

歌力思 (603808.SH)

强烈推荐 (维持)

24 年一次性费用及减值致亏损，期待调整后轻装上阵

24 年公司营收、归母净利润分别同比+4.14%、-392.99%，25Q1 分别同比-7.82%、+40.24%。国际品牌在国内增长韧性较强，线上渠道快速增长。24 年海外亏损及大量一次性费用与减值拖累净利润，目前 Ed Hardy 已剥离出表，海外业务加速调整中，25Q1 已有所恢复。预计 25-27 年归母净利润分别为 1.72 亿元、2.60 亿元、3.32 亿元，当前市值对应 25PE15X、26PE10X，维持强烈推荐评级。

□ 24 年海外亏损及大量一次性费用与减值拖累净利润，25Q1 已有所恢复。

(1) 2024 年：公司营收 30.36 亿元，同比+4.14%，多品牌矩阵协同推动收入增长，国内市场增速近 10%，海外市场有所拖累。归母净利润-3.10 亿元，同比-392.99%；扣非归母净利润-3.13 亿元，同比-489.37%。利润亏损主要由于 IRO 法国业务及 Ed Hardy 品牌亏损超预期，法国业务调整发生一次性费用及 Ed Hardy 出表折算，相关商誉商标计提减值等因素导致。

(2) 24Q4：公司营收 8.84 亿元，同比+3.99%。归母净利润-3.31 亿元，扣非归母净利润-3.26 亿元，均呈现较大幅度亏损，主要由于 2024 年上述一次性费用与大额减值计提大部分发生在 Q4。

(3) 25Q1：公司营收 6.90 亿元，同比-7.82%，主要由于 Ed Hardy 出表，剔除此影响的可比口径营收同比+1.5%，国际品牌在国内市场保持良好增长。归母净利润 0.41 亿元，同比+40.24%；扣非归母净利润 0.30 亿元，同比+1.37%。随着海外降本增效举措推进，公司加速优化低效门店、控制费用，海外业务利润企稳改善。

□ 国际品牌在国内增长韧性较强，线上渠道快速增长。

(1) 2024 年：(a) 分品牌：ELLASSAY 品牌营收 11.62 亿元 (同比+8.40%，下同)；LAUREL 品牌营收 4.15 亿元 (+19.05%)；EdHardy 及 EdHardyX 品牌营收 2.39 亿元 (-22.49%)，该部分将于 2025 年出表；IRO 品牌尽管面临海外市场的挑战，但在中国区依然实现了 17% 的良好增长，总营收 6.62 亿元 (-9.31%)；self-portrait 品牌营收 5.05 亿元 (+20.97%)。(b) 分渠道：线上营收 5.21 亿元 (+32.42%)，线下营收 24.76 亿元 (-0.40%)。直营营收 26.15 亿元 (+9.05%)，加盟营收 3.81 亿元 (-20.72%)。

(2) 25Q1：(a) 分品牌：ELLASSAY 品牌营收 2.70 亿元 (-11.67%)；LAUREL 品牌营收 1.07 亿元 (+12.74%)；IRO 品牌营收 1.41 亿元 (-9.36%)；self-portrait 品牌营收 1.35 亿元 (+16.88%)。(b) 分渠道：线上营收 1.19 亿元，线下营收 5.39 亿元。直营营收 5.88 亿元 (-7.17%)，加盟营收 0.71 亿元 (-35.33%)。

□ 24 年门店数量稳中有增，25Q1 有所调整。

(1) 2024 年：截至 2024 年底公司门店 661 家 (较年初+9 家，下同)，其中 ELLASSAY 直营/加盟店分别 207 家/94 家 (+9 家/-9 家)，LAUREL 直营/加盟店分别 80 家/14 家 (+6 家/+1 家)，EdHardy 及 EdHardyX 直营/加盟店分别 52 家/31 家 (-13 家/+1 家)，IRO 直营/加盟店分别 104 家/2 家 (-6 家/+0 家)，self-portrait 直营店 73 家 (+17 家)。

(2) 25Q1：截至 25Q1 末公司门店 565 家 (较年初-13 家，下同)，其中

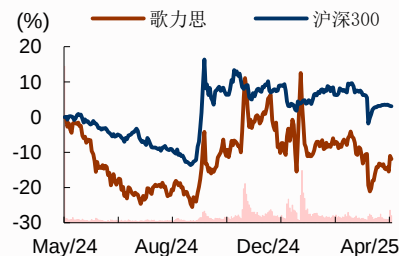
消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：6.9 元

