

多品牌时尚女装集团，海外业务预期向好

2025 年 09 月 26 日

核心观点

- 高端时装领军企业，稳健发展显实力：**公司专注于发展高端时装品牌，主营业务为品牌时装的设计研发、生产和销售。目前，公司旗下拥有中国高端时装品牌 ELLASSAY、德国高端女装品牌 Laurèl、法国设计师品牌 IRO、英国当代时尚品牌 self-portrait 以及加拿大功能性羽绒品牌 nobis。公司收入呈现波动增长的态势。2024 年，公司旗下多品牌矩阵多点发力，实现主营收入 30.36 亿元（yoy+4.1%），但受 IRO 品牌海外经营业绩下滑拖累以及 Ed Hardy 品牌股权出售影响，归母净利润亏损至 3.1 亿元。公司毛利率持续维持较高水平。存货方面，2024 年末/2025H1 末公司存货周转天数分别同比-8/-71 天至 322/309 天，应收账款天数保持平稳，近 4 年维持在 40 天左右。
- 线上实现全面突破，直营收入稳步增长：**公司线上销售已实现五年持续增长，2024 年线上实现收入 5.21 亿元，同比增长 32.42%，线上销售占比进一步提升至 17.4%。其中，ELLASSAY/Laurèl/IRO 中国区/self-portrait 线上收入同比增长 55%/52%/38%/45%。同时，公司大力发展直营渠道，驱动直营收入占比在 2024 年提升至 87.3%。目前公司已经形成覆盖全国各大城市核心商圈并辐射周边市场的销售网络，在 SKP、万象城等各大顶级商圈累计开设了上百家店。
- 线下开设优质门店，实现高质量拓展：**公司在澳门、深圳、广州、苏州、南京、西安、太原、南宁、杭州等地持续布局，尤其是旗下国际品牌仍处于良好的拓展期，市场规模获得了较大突破。对于主品牌的渠道拓展方面，公司持续贯彻渠道优化策略，重点布局主要城市新兴综合商业体。对于成长期的国际品牌，公司以直营模式为主，聚焦“低成本开大店”和“新店一炮而红”策略，各品牌根据其定位，选择合适的渠道进驻。截至 2025H1，Laurèl/IRO / self-portrait 直营门店数分别由 2021 年的 56/80/20 家增加至 79/100/75 家。
- 投资建议：**公司是国内高端女装龙头，考虑其多品牌战略与海外业务调整后表现，预计 2025/26/27 年公司实现归母净利润分别为 1.80/2.04/2.25 亿元，分别实现扭亏转盈/+12.77%/+10.75%。当前市值（2025 年 9 月 25 日）对应 2025/26/27 年 PE 估值为 15.8/14.0/12.6 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**终端销售低于预期的风险；库存积压导致存货减值增加的风险；渠道扩张低于预期的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,035.85	2,962.18	3,196.34	3,445.15
收入增长率	4.14%	-2.43%	7.91%	7.78%
归母净利润(百万元)	-309.53	180.48	203.52	225.41
利润增长率	-392.99%	-	12.77%	10.75%
摊薄 EPS(元)	-0.84	0.49	0.55	0.61
PE	-9.19	15.77	13.98	12.62

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

歌力思（股票代码：603808）

推荐 首次评级

分析师

郝帅

☎：010-80927622

✉：haoshuai@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524040001

艾菲拉·迪力木拉提

☎：

✉：aifeila_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525080004

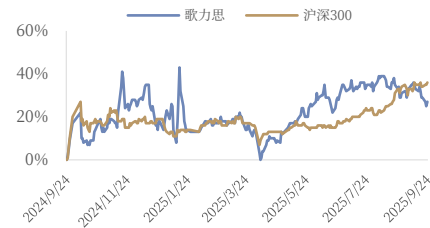
市场数据

2025 年 09 月 25 日

股票代码	603808
A 股收盘价(元)	7.71
上证指数	3853.30
总股本(万股)	36,909
实际流通 A 股(万股)	36,909
流通 A 股市值(亿元)	28.46

