9%至 2.5 亿元，占比 14.5%（+3.5 Pct）；线下营收同比持平，公司逆势下积极拓店，Q1-3 门店净增 58 家至 608 家，其中直营/加盟分别净+76/-18 家至 456/152 家，随着疫情回暖规模与市场份额有望提升。
- **毛利率、净利率有所下滑。**22 年 Q1-3 公司毛利率为 64.1%（-2.3 Pct），主要受到物流成本上升、供应链时效放缓叠加线上占比提升拖累，单 Q3 毛利率为 64.6%，同比/环比分别+2.2/-1.1 Pct。Q1-3 公司净利率为 4.7%（-9.9 Pct），盈利能力下滑主要系公司存量及新开门店人工、租金等费用刚性，而营收端因客流下滑而有所承压，叠加海外业务费用增加等。
- **净开店背景下存货水平增加，经营性净现金流充沛。**截至 Q3 末公司存货余额为 7.6 亿元（+13.6%），主要系直营开店相应加大备货力度，其中 Q3 存货计提较多导致资产减值损失同比降 48.5%。期间公司经营性净现金流同增 69.9%至 2.18 亿元，增长主要来自收入规模增长、以及会计准则调整下部分付现科目从经营活动流出调整至筹资活动流出。

投资建议

- 公司为我国中高端女装服饰龙头，多品牌构筑差异化优势，弱市加速渠道扩张，疫情好转、线下客流回暖有望带动业绩修复与份额提升。考虑部分城市疫情封控对公司经营影响较大，下调此前预测，预计 22-24 年公司归母净利分别为 1.52/2.19/3.26 亿元，对应 PE 为 20/14/9 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 国内外疫情反复影响门店销售、渠道扩展不及预期、线上表现低于预期。

敬请参阅最后一页特别声明

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	**2,613**	**1,962**	**2,363**	**2,528**	**2,943**	**3,410**
增长率		-24.9%	20.4%	7.0%	16.4%	15.8%
主营业务成本	-892	-663	-779	-874	-969	-1,075
%销售收入	34.1%	33.8%	33.0%	34.6%	32.9%	31.5%
毛利	1,721	1,300	1,584	1,654	1,974	2,335
%销售收入	65.9%	66.2%	67.0%	65.4%	67.1%	68.5%
营业税金及附加	-19	-14	-15	-15	-18	-20
%销售收入	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-827	-739	-961	-1,112	-1,266	-1,466
%销售收入	31.7%	37.7%	40.7%	44.0%	43.0%	43.0%
管理费用	-284	-192	-191	-215	-250	-290
%销售收入	10.9%	9.8%	8.1%	8.5%	8.5%	8.5%
研发费用	-92	-59	-57	-76	-88	-102
%销售收入	3.5%	3.0%	2.4%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润（EBIT）	500	296	360	236	353	456
%销售收入	19.1%	15.1%	15.2%	9.3%	12.0%	13.4%
财务费用	-20	3	3	-41	-49	-44
%销售收入	0.8%	-0.2%	-0.1%	1.6%	1.7%	1.3%
资产减值损失	-58	-114	-88	-40	-59	-45
公允价值变动收益	0	0	-1	0	0	0
投资收益	39	328	54	50	45	49
%税前利润	8.0%	62.7%	13.5%	24.5%	15.5%	11.8%
营业利润	491	528	343	204	290	416
营业利润率	18.8%	26.9%	14.5%	8.1%	9.8%	12.2%
营业外收支	-5	-5	59	0	0	0
税前利润	487	523	402	204	290	416
利润率	18.6%	26.7%	17.0%	8.1%	9.8%	12.2%
所得税	-78	-83	-70	-35	-49	-71
所得税率	16.1%	15.9%	17.3%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	408	440	333	170	240	346
少数股东损益	52	-5	29	18	21	20
归属于母公司的净利润	**357**	**445**	**304**	**152**	**219**	**326**
净利率	13.6%	22.7%	12.9%	6.0%	7.5%	9.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	408	440	333	170	240	346
少数股东损益	52	-5	29	18	21	20
非现金支出	172	213	302	126	151	144
非经营收益	-62	-363	-73	-71	20	1
营运资金变动	-78	-75	-262	-224	-6	-49
经营活动现金净流	**440**	**215**	**300**	**0**	**406**	**442**
资本开支	-92	-67	-132	-97	-104	-109
投资	19	306	0	-15	-13	-26
其他	114	-28	-227	50	45	49
投资活动现金净流	**41**	**212**	**-359**	**-62**	**-72**	**-86**
股权募资	9	0	476	0	0	0
债权募资	594	-115	-144	348	8	12
其他	-1,179	-135	-257	-131	-158	-172
筹资活动现金净流	**-577**	**-250**	**75**	**217**	**-150**	**-160**
现金净流量	**-100**	**177**	**1**	**155**	**184**	**195**

