

2025 年 08 月 29 日

国内业务稳健发展，海外实现减亏

歌力思(603808)

评级:	买入	股票代码:	603808
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	9.23/5.72
目标价格:		总市值(亿)	29.75
最新收盘价:	8.06	自由流通市值(亿)	29.75
		自由流通股数(百万)	369.09

事件概述

2025H1 公司实现收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流 13.71/0.85/0.66/2.25 亿元、同比增长-5.28%/45.27%/18.88%/42.28%，收入下降主要由于 Ed Hardy 出表影响，剔除后主营收入增长 4%，Q2 收入增长 10%，在消费弱环境下实属不易，增长主要来自电商和 SP 及 LAUREL 贡献。剔除投资收益、公允价值变动、减值冲回、资产处置收益后归母净利润为 0.38 亿元，同比下降 26%。非经主要为政府补贴 0.30 亿元（同比增长 3%）。经营性现金流高于净利主要由于存货减少。2025Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 6.81/0.44/0.36 亿元、同比增长-2.56%/42.76%/38.78%，净利增幅远高于收入主要来自投资收益和减值冲回贡献。

分析判断:

海外亏损收窄。25H1 海外收入/利润为 1.78/-0.54 亿元，收入同比下降 8.3%、占比 13%，亏损下降 1150 万元，海外有序推进降本增效措施、优化低效门店，下半年将继续加速关闭低效门店，严控预算和有效费用控制，同时聚焦对设计的投入和品牌的投入，海外业务有望持续改善；推出国内业务收入/利润分别为 11.94/1.39 亿元，同比增长-4.8%/12.1%，国内收入下滑主要由于出售 Ed Hardy，剔除减值、百秋影响后国内业务收入/利润分别为 11.94/0.76 亿元，同比增长 6.2%/-32%

国内业务稳健增长，LAUREL、SP、IRO 国内高增。收入拆分：（1）分品牌来看，2025H1 ELLASSAY/LAUREL/IRO/Self-Portrait 收入为 5.42/2.15/3.07/2.85 亿元、同比增长 -6.5%/9.6%/5.6%/20.6%；1) ELLASSAY 线上发展良好，在天猫延续良好的增长，抖音保持稳健表现的基础上，视频号直播实现快速突破，推动上半年线上收入同比增长 12.5%，线上占比 4.3PCT 至 25.6%，剔除 24 上半年制服业务确认收入时间差异的影响，ELLASSAY 收入为 5.42 亿，基本持平。2) Laurel 在线上与线下均取得突破，线上抖音平台呈现明显向上趋势，线上实现 13.5%增长，并与潮玩 IP WAKUKU 推出限定快闪活动；3) SP 抖音、天猫平台延续快速增长，线上同比增长超 40%；4) IRO 中国区天猫平台稳健增长、抖音实现快速发展、新兴平台突破共同推动线上渠道实现超 60% 的高速增长，IRO 品牌中国区的收入达到 1.52 亿，同比快速增长 16.2%。（2）分渠道来看，25H1 线上/线下销售收入分别为 2.68/10.9 亿元、同比增长 4.8%/-7.8%；直营/加盟收入分别为 12.21/1.33 亿元、同比下滑 2.7%/25.3%。截至 25H1，公司直营/加盟分别为 459/103 家、分别净开店-9/-7 家，同比增长-7.3%/-31.3%，推算 25H1 直营店效/加盟单店出货分别为 266/129 万元、同比增长 4.9%/8.8%。25H1 主品牌/LARUEL/IRO/Self-Portrait/其他直营门店数量分别为 202/79/100/75/3 家、分别净开店-5/-1/-4/-2/-1 家；主品牌/LARUEL/IRO 加盟门店数量分别为 88/13/2 家、分别净开店-6/-1/0 家。（3）25Q2 公司 ELLASSAY/LAUREL/IRO/self-portrait 为 2.71/1.07/1.65/1.50 亿元、同比增长 -0.6%/6.7%/22.8%/24.2%；分渠道来看，25Q2 直营/加盟收入分别为 6.34/0.62 亿元，同比下降 1.8%/-9.1%；线下/线上渠道收入分别为 5.47/1.49 亿元，同比增长-0.2%/4.1%。

毛利率下降但净利率提升主要由于费用率下降、投资收益占比提升、资产减值冲回、营业外收入占比提升。（1）25H1 毛利率为 66.7%、同比下降 2.5PCT，毛利率下降主要由于公司加强往季货品消化。ELLASSAY/LAUREL/IRO/Self-Portrait 毛利率分别为 67.51%/64.30%/56.91%/82.21%、同比提升-1.68/-6.24/-5.31/-0.09PCT。25H1 归母净利率为 6.2%、同比提升 2.2PCT。毛利率下降但净利率提升主要由于销售费用率下降

1.8PCT、管理费用率下降 0.3PCT、财务费用率下降 1.1PCT、投资收益占比提升 1.8PCT、资产减值冲回 1.8PCT、营业外收入占比提升 0.8PCT，投资收益提升主要由于公司投资的百秋公司净利润大幅提升。（2）25Q2 毛利率 67.8%、同比下降 3.6PCT；归母净利率为 6.5%、同比上升 2.3PCT。毛利率下降但净利率提升主要由于销售费用率下降 5.4PCT、其他收益占比提升 0.5PCT、投资收益占比提升 3.3PCT、资产减值冲回 2.7PCT。

