

歌力思 (603808.SH)

2025年可比口径收入增长3%，盈利水平显著改善

中性

核心观点

2025年可比口径收入稳健增长，盈利水平显著改善。受益于多品牌矩阵协同推动收入增长，旗下国际品牌表现出色，2025年公司可比口径主营业务收入收入同比+2.5%至28.3亿元，其中国内业务可比收入同比+5.6%。毛利率微降0.6个百分点至67.5%；销售/管理/研发/财务费用率分别下降2.74/2.21/0.14/3.03个百分点，管销费用率下降主要得益于公司将2025年定为“降本年”，严格执行预算管理、强化品销合一，同时海外业务推进降本增效、优化低效门店，以及Ed Hardy品牌出表的影响，财务费用率下降主因报告期内欧元升值带来约5200万元的汇兑收益，以及公司清偿借款后利息支出减少所致。归母净利润扭亏为盈至1.65亿元（去年同期-3.10亿元），主要源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，净利率提升至5.8%。此外，公司计提商誉及无形资产减值7799万元，Ed Hardy相关费用及投资收益减少约3800万元，若剔除非经营性因素影响，归母净利润超过2亿元。经营性现金流净额同比+38.2%至5.8亿元，现金流充裕，分红率40.15%。

2025年第四季度较去年同期品牌剥离影响消除、IRO海外减亏。四季度营收下降5.2%至8.4亿元，主因Ed Hardy品牌出表，同时主品牌为维护长期品牌价值，于三、四季度起严格管控折扣影响短期流水所致。归母净利润扭亏为盈至0.5亿元（去年同期-3.3亿元），归母净利率6.1%，同比改善43.6个百分点，主因资产减值损失同比修复26.6个百分点（去年同期因Ed Hardy品牌出表、IRO海外亏损计提商誉减值3.24亿元）；毛利率整体提升5.1个百分点，主要受益于Ed Hardy品牌出表、IRO盈利改善；销售/管理/财务费用率分别下降3.2/4.0/9.2个百分点，财务费用下降主因汇兑收益大幅增厚。

全年SP、LAUREL、IRO中国区销售双位数增长，线上渠道引领增长。1) **分品牌：**主品牌歌力思收入同比下降3.8%至11.2亿元；三大成长期品牌中，SP营业收入同比增长16.2%至5.9亿元；LAUREL营业收入同比增长12.7%至4.7亿元；IRO中国区收入同比增长15%，海外业务大力推进降本增效，加速优化低效门店16家，经营结果逐季改善，全年整体小幅下降3.2%至6.4亿元。2) **分渠道：**线上渠道实现销售5.27亿元，可比口径下同比增长13.3%，销售占比提升至18.6%。其中IRO品牌中国区线上增速达44.0%，self-portrait品牌线上增长34.4%。线下渠道积极推进渠道升级，新开深圳湾全国旗舰店、北京三里屯太古里形象店等多家标杆门店。截至2025年末，公司门店总数558家，较年初净减少20家，主要为IRO海外及ELLASSAY品牌的优化调整。

风险提示：品牌形象受损；存货大幅减值；市场竞争加剧。

投资建议：看好公司多品牌矩阵成长韧性，盈利能力有望持续修复。我们看好公司旗下Laurel、self-portrait、IRO中国区等品牌延续较强成长性，多品牌协同效应持续显现。同时，2026年公司将继续推进“降本年”，严格的预算管理有望驱动费用率进一步优化；海外业务亏损有望持续收窄，目标控制在5000万元以内。主品牌歌力思虽短期收入承压，但利润端已呈现恢复趋势。综合来看，公司盈利能力有望持续修复，我们预计2026-2028年净利润分别为2.1/2.3/2.5亿元，同比+25.6%/12.6%/7.5%。维持“中性”评级。

公司研究·财报点评

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁 证券分析师：刘佳琪
0755-81981391 010-88005446
dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn
S0980520040004 S0980523070003

