

2025 年 10 月 29 日

Q3 扭亏，海外业务持续改善

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:	9.4/5.76
目标价格:		总市值(亿)	33.85
最新收盘价:	9.17	自由流通市值(亿)	33.85
		自由流通股数(百万)	369.09

事件概述

2025Q3 公司实现收入/归母净利/扣非归母净利 6.47/0.28/0.10 亿元、同比增长-8.14%/扭亏/扭亏，收入下降主要由于 Ed Hardy 出表影响，剔除后主营收入增长 2.2%，其中国内收入同比约增长 8.6%。2025 前三季度公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 20.19/1.14/0.76/4.14 亿元、同比增长-6.22%/427.34%/474.56%/72.75%，经营性现金流高于归母净利主要由于存货减少。

分析判断:

国内业务稳健增长，店效提升。(1)分品牌来看，25Q3 公司 ELLASSAY/LAUREL/IRO/self-portrait 收入分别为 2.52/0.97/1.46/1.39 亿元，同比增长 4.6%/12.4%/-16.3%/16.8%，IRO 下滑主要由于海外拖累，IRO 中国区收入同比增长 3.1%；(2)分渠道来看，25Q3 线上/线下销售收入分别为 1.01/5.34 亿元，同比下滑 9.7%/4.7%；直营/加盟收入分别为 5.44/0.91 亿元，同比下滑 2.2%/21.7%。截止 25Q3 末，公司直营/加盟分别为 452/102 家，Q3 单季分别净开店-7/-1 家，同比分别下滑 13.1%/26.1%，推算 25Q3 直营单季店效/加盟单店出货分别为 120/89 万元，同比增长 12.5%/6.0%。ELLASSAY/LARUEL/self-portrait/IRO 分别净开店-4/2/-7/1 家。(3)分地区来看，国内业务实现较好增长，海外地区随着降本增效举措有序推进，加速优化低效门店，费用有所控制，海外业务利润同比有所改善。

毛利率下降但净利率提升主要由于销售、管理、研发费用率下降、投资收益占比提升、公允价值变动收益提升、资产+信用减值冲回、资产处置收益占比提升、营业外净收入占比提升。25Q3 毛利率为 62.7%、同比下降 3.4PCT，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 60.9%/77.2%/42.2%/76.7%、同比提升-11.6/18.0/-11.0/-6.4PCT。25Q3 归母净利率为 4.4%、同比提升 9.7PCT。毛利率下降但净利率提升主要由于销售费用率下降 4.1PCT、管理费用率下降 4.0PCT、资产+信用减值冲回 5.5PCT。

存货及存货周转天数下降。2025Q3 存货为 7.63 亿元、同比下降 20.0%、环比增加 3.06%，平均存货周转天数为 308 天、同比减少 67 天。应收账款为 2.94 亿元、同比下降 0.47%，应收账款周转天数为 44 天、同比上升 2 天。应付账款为 2.29 亿元、同比下降 10.53%，应收账款周转天数为 90 天、同比减少 20 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。调整盈利预测，下调 25-27 年收入预测 30.68/32.96/35.54 亿元至 28.92/31.06/33.49 亿元；上调 25-27 年归母净利 1.41/1.70/2.75 亿元至 1.63/2.08/2.84 亿元；对应上调 25-27 年 EPS

0.38/0.46/0.74 元至 0.44/0.56/0.77 元，2025 年 10 月 29 日收盘价 9.17 元对应 25/26/27 年 PE 分别为 21/16/12X，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	2,892	3,106	3,349
YoY (%)	21.7%	4.1%	-4.7%	7.4%	7.8%
归母净利润(百万元)	106	-310	163	208	284
YoY (%)	416.6%	-393.0%	152.6%	27.7%	36.7%
毛利率 (%)	67.8%	67.4%	67.2%	67.5%	67.7%
每股收益 (元)	0.29	-0.84	0.44	0.56	0.77
ROE	3.6%	-12.4%	6.4%	7.8%	10.0%
市盈率	23.13	-7.89	20.78	16.28	11.91

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）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,036	2,892	3,106	3,349	净利润	-256	179	229	312
YoY (%)	4.1%	-4.7%	7.4%	7.8%	折旧和摊销	357	61	66	66
营业成本	991	948	1,011	1,082	营运资金变动	-10	-227	-25	-42
营业税金及附加	20	29	31	33	经营活动现金流	417	134	333	407
销售费用	1,518	1,328	1,439	1,514	资本开支	-71	-73	-74	-73
管理费用	286	227	248	234	投资	91	0	0	0
财务费用	52	-14	-19	-25	投资活动现金流	9	-10	-43	-40
研发费用	79	72	78	84	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	64	31	33	筹资活动现金流	-349	-162	-82	-93
营业利润	-238	211	286	390	现金净流量	74	-38	208	274
营业外收支	-5	0	0	1	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	-243	211	286	390	成长能力 (%)				
所得税	13	32	57	78	营业收入增长率	4.1%	-4.7%	7.4%	7.8%
净利润	-256	179	229	312	净利润增长率	-393.0%	152.6%	27.7%	36.7%
归属于母公司净利润	-310	163	208	284	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-393.0%	152.6%	27.7%	36.7%	毛利率	67.4%	67.2%	67.5%	67.7%
每股收益	-0.84	0.44	0.56	0.77	净利率	-8.4%	6.2%	7.4%	9.3%
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	-7.5%	3.9%	4.8%	6.2%
货币资金	641	603	811	1,085	净资产收益率 ROE	-12.4%	6.4%	7.8%	10.0%
预付款项	30	34	36	39	偿债能力 (%)				
存货	828	805	803	800	流动比率	2.10	2.34	2.48	2.68
其他流动资产	531	686	706	738	速动比率	1.22	1.41	1.60	1.84
流动资产合计	2,030	2,129	2,357	2,662	现金比率	0.66	0.66	0.85	1.09
长期股权投资	617	617	617	617	资产负债率	34.2%	33.0%	32.4%	31.5%
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	0.70	0.72	0.73
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	4,146	4,331	4,594	每股收益	-0.84	0.44	0.56	0.77
短期借款	30	0	0	0	每股净资产	6.75	6.84	7.18	7.70
应付账款及票据	273	208	222	237	每股经营现金流	1.13	0.36	0.90	1.10
其他流动负债	661	704	729	756	每股股利	0.00	0.35	0.22	0.25
流动负债合计	964	912	950	993	估值分析				
长期借款	20	20	20	20	PE	-10.93	20.78	16.28	11.91
其他长期负债	435	435	435	435	PB	1.03	0.97	0.92	0.86
非流动负债合计	455	455	455	455					
负债合计	1,420	1,367	1,405	1,448					
股本	369	369	369	369					
少数股东权益	238	254	274	302					
股东权益合计	2,731	2,779	2,926	3,145					
负债和股东权益合计	4,150	4,146	4,331	4,594					

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。