相对沪深 300 表现图

2025 年 09 月 25



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

目录

Catalog

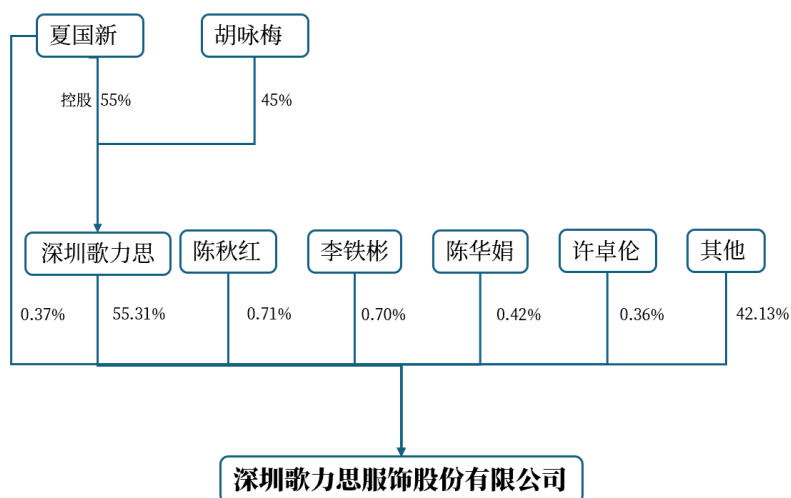
一、 高端时装领军企业，稳健发展显实力	3
二、 多品牌产品矩阵，全渠道协同拓展	5
（一） 高端品牌风格差异化，覆盖不同细分市场	6
（二） 线上实现全面突破，直营收入稳步增长	6
（三） 线下开设优质门店，实现高质量拓展	7
三、 盈利预测与估值分析	9
（一） 盈利预测	9
（二） 相对估值	10
四、 风险提示	11

一、高端时装领军企业，稳健发展显实力

公司是国内领先的高端时装品牌集团。公司成立于 1999 年，自成立伊始专注于发展高端时装品牌，主营业务为品牌时装的设计研发、生产和销售。目前，公司旗下主要拥有中国高端时装品牌 ELLASSAY、德国高端女装品牌 Laurèl、法国设计师品牌 IRO、英国当代时尚品牌 self-portrait 以及加拿大功能性羽绒品牌 nobis。其中，公司拥有 ELLASSAY、Laurèl 和 IRO 的全球经营权，self-portrait 在中国大陆地区的所有权以及 nobis 在中国大陆及香港、澳门地区的所有权。现已形成包含通勤、社交、休闲、商务、街头等多属性的品牌矩阵，覆盖不同细分市场需求。

公司股权结构相对集中。截至 2025H1，控股股东夏国新、胡咏梅夫妇通过深圳歌力思投资管理有限公司合计持股比例为 55.31%，为公司第一大股东，是公司的实际控制人，对公司的决策和运营具有绝对控制权。

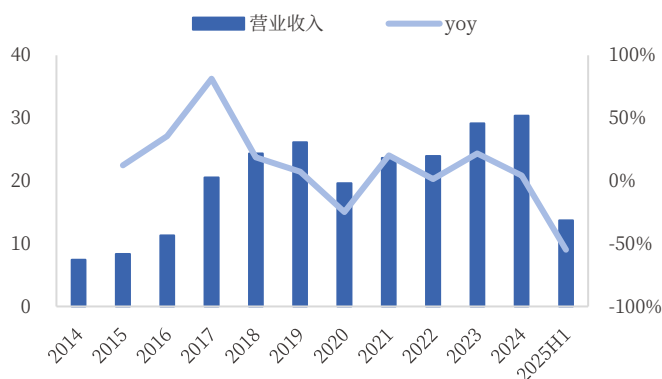
图1：公司股权结构



资料来源：IfinD，中国银河证券研究院

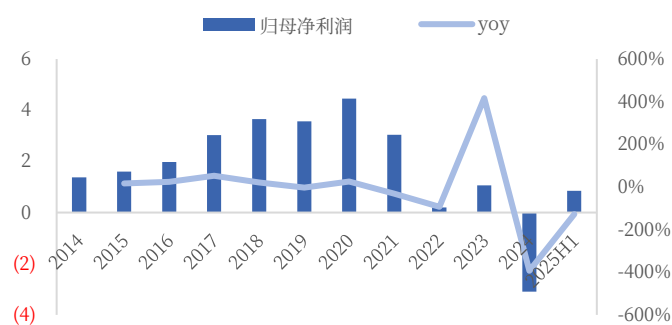
公司收入呈现波动增长的态势。2014-2020 年公司通过收购海外时尚品牌、加强单店运营能力推动业绩稳步增长。2020 年-2022 年公司积极拓展线下门店，收入由 2021 年起恢复增长。2024 年公司旗下多品牌矩阵多点发力，国内市场业绩持续突破，带动公司实现主营收入 30.36 亿元（yoy+4%），但在 IRO 品牌海外经营业绩下滑拖累以及 Ed Hardy 品牌股权出售影响下，公司产生相关商誉、商标减值计提和实施法国 IRO 降本增效措施产生一次性费用等共约 3.83 亿元，使得归母净利润亏损 3.1 亿元。2025 年上半年，得益于多品牌的协同发展和线上建设战略的持续推动，公司品牌在国内表现出良好增长态势，实现收入 13.71 亿元，剔除出售 Ed Hardy 影响的可比口径下，主营收入同比增长约 4%；同时，公司通过关闭低效门店、推动流程优化等一系列措施实现降本增效，归母净利润提升至 8506 万元，同比增长 45.3%。