基础数据

投资评级	中性(维持)
合理估值	
收盘价	10.61元
总市值/流通市值	3916/3916百万元
52周最高价/最低价	11.36/6.53元
近3个月日均成交额	106.99百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《歌力思(603808.SH)-第三季度国内业务增长稳健，加大海外业务调整力度》——2024-11-08
- 《歌力思(603808.SH)-上半年国内业务增长近15%，海外业务拖累整体业绩表现》——2024-09-02
- 《歌力思(603808.SH)-净利润持续受海外亏损影响，国内业务高质量增长》——2024-05-07

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,036	2,857	2,952	3,122	3,288
(+/-%)	4.1%	-5.9%	3.4%	5.8%	5.3%
净利润(百万元)	-310	165	207	233	251
(+/-%)	-393.0%	153.3%	25.6%	12.6%	7.5%
每股收益(元)	-0.84	0.45	0.56	0.63	0.68
EBIT Margin	7.4%	12.1%	9.9%	10.0%	10.1%
净资产收益率(ROE)	-12.4%	6.3%	7.4%	7.8%	7.8%
市盈率(PE)	-12.7	23.8	18.9	16.8	15.6
EV/EBITDA	18.6	13.9	15.8	14.8	14.0
市净率(PB)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

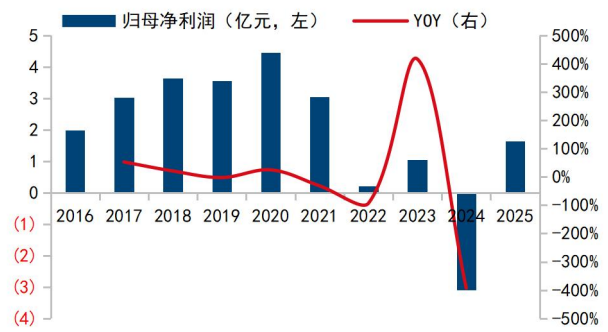
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图1: 公司年度营业收入及增速 (单位: 亿元)



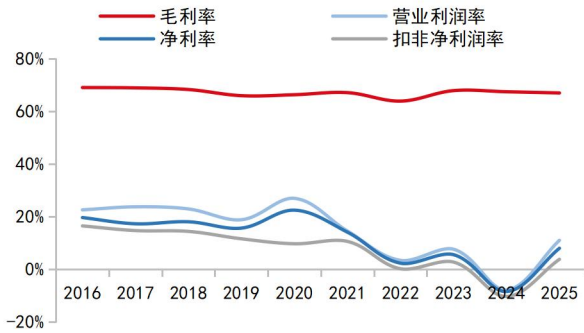
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司年度归母净利润及增速 (单位: 亿元)



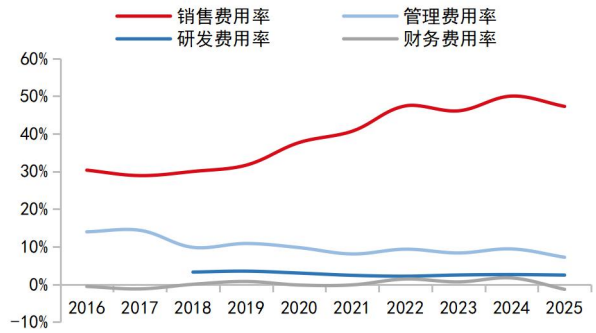
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司年度利润率 (%)



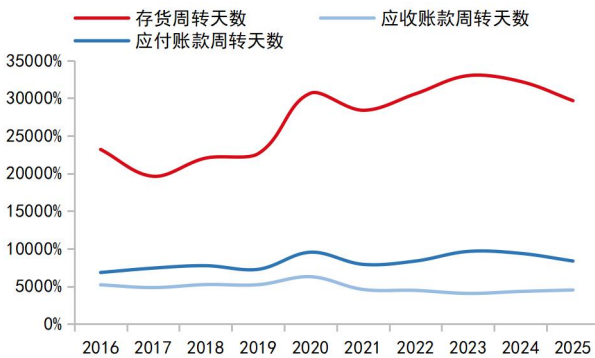
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司年度费用率变动 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司年度营运资金周转天数 (天)



