

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

歌力思 (603808.SH)

投资评级

上次评级

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

刘田田 纺织服饰行业联席首席分析师

执业编号: S1500525120001

邮箱: liutiantian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

歌力思：25年可比口径收入稳健增长，降本增效驱动盈利能力显著恢复

2026年4月29日

事件：歌力思发布2025年年报，实现收入28.57亿元（同比-5.90%，可比口径下同比+2.5%，其中国内业务可比收入同比+5.6%），归母净利润1.65亿元（同比+153.3%），扣非归母净利润1.09亿元（同比+134.8%）。2025Q4实现收入8.38亿元（同比-5.15%），归母净利润5137万元（同比+115.5%），扣非归母净利润3270万元（同比+110.0%）。每10股拟派发现金红利1.82元，分红率40.15%。

分析判断：可比口径收入稳健增长，国际品牌延续高增。2025年可比口径主营收入同比增长2.5%，其中国内业务可比收入同比增长约5.6%，主要得益于多品牌协同发展及渠道质量提升。分品牌看，ELLASSAY品牌实现收入11.18亿元（同比-3.8%），品牌力建设持续深化，线上增长势头良好；Laurèl品牌实现收入4.68亿元（同比+12.7%），线上收入同比增长15%，抖音平台呈现突破增长趋势；IRO品牌中国区收入3.29亿元（同比+14.9%），线上平台高速增长超44%，中国区净增7家店，海外加速优化低效门店16家，经营结果改善；self-portrait品牌实现收入5.86亿元（同比+16.2%），高基数下仍实现高质量增长，线上销售同比增长34.4%，天猫和抖音平台均保持良好快速发展。分渠道看，线上实现销售5.27亿元，可比口径同比增长13.3%，线上销售占比达18.6%（同比+1.76pct）；线下直营收入25.29亿元（同比-3.3%），加盟店收入2.98亿元（同比-21.7%），可比口径下直营+加盟的线下取得低个位数增长。截至2025年末，公司直营/加盟门店分别为459/99家，较上年末净减少9/11家，门店总数558家。

降本增效效果显著，盈利能力明显恢复，经营性净利润表现优秀。2025年是公司“降本年”，公司积极推进流程优化、严格预算管理、强化营销活动产销合一和供应链管控等，销售费用率和管理费用率合计下降约5个百分点。2025年毛利率为66.93%（同比-0.40pct），其中ELLASSAY/Laurèl/IRO/self-portrait毛利率分别为65.83%/65.98%/59.81%/80.46%，同比分别-2.36/-0.34/-1.21/-1.58pct。期间费用率为55.6%（同比-8.12pct），其中销售费用率47.26%（同比-2.7pct）、管理费用率7.20%（同比-2.2pct）、研发费用率2.46%（同比-0.1pct）、财务费用率-1.32%（同比-3.0pct）。归母净利率为5.77%（同比+16.0pct），扣非归母净利率为3.80%。若剔除欧元大幅升值带来约5200万元汇兑收益、计提商誉及无形资产等减值共9194万元、以及唐利（Ed Hardy）约1300万元费用（减少投资收益）等非经营性因素影响，2025年经营性净利润更优，真实经营盈利能力显著恢复。

运营指标全面改善，资产周转效率明显提升。2025年经营性现金流净额5.76亿元（同比+38.2%），利润质量良好。存货周转天数296天（同比减少26天），应收账款周转天数45天（同比+2天），周转保持稳健。

盈利预测：我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 2.2/2.57/2.97 亿元，对应 PE 为 17.60X/ 15.08X /13.04 X。

风险提示：海外业务改善不及预期风险，消费复苏不及预期风险，费用率下行不及预期风险，汇率波动风险，商誉及商标减值风险。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	3,036	2,857	3,098	3,296	3,508
增长率 YoY %	4.1%	-5.9%	8.5%	6.4%	6.4%
归属母公司净利润(百万元)	-310	165	220	257	297
增长率 YoY%	-393.0%	153.3%	33.6%	16.7%	15.6%
毛利率%	67.4%	66.9%	67.2%	67.3%	67.3%
净资产收益率ROE%	-12.4%	6.3%	8.0%	8.9%	9.7%
EPS(摊薄)(元)	-0.84	0.45	0.60	0.70	0.80
市盈率 P/E(倍)	—	23.50	17.60	15.08	13.04
市净率 P/B(倍)	1.55	1.49	1.41	1.34	1.26