图2：公司近十年营业收入及增速（亿元）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

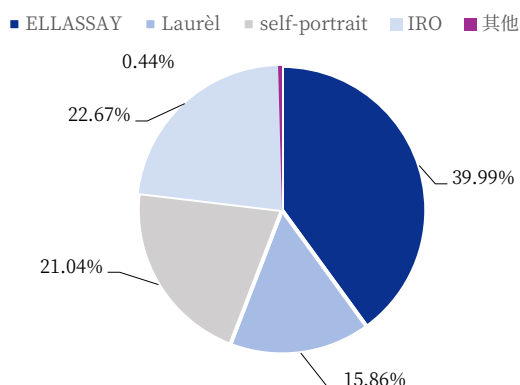
图3：公司近十年归母净利润及增速（亿元）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

各渠道营收持续增长，ELLASSAY 品牌做出主要贡献。从销售模式结构来看，公司 2024 年线上/线下销售收入分别为 5.21/24.76 亿元，同比变动+32.42%/-0.40%，线上营收增长明显；直营/加盟收入分别为 26.15/3.81 亿元，同比变动+9.05%/-20.72%，直营销售是公司主要的销售模式，2024 年营收占比为 87.28%。从品牌营收来看，2025 年起因 Ed Hardy 不再并表，截至 2025H1 ELLASSAY/Laurèl/ IRO/self-portrait 分别实现营业收入 5.42/2.15/3.07/2.85 亿元，占总营收的 39.99%/15.86%/22.67%/21.04%，ELLASSAY 品牌营收占比最高，其他品牌亦对营收有重要贡献。

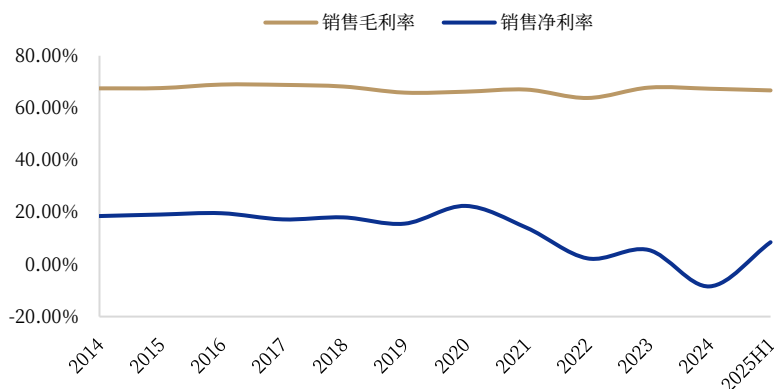
图4：公司品牌营收占比



资料来源：IfinD，中国银河证券研究院

公司毛利率持续处于较高水平。公司毛利率总体维持在 66%-69%高位区间，仅 2022 年阶段性下探至约 63.8%，随后在 2023、2024 年维持在约 67%水平，修复主要受国内业务复苏、线上“正价化”转型与严格折扣驱动。2025 年上半年小幅下滑至 66.72%，主要因公司加强往季货品消化与线上占比提升的结构性影响所致，虽拉低表观毛利率，但因过季货品在过去已完成减值计提，因此往季货品消化对对净利润有正向贡献，对净利润率影响较小。

