

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

中性

核心观点

国内业务增长 5.3%，海外业务拖累整体业绩表现。 公司是国内高端女装品牌集团。第三季度收入同比增长 1.6% 至 7.0 亿元，归母净利润同比-238.5% 至 -0.4 亿元。国内业务增长相对稳健，收入同比+5.3%；海外业务销售持续下滑、亏损加大，拖累整体业绩表现。公司注重品牌力建设，严控货品折扣，毛利率同比提升 0.5 个百分点。销售费用率+6.9 个百分点至 52.5%，管理费用率同比+1.0 个百分点至 10.1%，主要由于海外地区刚性费用占比高、不良店铺关闭调整、以及国内直营店铺开店较多增加了店铺及人工成本。由于存货减值计提增加，资产减值损失占收入比例同比下滑 3.5 个百分点；受费用增长及资产减值增加影响，净利率同比减少 9.1 个百分点至 -5.3%。由于销售不及预期，期末存货同比+22.8% 至 9.6 亿元，存货周转天数同比+68 天至 375 天。

三大成长期品牌国内表现亮眼，线上渠道增长较快。 分品牌看，主品牌歌力思收入保持稳定；三大成长期品牌表现亮眼，SP、LAUREL、IRO 中国区分别增长 32%/9%/8%，IRO 受海外业务拖累，IRO 品牌整体收入同比-17%；Ed HARDY 持续调整，收入同比-20%；歌力思/IRO/Ed Hardy/Laurel/SP 毛利率分别同比-0.5/+3.2/+3.6/-15.8/+0.1 个百分点。**分渠道看**，线上渠道表现优异，收入同比+48% 至 1.1 亿元。主要受海外业务拖累，线下收入同比-8%，公司实时调整经营策略，持续关闭低效店，开设店效更高的直营店，较 2023 年末净开 6 家店铺，其中直营净开 16 家，加盟净关 10 家。

预计将加大海外业务的调整力度，减少业绩拖累时间。 由于海外宏观局势、消费环境仍存在较大不确定性，IRO 品牌海外业务自去年三季度以来拖累持续加大，公司预计将对 IRO 品牌海外业务加快加大调整改善的措施，短期预计增加业绩压力，但有望在快速调整后轻装上阵，有利未来长期发展。

风险提示： 海外业务调整不及预期；存货大幅减值；市场竞争加剧。

投资建议： 国内业务支撑收入增长，盈利短期受海外业务影响，看好加速调整后轻装上阵。2024 年国内消费环境疲弱情况下，公司基于多品牌矩阵、国内收入增速行业领先。由于海外业务持续表现不佳，拖累 IRO 品牌收入、并且利润端持续亏损，拖累公司整体业绩，预计公司将加大加速海外业务的调整力度，减少业绩拖累时间，短期盈利承压，看好经过快速调整后公司轻装上阵重新恢复健康稳健增长。主要基于海外业务的拖累，我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年净利润分别为 0.5/1.7/2.1 亿元（前值为 1.9/2.4/2.9 亿元），同比-48.7%/+221.4%/+22.4%。维持 6.9-7.4 元目标价，对应 2025 年 15-16x PE，下调至“中性”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,395	2,915	3,007	3,241	3,486
(+/-%)	1.4%	21.7%	3.1%	7.8%	7.6%
净利润(百万元)	20	106	54	174	213
(+/-%)	-93.3%	416.6%	-48.7%	221.4%	22.4%
每股收益(元)	0.06	0.29	0.14	0.46	0.57
EBIT Margin	7.2%	13.5%	5.1%	9.0%	10.2%
净资产收益率 (ROE)	0.7%	3.6%	1.9%	5.9%	7.0%
市盈率 (PE)	131.7	25.5	50.8	15.8	12.9
EV/EBITDA	18.3	9.6	20.5	12.3	10.5
市净率 (PB)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9

