

纺织服饰

2025 年 05 月 08 日

歌力思 (603808)

——25 年业绩弹性加速释放，一季度业绩拐点显现

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

- 公司发布 24 年报及 25 年一季报，25 年轻装上阵，一季度业绩恢复超预期。1) 24 年一次性因素影响业绩亏损：24 年收入 30.4 亿元，同比增长 4.1%，归母净利润为亏损 3.1 亿元，主要受加快处理海外业务及出售 Ed Hardy 股权影响，计提商誉、商标减值、重组费用等共 3.8 亿元，若不考虑上述影响，归母净利润为 0.3 亿元。2) 25Q1 业绩拐点显现：25Q1 收入 6.9 亿元，同比下滑 7.8%，剔除 Ed hardy 不再并表的影响，可比口径下收入增长 1.5%，归母净利润为 0.4 亿元，同比上升 40.2%，利润同比改善明显，主要得益于国内利润同比平稳、海外业务加速处理、降本增效推进有效等。公司重视股东回报，在 24 年整体亏损的情况下，仍拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 0.5 元（含税）。
- 分品牌来看，24 国内核心品牌收入均实现正增长。SP、Laurèl、IRO 中国区和歌力思主品牌分别实现营收 5.1/4.1/2.9/11.6 亿元，同比增长 21%/19%/17%/8.4%，推动国内业务营收同比增长 10%，品牌毛利率为 82.0%/66.3%/61.0%/68.2%，同比增减 -0.8/-8.1/0.1/-3.1pct，Laurèl、歌力思主品牌毛利率下降较多，预计主要与公司过季产品销售折扣较低有关，但由于该类产品在此前已计提减值损失，所以产生销售虽对毛利率有拖累，但在净利率层面仍有减值冲回的增量。25Q1 SP、Laurèl、IRO 和歌力思主品牌分别实现营收 1.4/1.1/1.4/2.7 亿元，同比增减 16.9%/12.7%/-9.4%/-11.7%，其中，IRO 中国区收入同比增长 14%，品牌下滑主要为海外业务拖累。
- 分渠道看，线上收入连续三年快速发展，多平台实现突破。24 年线上与线下收入分别为 5.2/24.8 亿元，同比增长 32.4%/基本持平，线上保持快速增长态势。歌力思品牌线上收入同比增长 55%。Laurèl、IRO、SP 线上收入同比增长 52%/38%/45%，天猫、小红书、抖音等渠道均实现新突破。线下渠道中，24 年直营收入 26.2 亿元，同比上升 9.1%，分销收入 3.8 亿元，同比下降 20.7%，但经销商占比较低，对大盘扰动有限。
- 费用率短期有所上升，存货水平较为稳健。24 年毛利率同比略降 0.4pct 至 67.4%，25Q1 同比下降 1.6pct 至 65.7%，毛利率变动主因过季产品销售及线上销售占比提升影响。销售费用率同比上升 3.9pct 至 50.0%，主要因海外地区收入同比下滑，但刚性费用占比高，且不良店铺关闭等带来费用增加，25Q1 已回落至 48.4%；24 年管理费用率（含研发）同比上升 1.2pct 至 12.0%，主要因 IRO 海外业务处理产生相关费用，25Q1 已回落至 9%，同比下降 1pct。考虑一次性费用及商誉减值影响后，最终 24 年归母净利率为负数，而 25Q1 快速回升，同比提升 2pct 至 5.9%。24 财年货币资金余额 6.4 亿元，同比上升 10%，存货 8.3 亿元，较期初 9.4 亿元下降 11.7%，总体较为稳健。
- 公司以“成为有国际竞争力的高端时装品牌集团”为战略目标，主品牌持续稳健增长，收购品牌展现发展潜力。经过对海外业务及 Ed hardy 品牌的加速处理后，不利因素快速出清，后续国内业务的高增长将更好地转化为业绩增长，看好 25 年公司业绩弹性加速释放。维持 24-26 年并新增 27 年盈利预测，预计 24-27 年归母净利润分别为 2.1/2.4/2.6 亿元，对应 PE 分别为 13/11/10 倍。维持“增持”评级。

风险提示：销售恢复不及预期风险，库存增加风险，行业竞争加剧风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	3,036	690	3,008	3,276	3,540
同比增长率 (%)	4.1	-7.8	-0.9	8.9	8.1
归母净利润 (百万元)	-310	41	212	237	264
同比增长率 (%)	-393.0	40.2	-	12.1	11.3
每股收益 (元/股)	-0.85	0.11	0.57	0.64	0.71
毛利率 (%)	67.4	65.7	69.4	69.7	69.9
ROE (%)	-12.4	1.6	7.6	7.9	8.1
市盈率	-	-	-	-	-

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：2025 年 05 月 08 日

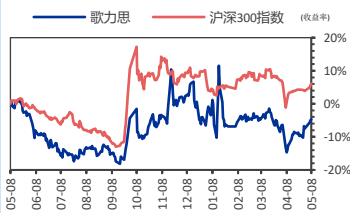
收盘价 (元)	7.18
一年内最高/最低 (元)	9.23/5.72
市净率	1.0
息率 (分红/股价)	3.34
流通 A 股市值 (百万元)	2,650
上证指数/深证成指	3,352.00/10,197.66

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	6.87
资产负债率%	30.36
总股本/流通 A 股 (百万)	369/369
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
刘佩 A0230523070002
liupeis@swsresearch.com

