

公司研究

业绩开始修复，期待盈利能力继续向上

——歌力思（603808.SH）2025 年年报及 2026 年一季报点评

增持（维持）

当前价：11.10 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001
021-52523680
jianghao@ebscn.com

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001
021-52523672
sunww@ebscn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004
021-52523842
zhujiayu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.64
总市值(亿元):	40.37
一年最低/最高(元):	6.83/11.36
近3月换手率:	163.65%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.90	2.47	34.37
绝对	6.12	4.62	61.86

资料来源：Wind

相关研报

Q3 利润扭亏，历史包袱减轻、期待业绩逐步改善——歌力思（603808.SH）2025 年三季报点评（2025-10-30）

要点

事件：

歌力思发布 2025 年年报。公司 2025 年实现营业收入 28.6 亿元，同比下降 5.9%，归母净利润 1.6 亿元同比扭亏，扣非净利润 1.1 亿元，同比扭亏，EPS（基本）为 0.45 元。公司拟每股派发现金红利 0.182 元（含税），对应全年合计派息比例为 40%。

分季度来看，25Q1~Q4 公司单季度收入分别为 6.9/6.8/6.5/8.4 亿元，分别同比 -7.8%/-2.6%/-8.1%/-5.1%，归母净利润分别为 0.4/0.4/0.3/0.5 亿元，分别同比 +40.2%/+50.3%/扭亏/扭亏。

同时，公司发布 2026 年一季报，26Q1 实现营业收入 7.4 亿元，同比增长 7.8%，归母净利润 0.4 亿元，同比增长 0.1%，扣非归母净利润 0.6 亿元，同比增长 110.6%，扣非净利润增幅较高主要为毛利率提升、费用率下降贡献。

点评：

主品牌歌力思小幅波动，Laurel/sp/iro 国内增长领先

分品牌来看：25 年主品牌 ELLASSAY/LAUREL/IRO/Self-portrait 收入分别占比 39%/16%/22%/21%，收入分别同比-3.8%/+12.8%/-3.2%/+16.2%，IRO 品牌收入下降主要为海外承压、国内收入同比实现双位数增长；26Q1 分品牌来看，ELLASSAY/LAUREL /IRO/Self-portrait 品牌收入分别同比 +3%/+32.4%/+11.1%/+12.8%，其中 IRO 品牌国内市场收入同比增长 32%。

分渠道来看：25 年直营店、加盟店收入占比分别为 89%/10%，收入分别同比 -3.3%/-21.7%；26Q1 收入分别同比+12.8%/+2%。

分线上线下来看：25 年线上、线下渠道收入占比分别为 18%/81%，收入分别同比 +1.1%/-7.1%；26Q1 收入分别同比+5.7%/+13%。

线下门店方面：25 年末公司总门店为 558 家、新开 56 家、关闭 76 家、净减少 3.5%。其中，ELLASSAY/LAUREL/IRO/Self-portrait/其他品牌（NBS）门店数分别为 284/96/97/78/3 家，分别同比-5.6%/+2.1%/-8.5%/+6.8%/ -25%。26 年 3 月末公司总门店为 540 家，较年初净减少 18 家，其中 ELLASSAY/LAUREL/IRO/Self-portrait/其他门店数分别-10/-4/-3/-1/持平。

毛利率 25Q4 以来同比提升明显，费用管控持续推进

毛利率：25 年毛利率同比下降 0.5PCT 至 66.9%。分品牌来看，ELLASSAY/LAUREL/IRO/Self-portrait/其他品牌毛利率分别为 65.8%/66%/59.8%/80.5%/67.3%，分别同比-2.4/-0.3/-1.2/-1.6/+1.6PCT；分渠道来看，直营店、加盟店销售毛利率分别为 71.2%/36.8%，分别同比+1.1/-18.3PCT。

分季度来看，25Q1~26Q1 单季度毛利率分别同比-1.6/-3.6/-3.4/+5.1/+5.1PCT 至 65.7%/67.8%/62.7%/70.5%/70.8%，25Q4 以来单季毛利率同比提升明显。26Q1 分品牌来看，ELLASSAY/LAUREL/IRO/Self-portrait/其他品牌毛利率分别同比 +8.4/+9/+15.8/-1/-6.6PCT。

费用率：25 年期间费用率同比下降 8.1PCT 至 55.6%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 47.3%/7.2%/2.5%/-1.3%，分别同比-2.7/-2.2/-0.1/-3PCT。25Q1~26Q1 单季度期间费用率分别同比-2.1/-4.8/-7.3/-16.6/-0.9PCT（24Q4 为亏损，管理和财务费用异常偏高），其中销售费用率分别同比+1.5/-5.4/-4.1/-3.2/-1.2PCT。

其他财务指标：1) 存货 25 年末同比减少 11.9%至 7.3 亿元，26 年 3 月末同比减少 14.9%至 6.3 亿元，较年初减少 13.7%，存货周转天数 25 年/26Q1 分别为 297/282 天，同比-26/-16 天。

2) 应收账款 25 年末同比减少 2.1%至 3.5 亿元，26 年 3 月末同比增加 4.1%至 3.2 亿元，较年初减少 11%，25 年/26Q1 应收账款周转天数分别为 45/41 天，同比+2/-3 天。