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

公司研究·财报点评

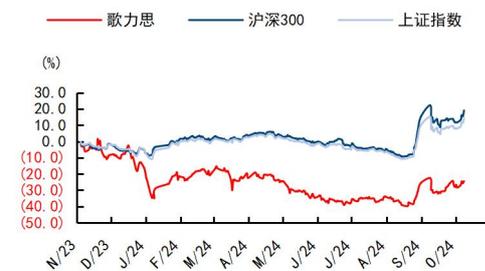
纺织服饰·服装家纺

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

基础数据

投资评级	中性(下调)
合理估值	6.90 - 7.40 元
收盘价	7.31 元
总市值/流通市值	2698/2698 百万元
52 周最高价/最低价	10.48/5.72 元
近 3 个月日均成交额	21.21 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

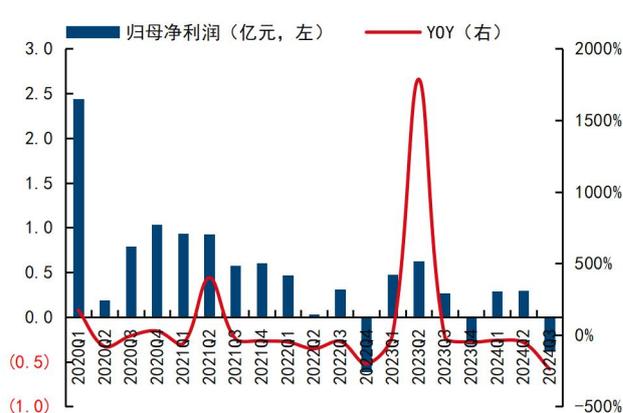
- 《歌力思 (603808.SH) - 上半年国内业务增长近 15%，海外业务拖累整体业绩表现》——2024-09-02
- 《歌力思 (603808.SH) - 净利润持续受海外亏损影响，国内业务高质量增长》——2024-05-07
- 《歌力思 (603808.SH) - 第三季度收入增长 21%，投资收益下降拖累净利率》——2023-11-02
- 《歌力思 (603808.SH) - 上半年收入增长 17%，各品牌毛利率提升》——2023-08-30
- 《歌力思 (603808.SH) - 2023 一季度收入增长 6%，股权激励彰显增长信心》——2023-04-30

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



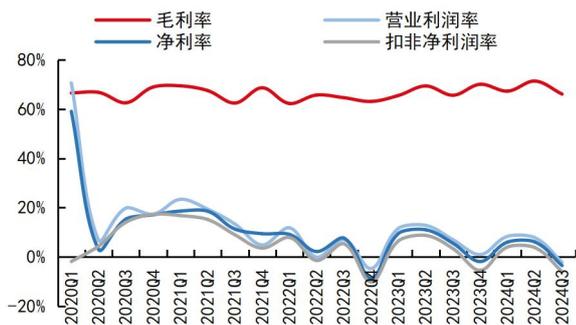
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



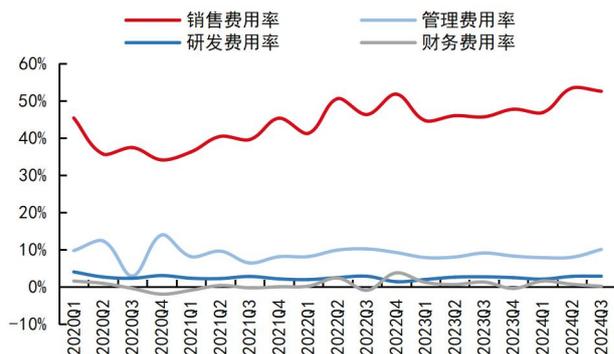
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司毛利率及净利率变化情况



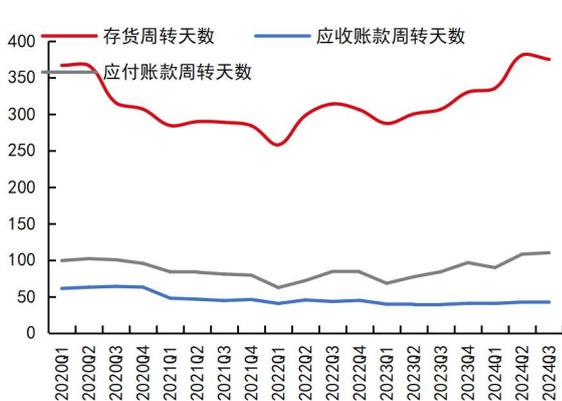
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司四项费用率变化情况