存货及存货周转天数下降。25H1 存货为 7.41 亿元、同比下降 21.0%，存货周转天数为 309 天、同比减少 71 天，存货/收入为 54.0%，同比下降 10.8PCT。应收账款为 3.35 亿元、同比增加 7.4%，应收账款周转天数为 46 天、同比上升 4 天。应付账款为 3.35 亿元、同比增加 7.4%，应付账款周转天数为 81 天、同比下降 27 天。

投资建议

我们分析，（1）受益于抖音销售大幅提升，找到了合适的电商策略，线上收入持续实现较好增长；（2）直营持续开店且门店店效仍保持增长；（3）海外业务今年加大改革措施，优化门店结构，收入虽仍然承压，但亏损有望收窄；（4）2025 年是公司的“降本年”，公司积极推进流程优化、效率提升、供应链管控、严格预算管理、加大 AI 技术应用、强化营销活动品效合一等，全面提升精细化运营能力，提高各项资源的利用效率，保持稳健健康的发展。中长期来看，SP、LAUREL、IRO 国内成长性仍然较强，海外减亏带动公司净利率有较大的修复空间。下调盈利预测，下调 25-27 年收入预测 32.63/35.36/38.46 亿元至 30.68/32.96/35.54 亿元；下调 25-27 年归母净利 2.16/2.77/3.35 亿元至 1.41/1.70/2.75 亿元；对应下调 25-27 年 EPS0.59/0.75/0.91 元至 0.38/0.46/0.74 元，2025 年 8 月 29 日收盘价 8.06 元对应 25/26/27 年 PE 分别为 21/17/11X，维持“买入”评级。

风险提示

费用率居高不下风险、开店不及预期风险、系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,915	3,036	3,068	3,296	3,554
YoY (%)	21.7%	4.1%	1.1%	7.4%	7.8%
归母净利润(百万元)	106	-310	141	170	275
YoY (%)	416.6%	-393.0%	145.6%	20.6%	61.4%
毛利率 (%)	67.8%	67.4%	67.2%	67.5%	67.7%
每股收益 (元)	0.29	-0.84	0.38	0.46	0.74
ROE	3.6%	-12.4%	5.6%	6.6%	9.9%
市盈率	23.13	-7.89	21.08	17.48	10.83

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：

tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：李佳妮

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,036	3,068	3,296	3,554	净利润	-256	155	187	302
YoY (%)	4.1%	1.1%	7.4%	7.8%	折旧和摊销	357	61	66	66
营业成本	991	1,006	1,072	1,148	营运资金变动	-10	-273	-24	-41
营业税金及附加	20	31	33	36	经营活动现金流	417	60	291	395
销售费用	1,518	1,460	1,600	1,647	资本开支	-71	-73	-74	-73
管理费用	286	241	264	249	投资	91	0	0	0
财务费用	52	-14	-18	-24	投资活动现金流	9	-6	-41	-38
研发费用	79	77	82	89	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-384	-184	-93	-104	债务募资	30	-30	0	0
投资收益	31	68	33	36	筹资活动现金流	-349	-162	-82	-93
营业利润	-238	182	234	377	现金净流量	74	-108	167	264
营业外收支	-5	0	0	1	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	-243	182	234	377	成长能力 (%)				
所得税	13	27	47	75	营业收入增长率	4.1%	1.1%	7.4%	7.8%
净利润	-256	155	187	302	净利润增长率	-393.0%	145.6%	20.6%	61.4%
归属于母公司净利润	-310	141	170	275	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-393.0%	145.6%	20.6%	61.4%	毛利率	67.4%	67.2%	67.5%	67.7%
每股收益	-0.84	0.38	0.46	0.74	净利率	-8.4%	5.1%	5.7%	8.5%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	-7.5%	3.4%	3.9%	6.0%
货币资金	641	533	701	965	净资产收益率 ROE	-12.4%	5.6%	6.6%	9.9%
预付款项	30	36	38	41	偿债能力 (%)				
存货	828	854	852	849	流动比率	2.10	2.25	2.35	2.53
其他流动资产	531	724	745	779	速动比率	1.22	1.32	1.45	1.68
流动资产合计	2,030	2,147	2,336	2,634	现金比率	0.66	0.56	0.70	0.93
长期股权投资	617	617	617	617	资产负债率	34.2%	33.8%	33.6%	32.8%
固定资产	99	111	117	124	经营效率 (%)				
无形资产	392	368	368	368	总资产周转率	0.73	0.74	0.76	0.78
非流动资产合计	2,121	2,017	1,974	1,931	每股指标 (元)				
资产合计	4,150	4,164	4,311	4,566	每股收益	-0.84	0.38	0.46	0.74
短期借款	30	0	0	0	每股净资产	6.75	6.78	7.02	7.52
应付账款及票据	273	220	235	252	每股经营现金流	1.13	0.16	0.79	1.07
其他流动负债	661	734	760	789	每股股利	0.00	0.35	0.22	0.25
流动负债合计	964	954	995	1,041	估值分析				
长期借款	20	20	20	20	PE	-9.61	21.08	17.48	10.83
其他长期负债	435	435	435	435	PB	1.03	0.98	0.94	0.88
非流动负债合计	455	455	455	455					
负债合计	1,420	1,409	1,450	1,496					
股本	369	369	369	369					
少数股东权益	238	252	268	296					
股东权益合计	2,731	2,755	2,860	3,070					
负债和股东权益合计	4,150	4,164	4,311	4,566					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐 10%	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避 10%	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。