

2025 年 04 月 29 日

## 亏损主要由于减值等一次性费用影响

### 歌力思(603808)

|        |      |              |           |
|--------|------|--------------|-----------|
| 评级:    | 买入   | 股票代码:        | 603808    |
| 上次评级:  | 买入   | 52 周最高价/最低价: | 9.23/5.72 |
| 目标价格:  |      | 总市值(亿)       | 24.43     |
| 最新收盘价: | 6.62 | 自由流通市值(亿)    | 24.43     |
|        |      | 自由流通股数(百万)   | 369.09    |

#### 事件概述

2024 年公司实现收入/扣除与主业无关事项后收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流 30.36/29.96/-3.10/-3.13/4.17 亿元、同比增长 4.14%/4.6%/-392.99%/-489.37%/-13.03%，归母净利亏损主要由于商誉、商标减值计提和实施法国 IRO 降本增效措施产生一次性费用等共约 3.83 亿元。剔除公允价值变动、减值损失、资产处置收益后归母净利润为 0.75 亿元，同比下降 70.7%。非经主要为政府补贴 0.16 亿元（同比增长 44%）。经营性现金流高于净利主要由于资产减值损失、折旧摊销以及应付项目增加。2024Q4 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 8.84/-3.31/-3.26 亿元、同比增长 3.99%/-977.23%/-597.06%，净利亏损主要由于资产减值损失增加。每 10 股拟派发现金红利 0.5 元，虽亏损但仍坚持分红，股息率 0.76%。

2025Q1 公司收入/归母净利/扣非归母净利为 6.90/0.41/0.30 亿元、同比增长-7.82%/40.24%/1.37%。收入下降主要受到 Ed Hardy 出售影响以及歌力思制服确认收货时间差异影响，归母净利大幅提升主要由于费用率下降、减值冲回。

由于 2024 年欧美市场仍受通货膨胀、宏观局势等因素影响，旗下 IRO 品牌在海外经营业绩持续受到较大冲击。公司已聘请专业中介机构策划相关业务降本增效方案，将对海外业务加快加大调改措施，并优化商业模式。同时，考虑近年全球潮流服饰市场竞争激烈且需求不景气及外部消费环境的影响，出于为公司整体战略考虑，进一步优化公司经营质量和资产结构，于 2024 年 12 月转让了子公司东明国际持有的唐利国际（Ed Hardy 品牌）50%股权，2025 年 Ed Hardy 品牌将不再纳入公司合并报表。

#### 分析判断：

**海外亏损拖累，国内净利持平、上半年收入增长 14%。**24 年海外收入/亏损 4.42/3.64 亿元，收入同比下降 20%、占比 15%，亏损同比增加 2.5 亿元，包含商誉减值 2.16 亿元；从而推出国内业务收入/利润分别为 25.95/0.54 亿元，同比增长 9.8%/-75%，国内净利润下滑主要由于百秋投资收益下降以及出售 Ed Hardy 计提商誉减值。

**国内业务稳健增长，LAUREL、Self-Portrait 高增。**收入拆分：（1）分品牌来看，LAUREL、Self-Portrait 24 年增速最高，IRO 品牌在欧洲下滑，但在中国区实现销售增长 17%；2024 年 ELLASSAY/LAUREL/EH/IRO/Self-Portrait 收入为 11.62/4.15/2.39/6.62/5.05 亿元、同比增长 8.40%/19.05%/-22.49%/-9.31%/20.97%，Laurel 在线上与线下均取得突破，线上在天猫与唯品会均取得快速发展，推动线上收入同比增长超 50%。线下门店数量稳定增加，通过优质的产品和服务，使连带率与客单价都获得了提升；self-portrait 品牌继续深耕社交媒体运营，利用小红书等社交媒体平台持续为消费者种草，小红书粉丝数量突破 12 万。线上在天猫平台继续居于国际轻奢品牌的第一梯队，抖音则实现了明显的突破，推动线上销售同比增长 45%；IRO 中国区保持良好增长态势，门店稳健拓展，线上渠道实现了近 40% 的快速增长。（2）分渠道来看，24 年线上/线下销售收入分别为 5.21/24.76 亿元、同比增长 32.42%/-0.40%；直营/加盟收入分别为 26.15/3.81 亿元、同比增长 9.05%/-20.72%。截至 24 年末，公司直营/加盟分别为 520/141 家、分别净开店 16/-7 家，同比增长 3.2%/-4.7%，推算 24 年直营店效/加盟单店出货分别为 503/270 万元、同比增长 6%/-17%。24 年末主品牌/LARUEL/EH/IRO/Self-Portrait/其他直营门店数量分别为 207/80/52/104/73/4 家、分别净开店 9/6/-13/-6/17/3 家；主品牌/LARUEL/EH/IRO 加盟门店数量分别为 94/14/31/2 家、分别净开店-9/1/1/0 家。