基础数据

总股本 (百万股)	369
已上市流通股 (百万股)	369
总市值 (十亿元)	2.5
流通市值 (十亿元)	2.5
每股净资产 (MRQ)	6.9
ROE (TTM)	-11.7
资产负债率	30.4%
主要股东 深圳市歌力思投资管理有限公司	
主要股东持股比例	55.31%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-1	-11
相对表现	2	2	-16



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《歌力思 (603808) — 24Q3 国内业务稳健，将加快调整海外业务》2024-11-03
- 《歌力思 (603808) — 24Q2 海外业务承压，销售费用率提升拖累业绩表现》2024-09-01
- 《歌力思 (603808) — 23Q3 国内恢复较好，短期海外业务&投资收益拖累业绩》2023-11-07

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

唐圣扬 S1090523120001

tangshengyang@cmschina.com.cn

ELLASSAY 门店 295 家 (-6 家)，LAUREL 门店 92 家 (-2 家)，IRO 门店 102 家 (-4 家)，self-portrait 门店 72 家 (-1 家)。

□ **主要品牌毛利率有所承压，线上渠道毛利率显著提升。**

(1) 2024 年: 公司毛利率同比-0.42pct 至 67.36%。(a) 分品牌: ELLASSAY 品牌毛利率 68.19% (-3.14pct)，LAUREL 品牌毛利率 66.32% (-8.10pct)，EdHardy 及 EdHardyX 品牌毛利率 61.42% (+5.61pct)，IRO 品牌毛利率 61.02% (+0.14pct)，self-portrait 品牌毛利率 82.03% (-0.81pct)。(b) 分渠道: 线上毛利率 63.25% (+6.93pct)，线下毛利率 69.16% (-1.91pct)。直营毛利率 70.02% (-1.67pct)，加盟毛利率 55.15% (-0.78pct)。

(2) 25Q1: 公司毛利率同比-1.57pct 至 65.69%。(a) 分品牌: ELLASSAY 品牌毛利率 65.53% (-2.33pct)，LAUREL 品牌毛利率 62.56% (-6.08pct)，IRO 品牌毛利率 53.07% (-3.10pct)，self-portrait 品牌毛利率 82.68% (+0.04pct)。(b) 分渠道: 线上毛利率 69.84% (+9.22pct)，线下毛利率 65.04% (-3.70pct)。直营毛利率 70.87% (+1.11pct)，加盟毛利率 24.87% (-29.65pct)。

□ **24 年期间费用率大幅上升，一次性费用与减值拖累净利率，25Q1 有所改善。**

(1) 2024 年: 公司期间费用率 63.72% (+6.16pct)，其中销售费用率 50.00% (+3.92pct，主要系海外调整措施导致费用增加、直营拓店导致相应店铺及人工成本增加所致)，管理费用率 9.41% (+1.07pct，主要系 IRO 品牌海外业务实施降本增效措施产生相关费用所致)，财务费用率 1.71% (+1.06pct，主要系汇率变动产生汇兑损失所致)，研发费用率 2.60% (+0.11pct)。净利率同比-13.98pct 至 -8.42%。

(2) 25Q1: 公司期间费用率 56.27% (-2.11pct)，其中销售费用率 48.35% (+1.55pct)、管理费用率 7.37% (-0.51pct)、财务费用率-1.08% (-2.67pct)、研发费用率 1.63% (-0.48pct)，费用有所控制主要系 Ed Hardy 业务出表、降本增效逐渐见效所致。净利率同比+2.27pct 至 8.22%。

□ **经营现金流略有下降，存货周转提效。(1) 2024 年: 经营性现金流量净额 4.17 亿元 (同比-13.03%，主要系店铺投入增加所致)。存货周转天数 322 天，同比-8 天；应收账款周转天数 43 天，同比+3 天。(2) 25Q1: 经营性现金流量净额 0.73 亿元 (同比-33.34%)。存货周转天数 298 天，同比-37 天；应收账款周转天数 43 天，同比+3 天。**

□ **盈利预测及投资建议。**公司深耕差异化高端多品牌矩阵，协同拓展渠道资源，强化品牌渠道运营效率。国内业务稳健，Ed Hardy 已剥离出表，海外业务加速调整中，海外短期收入将有所承压，但利润或可减亏。预计 2025-2027 年收入规模为 29.2 亿元、32.3 亿元、35.5 亿元，同比增速为-4%、10%、10%。归母净利润规模为 1.72 亿元、2.60 亿元、3.32 亿元，同比增速为扭亏、51%、27%。当前市值对应 25PE15X，26PE10X，维持强烈推荐评级。