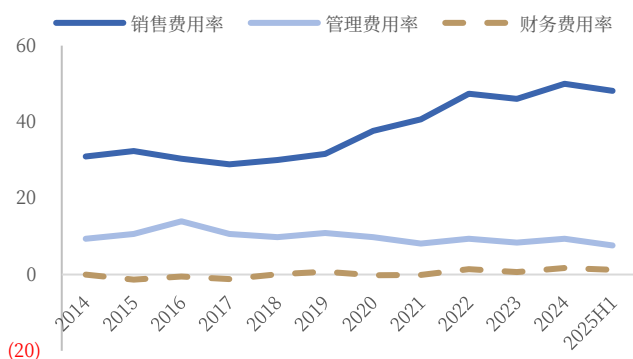
图5：公司近年来销售毛利率及销售净利率变化



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

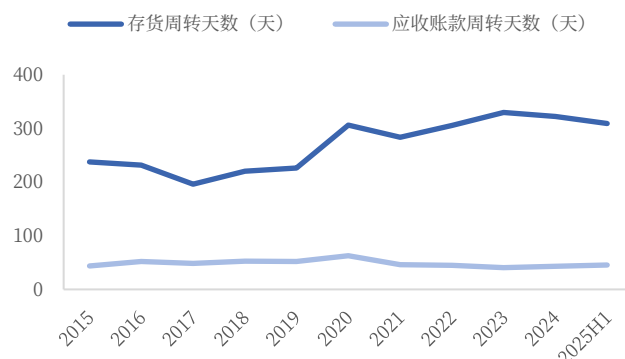
公司费用率有所改善，存货及现金流管理维持稳定。2024 年销售/管理/财务费用率分别为 50.00%/9.41%/1.71%、同比增加 3.92/1.07/1.06 个百分点。2025 年公司加速优化低效门店，提升精细化运营能力，降本增效效果逐步显现，费用得到有效控制，2025 年上半年公司销售费用率和管理费用率分别下降 1.81/0.31 个百分点。存货方面，2024 年末/2025H1 末公司存货周转天数同比分别 -8/-71.天至 322/309 天，应收账款天数保持平稳，近 4 年维持在 40 天左右。

图6：公司三项费用率的变化情况 (%)



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图7：公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

二、多品牌产品矩阵，全渠道协同拓展

公司长期战略目标是“成为有国际竞争力的高端时装品牌集团”，在成立后的若干年内公司通过投资、并购、合作经营等方式建立了涉及多种差异化风格的多品牌矩阵。在多品牌多点发力的战略下，公司凭借成熟的销售网络和精细的运营模式，将行业领先的高端品牌经营经验实现有效复制。经过多年耕耘，形成直营、分销相结合，覆盖全国各大城市核心商圈并有效辐射周边地区市场的销售网络，针对不同品牌完善独特渠道方式，不断提升公司经营效率。

(一) 高端品牌风格差异化，覆盖不同细分市场

公司着力打造明显差异化的高端多品牌矩阵,实现优势互补和协同效应。公司建立了涉及通勤、社交、休闲、商务、街头等多种风格的高端品牌矩阵，包括主张精致通勤、率性优雅的中国高端时装品牌 ELLASSAY，主张都市经典、精英商务的德国高端女装品牌 Laurèl，主张自由休闲、摩登浪漫的法国设计师品牌 IRO，主张多元社交、个性当代的英国当代时尚品牌 self-portrait，以及主张城市户外，先锋设计语言的加拿大功能性羽绒品牌 nobis。品牌间的风格与年龄段均有明显的差异化，覆盖 20-50 岁全年龄段消费人群。

表1：公司旗下品牌情况

自有品牌					
品牌名称	主要产品类型	特点	目标客群	主要产品价格带	主要销售区域
ELLASSAY	契合女性都市步伐与生活场景的现代时装	主张精致通勤、率性优雅	当代都市女性	1000-3000 元	国内一线城市为主，俄罗斯新进
Laurèl	以“职场”为核心场景的全品类穿搭	主张都市经典、精英商务	职场女性	1000-2000 元	国内一线城市
IRO	摇滚潇洒，轻松	主张自由休闲、摩登浪漫	追求轻松、时尚人群	1000-3000 元	中国、欧美市场
self-portrait	时尚、富有个人风采	主张多元社交、个性当代	追求独立个性人群	3000-5000 元	国内一线市场
nobis	以智性为内核的多场景户外服装	主张城市户外，先锋设计语言	追求自由、热爱户外探索	8000-10000	中国、欧美市场