（3）25Q1 公司 ELLASSAY/LAUREL/IRO/self-portrait/其他收入为 2.70/1.07/1.41/1.35/0.05 亿元、同比增

长-11.67%/12.74%/-9.36%/16.88%/211.92%，ELLASSAY 品牌不考虑制服业务确认收入时间差异影响后，同比基本持平，IRO 中国区收入同比增长 14%，国内市场可比口径收入同比增长 8.1%。分渠道来看，25Q1 直营/加盟收入分别为 5.88/0.71 亿元，同比下降 7.17%/35.33%；线下/线上渠道收入分别为 5.39/1.19 亿元，同比增长-14%/6%。

**净利率亏损主要由于费用率提升、计提商誉减值。**（1）24 年毛利率为 67.36%、同比下降 0.42PCT。ELLASSAY/LAUREL/EH/IRO/Self-Portrait 毛利率分别为 68.19%/66.32%/61.42%/61.02%/82.03%、同比提升-3.14%/-8.10%/5.61%/0.14%/-0.81PCT。24 年归母净利率为-10.20%、同比下降 13.82PCT。从费用率看，24 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 50.00%/9.41%/2.60%/1.71%、同比增加 3.92/1.07/0.11/1.06PCT。24 年其他收益+投资净收益占比下降 1.3PCT；公允价值变动收益占比提升 0.08PCT 至 0.21%；减值损失计提增加 7.8PCT，主要为前海上林由于 IRO 受海外及欧美地区通胀及地缘局势影响业未达预期，计提商誉及商标使用权计提减值准备 2.16 亿元，以及出售 Ed Hardy 计提唐利国际商誉减值准备 0.97 亿元；处置资产收益占比提升 0.2PCT，营业外支出占比提升 0.1PCT；所得税/收入下降 1.59PCT 至 0.42%，少数股东损益占比下降 0.2PCT。（2）25Q1 毛利率 65.69%、同比下降 1.57PCT；归母净利率为 5.93%、同比提升 2.03PCT。净利率提升主要由于费用率（管理、研发、财务）下降、减值损失冲回、营业外收入提升增加。25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 48.35%/7.37%/1.63%/-1.08%，同比增加 1.55/-0.51/-0.48/-2.67PCT。25Q1 其他收益占比下降 0.23PCT 至 0.50%；投资净收益占比上升 0.29PCT 至 1.11%；公允价值变动收益占比增加 0.73PCT 至 0.22%；资产减值损失冲回增加 0.92PCT；信用减值损失冲回增加 0.10PCT；营业外净收入占比提升 1.3PCT，所得税/收入提升 1.59PCT 至 3.97%，少数股东收益占比提升 0.2PCT。

**存货及存货周转天数下降。**24 年末存货为 8.28 亿元、同比下降 12%，存货周转天数为 322 天、同比减少 8 天，存货/收入为 27.28%，同比下降 5.13PCT。应收账款为 3.61 亿元、同比下降 1.4%，应收账款周转天数为 43 天、同比上升 3 天。应付账款为 2.26 亿元、同比下降 22%，应付账款周转天数为 94 天、同比下降 3 天。25Q1 存货/应收账款/应付账款分别为 7.40/3.03/1.62 亿元、同比下降 16%/1%/18%，存货/应收账款/应付账款周转天数分别为 298/43/74 天、同比减少 37/-3/16 天。