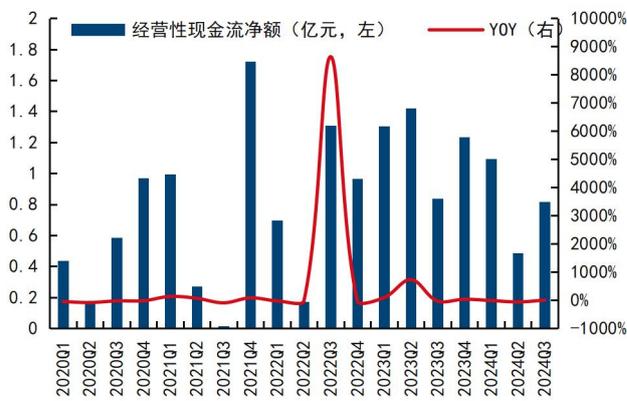
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司营运资金周转天数



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：经营性现金流净额



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测调整说明

预计 2024–2026 年归母净利润分别为 0.5/1.7/2.1 亿元（前值为 1.9/2.4/2.9 亿元），同比-48.7%/+221.4%/+22.4%，盈利预测下调主要受 IRO 品牌海外业务拖累，下调 IRO 品牌收入预测，同时由于刚性成本费用占比提升，下调毛利率、上调费用率，并且在公司加速调整海外业务的预期下，减值损失预期增加。具体调整细节如下：

1、收入：预计 2024–2026 年收入分别为 30.1/32.4/34.9 亿元（前值为 31.4/34.5/38.6 亿元），同比+3.1%/7.8%/7.6%。收入下调主要受 IRO 品牌海外业务收入下滑影响。

2、毛利率：预计 2024–2026 年毛利率分别为 67.3%/68.0%/68.3%（前值为 69.4%/69.5%/70.2%）。下调毛利率主要基于海外业务刚性成本占比提升。

3、销售费用率：预计 2024–2026 年销售费用率分别为 50.0%/47.5%/47.0%（前值为 48.0%/47.0%/47.0%）。主要对 2024 年销售费用率进行上调，主要受海外地区刚性费用占比高、不良店铺关闭调整、以及国内直营店铺开店较多增加了店铺及人工成本。

4、资产减值损失占比：预计 2024–2026 年分别为-2.5%/-1.5%/-1.5%（前值为-1.5%/-1.5%/-1.5%）。主要预计受海外业务加速调整影响，2024 年减值损失加大。