资料来源：公司公告，官方淘宝旗舰店，中国银河证券研究院

(二) 线上实现全面突破，直营收入稳步增长

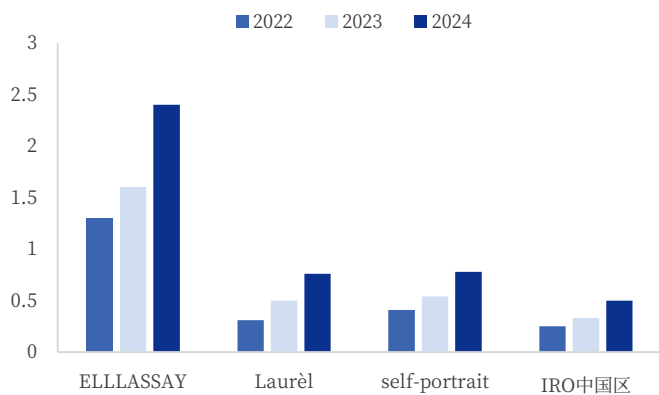
公司通过多品牌多平台全面覆盖的线上发展战略，以及直营和分销相结合的销售模式，线上收入不断实现突破。公司线上销售已实现五年持续增长，2024 年线上收入为 5.21 亿元，同比增长 32.42%，线上销售占比进一步提升至 17.4%。其中，ELLASSAY 品牌在天猫和抖音平台持续高速增长，带动线上收入同比增长 55%；Laurèl 在天猫和唯品会平台表现良好，并在小红书和视频号上获得不错反响，线上收入同比增长超 50%；IRO 在天猫平台稳步发展的同时积极探索抖音与小红书直播，推动中国区线上收入同比快速增长近 40%；self-portrait 品牌在天猫保持着国际品牌第一梯队的表现，同时抖音平台实现明显突破，线上收入同比增长 45%。同时，公司大力发展直营渠道，驱动直营收入稳步增长，2024 年底占比达 87.3%。主要通过购物中心店、百货商场店等渠道以零售方式直接向客户销售产品。目前公司已经形成了覆盖全国各大城市核心商圈并有效辐射周边地区市场的销售网络，在 SKP、万象城、太古里、IFC、德基等各大顶级商圈累计开设了上百家店，提升竞争力。

表2：公司 2020-2024 年分渠道收入（单位：亿元）

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
线上销售	2.48	2.72	3.51	3.93	5.21
YOY	117.66%	9.24%	29.01%	12.04%	32.42%
占比	13.15%	11.69%	14.85%	13.66%	17.38%
线下销售	16.45	20.55	20.13	24.86	24.76
YOY	-22.36%	24.96%	-2.08%	23.50%	-0.40%
占比	86.85%	88.31%	85.15%	86.34%	82.62%
直营	13.95	17.99	19.35	23.98	26.15
YOY	-3.22%	28.93%	7.60%	23.91%	9.05%
占比	73.66%	77.28%	81.88%	83.31%	87.28%
分销	4.99	5.29	4.28	4.81	3.81
YOY	-36.97%	5.99%	-19.02%	12.23%	-20.72%
占比	26.34%	22.72%	18.12%	16.69%	12.72%
主营业务收入	18.94	23.27	23.64	28.79	29.96

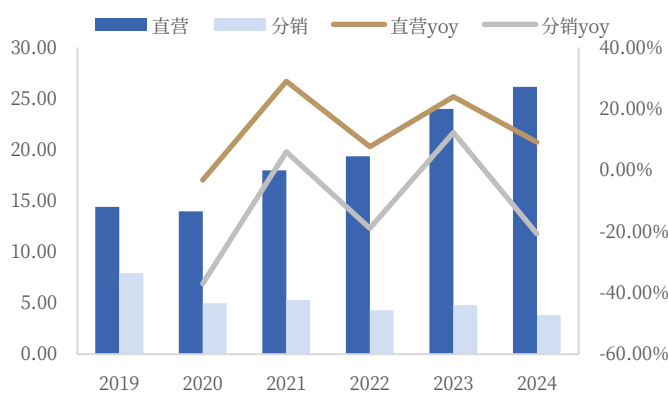
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图8：公司品牌近三年线上收入变化情况（亿元）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图9：公司渠道收入（亿元）及增速



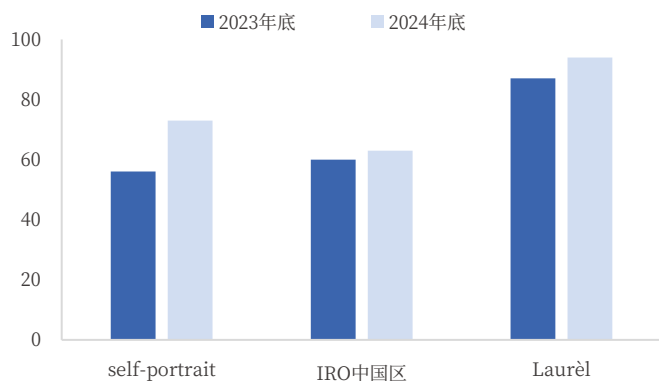
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