## 投资建议

我们分析，（1）受益于抖音销售大幅提升，找到了合适的电商策略，线上收入有望实现较好增长；（2）直营持续开店且门店店效仍保持增长；（3）海外业务今年加大改革措施，优化门店结构，收入虽仍然承压，但亏损有望收窄；（4）中长期来看，SP、LAUREL、IRO 国内成长性仍然较强，海外减亏带动公司净利率有较大的修复空间。维持 25-26 年收入预测 32.63/35.36 亿元，新增 27 年收入预测 38.46 亿元；维持 25-26 年归母净利 2.16/2.77 亿元，新增 27 年归母净利预测 3.35 亿元；对应维持 25-26 年 EPS0.59/0.75 元，新增 27 年 EPS 预测 0.91 元，2025 年 4 月 28 日收盘价 6.62 元对应 25/26/27 年 PE 分别为 11/9/7X，维持“买入”评级。

## 风险提示

费用率居高不下风险、开店不及预期风险、系统性风险。

## 盈利预测与估值

| 财务摘要       | 2023A  | 2024A   | 2025E  | 2025E | 2026E |
|------------|--------|---------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 2,915  | 3,036   | 3,263  | 3,536 | 3,846 |
| YoY (%)    | 21.7%  | 4.1%    | 7.5%   | 8.4%  | 8.8%  |
| 归母净利润(百万元) | 106    | -310    | 216    | 277   | 335   |
| YoY (%)    | 416.6% | -393.0% | 169.9% | 28.0% | 20.9% |
| 毛利率 (%)    | 67.8%  | 67.4%   | 67.2%  | 67.5% | 67.7% |
| 每股收益 (元)   | 0.29   | -0.84   | 0.59   | 0.75  | 0.91  |
| ROE        | 3.6%   | -12.4%  | 8.4%   | 10.0% | 11.1% |
| 市盈率        | 23.13  | -7.89   | 11.29  | 8.82  | 7.29  |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽

分析师：李佳妮

邮箱：tangss@hx168.com.cn

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话:

