

歌力思 (603808.SH)

国内稳健增长，海外拐点已现，期待利润修复

2025H1 收入同比-5%/归母净利润同比+45%/扣非归母净利润同比+19%。 1) 2025H1 公司收入为 13.7 亿元，同比-5% (剔除 Ed Hardy 并表差异影响，主营业务同增 4%)；归母净利润为 0.9 亿元，同比+45%；扣非归母净利润为 0.7 亿元，同比+19%；非经常损益 0.19 亿元，主要系其他营业外收支、其他项目、政府补助。2) 盈利质量：毛利率同比-2.5pct 至 66.7%；销售/管理/财务费用率同比分别-1.8/-0.3/-1.1pct 至 48.2%/7.6%/0% (销售费用率减少主要系公司积极管控费用以及 Ed hardy 出表，财务费用减少主要系利息费用减少、汇兑收益增加)；期内计提资产减值损失为 0.18 亿元 (占收入比例为 1.3%)；综合以上，净利率同比+2.5pct 至 8.5%。

2025Q2 公司收入同比-3%/归母净利润同比+50%，费用管控效果良好。 1) 2025Q2 收入为 6.8 亿元，同比-3%；归母净利润为 0.4 亿元，同比+50%。2) 盈利质量：2025Q2 毛利率同比-3.6pct 至 67.8%；销售/管理/财务费用率同比分别-5.4/-0.1/+0.4pct 至 48.0%/7.9%/1.2%；期内计提资产减值损失为 0.2 亿元 (占收入比例为 2.9%)；综合以上，净利率同比+2.8pct 至 8.8%。

国内可比口径收入稳健增长，海外业务 Q2 经营情况估计环比 Q1 改善。 1) 分地区来看：国内业务 2025H1 可比收入同比增长约 4.9% (其中 Q2 增长)，我们判断国内核心品牌业务收入增速领先行业；海外降本增效措施推进，加强费用控制，我们根据经营情况判断 2025Q2 海外利润亏损较 Q1 改善。2) 分渠道来看：电商渠道建设持续完善、销售健康增长。2025H1 公司线下/线上收入分别 10.86/2.68 亿元，同比分别-8%/+5%，毛利率分别 66.8%/71.4%，同比分别-4.0/+7.6pct。3) 分销售模式来看：直营表现优于加盟。2025H1 公司直营/加盟收入分别 12.2/1.33 亿元，同比分别-3%/-25%，毛利率分别 73.0%/18.9%，同比分别+0.9/-32.1pct (我们判断加盟收入及毛利率下降主要系公司调整关闭海外业务)，2025H1 末门店数量分别 459/103 家。

主品牌趋势稳健，Laurel、self-portrait、IRO 国内均增速强劲。 1) 销售层面：ELLASSAY/Laurel/IRO/self-portrait 品牌 2025H1 销售收入分别为 5.42/2.15/3.07/2.85 亿元，同比分别-6%/+10%/+6%/+21% (不考虑制服业务确认收入时间差异影响后)，ELLASSAY 品牌 2025H1 可比收入约 5.42 亿元，同比基本持平；不考虑海外业务，IRO 品牌中国区 2025H1 收入约 1.52 亿元，同比增长 16%)。2) 渠道层面：2025H1 末 ELLASSAY/Laurel/IRO/self-portrait 品牌门店数分别为 290/92/102/75 家，较年初分别-11/-2/-4/+2 家。我们根据公司发展阶段判断各品牌当前有望通过渠道结构优化、品牌及产品力的提升驱动门店效率水平增长，有望带动公司业务收入中长期持续领先行业。

存货管理良好，现金流基本正常。 存货方面，2025H1 末存货同比-21%至 7.4 亿元，存货周转天数同比-71 天至 309.4 天。现金流方面，2025H1 公司经营性现金流量净额 2.2 亿元 (约为同期归母净利润的 2.6 倍)，应收账款周转天数+3.5 天至 45.7 天，现金流管理基本正常。

2025 年期待利润率恢复正常。 公司国内业务 2025 年以来表现卓越，其中主品牌稳健、国际品牌健康快速增长，同时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，我们预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 1.78/2.66/3.21 亿元，对应 2025 年 PE 为 16 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，测算误差风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2,915	3,036	3,035	3,322	3,652
增长率 yoy (%)	21.7	4.1	0.0	9.5	9.9
归母净利润 (百万元)	106	-310	178	266	321
增长率 yoy (%)	416.6	-393.0	157.6	49.1	20.8
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.29	-0.84	0.48	0.72	0.87
净资产收益率 (%)	3.6	-12.4	6.7	9.0	9.7
P/E (倍)	27.7	—	16.4	11.0	9.1
P/B (倍)	1.0	1.2	1.1	1.0	0.9

