

2026年04月24日

海外如期减亏，小品牌较快增长

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:	9.50/5.71
目标价格:		总市值(亿)	38.64
最新收盘价:	10.47	自由流通市值(亿)	17.27
		自由流通股数(百万)	165.00

事件概述

2025年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为28.57/1.65/1.09/5.76亿元，同比增长-5.90%/扭亏为盈/扭亏为盈/38.19%，业绩符合市场预期。收入下滑主要由于EH出表，归母净利扭亏为盈主要由于去年计提商誉减值、以及海外减亏；非经常性损益主要为政府补助0.19亿、债务重组收益0.15亿元。经营性现金流远高于归母净利主要由于折旧增加和存货下降。25Q4单季收入/归母净利/扣非归母净利分别为8.38/0.51/0.33亿元，同比增长-5%/116%/110%，净利增速较高由于24Q4存在减值计提。

2025年每10股派发现金红利1.82元，派息率40.15%，股息率约为1.7%。

分析判断:

小品牌双位数增长，线上渠道持续突破。（1）分品牌来看，25年ELLASSAY/Laurel/IRO/self-portrait/NBS收入分别为11.18/4.68/6.41/5.87/0.15亿元，同比增长-3.82%/+12.75%/-3.22%/+16.19%/+8.91%。其中Laurel、self-portrait延续快速增长，IRO中国区收入同比增长14.9%。由于去年同期包含Ed Hardy品牌（2025年出表），可比口径下主营业务收入同比增长2.5%，国内业务可比收入增长约5.6%。（2）分渠道来看，线上/线下收入分别为5.27/23.01亿元，同比增长1.14%/-7.07%，线上收入占比提升至18.6%。直营/加盟收入分别为25.29/2.98亿元，同比增长-3.30%/-21.69%。（3）分地区来看，华南地区收入10.69亿元、同比增长5.68%，为公司第一大市场；华北、华东、华中、西南地区收入分别为3.15/5.71/1.61/1.93亿元，同比变动-6.52%/-6.24%/-12.11%/-0.68%；境外收入3.60亿元、同比下降16.03%。

毛利率略有下降，费用率大幅下降，盈利能力明显恢复。（1）25年公司毛利率为67.53%，同比减少0.60PCT；分渠道看，直营/加盟毛利率分别为71.15%/36.83%，同比变动+1.14%/-18.32PCT。（2）25年公司归母净利率为5.77%，同比由负转正；从费用来看，25年销售/管理/研发/财务费用率分别为47.25%/7.20%/2.46%/-1.32%，同比分别减少2.75/2.21/0.14/3.03PCT。销售费用率下降主要因公司执行“降本年”严格预算管理及海外优化低效门店；财务费用率大幅下降主要因欧元升值带来约5200万元汇兑收益及利息支出减少。（3）子公司圣珀齐实现净利润1.41亿元，贡献少数股东损益约0.71亿元；联营企业百秋尚美贡献投资收益约0.42亿元；海外IRO品牌仍亏损约1.16亿元。

存货周转效率改善，资产负债率降低。25年末公司存货为7.29亿元、同比下降11.9%，存货周转率由1.12次提升至1.21次。应收账款为3.54亿元、同比下降2.1%。应付账款为2.13亿元、同比下降5.7%。

投资建议:

我们分析，自25Q3公司迎来利润拐点后，SP、LAUREL、IRO国内成长性仍然较强，海外减亏带动公司净利率仍有较大的修复空间。调整26-27年收入预测31.06/33.49至30.65/33.01亿元，新增28年收入预测35.68亿元；维持26-27年归母净利2.08/2.84亿元；对应维持26-27年EPS0.56/0.77元，新增28年EPS0.86元，2026年4月24日收盘价10.47元对应26/27/28年PE分别为18.58/13.62/12.11X，维持“买入”评级。

风险提示

海外减亏不及预期；主品牌增速低于预期；费用率高企风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,036	2,857	3,065	3,301	3,568
YoY (%)	4.1%	-5.9%	7.3%	7.7%	8.1%
归母净利润(百万元)	-310	165	208	284	319
YoY (%)	-393.0%	153.3%	26.1%	36.4%	12.5%
毛利率 (%)	67.4%	66.9%	67.2%	67.5%	67.7%
每股收益 (元)	-0.84	0.45	0.56	0.77	0.86
ROE	-12.4%	6.3%	7.8%	9.8%	10.3%
市盈率	-12.48	23.44	18.58	13.62	12.11

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：

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)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2,857	3,065	3,301	3,568	净利润	228	229	312	351
YoY (%)	-5.9%	7.3%	7.7%	8.1%	折旧和摊销	267	61	66	66
营业成本	945	1,005	1,074	1,152	营运资金变动	63	-487	-26	-43
营业税金及附加	23	31	33	36	经营活动现金流	576	-80	413	442
销售费用	1,350	1,376	1,450	1,598	资本开支	-55	-73	-74	-73
管理费用	206	241	264	250	投资	6	0	0	0
财务费用	-38	-18	-20	-28	投资活动现金流	8	-6	-41	-38
研发费用	70	77	83	89	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-92	-184	-93	-104	债务募资	29	-29	0	0
投资收益	57	67	33	36	筹资活动现金流	-250	-161	-82	-93
营业利润	314	269	390	438	现金净流量	343	-247	290	311
营业外收支	-4	0	0	1					
利润总额	310	269	390	438	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
所得税	81	40	78	88	成长能力 (%)				
净利润	228	229	312	351	营业收入增长率	-5.9%	7.3%	7.7%	8.1%
归属于母公司净利润	165	208	284	319	净利润增长率	153.3%	26.1%	36.4%	12.5%
YoY (%)	153.3%	26.1%	36.4%	12.5%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.45	0.56	0.77	0.86	毛利率	66.9%	67.2%	67.5%	67.7%
					净利率	8.0%	7.5%	9.4%	9.8%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	总资产收益率 ROA	3.9%	5.0%	6.4%	6.7%
货币资金	995	749	1,039	1,350	净资产收益率 ROE	6.3%	7.8%	9.8%	10.3%
预付款项	25	36	38	41	偿债能力 (%)				
存货	729	853	853	852	流动比率	2.46	2.88	3.09	3.30
其他流动资产	707	904	927	962	速动比率	1.70	1.87	2.13	2.38
流动资产合计	2,457	2,542	2,858	3,206	现金比率	1.00	0.85	1.12	1.39
长期股权投资	610	610	610	610	资产负债率	32.2%	29.6%	28.7%	27.9%
固定资产	97	108	115	122	经营效率 (%)				
无形资产	342	317	317	318	总资产周转率	0.68	0.74	0.74	0.75
非流动资产合计	1,729	1,625	1,582	1,540	每股指标 (元)				
资产合计	4,186	4,167	4,440	4,746	每股收益	0.45	0.56	0.77	0.86
短期借款	29	0	0	0	每股净资产	7.06	7.27	7.81	8.43
应付账款及票据	310	220	235	253	每股经营现金流	1.56	-0.22	1.12	1.20
其他流动负债	660	662	690	720	每股股利	0.00	0.35	0.22	0.25
流动负债合计	999	882	925	973	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	23.44	18.58	13.62	12.11
其他长期负债	351	351	351	351	PB	1.21	1.44	1.34	1.24
非流动负债合计	351	351	351	351					
负债合计	1,350	1,233	1,276	1,324					
股本	369	369	369	369					
少数股东权益	231	252	280	311					
股东权益合计	2,836	2,934	3,164	3,422					
负债和股东权益合计	4,186	4,167	4,440	4,746					

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	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	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荆泓肆汇时代大厦南座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。