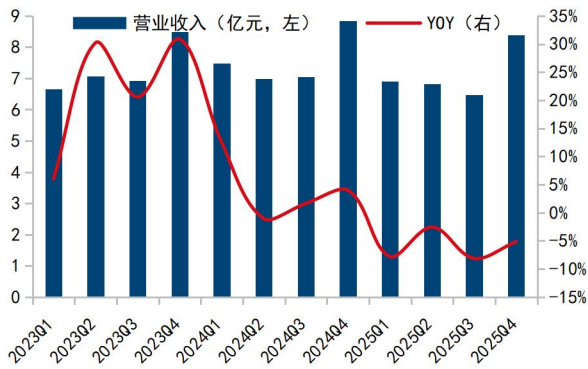
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司年度经营性现金流净额 (亿元)



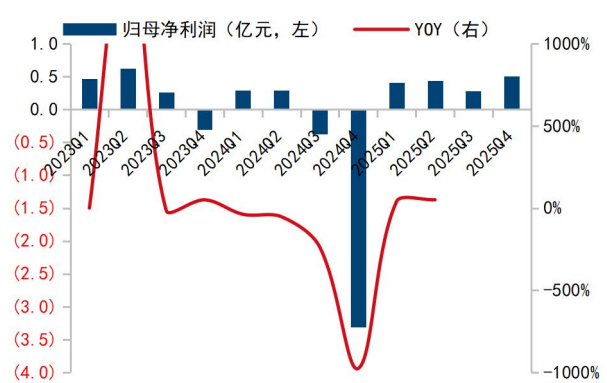
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司分季度营业收入及增速 (单位: 亿元)



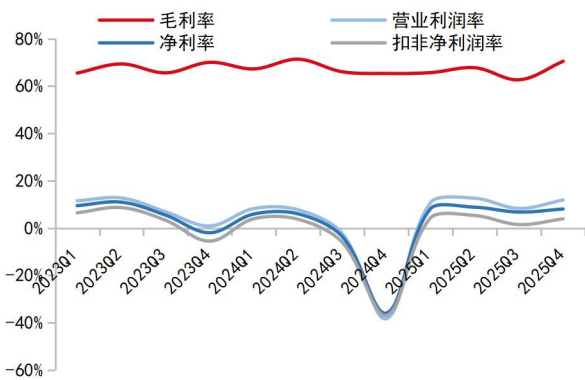
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司分季度归母净利润及增速 (单位: 亿元)



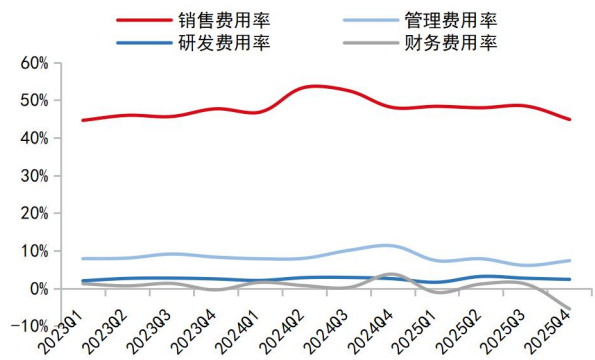
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司分季度利润率变化情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司分季度费用率变化情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 歌力思一图业绩概览