□ **风险提示:** 国内客流及消费购买力不及预期风险、海外业务减亏不及预期风险、存货减值风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2915	3036	2920	3225	3550
同比增长	22%	4%	-4%	10%	10%
营业利润(百万元)	222	(238)	175	266	340
同比增长	173%	-207%	NA	52%	28%
归母净利润(百万元)	106	(310)	172	260	332

同比增长	417%	-393%	NA	51%	27%
每股收益(元)	0.29	-0.84	0.47	0.70	0.90
PE	24.1	NA	14.8	9.8	7.7
PB	0.9	1.0	1.0	0.9	0.8

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2074	2030	1981	2199	2467
现金	585	641	700	803	949
交易性投资	1	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	367	362	330	364	401
其它应收款	114	101	97	107	118
存货	945	828	761	823	888
其他	62	98	93	102	112
非流动资产	2548	2121	2048	1997	1953
长期股权投资	523	617	617	617	617
固定资产	176	99	89	93	96
无形资产商誉	780	464	417	376	338
其他	1069	941	925	913	903
资产总计	4622	4150	4029	4197	4420
流动负债	959	964	720	724	752
短期借款	0	30	22	0	0
应付账款	290	273	254	274	296
预收账款	81	76	71	76	82
其他	589	585	373	373	373
长期负债	603	455	455	455	455
长期借款	56	20	20	20	20
其他	547	435	435	435	435
负债合计	1562	1420	1175	1179	1207
股本	369	369	369	369	369
资本公积金	729	704	704	704	704
留存收益	1798	1420	1574	1782	2036
少数股东权益	163	238	208	163	105
归属于母公司所有者权益	2896	2493	2646	2855	3109
负债及权益合计	4622	4150	4029	4197	4420

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	480	417	240	129	175
净利润	162	(256)	142	215	274
折旧摊销	131	135	80	70	64
财务费用	24	30	0	(5)	(6)
投资收益	(71)	(31)	(63)	(63)	(63)
营运资金变动	246	599	84	(91)	(97)
其它	(12)	(60)	(4)	3	3
投资活动现金流	(77)	9	58	43	43
资本支出	(97)	(76)	(5)	(20)	(20)
其他投资	20	85	63	63	63
筹资活动现金流	(273)	(349)	(238)	(69)	(72)
借款变动	(257)	(123)	(219)	(22)	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	16	(25)	0	0	0
股利分配	(6)	(89)	(18)	(52)	(78)
其他	(26)	(112)	(0)	5	6
现金净增加额	130	77	59	103	146

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2915	3036	2920	3225	3550
营业成本	939	991	920	994	1073
营业税金及附加	19	20	19	21	24
营业费用	1343	1518	1445	1580	1722
管理费用	243	286	263	290	312
研发费用	73	79	70	81	89
财务费用	19	52	0	(5)	(6)
资产减值损失	(154)	(391)	(90)	(60)	(60)
公允价值变动收益	4	6	6	6	6
其他收益	21	25	25	25	25
投资收益	71	31	31	31	31
营业利润	222	(238)	175	266	340
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)	170	261	335
所得税	59	13	28	46	61
少数股东损益	56	54	(30)	(45)	(58)
归属于母公司净利润	106	(310)	172	260	332

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	22%	4%	-4%	10%	10%
营业利润	173%	-207%	NA	52%	28%
归母净利润	417%	-393%	NA	51%	27%
获利能力					
毛利率	67.8%	67.4%	68.5%	69.2%	69.8%
净利率	3.6%	-10.2%	5.9%	8.1%	9.3%
ROE	3.7%	-11.5%	6.7%	9.5%	11.1%
ROIC	4.5%	-6.1%	4.8%	7.0%	8.5%
偿债能力					
资产负债率	33.8%	34.2%	29.2%	28.1%	27.3%
净负债比率	6.3%	6.3%	1.1%	0.5%	0.5%
流动比率	2.2	2.1	2.8	3.0	3.3
速动比率	1.2	1.2	1.7	1.9	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
存货周转率	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3
应收账款周转率	8.9	8.3	8.4	9.3	9.3
应付账款周转率	3.7	3.5	3.5	3.8	3.8
每股资料(元)					
EPS	0.29	-0.84	0.47	0.70	0.90
每股经营净现金	1.30	1.13	0.65	0.35	0.47
每股净资产	7.85	6.75	7.17	7.74	8.42
每股股利	0.24	0.05	0.14	0.21	0.27
估值比率					
PE	24.1	NA	14.8	9.8	7.7
PB	0.9	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	11.9	NA	12.7	9.8	8.1

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。