5、归母净利率：预计 2024–2026 年归母净利率分别为 1.8%/5.4%/6.1%（前值为 5.9%/6.9%/7.4%）。

图7：盈利预测假设拆分

金额单位：百万元		2022	2023	2024E	2025E	2026E	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2
营收	合计	2,394.74	2,915.18	3,006.80	3,241.05	3,486.13	1,372.47	1,542.71	1,447.85	1,558.95
YOY		1.4%	21.7%	3.1%	7.8%	7.6%	17.2%	26.0%	5.5%	1.1%
按品牌分										
	歌力思	888.51	1,072.26	1,179.48	1,215.10	1,251.56	477.21	595.05	578.93	600.55
	IRO	660.57	729.82	591.15	613.76	635.24	350.89	378.93	290.87	300.29
	EdHardy	299.49	308.42	248.52	253.49	258.56	161.54	146.87	129.69	118.83
	Laurel	236.52	348.22	413.16	477.20	543.77	153.64	194.57	195.94	217.22
	self-portrait	278.53	417.57	521.96	626.35	739.09	210.04	207.52	236.22	285.74
YOY										
	歌力思	-12.2%	20.7%	10.0%	3.0%	3.0%	5.3%	36.6%	21.3%	0.9%
	IRO	11.6%	10.5%	-19.0%	3.8%	3.5%	12.5%	8.7%	-17.1%	-20.8%
	EdHardy	-2.6%	3.0%	-19.4%	2.0%	2.0%	4.3%	1.6%	-19.7%	-19.1%
	Laurel	-1.8%	47.2%	18.7%	15.5%	14.0%	37.7%	55.7%	27.5%	11.6%
	self-portrait	58.8%	49.9%	25.0%	20.0%	18.0%	69.9%	33.9%	12.5%	37.7%
毛利率	合计	63.8%	67.8%	67.3%	68.0%	68.3%	67.5%	68.0%	69.2%	65.4%
	歌力思	67.1%	71.3%	71.0%	71.0%	71.0%	70.2%	72.2%	69.2%	72.7%
	IRO	58.7%	60.9%	58.0%	60.0%	60.0%	59.9%	61.7%	62.2%	53.9%
	EdHardy	46.6%	55.8%	62.0%	62.0%	62.0%	58.9%	52.4%	62.2%	61.8%
	Laurel	71.7%	74.4%	65.0%	65.0%	65.0%	75.8%	73.3%	70.5%	60.0%
	self-portrait	82.5%	82.8%	82.9%	82.9%	82.9%	82.6%	83.0%	82.3%	83.4%
费用率										
	营业税金及附加	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%	0.5%
	销售费用	47.4%	46.1%	50.0%	47.5%	47.0%	45.3%	46.8%	50.0%	50.0%
	管理费用	9.3%	8.3%	9.0%	8.5%	8.3%	8.0%	8.7%	7.9%	10.0%
	研发费用	2.2%	2.5%	2.5%	2.3%	2.2%	2.3%	2.6%	2.5%	2.5%
	财务费用	1.4%	0.6%	0.4%	0.3%	0.3%	0.9%	0.4%	1.2%	-0.3%
资产减值损失占比		-1.4%	-5.0%	-2.5%	-1.5%	-1.5%	-1.1%	-8.4%	-0.5%	-4.4%
归母净利润		20.45	105.65	54.20	174.20	213.28	109.65	(4.00)	58.55	(4.35)
净利率		0.9%	3.6%	1.8%	5.4%	6.1%	8.0%	-0.3%	4.0%	-0.3%
YOY		-93.3%	416.6%	-48.7%	221.4%	22.4%	117.6%	86.6%	-46.6%	-8.5%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测

投资建议：国内业务支撑收入增长，盈利短期受海外业务影响，看好加速调整后轻装上阵

2024 年国内消费环境疲弱情况下，公司基于多品牌矩阵、国内收入增速行业领先，继续看好公司主品牌稳健增长，以及成长期子品牌的增长潜力。由于海外业务持续表现不佳，拖累 IRO 品牌收入、并且利润端持续亏损，拖累公司整体业绩，预计公司将加大加速海外业务的调整力度，减少业绩拖累时间，短期盈利承压，看好经过快速调整后公司轻装上阵重新恢复健康稳健增长。主要基于海外业务的拖累，我们下调盈利预测，预计 2024–2026 年净利润分别为 0.5/1.7/2.1 亿元（前值为 1.9/2.4/2.9 亿元），同比-48.7%/+221.4%/+22.4%。维持 6.9–7.4 元目标价，对应 2025 年 15–16x PE，下

调至“中性”评级。

表1: 盈利预测和估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,395	2,915	3,007	3,241	3,486
(+/-%)	1.4%	21.7%	3.1%	7.8%	7.6%
净利润(百万元)	20	106	54	174	213
(+/-%)	-93.3%	416.6%	-48.7%	221.4%	22.4%
每股收益(元)	0.06	0.29	0.14	0.46	0.57
EBIT Margin	7.2%	13.5%	5.1%	9.0%	10.2%
净资产收益率(ROE)	0.7%	3.6%	1.9%	5.9%	7.0%
市盈率(PE)	131.7	25.5	50.8	15.8	12.9
EV/EBITDA	18.3	9.6	20.5	12.3	10.5
市净率(PB)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9

