

## 多品牌增长稳健，盈利持续改善

2026年04月28日

### 核心观点

- 公司发布 2025 年年报，业绩实现扭亏为盈。**2025 年公司实现收入 28.57 亿元，同比下降 5.90%，剔除 Ed Hardy 出表影响后可比口径增长 2.25%；归母净利润 1.65 亿元，实现扭亏为盈（2024 年亏损 3.10 亿元）。其中 25Q4 单季实现收入 8.38 亿元，同比下降 5.15%，归母净利润 0.51 亿元，实现转亏为盈。公司拟每 10 股派现 1.82 元，分红率约 40.15%。
- 多品牌矩阵分化增长，国际品牌表现亮眼，主品牌稳健经营。**2025 年公司各品牌收入分别为 ELLASSAY 主品牌 11.18 亿元（同比-3.82%）、Laurèl 4.68 亿元（+12.75%）、IRO6.41 亿元（-3.22%）、self-portrait 5.87 亿元（+16.19%）、NBS 0.15 亿元。国际品牌成为增长核心，self-portrait、Laurèl 保持双位数高增 IRO 中国区收入同比+14.9%且规模超海外。主品牌 ELLASSAY 经营稳健，新开深圳湾全国旗舰店，升级空间与消费体验，渠道方面，公司线上/线下收入分别为 5.27/23.01 亿元，同比+1.14%/-7.07%，线上占比提升至 18.6%。直营/加盟收入 25.29/2.98 亿元，同比-3.30%/-21.69%。线下持续优化门店结构，截至 25 年末总门店 554 家，较年初净减 24 家，其中 ELLASSAY、IRO 门店收缩，Self-portrait 门店净增，低效门店出清、店效提升；线上深化多平台运营，强化品销合一，提升转化效率。产品端坚持品牌力建设，严格折扣管理，聚焦高端定位，推出系列新品强化产品竞争力。
- 盈利改善由费用管控驱动，营运质量大幅提升。**2025 年公司毛利率为 66.90%，同比下降 0.46pct，净利率为 7.99%，盈利修复核心来自费用端优化和资产减值改善。期间公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 47.26%/7.21%/2.46%/-1.32%，同比-2.74/-2.21/-0.14/-3.03pct，销售与管理费用率合计下降约 5pct，主要是运营效率提升、海外优化及品牌出表影响。公司资产减值损失为-9194 万元（24 年为-3.84 亿元），改善主要是 IRO 商誉减值和无形资产减值减少，以及存货减值幅度改善。截至 25 年末，公司存货周转天数 297 天，同比优化 25 天，存货周转效率提升；经营性现金流净额 5.76 亿元，同比增长 38.19%，现金流表现强劲。
- 爆品策略复制+渠道优化共驱长远增长。**公司多品牌矩阵搭建完善，国内市场已经形成良性的增长动能。渠道方面，2025 年渠道出清调整基本完成，预计 2026 年开店节奏回暖，聚焦购物中心和核心商圈打造标杆、概念店，不断提升单店效率和品牌调性。电商渠道，公司延续多平台正价化策略，加大新兴电商渠道推广，公司电商渠道收入有望持续提升。同时，我们认为公司 26 年会延续降本增效的趋势方向，运营效率的提升仍是看点。
- 投资建议：**公司国际品牌增速显著，渠道结构调整优化，海外业务亏损拖累边际减弱，未来有望提升运营效率，驱动业绩稳健增长。预计公司 2026/27/28 归母净利润为 1.99/2.49/2.88 亿元，EPS 为 0.54/0.67/0.78 元，对应 PE 估值分别为 20/16/14 倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**消费需求恢复不及预期的风险；海外业务调整不及预期的风险；市场竞争加剧的风险。

歌力思（股票代码：603808）

推荐 维持评级

### 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

☎：010-80927622

✉：aifeila\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525080004

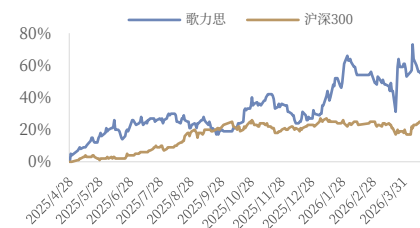
### 市场数据

2026年04月27日

股票代码	603808
A 股收盘价(元)	10.61
上证指数	4,086.34
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)	39