金额单位: 百万元		2023	2024	2025	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
营收	合计	2,915.18	3,035.85	2,856.60	690.01	681.42	647.10	838.07
	店数	651	657	555	561	559	551	555
	单店收入	4.48	4.62	5.15	1.13	1.22	1.17	1.52
YOY		21.7%	4.1%	-5.9%	-7.8%	-2.6%	-8.1%	-5.1%
按品牌分								
	歌力思	1,072.26	1,162.33	1,117.92	270.16	271.37	252.17	324.22
	门店数	301	301	284	295	290	286	284
	单店收入	3.56	3.86	3.94	0.91	0.93	0.88	1.14
	IRO	729.82	661.85	640.52	141.25	165.78	146.01	187.48
	门店数	112	106	97	102	102	95	97
	单店收入	6.52	6.24	6.60	1.36	1.63	1.48	1.95
	EdHardy	308.42	239.05					
	门店数	95	83					
	单店收入	3.25	2.88					
	Laurel	348.22	414.54	467.37	106.87	107.88	96.85	155.77
	门店数	87	94	96	92	92	94	96
	单店收入	4.00	4.41	4.87	1.15	1.17	1.04	1.64
	self-portrait	417.57	505.12	586.90	135.24	149.71	139.00	162.95
	门店数	56	73	78	72	75	76	78
	单店收入	7.46	6.92	7.52	1.87	2.04	1.84	2.12
YOY								
	歌力思	20.7%	8.4%	-3.8%	-11.7%	-0.6%	4.6%	-5.3%
	IRO	10.5%	-9.3%	-3.2%	-9.4%	22.8%	-16.3%	-4.6%
	EdHardy	3.0%	-22.5%					
	Laurel	47.2%	19.0%	12.7%	12.7%	6.7%	12.4%	17.6%
	self-portrait	49.9%	21.0%	16.2%	16.9%	24.2%	16.8%	8.7%
毛利率	合计	67.8%	67.4%	66.9%	66.1%	67.8%	62.7%	70.5%
	歌力思	71.3%	68.2%	65.8%	65.5%	69.5%	60.9%	66.8%
	IRO	60.9%	61.0%	59.8%	53.1%	60.2%	42.2%	78.3%
	EdHardy	55.8%	61.4%					
	Laurel	74.4%	66.3%	66.0%	62.6%	66.0%	77.2%	61.3%
	self-portrait	82.8%	82.0%	80.5%	66.6%	42.3%	59.6%	71.7%
费用率								
	营业税金及附加	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	0.6%	0.7%
	销售费用	46.1%	50.0%	47.3%	48.4%	48.0%	48.5%	44.9%
	管理费用	8.3%	9.4%	7.2%	7.4%	7.9%	6.1%	7.4%
	研发费用	2.5%	2.6%	2.5%	1.6%	3.2%	2.7%	2.4%
	财务费用	0.6%	1.7%	-1.3%	-1.1%	1.2%	1.2%	-5.5%
资产减值损失占比		-5.0%	-12.6%	-3.2%	-0.3%	2.9%	-0.4%	-12.8%
所得税率		26.6%	-5.2%	26.3%	32.5%	28.5%	21.6%	21.0%
归母净利润		105.65	(309.53)	164.88	40.94	44.11	28.45	51.37
净利率		3.6%	-10.2%	5.8%	5.9%	6.5%	4.4%	6.1%
YOY		416.6%	-393.0%	153.3%	40.3%	50.2%	176.8%	115.5%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利预测说明

预计 2026-2028 年归母净利润分别为 2.1/2.3/2.5 亿元, 同比+25.6%/+12.6%/+7.5%, 盈利预测主要原因说明: 1) 主品牌、IRO 收入增速稳定 (IRO 预计国内增长、海外下滑), SP 伴随规模扩大增速放缓, Laurel 预计增速较快。2) 毛利率伴随品牌结构变化及主品牌控折扣, 预计未来整体保持平稳微升。3) 费用率端, 2025 为公司“降本年”, 预期未来费用率保持平稳较低的水平。4) 减值方面, 公司 2024-2025 年减值计提较充分, 后续预期将变少。具体细节如下:

- 1、收入: 预计 2026-2028 年收入分别为 29.5/31.2/32.9 亿元, 同比+3.4%/5.8%/5.3%。
- 2、毛利率: 预计 2026-2028 年毛利率分别为 67.6%/67.7%/67.9%。
- 3、费用率: 预计 2026-2028 年费用率分别为 57.0%/57.0%/57.0%。
- 4、资产减值损失占比: 预计 2026-2028 年费用率分别为-1.4%/-1.0%/-1.0%。
- 5、归母净利率: 主要受毛利率平稳上升、减值预期变少影响, 预计 2026-2028 年归母净利率分别为 7.0%/7.5%/7.6%。

图12: 盈利预测假设拆分

金额单位: 百万元		2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营收	合计	2,915.18	3,035.85	2,856.60	2,952.48	3,122.47	3,287.59
YOY		21.7%	4.1%	-5.9%	3.4%	5.8%	5.3%
按品牌分							
	歌力思	1,072.26	1,162.33	1,117.92	1,117.92	1,151.46	1,186.00
	IRO	729.82	661.85	640.52	640.52	672.55	706.17
	Laurel	348.22	414.54	467.37	514.10	565.52	610.76
	self-portrait	417.57	505.12	586.90	633.85	684.56	733.85
YOY							
	歌力思	20.7%	8.4%	-3.8%	0.0%	3.0%	3.0%
	IRO	10.5%	-9.3%	-3.2%	0.0%	5.0%	5.0%
	Laurel	47.2%	19.0%	12.7%	10.0%	10.0%	8.0%
	self-portrait	49.9%	21.0%	16.2%	8.0%	8.0%	7.2%
毛利率	合计	67.8%	67.4%	66.9%	67.6%	67.7%	67.9%
	歌力思	71.3%	68.2%	65.8%	66.5%	66.6%	66.6%
	IRO	60.9%	61.0%	59.8%	61.0%	61.1%	61.1%
	Laurel	74.4%	66.3%	66.0%	66.0%	66.0%	66.1%
	self-portrait	82.8%	82.0%	80.5%	80.5%	80.5%	80.6%
费用率							
	营业税金及附加	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
	销售费用	46.1%	50.0%	47.3%	47.3%	47.3%	47.3%
	管理费用	8.3%	9.4%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
	研发费用	2.5%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
	财务费用	0.6%	1.7%	-1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失占比		-5.0%	-12.6%	-3.2%	-1.4%	-1.0%	-1.0%
所得税率		26.6%	-5.2%	26.3%	26.3%	26.3%	26.3%
归母净利润		105.65	(309.53)	164.88	207.16	233.21	250.75
净利率		3.6%	-10.2%	5.8%	7.0%	7.5%	7.6%
YOY		416.6%	-393.0%	153.3%	25.6%	12.6%	7.5%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测

投资建议：看好公司多品牌矩阵成长韧性，盈利能力有望持续修复

我们看好公司旗下 Laurel、self-portrait、IRO 中国区等品牌延续较强成长性，多品牌协同效应持续显现。同时，2026 年公司将继续推进“降本年”，严格的预算管理有望驱动费用率进一步优化；海外业务亏损有望持续收窄，目标控制在 5000 万元以内。主品牌歌力思虽短期收入承压，但利润端已呈现恢复趋势。综合来看，公司盈利能力有望持续修复，我们预计 2026-2028 年净利润分别为 2.1/2.3/2.5 亿元，同比 +25.6%/12.6%/7.5%。维持“中性”评级。

表1: 盈利预测和估值

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,036	2,857	2,952	3,122	3,288
(+/-%)	4.1%	-5.9%	3.4%	5.8%	5.3%
净利润(百万元)	-310	165	207	233	251
(+/-%)	-393.0%	153.3%	25.6%	12.6%	7.5%
每股收益(元)	-0.84	0.45	0.56	0.63	0.68
EBIT Margin	7.4%	12.1%	9.9%	10.0%	10.1%
净资产收益率(ROE)	-12.4%	6.3%	7.4%	7.8%	7.8%
市盈率(PE)	-12.7	23.8	18.9	16.8	15.6
EV/EBITDA	18.6	13.9	15.8	14.8	14.0
市净率(PB)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值

