

2025年08月30日

# 歌力思 (603808)

## ——二季度收入利润均提速增长，盈利能力显著提升

报告原因：有业绩公布需要点评  
**增持** (维持)

投资要点：

**市场数据：** 2025年08月29日  
收盘价(元) 8.06  
一年内最高/最低(元) 9.23/5.72  
市净率 1.2  
股息率(分红/股价) 0.62  
流通A股市值(百万元) 2,975  
上证指数/深证成指 3,857.93/12,696.15  
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2025年06月30日  
每股净资产(元) 6.94  
资产负债率% 29.53  
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：



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

- **歌力思发布 2025 年半年度报告，表现符合预期。** 25 年上半年公司收入 13.71 亿元，同比下滑 5.3%，剔除 Ed Hardy 不再报表的影响，可比口径下增长 4%。其中，国内收入同比增长 4.9%，单二季度加速至 8.4%。上半年归母净利润 8,506 万元，同比增长 45.3%，单二季度归母净利润同比增长 50.3%至 4411 万，收入利润均提速增长。
- **各品牌线上表现强劲，线下门店优化调整。** 1) **ELLASSAY 品牌：**收入较去年同期下降 6.5%至 5.4 亿元，剔除 24 年上半年制服业务确认收入时间差异的影响，收入基本持平，毛利率同比下降 1.7pct 至 67.5%，上半年直营店/加盟店净关店 5/6 家至 202/88 家，但线上收入同比增长 12.5%，占比大幅提速 4.3pct 至 25.6%。2) **Laurèl 品牌：**收入 2.1 亿元，同比增长 9.6%，毛利率同比下降 6.2pct 至 64.3%，线上收入为 0.42 亿元，同比增长 14%，上半年直营店/加盟店均净关店 1 家至 79/13 家。3) **IRO 品牌：**收入 3.1 亿元，同比增长 5.6%，毛利率同比下降 5.3pct 至 56.9%，其中 IRO 品牌中国区收入增长 16%至 1.5 亿元，线上营收大幅增长 61%至 0.32 亿元。上半年直营店净关店 4 家至 100 家，主要因法国门店优化所致，中国市场仍为净开店，加盟店稳定在 2 家。4) **self-portrait 品牌：**收入同比增长 21%至 2.8 亿元，依然维持亮眼增速，上半年毛利率同比略降 0.1pct 至 82.2%，线上收入增长 41%，上半年直营店净开店 2 家至 75 家。
- **分渠道看，线上营收增幅明显，线下渠道毛利率略降。** 25H1 线上销售实现营收 2.7 亿元，同比增长 4.8%，可比口径下增长 21.2%，毛利率上升 7.6pct 至 71.4%，占比提升 2.8pct 至 19.8%。25H1 线下收入 10.9 亿元，同比下降 7.8%，毛利率下降 4.0pct 至 66.75%，与加强往季货品消化有关。**分门店形式看，直营营收表现好于分销，分销店毛利率跌幅明显。** 25H1 直营店收入 12.2 亿元，同比下降 2.7%，毛利率同比增长 0.9pct 至 73.0%，分销店实现收入 1.3 亿元，同比下降 25.3%，毛利率大幅下滑 32.1pct 至 18.9%。
- **上半年毛利率略降，净利率同比改善，存货水平健康。** 25H1 毛利率为 66.7%，同比下降 2.5 个百分点。主要是公司加强往季货品消化。但公司对当季正价货品的折扣控制严格，且往季货品已基本 2 年就计提完减值，因此往季货品消化对净利率影响较小。销售费用率同比下降 1.8pct 至 48.2%，管理费用率(含研发)同比下降 0.4pct 至 10.0%，利润率同比上升 2.2pct 至 6.2%，明显提升。截止至 25 年 6 月底，公司存货为 7.4 亿元，同比下降 21.0%，经营活动产生的现金流净额同比增长 42.3%至 2.2 亿元，主要得益于国内收入稳步增长，海外降本增效持续推进，费用加强控制，支出有所降低。
- **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。** 但考虑到三季度以来服装行业零售趋势逐渐走弱，市场竞争加剧，或影响公司终端动销，我们小幅下调盈利预测，预计 25-27 年归母净利润分别为 1.9/2.1/2.3 亿元(原为 2.1/2.4/2.6 亿元)，对应 PE 分别为 16/14/13 倍。公司国内市场销售表现亮眼，海外业务及 Ed hardy 品牌的加速处理后，国内表现将更好地转化为公司业绩，依然看好 25 年公司业绩弹性加速释放维持“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	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3,036	1,371	2,973	3,244	3,505
同比增长率(%)	4.1	-5.3	-2.1	9.1	8.1
归母净利润(百万元)	-310	85	186	207	230
同比增长率(%)	-393.0	45.3	-	11.8	11.0
每股收益(元/股)	-0.85	0.23	0.50	0.56	0.62
毛利率(%)					
ROE(%)	-12.4	3.3	6.8	7.0	7.2
市盈率	-10		16	14	13