（三）线下开设优质门店，实现高质量拓展

公司稳健拓展优质门店，持续推进店铺优化。线下渠道方面，公司在澳门、深圳、广州、苏州、南京、西安、太原、南宁、杭州、无锡等地持续布局，尤其是旗下国际品牌仍处于良好的拓展期，市场规模获得了较大的突破。对于主品牌的渠道拓展方面，公司持续贯彻渠道优化策略，重点布局主要城市新兴综合商业体，聚焦旗舰店战略，推动渠道升级。对于成长期的国际品牌，公司以直营模式为主，聚焦“低成本开大店”和“新店一炮而红”策略，依托丰富的渠道资源和销售网络，各品牌根据其定位，选择合适的渠道进驻，如 Laurèl 的直营门店数由 2021 年的 56 家增加为 2024 年底的 80 家，self-portrait 的直营门店数由 2021 年底的 20 家拓展为 2024 年底的 70 家，快速推进其中国

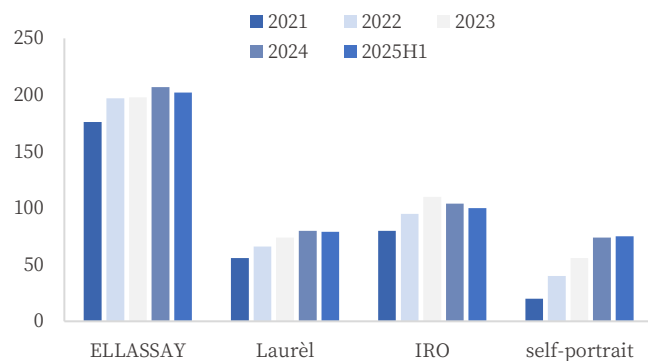
业务的落地；同时，成长品牌在开拓新店时重视门店质量的升级，优化服务细节，全方位提升终端消费体验，例如 self-portrait 在北京三里屯太古里开设的国内首家体验店内增设体验咖啡区，并依托广阔的门店空间常态化开展营销活动，便于后续多次传播。

图10：公司成长期品牌门店拓展情况（家）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图11：公司不同品牌直营门店数变化（家）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

三、盈利预测与估值分析

（一）盈利预测

目前公司经营策略聚焦于提升单店质量与品牌升级，随着成长品牌继续发力、下半年海外关店计划的加速推进，减亏效果有望体现，为公司带来业绩弹性。预计 2025/26/27 年公司实现营业收入为 29.62/31.96/34.45 亿元，分别同比变动-2.4%/+7.9%/7.8%。基于公司核心品牌具体业务拆分及盈利预测如下：

1. ELLASSAY

ELLASSAY 为歌力思主品牌，定位成熟高端，2024 年营业收入为 11.62 亿元，同比+8.4%，占比 38.3%。2024 年 Q1 因制服销售时间确认差异，基数被拉高，在现有规模下有望保持收入平稳，预计 2025/26/27 收入分别为 10.92/11.10/11.46 亿元，同比变动-6.09%/+2.64%/2.24%。

2. Laurèl

Laurèl 品牌正处于成长期，产品风格突出，2024 年营业收入为 4.15 亿元，同比增长 19.1%，该品牌核心品类为西服，公司通过创新营销打破西服“刻板印象”与传统试穿场景，预计 2025/26/27 收入分别为 4.53/4.96/5.36 亿元，同比增长 9.38%/+9.33%/8.12%。

3. IRO

IRO 品牌起源于音乐摇滚文化，2024 年中国区实现高速增长，海外收入下滑形成拖累。随着公司主动关闭海外低效与亏损门店，2025 年海外收入有望降幅收窄，中国区维持高增长，预计 2025/26/27 收入分别为 7.63/8.14/8.89 亿元，同比增长 5.66%/6.70%/9.21%。

4. self-portrait

self-portrait 2024 年实现营业收入 5.05 亿元，同比增长 21.0%，处于高速扩张成长期，品牌力在高端裙装具有竞争力，形成持续“破圈”态势，公司重点推进品牌升级与门店升级，品牌势能不断提升。预计 2025/26/27 贡献收入分别为 6.15/7.27/8.35 亿元，同比增长 21.74%/18.20%/14.93%。

表3：公司收入拆分表（单位：百万元）

	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3,036	2,962	3,196	3,445
yoy	4.1%	-2.4%	7.9%	7.8%
ELLASSAY	1,162.33	1,091.50	1,120.35	1,145.50
yoy	8.43%	-6.09%	2.64%	2.24%
Laurèl	414.54	453.44	495.74	535.99
yoy	19.05%	9.38%	9.33%	8.12%
IRO	721.86	762.72	813.82	888.74
yoy	-1.09%	5.66%	6.70%	9.21%
self-portrait	505.12	614.93	726.84	835.33
yoy	20.97%	21.74%	18.20%	14.93%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