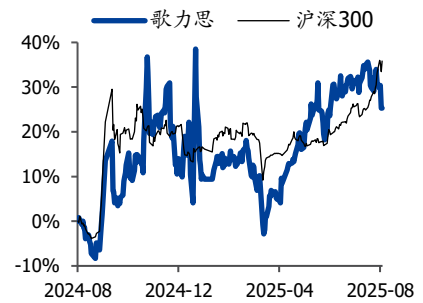
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 28 日收盘价

增持 (维持)

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	增持
08 月 28 日收盘价 (元)	7.92
总市值 (百万元)	2,923.22
总股本 (百万股)	369.09
其 中 由 流 通 股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	4.85

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): 海外加速调整致使业绩承压, 2025 年轻装上阵》 2025-05-01
- 《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

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	2443	3005	3427
现金	585	641	1103	1583	1907
应收票据及应收账款	367	362	362	396	435
其他应收款	114	101	101	110	121
预付账款	13	30	29	32	35
存货	945	828	785	820	865
其他流动资产	49	68	63	63	63
非流动资产	2548	2121	1797	1532	1466
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	731	511	491
资产总计	4622	4150	4240	4537	4892
流动负债	959	964	894	956	1028
短期借款	0	30	30	30	30
应付票据及应付账款	290	273	271	293	320
其他流动负债	669	661	594	633	678
非流动负债	603	455	461	461	461
长期借款	56	20	20	20	20
其他非流动负债	547	435	441	441	441
负债合计	1562	1420	1356	1418	1489
少数股东权益	163	238	207	160	105
股本	369	369	369	369	369
资本公积	780	755	755	755	755
留存收益	1849	1452	1639	1921	2261
归属母公司股东权益	2896	2493	2677	2959	3299
负债和股东权益	4622	4150	4240	4537	4892

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	552	509	345
净利润	162	-256	147	220	265
折旧摊销	331	357	381	330	132
财务费用	24	30	8	8	8
投资损失	-71	-31	-31	-34	-37
营运资金变动	-105	-10	3	-53	-61
其他经营现金流	139	328	44	39	39
投资活动现金流	-77	9	-32	-36	-33
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	-19	-23	-19
筹资活动现金流	-273	-349	-57	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	-57	8	11
现金净增加额	136	74	462	480	324

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2915	3036	3035	3322	3652
营业成本	939	991	981	1064	1158
营业税金及附加	19	20	20	22	24
营业费用	1343	1518	1523	1668	1833
管理费用	243	286	301	296	325
研发费用	73	79	73	80	88
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	7	7
公允价值变动收益		6	0	0	0
投资净收益	71	31	31	34	37
资产处置收益	2	9	0	0	0
营业利润	222	-238	145	214	257
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	140	209	252
所得税	59	13	-7	-11	-13
净利润	162	-256	147	220	265
少数股东损益	56	54	-31	-46	-56
归属母公司净利润	106	-310	178	266	321
EBITDA	629	448	516	524	360
EPS (元/股)	0.29	-0.84	0.48	0.72	0.87

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	0.0	9.5	9.9
营业利润(%)	173.3	-207.0	161.0	47.4	20.3
归属母公司净利润(%)	416.6	-393.0	157.6	49.1	20.8
获利能力					
毛利率(%)	67.8	67.4	67.7	68.0	68.3
净利率(%)	3.6	-10.2	5.9	8.0	8.8
ROE(%)	3.6	-12.4	6.7	9.0	9.7
ROIC(%)	5.8	2.9	4.2	5.6	6.1
偿债能力					
资产负债率(%)	33.8	34.2	32.0	31.2	30.4
净负债比率(%)	3.2	-2.1	-20.2	-34.1	-40.8
流动比率	2.2	2.1	2.7	3.1	3.3
速动比率	1.1	1.1	1.8	2.2	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	8.9	8.3	8.4	8.8	8.8
应付账款周转率	3.7	3.8	4.4	4.6	4.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.29	-0.84	0.48	0.72	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	1.30	1.13	1.50	1.38	0.94
每股净资产(最新摊薄)	7.85	6.75	7.25	8.02	8.94
估值比率					
P/E	27.7	—	16.4	11.0	9.1
P/B	1.0	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.5	5.6	4.5	3.5	4.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月28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所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