SAC NO: S1120524120003

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元)          | 2024A   | 2025E  | 2026E | 2027E | 现金流量表 (百万元)     | 2024A   | 2025E  | 2026E | 2027E |
|--------------------|---------|--------|-------|-------|-----------------|---------|--------|-------|-------|
| 营业总收入              | 3,036   | 3,263  | 3,536 | 3,846 | 净利润             | -256    | 238    | 305   | 368   |
| YoY (%)            | 4.1%    | 7.5%   | 8.4%  | 8.8%  | 折旧和摊销           | 357     | 61     | 66    | 66    |
| 营业成本               | 991     | 1,070  | 1,150 | 1,242 | 营运资金变动          | -10     | -324   | -30   | -48   |
| 营业税金及附加            | 20      | 33     | 35    | 38    | 经营活动现金流         | 417     | 88     | 400   | 452   |
| 销售费用               | 1,518   | 1,478  | 1,660 | 1,815 | 资本开支            | -71     | -73    | -74   | -73   |
| 管理费用               | 286     | 256    | 216   | 192   | 投资              | 91      | 0      | 0     | 0     |
| 财务费用               | 52      | -14    | -18   | -25   | 投资活动现金流         | 9       | -2     | -39   | -35   |
| 研发费用               | 79      | 82     | 88    | 96    | 股权募资            | 0       | 0      | 0     | 0     |
| 资产减值损失             | -384    | -184   | -93   | -104  | 债务募资            | 30      | -30    | 0     | 0     |
| 投资收益               | 31      | 72     | 35    | 38    | 筹资活动现金流         | -349    | -162   | -82   | -93   |
| 营业利润               | -238    | 280    | 381   | 460   | 现金净流量           | 74      | -76    | 279   | 324   |
| 营业外收支              | -5      | 0      | 0     | 1     | <b>主要财务指标</b>   |         |        |       |       |
| 利润总额               | -243    | 280    | 381   | 460   | <b>成长能力 (%)</b> |         |        |       |       |
| 所得税                | 13      | 42     | 76    | 92    | 营业收入增长率         | 4.1%    | 7.5%   | 8.4%  | 8.8%  |
| 净利润                | -256    | 238    | 305   | 368   | 净利润增长率          | -393.0% | 169.9% | 28.0% | 20.9% |
| 归属于母公司净利润          | -310    | 216    | 277   | 335   | <b>盈利能力 (%)</b> |         |        |       |       |
| YoY (%)            | -393.0% | 169.9% | 28.0% | 20.9% | 毛利率             | 67.4%   | 67.2%  | 67.5% | 67.7% |
| 每股收益               | -0.84   | 0.59   | 0.75  | 0.91  | 净利率             | -8.4%   | 7.3%   | 8.6%  | 9.6%  |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> |         |        |       |       | 总资产收益率 ROA      | -7.5%   | 5.0%   | 6.1%  | 6.8%  |
| 货币资金               | 641     | 565    | 844   | 1,168 | 净资产收益率 ROE      | -12.4%  | 8.4%   | 10.0% | 11.1% |
| 预付款项               | 30      | 38     | 41    | 45    | <b>偿债能力 (%)</b> |         |        |       |       |
| 存货                 | 828     | 908    | 914   | 919   | 流动比率            | 2.10    | 2.28   | 2.47  | 2.68  |
| 其他流动资产             | 531     | 765    | 795   | 837   | 速动比率            | 1.22    | 1.33   | 1.56  | 1.81  |
| 流动资产合计             | 2,030   | 2,277  | 2,594 | 2,969 | 现金比率            | 0.66    | 0.56   | 0.80  | 1.05  |
| 长期股权投资             | 617     | 617    | 617   | 617   | 资产负债率           | 34.2%   | 33.9%  | 33.0% | 31.9% |
| 固定资产               | 99      | 111    | 117   | 124   | <b>经营效率 (%)</b> |         |        |       |       |
| 无形资产               | 392     | 368    | 368   | 368   | 总资产周转率          | 0.73    | 0.76   | 0.77  | 0.78  |
| 非流动资产合计            | 2,121   | 2,017  | 1,974 | 1,931 | <b>每股指标 (元)</b> |         |        |       |       |
| 资产合计               | 4,150   | 4,294  | 4,568 | 4,900 | 每股收益            | -0.84   | 0.59   | 0.75  | 0.91  |
| 短期借款               | 30      | 0      | 0     | 0     | 每股净资产           | 6.75    | 6.99   | 7.52  | 8.17  |
| 应付账款及票据            | 273     | 234    | 252   | 272   | 每股经营现金流         | 1.13    | 0.24   | 1.08  | 1.22  |
| 其他流动负债             | 661     | 766    | 800   | 836   | 每股股利            | 0.00    | 0.35   | 0.22  | 0.25  |
| 流动负债合计             | 964     | 1,001  | 1,052 | 1,109 | <b>估值分析</b>     |         |        |       |       |
| 长期借款               | 20      | 20     | 20    | 20    | PE              | -7.89   | 11.29  | 8.82  | 7.29  |
| 其他长期负债             | 435     | 435    | 435   | 435   | PB              | 1.03    | 0.95   | 0.88  | 0.81  |
| 非流动负债合计            | 455     | 455    | 455   | 455   |                 |         |        |       |       |
| 负债合计               | 1,420   | 1,456  | 1,507 | 1,564 |                 |         |        |       |       |
| 股本                 | 369     | 369    | 369   | 369   |                 |         |        |       |       |
| 少数股东权益             | 238     | 259    | 286   | 320   |                 |         |        |       |       |
| 股东权益合计             | 2,731   | 2,838  | 3,061 | 3,336 |                 |         |        |       |       |
| 负债和股东权益合计          | 4,150   | 4,294  | 4,568 | 4,900 |                 |         |        |       |       |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                           | 投资<br>评级 | 说明                               |
|----------------------------------|----------|----------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入       | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%     |
|                                  | 增持       | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间   |
|                                  | 中性       | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间     |
|                                  | 减持       | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间    |
|                                  | 卖出       | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%     |
| 行业评级标准                           |          |                                  |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。       | 推荐       | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%   |
|                                  | 中性       | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间 |
|                                  | 回避       | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%   |

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。