### 相对沪深 300 表现图

2026年04月27日



资料来源：中国银河证券研究院

### 相关研究

## 主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,857	3,014	3,208	3,423
收入增长率%	-5.90	5.49	6.46	6.70
归母净利润(百万元)	165	199	249	288
利润增长率%	/	20.81	25.03	15.66
毛利率%	66.90	67.00	67.30	67.50
摊薄 EPS(元)	0.45	0.54	0.67	0.78
PE	23.75	19.66	15.72	13.59
PB	1.50	1.40	1.29	1.19
PS	1.37	1.30	1.22	1.14

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,457	2,771	3,218	3,637
现金	995	1,236	1,573	1,909
应收账款	354	316	397	363
其它应收款	104	112	118	128
预付账款	25	41	29	45
存货	729	873	876	979
其他	249	194	225	214
非流动资产	1,729	1,599	1,517	1,431
长期投资	610	650	680	700
固定资产	97	99	96	92
无形资产	342	311	295	287
其他	681	538	446	352
资产总计	4,186	4,370	4,734	5,068
流动负债	999	987	1,079	1,111
短期借款	29	0	0	0
应付账款	213	249	238	278
其他	757	738	841	833
非流动负债	351	336	343	340
长期借款	0	0	0	0
其他	351	336	343	340
负债总计	1,350	1,323	1,423	1,451
少数股东权益	231	253	281	313
归属母公司股东权益	2,605	2,794	3,031	3,304
负债和股东权益	4,186	4,370	4,734	5,068

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	576	337	356	363
净利润	228	221	277	320
折旧摊销	185	195	158	171
财务费用	-38	-39	-43	-47
投资损失	-57	-30	-20	-20
营运资金变动	-212	121	-4	74
其他	469	-132	-11	-135
投资活动现金流	8	-76	-71	-61
资本支出	56	75	70	70
长期投资	-35	-40	-30	-20
其他	-13	-111	-111	-111
筹资活动现金流	-250	-21	52	33
短期借款	-1	-29	0	0
长期借款	-20	0	0	0
其他	-229	8	52	33
现金净增加额	334	240	337	336

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2,857	3,014	3,208	3,423
营业成本	945	994	1,049	1,113
税金及附加	23	24	26	28
销售费用	1,350	1,401	1,476	1,564
管理费用	206	205	209	223
研发费用	70	72	77	82
财务费用	-38	-39	-43	-47
资产减值损失	-92	-118	-93	-81
公允价值变动收益	12	0	0	0
投资收益及其他	95	68	58	58
营业利润	314	305	380	439
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	6	6	6	6
利润总额	310	300	375	434
所得税	81	79	99	114
净利润	228	221	277	320
少数股东损益	63	22	28	32
归属母公司净利润	165	199	249	288
EBITDA	359	397	440	509
EPS (元)	0.45	0.54	0.67	0.78

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入增长率	-5.9%	5.5%	6.5%	6.7%
营业利润增长率	/	3.0%	24.7%	15.5%
归母净利润增长率	/	20.8%	25.0%	15.7%
毛利率	66.9%	67.0%	67.3%	67.5%
净利率	5.8%	6.6%	7.8%	8.4%
ROE	6.3%	7.1%	8.2%	8.7%
ROIC	7.3%	8.7%	12.7%	15.5%
资产负债率	32.2%	30.3%	30.0%	28.6%
净资产负债率	-19.5%	-27.7%	-35.0%	-41.3%
流动比率	2.46	2.81	2.98	3.27
速动比率	1.73	1.92	2.17	2.39
总资产周转率	0.69	0.70	0.70	0.70
应收账款周转率	7.98	9.00	9.00	9.00
应付账款周转率	13.01	13.05	13.17	13.25
每股收益(元)	0.45	0.54	0.67	0.78
每股经营现金流(元)	1.56	0.91	0.96	0.98
每股净资产(元)	7.06	7.57	8.21	8.95
P/E	23.75	19.66	15.72	13.59
P/B	1.50	1.40	1.29	1.19
EV/EBITDA	5.76	6.51	5.09	3.75
PS	1.37	1.30	1.22	1.14

## 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，纺织服装行业首席分析师。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，纺织服装行业分析师。中国人民大学本硕，2023年7月加入中国银河证券研究院，从事纺织服装行业研究。

## 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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。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。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

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：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi\_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：

林程 021-60387901 lincheng\_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