资产负债表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	540	758	835	905	1,027	1,178
应收款项	458	385	397	416	484	560
存货	595	532	696	762	724	754
其他流动资产	107	177	134	140	164	185
流动资产	1,701	1,853	2,062	2,222	2,399	2,677
%总资产	49.3%	51.8%	45.7%	47.4%	49.2%	51.7%
长期投资	95	443	666	671	664	673
固定资产	199	184	188	196	199	202
%总资产	5.8%	5.2%	4.2%	4.2%	4.1%	3.9%
无形资产	1,328	959	1,010	1,035	1,064	1,091
非流动资产	1,747	1,724	2,446	2,469	2,476	2,498
%总资产	50.7%	48.2%	54.3%	52.6%	50.8%	48.3%
资产总计	**3,448**	**3,577**	**4,508**	**4,691**	**4,875**	**5,175**
短期借款	35	260	368	733	732	736
应付款项	303	252	313	293	328	367
其他流动负债	369	288	276	186	227	280
流动负债	707	800	957	1,213	1,286	1,383
长期贷款	613	287	121	106	116	124
其他长期负债	166	238	498	362	333	312
负债	**1,486**	**1,325**	**1,576**	**1,682**	**1,735**	**1,819**
普通股股东权益	**1,871**	**2,209**	**2,831**	**2,891**	**3,000**	**3,196**
其中：股本	333	333	369	369	369	369
未分配利润	1,168	1,506	1,669	1,728	1,837	2,033
少数股东权益	90	42	101	119	140	160
负债股东权益合计	**3,448**	**3,577**	**4,508**	**4,691**	**4,875**	**5,175**

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.072	1.338	0.823	0.411	0.594	0.882
每股净资产	5.627	6.644	7.671	7.832	8.127	8.659
每股经营现金净流	1.323	0.648	0.813	0.001	1.100	1.196
每股股利	0.250	0.390	0.252	0.250	0.300	0.350
回报率						
净资产收益率	19.06%	20.14%	10.73%	5.25%	7.31%	10.19%
总资产收益率	10.34%	12.44%	6.74%	3.23%	4.50%	6.29%
投入资本收益率	15.23%	8.53%	8.42%	5.00%	7.20%	8.80%
增长率						
主营业务收入增长率	7.24%	-24.90%	20.42%	6.99%	16.43%	15.84%
EBIT增长率	-15.26%	-40.84%	21.70%	-34.51%	49.61%	29.45%
净利润增长率	-2.31%	24.80%	-31.72%	-50.09%	44.68%	48.37%
总资产增长率	-5.82%	3.73%	26.05%	4.07%	3.90%	6.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	52.9	63.6	46.5	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	229.2	310.7	287.7	335.0	310.0	305.0
应付账款周转天数	73.6	96.6	80.3	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	26.4	31.6	28.3	27.1	23.8	20.9
偿债能力						
净负债/股东权益	3.50%	-12.53%	-13.18%	-3.99%	-8.09%	-12.20%
EBIT利息保障倍数	25.1	-86.5	-110.1	5.7	7.2	10.3
资产负债率	43.11%	37.05%	34.96%	35.85%	35.60%	35.16%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	4	11	13	38
增持	0	3	18	21	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.43**	**1.62**	**1.62**	**1.00**

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

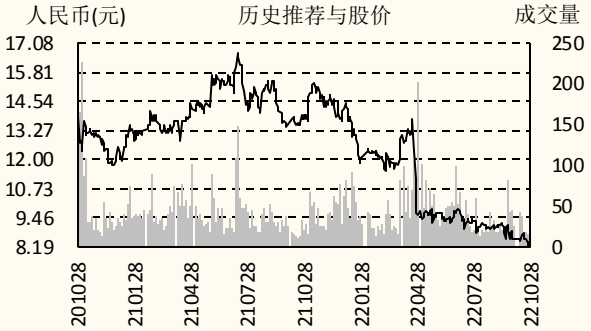
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-09-17	买入	8.76	10.62 ~ 10.62

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402