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	PEG
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
歌力思	中性	7.20	0.29	0.14	0.46	24.8	51.4	15.7	25.9%	1.98
可比公司										
江南布衣	优于大市	12.93	1.24	1.63	1.67	10.4	7.9	7.7	16.1%	0.49
地素时尚	优于大市	11.59	1.04	0.72	0.84	11.1	16.1	13.8	-10.1%	-1.59
森马服饰	优于大市	6.36	0.42	0.41	0.46	15.1	15.5	13.8	4.7%	3.33

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	518	585	585	585	585	营业收入	2395	2915	3007	3241	3486
应收款项	387	481	496	535	576	营业成本	867	939	985	1038	1105
存货净额	775	945	987	1037	1101	营业税金及附加	15	19	19	21	22
其他流动资产	75	62	64	69	74	销售费用	1135	1343	1503	1539	1638
流动资产合计	1757	2074	2134	2227	2337	管理费用	228	238	369	373	389
固定资产	185	176	172	183	186	财务费用	34	19	12	10	10
无形资产及其他	627	581	558	535	512	投资收益	43	71	63	72	75
投资性房地产	1327	1268	1268	1268	1268	资产减值及公允价值变动	26	(141)	(68)	(45)	(49)
长期股权投资	448	523	523	523	523	其他收入	(104)	(65)	44	46	48
资产总计	4343	4622	4654	4736	4824	营业利润	81	222	158	333	395
短期借款及交易性金融负债	214	235	290	312	313	营业外净收支	11	(2)	(2)	(2)	(2)
应付款项	212	290	218	229	243	利润总额	92	221	157	331	393
其他流动负债	372	435	485	501	531	所得税费用	37	59	44	93	110
流动负债合计	799	959	993	1041	1087	少数股东损益	35	56	(59)	(64)	(69)
长期借款及应付债券	102	56	56	56	56	归属于母公司净利润	20	106	54	174	213
其他长期负债	578	547	547	547	547						
长期负债合计	680	603	603	603	603	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1479	1562	1596	1644	1690	净利润	20	106	54	174	213
少数股东权益	114	163	146	126	106	资产减值准备	(5)	111	(2)	0	(1)
股东权益	2751	2896	2913	2965	3029	折旧摊销	54	49	58	63	69
负债和股东权益总计	4343	4622	4654	4736	4824	公允价值变动损失	(26)	141	68	45	49
						财务费用	34	19	12	10	10
关键财务与估值指标						营运资本变动	(80)	30	(83)	(67)	(65)
每股收益	0.06	0.29	0.14	0.46	0.57	其它	(164)	(59)	(16)	(20)	(20)
每股红利	0.32	0.02	0.10	0.32	0.40	经营活动现金流	(200)	378	79	197	245
每股净资产	7.45	7.85	7.72	7.86	8.03	资本开支	0	8	(97)	(97)	(97)
ROIC	4%	10%	4%	7%	9%	其它投资现金流	39	0	0	0	0
ROE	1%	4%	2%	6%	7%	投资活动现金流	(7)	(67)	(97)	(97)	(97)
毛利率	64%	68%	67%	68%	68%	权益性融资	7	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	14%	5%	9%	10%	负债净变化	(19)	(47)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	15%	7%	11%	12%	支付股利、利息	(119)	(7)	(38)	(122)	(149)
收入增长	1%	22%	3%	8%	8%	其它融资现金流	159	(137)	55	22	1
净利润增长率	-93%	417%	-49%	221%	22%	融资活动现金流	(110)	(245)	17	(100)	(148)
资产负债率	37%	37%	37%	37%	37%	现金净变动	(317)	67	0	0	0
息率	4.4%	0.3%	1.4%	4.5%	5.5%	货币资金的期初余额	835	518	585	585	585
P/E	131.7	25.5	50.8	15.8	12.9	货币资金的期末余额	518	585	585	585	585
P/B	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	企业自由现金流	0	377	(11)	111	163
EV/EBITDA	18.3	9.6	20.5	12.3	10.5	权益自由现金流	0	194	33	120	150

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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所提及的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