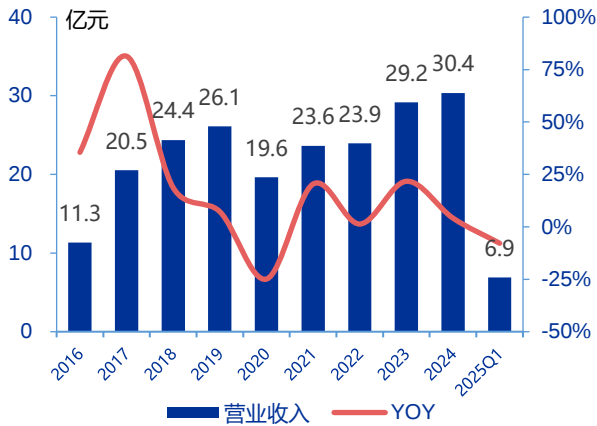
联系人

刘佩
(8621)23297818x
liupeis@swsresearch.com



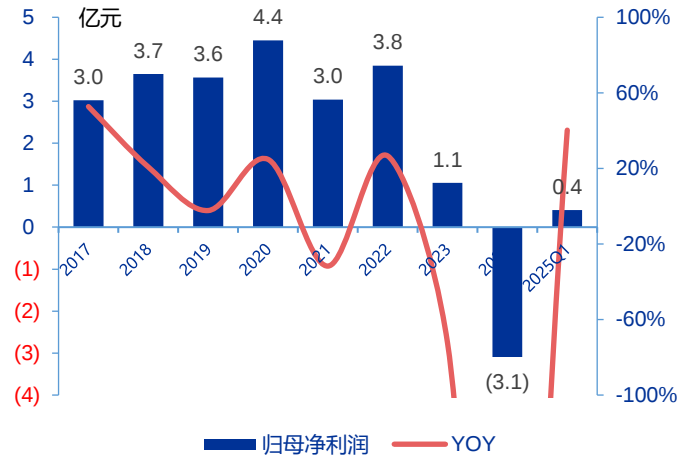
申万宏源研究微信服务号

图 1：25 年第一季度收入同比下滑 8%至 6.9 亿元



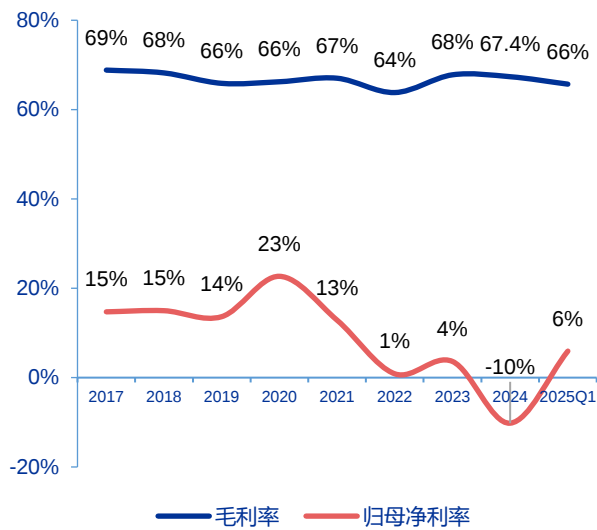
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：25 年第一季度归母净利润同比上升 40%至 0.4 亿元



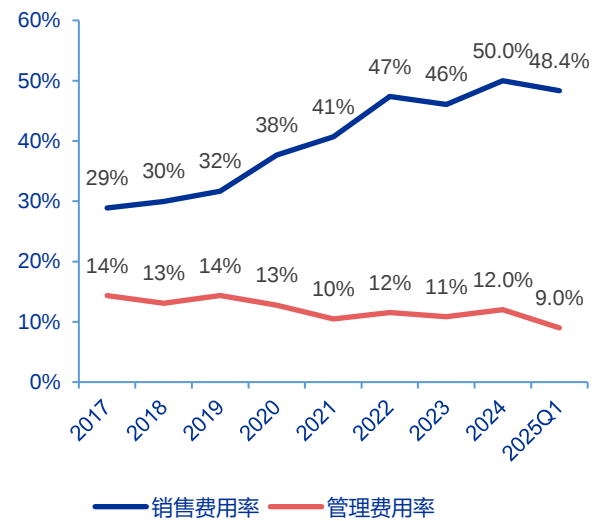
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：25 年第一季度毛利率同比下降 1.6pct 至 66%，归母净利率同比上升 2.0pct 至 6%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：25 年第一季度销售费用率同比增长 1.5pct 至 48.4%，管理费用率（含研发）同比下降 1.0pct 至 9%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,915	3,036	3,008	3,276	3,540
其中: 营业收入	2,915	3,036	3,008	3,276	3,540
减: 营业成本	939	991	922	992	1,065
减: 税金及附加	19	20	18	20	21
主营业务利润	1,957	2,025	2,068	2,264	2,454
减: 销售费用	1,343	1,518	1,459	1,590	1,731
减: 管理费用	243	286	226	246	276
减: 研发费用	73	79	66	72	78
减: 财务费用	19	52	-8	-12	-18
经营性利润	279	90	325	368	387
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-11	-16	-20	0	20
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-145	-384	-135	-164	-171
加: 投资收益及其他	92	56	56	56	56
营业利润	222	-238	235	268	300
加: 营业外净收入	-2	-5	1	-2	-2
利润总额	221	-243	236	266	298
减: 所得税	59	13	62	71	80
净利润	162	-256	175	196	218
少数股东损益	56	54	-37	-41	-46
归属于母公司所有者的净利润	106	-310	212	237	264

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。