毛利率：公司对正价货品的打折率长期严格把控，得益于供应链本土化加强、正价化趋势、折

扣管控严格，毛利率将维持健康、稳步提升，预计 2025-2027 年公司毛利率分别为 68.64%/68.85%/69.24%。

费用率：2025 年是公司确定的“降本年”，公司已将精细化费用管理、流程优化、供应链管控及 AI 运营等作为核心管理措施，随着海外业务关店与重组推进，亏损门店关闭后逐步释放利润，对整体费用率优化有持续推动。预计 2025-2027 年公司销售费用率为 48.30%/48.20%/48.20%，管理费用率为 9.00%/8.90%/8.95%。

综上所述，预计公司 2025/26/27 年公司实现归母净利润分别为 1.80/2.04/2.25 亿元，分别同比实现扭亏转盈/+12.77%/+10.75%，EPS 分别为 0.49/0.55/0.61 元。当前市值（2025 年 9 月 25 日）对应 2025/2026/2027 年 PE 估值为 15.8/14.0/12.6 倍。

表4：公司盈利预测

时间	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3,036	2,962	3,196	3,445
同比	4.1%	-2.4%	7.9%	7.8%
归母净利润(百万元)	-310	180	204	225
同比	-393.0%	-	12.8%	10.8%
EPS	-0.84	0.49	0.55	0.61
PE	-9.19	15.77	13.98	12.62

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

（二）相对估值

公司定位高端女装市场，已成功构建覆盖通勤、社交、休闲等多元场景的高端品牌矩阵（ELLASSAY、Laurèl、IRO、self-portrait 等），凭借成熟的销售网络和精细的运营模式，公司具备将行业领先的高端品牌经营经验实现有效复制的能力。考虑到公司成长性和品牌经营能力，我们认为公司当前估值低于可比公司平均值，中长期有进一步提升空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表5：可比公司 PE 估值表（截至 2025 年 9 月 25 日）

股票代码	股票名称	总市值 (亿元)	股价（元）	EPS			PE		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
603808.SH	歌力思	28.46	7.71	-0.84	0.49	0.55	-	15.77	13.98
603518.SH	锦泓集团*	33.65	9.72	0.88	0.96	1.14	11.05	10.13	8.53
603587.SH	地素时尚*	58.98	12.44	0.64	0.67	0.75	19.44	18.57	16.59
003016.SZ	欣贺股份*	32.42	7.71	-0.16	0.3	0.32	-	25.70	24.09
平均值							-	17.54	15.80

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院（注：*表示采用 iFinD 一致预期）

四、风险提示

- 1、 终端销售低于预期的风险。
- 2、 库存积压导致存货减值增加的风险。
- 3、 渠道扩张低于预期的风险。

图表目录

图 1： 公司股权结构.....3

图 2： 公司近十年营业收入及增速（亿元）4

图 3： 公司近十年归母净利润及增速（亿元）4

图 4： 司分品牌营收占比.....4

图 5： 公司近年来销售毛利率及销售净利率变化.....5

图 6： 公司三项费用率的变化情况（%）5

图 7： 公司存货周转天数及应收账款周转天数.....5

图 8： 公司品牌近三年线上收入变化情况（亿元）7

图 9： 公司渠道收入（亿元）及增速7

图 10： 公司成长期品牌门店拓展情况（家）8

图 11： 公司不同品牌直营门店数变化（家）8

表 1： 公司旗下品牌情况.....6

表 2： 公司 2020-2024 年分渠道收入（单位：亿元）7

表 3： 公司收入拆分表（单位：亿元）9

表 4： 公司盈利预测.....10

表 5： 可比公司 PE 估值表（截至 2025 年 9 月 25 日）10

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2029.64	2210.65	2611.94	2896.50
现金	641.02	888.65	1031.94	1375.51
应收账款	361.83	296.43	413.86	351.73
其它应收款	100.88	109.07	117.48	126.70
预付账款	29.63	32.30	34.07	36.58
存货	828.07	823.54	946.40	937.62
其他	68.20	60.66	68.18	68.36
非流动资产	2120.77	2027.16	1974.19	1906.02
长期投资	616.62	656.62	686.62	706.62
固定资产	99.32	102.64	99.30	95.15
无形资产	392.49	391.98	390.47	387.96
其他	1012.33	875.93	797.80	716.28
资产总计	4150.41	4237.82	4586.13	4802.51
流动负债	964.37	917.90	1031.46	1018.06
短期借款	30.00	22.33	0.00	0.00
应付账款	225.92	257.97	260.59	291.39
其他	708.44	637.61	770.87	726.66
非流动负债	455.33	397.69	416.49	407.09
长期借款	20.05	0.00	0.00	0.00
其他	435.29	397.69	416.49	407.09
负债总计	1419.70	1315.60	1447.95	1425.15
少数股东权益	237.68	257.73	280.34	305.39
归属母公司股东权益	2493.03	2664.49	2857.84	3071.97
负债和股东权益	4150.41	4237.82	4586.13	4802.51