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 4 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	2,030	2,457	2,158	2,457	2,671	
货币资金	641	995	1,244	1,403	1,468	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	362	354	172	192	214	
预付账款	30	25	26	26	27	
存货	828	729	384	392	427	
其他	169	353	332	443	535	
非流动资产	2,121	1,729	1,626	1,503	1,491	
长期股权投资	617	610	610	610	610	
固定资产(合计)	99	97	88	79	69	
无形资产	392	342	331	320	309	
其他	1,012	681	598	495	504	
资产总计	4,150	4,186	3,785	3,960	4,162	
流动负债	964	999	457	477	501	
短期借款	30	29	29	29	29	
应付票据	47	97	0	0	0	
应付账款	226	213	129	141	153	
其他	661	660	298	308	319	
非流动负债	455	351	351	351	351	
长期借款	20	0	0	0	0	
其他	435	351	351	351	351	
负债合计	1,420	1,350	808	828	852	
少数股东权益	238	231	231	231	231	
归属母公司股东权益	2,493	2,605	2,746	2,900	3,078	
负债和股东权益	4,150	4,186	3,785	3,960	4,162	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	3,036	2,857	3,098	3,296	3,508	
同比(%)	4.1%	-5.9%	8.5%	6.4%	6.4%	
归属母公司净利润	-310	165	220	257	297	
同比(%)	-393.0%	153.3%	33.6%	16.7%	15.6%	
毛利率(%)	67.4%	66.9%	67.2%	67.3%	67.3%	
ROE%	-12.4%	6.3%	8.0%	8.9%	9.7%	
EPS(摊薄)(元)	-0.84	0.45	0.60	0.70	0.80	
P/E	—	23.50	17.60	15.08	13.04	
P/B	1.55	1.49	1.41	1.34	1.26	
EV/EBITDA	5.63	4.77	6.42	5.41	6.28	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	3,036	2,857	3,098	3,296	3,508	
营业成本	991	945	1,016	1,079	1,147	
营业税金及附加	20	23	25	25	28	
销售费用	1,518	1,350	1,487	1,582	1,684	
管理费用	286	206	232	231	246	
研发费用	79	70	62	66	70	
财务费用	52	-38	-28	-39	-46	
减值损失合计	-400	-89	-25	-25	0	
投资净收益	31	57	2	3	4	
其他	40	46	12	13	13	
营业利润	-238	314	294	343	396	
营业外收支	-5	-4	0	0	0	
利润总额	-243	310	294	343	396	
所得税	13	81	73	86	99	
净利润	-256	228	220	257	297	
少数股东损益	54	63	0	0	0	
归属母公司净利润	-310	165	220	257	297	
EBITDA	448	543	479	538	454	
EPS(当年)(元)	-0.85	0.45	0.60	0.70	0.80	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	417	576	438	488	369	
净利润	-256	228	220	257	297	
折旧摊销	357	267	214	235	103	
财务费用	30	7	15	15	15	
投资损失	-31	-57	-2	-3	-4	
营运资金变动	-10	63	-33	-41	-42	
其它	328	69	25	25	0	
投资活动现金流	9	8	-95	-210	-171	
资本支出	-71	-55	-111	-111	-91	
长期投资	91	6	-121	-103	-84	
其他	-11	57	137	3	4	
筹资活动现金流	-349	-250	-103	-118	-134	
吸收投资	0	0	-3	0	0	
借款	-6	-21	0	0	0	
支付利息或股息	-95	-19	-103	-118	-134	
现金流净增加额	74	343	249	159	64	

研究团队简介

姜文轍，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。