3) 资产减值损失 25 年为 9194 万元，同比减少 76%。26Q1 为 1236 万元，同比增加 587.9%。

4) 经营活动净现金流 25 年为 5.8 亿元，同比增加 38.2%，26Q1 为 1.9 亿元，同比增加 162.1%。

期待盈利能力继续向上修复，维持“增持”评级

公司业绩已度过 24 年低点，26 年开局收入增长良好，且公司自去年开始的降本增效措施逐步显效，费用率端得以优化。考虑到国内外终端需求存不确定性，我们下调 26~27 年归母净利润预测、新增 28 年预测（较前次预测分别下调 17%/27%），预计 26~28 年归母净利润分别为 2/2.5/2.8 亿元，EPS 分别为 0.55/0.67/0.78 元，当前股价对应 26~28 年 PE 为 20/16/14 倍，维持“增持”评级。

风险提示：国内外消费疲软；小品牌拓展不及预期；费用控制不当；库存积压；商誉减值风险；汇率波动。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	3,036	2,857	3,129	3,378	3,637
营业收入增长率	4.1%	-5.9%	9.6%	7.9%	7.7%
归母净利润（百万元）	-310	165	199	245	283
归母净利润增长率	-393.0%	NA	20.9%	23.1%	15.1%
EPS（元）	-0.85	0.45	0.55	0.67	0.78
ROE（归属母公司）（摊薄）	-12.4%	6.3%	7.3%	8.5%	9.3%
P/E	NA	24	20	16	14
P/B	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-30

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,036	2,857	3,129	3,378	3,637
营业成本	991	945	980	1,047	1,116
折旧和摊销	62	34	38	41	44
税金及附加	20	23	25	27	29
销售费用	1,518	1,350	1,455	1,554	1,669
管理费用	286	206	219	235	251
研发费用	79	70	77	83	89
财务费用	52	-38	25	23	21
投资收益	31	57	30	30	30
营业利润	-238	314	348	410	460
利润总额	-243	310	344	406	456
所得税	13	81	89	106	119
净利润	-256	228	254	300	338
少数股东损益	54	63	55	55	55
归属母公司净利润	-310	165	199	245	283
EPS(元)	-0.85	0.45	0.55	0.67	0.78

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	417	576	263	324	343
净利润	-310	165	199	245	283
折旧摊销	62	34	38	41	44
净营运资金增加	-55	-160	120	98	121
其他	720	538	-94	-60	-104
投资活动产生现金流	9	8	-10	-10	-10
净资本支出	-71	-55	-40	-40	-40
长期投资变化	617	610	0	0	0
其他资产变化	-537	-547	30	30	30
融资活动现金流	-349	-250	-121	-125	-141
股本变化	0	0	-5	0	0
债务净变化	-28	-92	-29	0	0
无息负债变化	-114	22	29	39	40
净现金流	74	343	133	189	191

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	67.4%	66.9%	68.7%	69.0%	69.3%
EBITDA 率	22.6%	16.4%	15.6%	16.5%	16.9%
EBIT 率	18.2%	13.3%	14.4%	15.3%	15.7%
税前净利润率	-8.0%	10.8%	11.0%	12.0%	12.5%
归母净利润率	-10.2%	5.8%	6.4%	7.3%	7.8%
ROA	-6.2%	5.5%	5.8%	6.5%	6.9%
ROE (摊薄)	-12.4%	6.3%	7.3%	8.5%	9.3%
经营性 ROIC	22.8%	12.4%	14.1%	15.4%	16.3%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	34%	32%	31%	30%	29%
流动比率	2.10	2.46	2.65	2.78	2.92
速动比率	1.25	1.73	1.92	2.07	2.21
归母权益/有息债务	9.52	15.37	19.49	20.51	21.67
有形资产/有息债务	13.33	21.48	27.29	29.02	30.88

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	4,150	4,186	4,374	4,611	4,869
货币资金	641	995	1,128	1,317	1,509
交易性金融资产	0	64	64	64	64
应收账款	362	354	399	430	463
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	101	104	113	122	131
存货	828	729	725	732	758
其他流动资产	98	211	215	217	219
流动资产合计	2,030	2,457	2,643	2,882	3,143
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	617	610	610	610	610
固定资产	99	97	100	100	97
在建工程	2	0	0	0	0
无形资产	392	342	337	332	327
商誉	71	46	46	46	46
其他非流动资产	939	634	638	641	645
非流动资产合计	2,121	1,729	1,731	1,730	1,726
总负债	1,420	1,350	1,349	1,388	1,428
短期借款	30	29	0	0	0
应付账款	226	213	225	241	257
应付票据	47	97	98	105	112
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	661	660	675	692	709
流动负债合计	964	999	998	1,037	1,077
长期借款	20	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	435	351	351	351	351
非流动负债合计	455	351	351	351	351
股东权益	2,731	2,836	3,024	3,223	3,440
股本	369	369	364	364	364
公积金	932	941	949	949	949
未分配利润	1,275	1,419	1,550	1,694	1,856
归属母公司权益	2,493	2,605	2,738	2,882	3,044
少数股东权益	238	231	286	341	396

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	50.0%	47.3%	46.5%	46.0%	45.9%
管理费用率	9.4%	7.2%	7.0%	7.0%	6.9%
财务费用率	1.7%	-1.3%	0.8%	0.7%	0.6%
研发费用率	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
所得税率	-5.2%	26.3%	26.0%	26.0%	26.0%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.05	0.18	0.28	0.33	0.37
每股经营现金流	1.15	1.58	0.72	0.89	0.94
每股净资产	6.85	7.16	7.53	7.92	8.37
每股销售收入	8.35	7.85	8.60	9.29	10.00

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	NA	24	20	16	14
PB	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	7.4	9.6	8.1	7.1	6.5
股息率	0.5%	1.6%	2.5%	3.0%	3.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