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	417.12	390.58	212.35	405.72
净利润	-255.68	200.54	226.14	250.45
折旧摊销	202.74	214.63	159.30	164.82
财务费用	51.83	9.37	3.51	4.26
投资损失	-31.17	-31.17	-31.17	-31.17
营运资金变动	-117.37	-7.30	128.23	-31.46
其他	566.76	4.51	-273.65	48.82
投资活动现金流	8.94	-75.25	-60.26	-50.26
资本支出	75.57	75.00	70.00	70.00
长期投资	-124.87	-40.02	-30.02	-20.02
其他	58.24	-110.24	-100.24	-100.24
筹资活动现金流	-348.81	-67.69	-8.81	-11.89
短期借款	30.00	-7.67	-22.33	0.00
长期借款	-35.59	-20.05	0.00	0.00
其他	-343.22	-39.97	13.52	-11.89
现金净增加额	77.25	247.64	143.29	343.57

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3035.85	2962.18	3196.34	3445.15
营业成本	990.79	929.03	995.59	1059.76
税金及附加	20.20	19.71	21.27	22.93
销售费用	1517.87	1430.73	1540.63	1660.56
管理费用	285.76	266.60	284.47	308.34
研发费用	78.97	74.05	79.91	86.13
财务费用	51.83	9.37	3.51	4.26
资产减值损失	-383.82	-9.48	-10.90	-10.80
公允价值变动收益	6.48	0.00	0.00	0.00
投资收益及其他	49.03	49.29	46.57	46.66
营业利润	-237.88	272.48	306.62	339.04
营业外收入	3.71	3.71	3.71	3.71
营业外支出	8.81	8.81	8.81	8.81
利润总额	-242.98	267.38	301.52	333.94
所得税	12.69	66.85	75.38	83.48
净利润	-255.68	200.54	226.14	250.45
少数股东损益	53.86	20.05	22.61	25.05
归属母公司净利润	-309.53	180.48	203.52	225.41
EBITDA	-54.57	431.71	404.65	443.34
EPS（元）	-0.84	0.49	0.55	0.61

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	4.14%	-2.43%	7.91%	7.78%
营业利润增长率	-207.05%	214.55%	12.53%	10.57%
归母净利润增长率	-392.99%	-	12.77%	10.75%
毛利率	67.36%	68.64%	68.85%	69.24%
净利率	-10.20%	6.09%	6.37%	6.54%
ROE	-12.42%	6.77%	7.12%	7.34%
ROIC	-11.78%	7.70%	8.41%	10.09%
资产负债率	34.21%	31.04%	31.57%	29.68%
净资产负债率	-2.11%	-12.13%	-15.71%	-24.66%
流动比率	2.10	2.41	2.53	2.85
速动比率	1.25	1.51	1.61	1.92
总资产周转率	0.69	0.71	0.72	0.73
应收账款周转率	8.33	9.00	9.00	9.00
应付账款周转率	11.77	12.24	12.33	12.48
每股收益	-0.84	0.49	0.55	0.61
每股经营现金流	1.13	1.06	0.58	1.10
每股净资产	6.75	7.22	7.74	8.32
P/E	-9.19	15.77	13.98	12.62
P/B	1.14	1.07	1.00	0.93
EV/EBITDA	-39.35	4.72	4.68	3.47
PS	0.94	0.96	0.89	0.83

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

郝帅，纺织服饰行业首席分析师。加拿大温莎大学经济学硕士，2015年起先后在中国银河证券、东吴证券、国泰君安证券、中银国际证券担任分析师、首席分析师。曾获得 2019-2020 年机构投资者 II 评选纺织零售行业第三名，2021-2023 水晶球评选纺织服装行业入围、第四名、第五名。

艾菲拉·迪力木拉提，纺织服饰行业分析师。中国人民大学本硕，2023 年 7 月加入中国银河证券研究院，从事纺织服饰行业研究

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：	
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：	程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：	陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：	田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn		