

纺织服饰

2026年04月28日

歌力思 (603808)

——降本增效成果显著，业绩持续改善，上调至买入评级

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (上调)

投资要点：

市场数据：	2026年04月28日
收盘价(元)	10.50
一年内最高/最低(元)	11.36/6.72
市净率	1.5
股息率%(分红/股价)	0.48
流通A股市值(百万元)	3,875
上证指数/深证成指	4,078.64/14,830.46

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2025年12月31日
每股净资产(元)	7.06
资产负债率%	32.25
总股本/流通A股(百万)	369/369
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
刘佩 A0230523070002
liupeil@swsresearch.com

联系人

刘佩 A0230523070002
liupeil@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

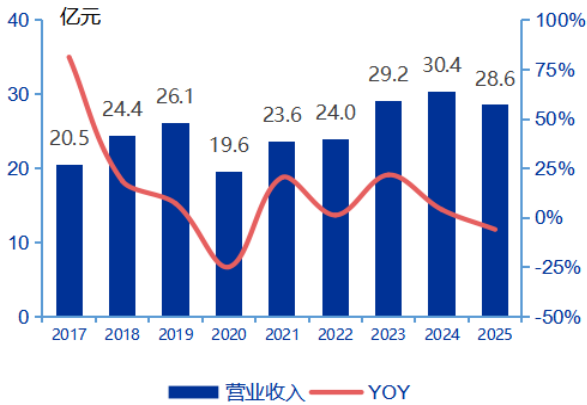
- **歌力思发布 2025 年年报，利润表现符合预期，全年派息比率 40%。**25 年公司收入同比下降 5.9%至 28.6 亿元，剔除 Ed Hardy 不再并表的影响，可比口径下增长 2.5%，归母净利润大幅改善至 1.6 亿元，主要得益于国内业务利润同比实现良好增长，同时海外业务利润同比改善明显，符合预期。考虑到 25 年外部扰动较多，包括欧元大幅升值带来汇兑收益约 5200 万元，但同时计提商誉无形资产减值共计 7799 万，叠加出售 Ed hardy 品牌约有 1300 万费用，剔除外部扰动后，25 年经营性净利润预计近 2 亿元，表现更优。公司拟派发现金分红 0.18 元/股，派息比率 40.15%，与股东共享经营成果。
- **多品牌矩阵协同增长，旗下国际品牌表现出色。**ELLASSAY 品牌受四季度更严格加强折扣管控影响，全年收入略下降 3.8%，毛利率下降 2.4pct 至 65.8%。self-portrait 收入在高基数下增长 16.2%至 5.9 亿元，线上销售亦实现近 35%的快速增长；毛利率下降 1.6pct 至 80.5%。主品牌及 self-portrait 毛利率下降预计主要是由于加快旧货消化速度，旧货的折扣率相对更低，但由于旧货已计提了存货减值，销售后对净利润仍为正向影响。Laurèl 25 年收入增长 12.8%至 4.7 亿元，线上亦持续突破，收入实现 15%的良好增长；毛利率下降 0.3pct 至 66.0%。NBS 稳健拓展，收入同比增长 8.9%至 0.1 亿元，毛利率上升 1.6pct 至 67.3%。IRO 收入减少 3.2%至 6.4 亿元，毛利率下降 1.2pct 至 59.8%，主要受海外业务拖累，但中国区延续良好表现，收入增幅约 15%，线上实现超过 40%的高速增长。
- **线上表现优于线下，线下门店优化调整。**分渠道看，线上保持良好发展，2025 年线上实现销售收入 5.3 亿元，同比增长 1.1%，剔除 Ed hardy 出表影响，可比口径下线上销售增长 13.3%，占比达到 18.6%，提升 1.8pct。线下方面，实现营业收入 23.0 亿元，同比减少 7.1%，主要是由于 Ed Hardy 出表影响，剔除后增速表现更好。分拆来看，直营收入小幅下滑 3.3%至 25.3 亿元，直营门店净减少 9 家至 459 家，与收入下降幅度基本一致，加盟收入下滑 21.7%至 3.0 亿元，门店净减少 11 家至 99 家，加盟渠道仍在优化调整。
- **盈利能力大幅改善，运营质量稳健。**2025 年毛利率为 66.9%，同比微降 0.4pct。由于公司严格执行预算管理，提升精细化运营能力，海外推进降本增效、优化低效店铺，费用管控效果明显，25 年销售费用率下降 2.7pct 至 47.3%，管理费用率下降 2.2pct 至于 7.2%。归母净利率大幅提升 16pct 至 5.8%，盈利能力明显恢复。存货周转率从去年的 1.12 次提升至 1.21 次，资产负债率同比下降 2pct 至 32.2%，经营活动产生的现金流量净额同比增长 38.2%至 5.8 亿元，主要得益于本年度利润的增长，整体运营质量稳健。
- **公司以“成为有国际竞争力的高端时装品牌集团”为战略目标，主品牌持续稳健增长，收购品牌展现发展潜力。**公司国内销售表现亮眼，三大国际品牌持续领跑国内外同行，海外业务及 Ed Hardy 加速处理后，国内表现将更好地转化为业绩，看好未来业绩弹性持续释放，我们上调 26-27 年并新增 28 年盈利预测，预计 26-28 年归母净利润为 2.2/2.6/2.8 亿元（原 26-27 年为 2.1/2.3 亿元），对应 PE 为 18/15/14 倍，参考可比公司估值，给予公司 26 年 24 倍估值，上调至“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险；新品市场表现不及预期；存货增长风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	3,036	2,857	3,070	3,252	3,428
同比增长率(%)	4.1	-5.9	7.5	6.0	5.4
归母净利润(百万元)	-310	165	215	258	282
同比增长率(%)	-393.0	-	30.2	20.2	9.2
每股收益(元/股)	-0.85	0.45	0.58	0.70	0.76
毛利率(%)	67.4	66.9	67.8	67.9	68.0
ROE(%)	-12.4	6.3	7.8	8.8	9.1
市盈率	-13	24	18	15	14

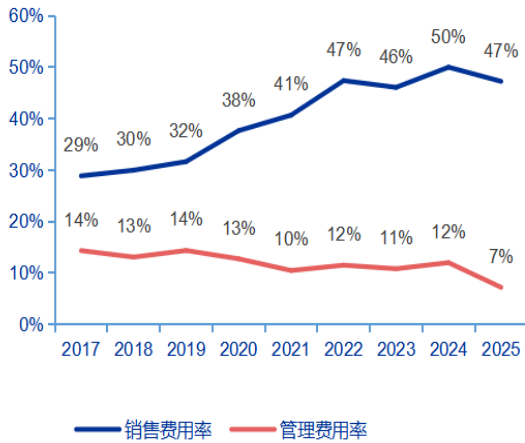
注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

图 1：25 年收入同比下降 5.9%至 28.6 亿元


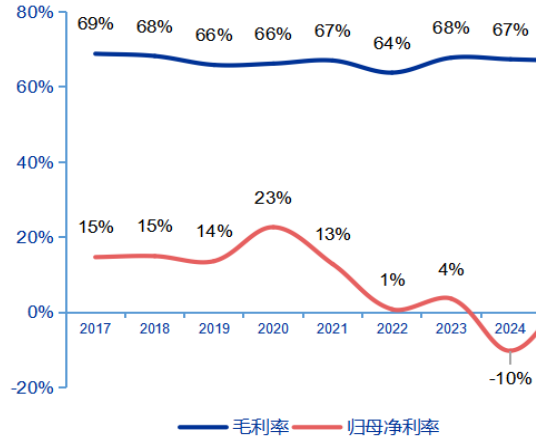
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：25 年归母净利润同比扭亏至 1.6 亿元


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：25 年销售费用率同比下降 2.7pct 至 47.3%，管理费用率同比下降 2.2pct 至 7.2%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：25 年毛利率下降 0.4pct 至 66.9%，归母净利润率上升 16.0pct 至 5.8%。


资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价	总股本 亿股	市值 亿元	归母净利润 (亿元)			PE		
		2026/4/28			26E	27E	28E	26E	27E	28E
603877.SH	太平鸟	14.35	4.7	67.6	2.5	3.1	2.7	27	22	25
603587.SH	地素时尚	13.00	4.7	61.6	2.9	3.3	3.6	21	19	17
平均								24	20	21
603808.SH	歌力思	10.50	3.7	38.8	2.2	2.6	2.8	18	15	14

注：歌力思、地素时尚盈利预测来自申万宏源研究，太平鸟为 wind 一致预期；资料来源：申万宏源研究

财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	3,036	2,857	3,070	3,252	3,428
其中：营业收入	3,036	2,857	3,070	3,252	3,428
减：营业成本	991	945	988	1,043	1,096
减：税金及附加	20	23	18	20	21
主营业务利润	2,025	1,889	2,064	2,189	2,311
减：销售费用	1,518	1,350	1,412	1,512	1,590
减：管理费用	286	206	209	221	226
减：研发费用	79	70	61	65	69
减：财务费用	52	-38	-10	-13	-14
经营性利润	90	301	392	404	440
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-16	3	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-384	-92	-40	-20	-20
加：投资收益及其他	71	103	74	111	116
营业利润	-238	314	425	496	537
加：营业外净收入	-5	-4	-7	-7	-4
利润总额	-243	310	418	488	533
减：所得税	13	81	121	131	143
净利润	-256	228	297	357	390
少数股东损益	54	63	83	99	108
归属于母公司所有者的净利润	-310	165	215	258	282

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。