

歌力思 (603808.SH)

海外加速调整致使业绩承压，2025 年轻装上阵

2024 年公司收入同比+4%/归母净利润为亏损 3.1 亿元。 1) 2024 年全年公司收入为 30.4 亿元，同比+4%；归母净利润为亏损 3.1 亿元；若剔除一次性费用等因素（长期资产（商誉、商标）减值准备、处置唐利国际股权、法国 IRO 实施降本增效措施）影响后，2024 年归母净利润为约 0.3 亿元。2) 盈利质量：2024 年全年公司毛利率同比-0.4pct 至 67.4%，销售/管理/财务费用率同比分别+3.9%/+1.1%/+1.1pct 至 50%/9.4%/1.7%（销售费用率提升主要系海外渠道、国内直营渠道刚性费用增加）；期内计提资产减值损失分别 3.84 亿元（上一上年同期为 1.45 亿元）；投资收益 0.31 亿元（上一上年同期为 0.71 亿元）；综合以上，净利率同比-14.0pct 至-8.4%。3) 单四季度：2024Q4 公司收入为 8.8 亿元，同比+4%；归母净利润为-3.3 亿元。4) 公司 2024 年合计拟分配现金股利 0.18 亿元，以 2025 年 4 月 30 日收盘价计算的股息率约为 0.7%。

2025Q1 公司收入同比-8%/归母净利润同比+40%。 1) 2025Q1 公司收入为 6.9 亿元，同比-8%（剔除 Edhardy 出表带来的差异，可比口径下公司收入同增 1.5%）；归母净利润为 0.4 亿元，同比+40%；扣非归母净利润为 0.3 亿元，同比+1%；非经常损益 0.11 亿元，主要系营业外收入。2) 盈利质量：2025Q1 毛利率同比-1.6pct 至 65.7%，销售/管理/财务费用率同比分别+1.5/-0.5/-2.7pct 至 48.4%/7.4%/-1.1%，净利率同比+2.3pct 至 8.2%。

国内核心品牌领先行业，加快海外业务清理步伐。 1) 分地区来看：国内市场收入 2024 年收入同比健康增长 10%/2025Q1（剔除并表差异之后的可比口径）同比增长 8.1%，我们判断国内核心品牌业务收入增速领先行业；估计海外市场 2024 年及 2025Q1 收入及利润拖累报表表现。2) 分渠道来看：电商渠道建设持续完善，销售快速增长。2024 年公司线下/线上收入分别 24.8/5.2 亿元，同比分别-0.4%/+32.4%（2025Q1 分别同比-14.4%/+5.5%），毛利率分别-1.9/+6.9pct 至 69.2%/63.3%。3) 分销售模式来看：直营坚持拓店，表现优于加盟。2024 年公司直营/加盟收入分别 26.2/3.8 亿元，同比分别+9%/-21%（2025Q1 分别同比-7.2%/-35.3%），毛利率分别-1.7/-0.8pct 至 70.0%/55.2%，2024 年末门店数量分别 520/141 家，同比分别新开 79/19 家、关闭 63/26 家，即分别净增 16 家/净减少 7 家。

Laurel、sp 增速强劲，主品牌稳健成长。 1) 销售层面：ELLASSAY/Laurel/IRO/self-portrait 品牌 2024 年销售收入分别 11.6/4.1/6.6/5.1 亿元，同比分别+8%/+19%/-9%/+21%（2025Q1 同比增速分别为-12%/+13%/-9%/+17%，其中 ELLASSAY 品牌剔除制服确认收入时间差异影响后同比基本持平），Edhardy 品牌 2024 年内已经出表。2) 渠道层面：2024 年末 ELLASSAY/Laurel/IRO/self-portrait 品牌门店数分别为 301/94/106/73 家，较年初分别+0/+7/-6/+17 家。我们判断公司国内成长品牌（Laurel、国内 IRO、self-portrait）渠道规模整体仍处于稳步扩张阶段，有望带动公司业务收入中长期持续领先行业。

现金流及存货管理基本正常。 存货方面，2024 年末/2025Q1 末公司存货分别同比-12.3%/-15.9%至 8.3/7.4 亿元，存货周转天数同比分别-7.7/-37.0 天至 322.1/298.1 天，期内计提资产减值损失分别 3.84/0.02 亿元。现金流方面，2024 年末/2025Q1 公司经营性现金流量净额分别 4.2/0.7 亿元，现金流管理良好。

2025 年轻装上阵，期待利润率恢复正常。 公司国内业务核心品牌过去表现持续领先行业，Edhardy 出表后减轻业绩拖累；海外业务预计持续调整，费用同比预计有望控制，我们综合预计 2025 年公司归母净利润有望扭亏为盈。

投资建议。 公司是国内轻奢时尚龙头，多品牌战略清晰，由于公司加大海外业务调整力度，同时考虑近期业绩表现，我们调整盈利预测，预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 1.77/2.61/3.15 亿元，对应 2025 年 PE 为 14 倍，维持“增持”评级。

风险提示： 宏观经济不景气导致消费疲软；拓店不及预期；海外业务拖累风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,915	3,036	2,903	3,175	3,489
增长率 yoy (%)	21.7	4.1	-4.4	9.4	9.9
归母净利润（百万元）	106	-310	177	261	315
增长率 yoy (%)	416.6	-393.0	157.0	47.9	20.7
EPS 最新摊薄（元/股）	0.29	-0.84	0.48	0.71	0.85
净资产收益率 (%)	3.6	-12.4	6.6	8.8	9.6
P/E (倍)	24.1	—	14.4	9.8	8.1
P/B (倍)	0.9	1.0	1.0	0.9	0.8

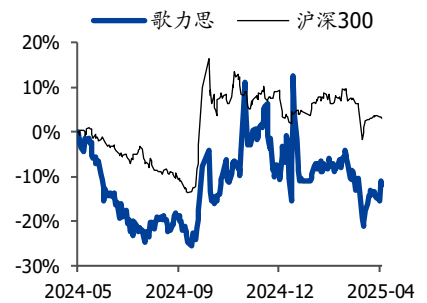
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 04 月 30 日收盘价

增持（维持）

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	增持
04 月 30 日收盘价（元）	6.90
总市值（百万元）	2,546.74
总股本（百万股）	369.09
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量（百万股）	4.57

股价走势



作者

分析师	杨莹
执业证书编号：	S0680520070003
邮箱：	yangying1@gszq.com
分析师	侯子夜
执业证书编号：	S0680523080004
邮箱：	houziye@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号：	S0680524060004
邮箱：	wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《歌力思 (603808.SH)：海外业务加大调整力度，短期利润承压，期待来年轻装上阵》 2024-11-02
- 《歌力思 (603808.SH)：海外业务拖累利润，国内保持健康高质量增长》 2024-08-30
- 《歌力思 (603808.SH)：国内业务高质量增长，海外短期拖累业绩》 2024-05-02

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2074	2030	2384	2939	3352
现金	585	641	1096	1575	1897
应收票据及应收账款	367	362	346	378	416
其他应收款	114	101	96	106	116
预付账款	13	30	28	30	33
存货	945	828	749	781	822
其他流动资产	49	68	68	68	68
非流动资产	2548	2121	1802	1538	1471
长期投资	523	617	617	617	617
固定资产	176	99	101	101	99
无形资产	581	392	348	303	259
其他非流动资产	1268	1012	736	516	496
资产总计	4622	4150	4186	4476	4823
流动负债	959	964	886	944	1012
短期借款	0	30	30	30	30
应付票据及应付账款	290	273	259	280	305
其他流动负债	669	661	597	634	677
非流动负债	603	455	416	416	416
长期借款	56	20	20	20	20
其他非流动负债	547	435	396	396	396
负债合计	1562	1420	1302	1361	1428
少数股东权益	163	238	207	162	107
股本	369	369	369	369	369
资本公积	780	755	755	755	755
留存收益	1849	1452	1638	1914	2248
归属母公司股东权益	2896	2493	2678	2954	3288
负债和股东权益	4622	4150	4186	4476	4823

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	480	417	571	509	345
净利润	162	-256	146	216	260
折旧摊销	331	357	381	330	132
财务费用	24	30	8	8	8
投资损失	-71	-31	-30	-33	-36
营运资金变动	-105	-10	29	-51	-58
其他经营现金流	139	328	37	39	39
投资活动现金流	-77	9	-39	-38	-35
资本支出	-96	-71	-14	-14	-14
长期投资	0	91	0	0	0
其他投资现金流	19	-11	-25	-24	-21
筹资活动现金流	-273	-349	-76	8	11
短期借款	0	30	0	0	0
长期借款	-47	-36	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	16	-25	0	0	0
其他筹资现金流	-242	-318	-76	8	11
现金净增加额	136	74	455	479	321

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2915	3036	2903	3175	3489
营业成本	939	991	938	1016	1106
营业税金及附加	19	20	19	21	23
营业费用	1343	1518	1452	1587	1745
管理费用	243	286	288	283	311
研发费用	73	79	70	76	84
财务费用	19	52	-5	-14	-24
资产减值损失	-145	-384	-34	-34	-34
其他收益	21	25	6	6	7
公允价值变动收益	4	6	0	0	0
投资净收益	71	31	30	33	36
资产处置收益	2	9	0	0	0
营业利润	222	-238	144	210	253
营业外收入	4	4	4	4	4
营业外支出	6	9	9	9	9
利润总额	221	-243	139	205	248
所得税	59	13	-7	-11	-13
净利润	162	-256	146	216	260
少数股东损益	56	54	-31	-45	-55
归属母公司净利润	106	-310	177	261	315
EBITDA	629	448	514	520	356
EPS (元/股)	0.29	-0.84	0.48	0.71	0.85

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	21.7	4.1	-4.4	9.4	9.9
营业利润(%)	173.3	-207.0	160.4	46.2	20.2
归属母公司净利润(%)	416.6	-393.0	157.0	47.9	20.7
获利能力					
毛利率(%)	67.8	67.4	67.7	68.0	68.3
净利率(%)	3.6	-10.2	6.1	8.2	9.0
ROE(%)	3.6	-12.4	6.6	8.8	9.6
ROIC(%)	5.8	2.9	4.1	5.5	6.0
偿债能力					
资产负债率(%)	33.8	34.2	31.1	30.4	29.6
净负债比率(%)	3.2	-2.1	-19.2	-33.2	-39.9
流动比率	2.2	2.1	2.7	3.1	3.3
速动比率	1.1	1.1	1.7	2.2	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	8.9	8.3	8.2	8.8	8.8
应付账款周转率	3.7	3.8	4.3	4.6	4.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.29	-0.84	0.48	0.71	0.85
每股经营现金流(最新摊薄)	1.30	1.13	1.55	1.38	0.94
每股净资产(最新摊薄)	7.85	6.75	7.25	8.00	8.91
估值比率					
P/E	24.1	—	14.4	9.8	8.1
P/B	0.9	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.5	5.6	3.9	2.9	3.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 30 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com