公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS			PE			g 2025-2027	PEG 2026
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E		
歌力思	中性	10.61	0.45	0.56	0.63	23.8	18.9	16.8	18.9%	1.00
可比公司										
森马服饰	优于大市	5.66	0.33	0.40	0.43	17.1	14.1	13.1	14.3%	0.99
江南布衣	优于大市	20.17	1.85	1.97	2.06	10.9	10.3	9.8	5.6%	1.84

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

风险提示

品牌形象受损; 存货大幅减值; 市场竞争加剧。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	641	995	1079	1314	1574	营业收入	3036	2857	2952	3122	3288
应收款项	463	458	473	500	527	营业成本	991	945	957	1008	1057
存货净额	828	729	746	784	821	营业税金及附加	20	23	24	25	26
其他流动资产	78	76	78	83	87	销售费用	1518	1350	1395	1476	1554
流动资产合计	2030	2457	2576	2880	3207	管理费用	298	196	299	315	331
固定资产	101	97	113	129	142	财务费用	52	(38)	0	0	0
无形资产及其他	392	342	328	315	301	投资收益	31	57	75	82	91
投资性房地产	1011	680	680	680	680	资产减值及公允价值变动	390	(80)	(17)	(5)	(5)
长期股权投资	617	610	610	610	610	其他收入	(817)	(43)	40	41	43
资产总计	4150	4186	4306	4614	4940	营业利润	(238)	314	375	417	447
短期借款及交易性金融负债	242	169	169	169	169	营业外净收支	(5)	(4)	(4)	(5)	(5)
应付款项	273	310	216	227	237	利润总额	(243)	310	371	412	442
其他流动负债	449	519	491	518	544	所得税费用	13	81	98	108	116
流动负债合计	964	999	876	914	951	少数股东损益	54	63	66	71	75
长期借款及应付债券	20	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(310)	165	207	233	251
其他长期负债	435	351	351	351	351						
长期负债合计	455	351	351	351	351	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1420	1350	1227	1265	1302	净利润	(310)	165	207	233	251
少数股东权益	238	231	290	353	420	资产减值准备	239	(292)	3	10	11
股东权益	2493	2605	2789	2996	3218	折旧摊销	62	34	34	37	41
负债和股东权益总计	4150	4186	4306	4614	4940	公允价值变动损失	(390)	80	17	5	5
						财务费用	52	(38)	0	0	0
关键财务与估值指标						营运资本变动	501	166	(154)	(21)	(20)
每股收益	(0.84)	0.45	0.56	0.63	0.68	其它	(168)	348	55	52	56
每股红利	0.26	0.05	0.06	0.07	0.08	经营活动现金流	(66)	501	163	317	344
每股净资产	6.75	7.06	7.56	8.12	8.72	资本开支	0	346	(56)	(56)	(56)
ROIC	9%	11%	10%	10%	10%	其它投资现金流	(20)	(178)	0	0	0
ROE	-12%	6%	7%	8%	8%	投资活动现金流	(113)	175	(56)	(56)	(56)
毛利率	67%	67%	68%	68%	68%	权益性融资	(3)	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	12%	10%	10%	10%	负债净变化	(36)	(20)	0	0	0
EBITDA Margin	9%	13%	11%	11%	11%	支付股利、利息	(95)	(19)	(23)	(26)	(28)
收入增长	4%	-6%	3%	6%	5%	其它融资现金流	500	(245)	0	0	0
净利润增长率	-393%	153%	26%	13%	8%	融资活动现金流	235	(322)	(23)	(26)	(28)
资产负债率	40%	38%	35%	35%	35%	现金净变动	56	354	84	235	260
息率	2.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	货币资金的期初余额	585	641	995	1079	1314
P/E	(12.7)	23.8	18.9	16.8	15.6	货币资金的期末余额	641	995	1079	1314	1574
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	企业自由现金流	0	801	39	190	211
EV/EBITDA	18.6	13.9	15.8	14.8	14.0	权益自由现金流	0	536	39	192	215

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032