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明



申万宏源研究微信服务号

**图 1: 2025H1 公司收入 13.7 亿元, 同比下滑 5.3%, 可比口径下增长 4%**



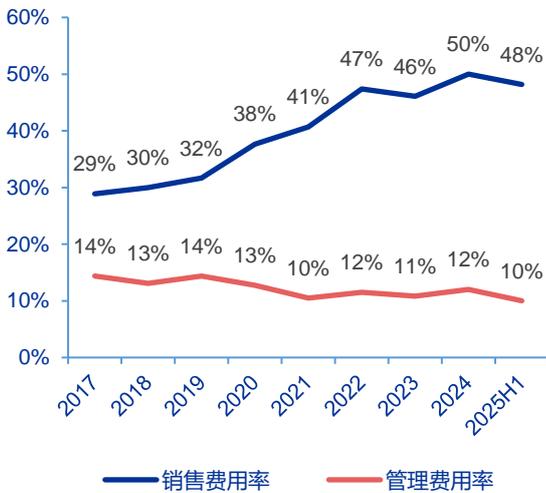
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**图 2: 2025H1 归母净利润 0.9 亿元, 同比增长 45.3%**



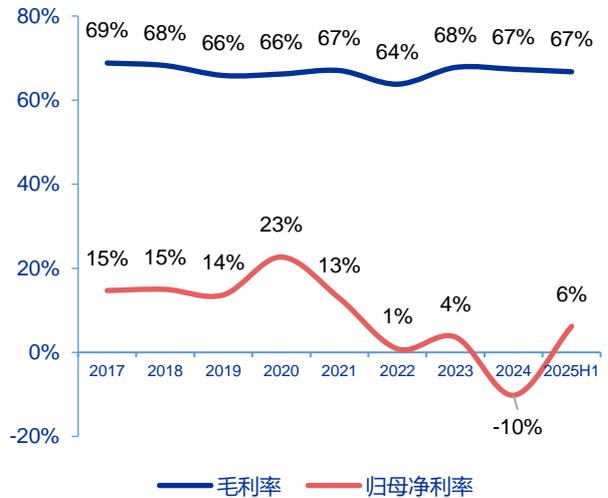
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**图 3: 2025H1 公司销售费用率 48%, 管理费用率 (含研发) 为 10%**



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**图 4: 2025H1 公司毛利率为 67%, 归母净利率为 6%**



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

## 财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,915	3,036	2,973	3,244	3,505
其中：营业收入	2,915	3,036	2,973	3,244	3,505
减：营业成本	939	991	972	1,048	1,132
减：税金及附加	19	20	18	19	21
主营业务利润	1,957	2,025	1,983	2,177	2,352
减：销售费用	1,343	1,518	1,427	1,557	1,693
减：管理费用	243	286	208	227	252
减：研发费用	73	79	61	71	77
减：财务费用	19	52	-8	-11	-17
经营性利润	279	90	295	333	347
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	204	233	260
加：营业外净收入	-2	-5	1	-2	-2
利润总额	221	-243	206	231	258
减：所得税	59	13	52	60	68
净利润	162	-256	153	171	190
少数股东损益	56	54	-32	-36	-40
归属于母公司所有者的净利润	106	-310	186	207	230

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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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，可以向我们的销售员索取。

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。