

公司研究

Q3 利润扭亏，历史包袱减轻、期待业绩逐步改善

——歌力思（603808.SH）2025 年三季报点评

增持（维持）

当前价：8.87 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004

021-52523842

zhujieyu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.69
总市值(亿元):	32.74
一年最低/最高(元):	5.72/9.40
近 3 月换手率:	97.44%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	12.08	-7.36	6.95
绝对	13.57	6.10	28.05

资料来源：Wind

相关研报

24 年剥离和处理低效业务、期待轻装上阵——歌力思（603808.SH）2024 年年报及 2025 年一季报点评（2025-04-30）

国内稳定、国外承压，海外业务调整力度将加大——歌力思（603808.SH）2024 年三季报点评（2024-10-30）

要点

事件：

歌力思发布 2025 年三季报。公司 2025 年前三季度实现营业收入 20.2 亿元，同比下降 6.2%，归母净利润 1.1 亿元，同比增长 427.2%，扣非净利润 0.8 亿元，同比增长 474.6%，EPS（基本）为 0.31 元。

分季度来看，25Q1~Q3 公司单季度收入分别为 6.9/6.8/6.5 亿元，分别同比 -7.8%/-2.6%/-8.1%，归母净利润分别为 0.4/0.4/0.3 亿元，分别同比 +40.2%/+50.3%/扭亏为盈。

25 年前三季度存在 Ed Hardy 品牌出表影响，若扣除该影响，可比口径下前三季度收入同比增长 2.4%。单三季度公司可比收入同比增长 2.2%，其中国内市场收入同比增长 8.6%、国外市场销售仍有压力。

点评：

品牌表现分化、Laurel/SP 品牌增长突出，Q3 主要品牌销售均实现增长

分品牌来看，25 年前三季度 ELLASSAY、Laurel、IRO、Self-portrait、其他品牌收入占总收入比例分别为 39%/15%/22%/21%/0.3%，收入分别同比 -3.2%/+10.5%/-2.6%/+19.4%/+185.7%。其中 Q3 单季度主要品牌表现向好，ELLASSAY、Laurel、IRO 中国区、Self-portrait 收入分别同比 +4.6%/+12.4%/+3.1%/+16.8%。

分渠道类型来看，直营店、加盟店前三季度收入占比分别为 87%/11%，收入分别同比 -2.6%/-23.9%。

分线上线下来看，线下、线上销售前三季度收入占比分别为 80%/18%，收入分别同比 -6.8%/+0.4%。

线下门店数量方面，25 年 9 月末公司总门店数为 554 家，较年初净减少 24 家（-4.2%），其中 ELLASSAY、Laurel、IRO、Self-portrait、其他品牌分别为 286/94/95/76/3 家，较年初分别净 -5%/+0%/-10.4%/+4.1%/-25%。

费用率降幅超过毛利率，存货周转和经营现金流改善

毛利率：25 年前三季度毛利率同比下降 2.8PCT 至 65.4%，主要为公司加强往季货品消化、加大存货跌价准备计提力度所致。分品牌来看，ELLASSAY、Laurel、IRO、Self-portrait、其他品牌前三季度毛利率分别为 65.4%/68.3%/52.2%/80.4%/62.4%，分别同比 -4.7/+1.3/-6.7/-2.2/+0.7PCT；分渠道来看，直营店、加盟店前三季度毛利率分别为 72.0%/18.7%，分别同比 +0.6/-32.9PCT，其中加盟店毛利率降幅较大主要为 EH 品牌出表以及国外批发业务调整影响；分线上线下来看，线下、线上渠道前三季度毛利率分别为 65.0%/70.8%，分别同比 -4.7/+7.1PCT；分季度来看，25Q1~25Q3 单季度毛利率分别同比 -1.6/-3.6/-3.4PCT 至 65.7%/67.8%/62.7%。

费用率：25 年前三季度期间费用率同比下降 4.6PCT 至 58.3%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 48.3%/7.1%/2.5%/0.4%，分别同比 -2.5/-1.5/-0.1/-0.5PCT。25Q1~25Q3 单季度期间费用率分别同比 -2.1/-4.8/-7.3PCT。

其他财务指标:1) 存货 25 年 9 月末同比减少 20%至 7.6 亿元,较年初减少 7.7%,存货周转天数 25 年前三季度为 308 天,同比-67 天。2) 应收账款 25 年 9 月末同比减少 0.5%至 2.9 亿元,较年初减少 18.8%,应收账款周转天数为 44 天,同比+2 天。3) 资产减值收益前三季度为 1569 万元,去年同期为损失 3542 万元。4) 经营净现金流前三季度为 4.1 亿元,同比增加 72.7%。

国内市场主要品牌销售好转, 期待旺季提振和盈利能力改善

25 年前三季度公司国内市场销售表现向好, 主要品牌在第三季度均实现增长。期待进入四季度冬装销售旺季后, 公司收入端得以提振。另外盈利能力方面, 短期受到 EH 品牌出表、海外市场销售不佳、库存计提影响毛利率等多因素影响, 期待历史包袱逐步减轻、业务调整逐步显效、盈利能力呈现改善。

我们维持公司 25~27 年盈利预测为 1.6/2.4/3.3 亿元,对应 25/26 年 PE 为 21/14 倍, 维持“增持”评级。

风险提示: 国内外消费疲软; 小品牌拓展不及预期; 费用控制不当; 库存积压; 商誉减值风险; 汇率波动。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2,915	3,036	2,957	3,221	3,477
营业收入增长率	21.7%	4.1%	-2.6%	8.9%	8.0%
归母净利润 (百万元)	106	(310)	159	239	334
归母净利润增长率	416.6%	-393.0%	NA	50.3%	39.8%
EPS (元)	0.29	(0.84)	0.43	0.65	0.91
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.6%	-12.4%	6.0%	8.6%	11.2%
P/E	31	NA	21	14	10
P/B	1.1	1.3	1.2	1.2	1.1

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025-10-30

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,915	3,036	2,957	3,221	3,477
营业成本	939	991	924	992	1,056
折旧和摊销	49	62	46	49	51
税金及附加	19	20	19	21	23
销售费用	1,343	1,518	1,449	1,546	1,634
管理费用	243	286	266	274	278
研发费用	73	79	74	81	87
财务费用	19	52	16	12	13
投资收益	71	31	30	30	30
营业利润	222	-238	243	319	409
利润总额	221	-243	237	313	403
所得税	59	13	48	43	39
净利润	162	-256	189	269	364
少数股东损益	56	54	30	30	30
归属母公司净利润	106	-310	159	239	334
EPS(元)	0.29	-0.84	0.43	0.65	0.91

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	480	417	359	286	345
净利润	106	-310	159	239	334
折旧摊销	49	62	46	49	51
净营运资金增加	276	-59	-163	195	247
其他	49	723	317	-197	-288
投资活动产生现金流	-77	9	-10	-10	-10
净资本支出	-96	-71	-40	-40	-40
长期投资变化	523	617	0	0	0
其他资产变化	-504	-537	30	30	30
融资活动现金流	-273	-349	-44	-95	-141
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-26	-28	-10	12	6
无息负债变化	110	-114	-27	35	33
净现金流	136	74	305	181	194

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	67.8%	67.4%	68.7%	69.2%	69.6%
EBITDA 率	20.4%	22.6%	10.8%	12.7%	14.6%
EBIT 率	15.9%	18.2%	9.3%	11.2%	13.2%
税前净利润率	7.6%	-8.0%	8.0%	9.7%	11.6%
归母净利润率	3.6%	-10.2%	5.4%	7.4%	9.6%
ROA	3.5%	-6.2%	4.4%	6.0%	7.6%
ROE (摊薄)	3.6%	-12.4%	6.0%	8.6%	11.2%
经营性 ROIC	11.9%	23.7%	9.6%	12.6%	15.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	34%	34%	32%	32%	31%
流动比率	2.16	2.10	2.34	2.46	2.64
速动比率	1.18	1.25	1.60	1.75	1.91
归母权益/有息债务	9.98	9.52	10.46	10.55	11.04
有形资产/有息债务	12.42	13.33	14.42	14.65	15.33

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	4,622	4,150	4,285	4,506	4,775
货币资金	585	641	946	1,127	1,321
交易性金融资产	1	0	0	0	0
应收账款	367	362	355	387	418
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	114	101	83	90	98
存货	945	828	690	697	744
其他流动资产	62	98	96	98	100
流动资产合计	2,074	2,030	2,170	2,400	2,681
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	523	617	617	617	617
固定资产	176	99	106	108	108
在建工程	1	2	1	1	0
无形资产	581	392	386	380	373
商誉	199	71	71	71	71
其他非流动资产	1,069	939	934	930	925
非流动资产合计	2,548	2,121	2,115	2,106	2,095
总负债	1,562	1,420	1,383	1,430	1,469
短期借款	0	30	20	32	38
应付账款	290	226	213	228	243
应付票据	0	47	46	50	53
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	669	661	649	665	680
流动负债合计	959	964	928	974	1,014
长期借款	56	20	20	20	20
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	547	435	435	435	435
非流动负债合计	603	455	455	455	455
股东权益	3,060	2,731	2,902	3,076	3,306
股本	369	369	369	369	369
公积金	946	932	939	939	939
未分配利润	1,682	1,275	1,408	1,553	1,753
归属母公司权益	2,896	2,493	2,634	2,779	2,978
少数股东权益	163	238	268	298	328

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	46.1%	50.0%	49.0%	48.0%	47.0%
管理费用率	8.3%	9.4%	9.0%	8.5%	8.0%
财务费用率	0.6%	1.7%	0.5%	0.4%	0.4%
研发费用率	2.5%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%
所得税率	26.6%	-5.2%	20.3%	13.9%	9.7%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.24	0.05	0.26	0.36	0.49
每股经营现金流	1.30	1.13	0.97	0.78	0.94
每股净资产	7.85	6.75	7.14	7.53	8.07
每股销售收入	7.90	8.23	8.01	8.73	9.42

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	31	NA	21	14	10
PB	1.1	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.1	5.9	10.5	8.3	6.8
股息率	2.7%	0.6%	2.9%	4.1%	5.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP