

地素时尚 (603587.SH)

第三季度收入下滑 19%，费用率增长拖累盈利表现

核心观点

第三季度收入下滑 19%，费用率增长拖累盈利表现。地素时尚是一家多品牌运作的高端时尚服装品牌公司。由于三季度终端消费需求进一步变差，公司第三季度收入同比-19.1%至 4.8 亿元；归母净利润承压，同比-47.1%至 0.6 亿元。预计主要受益于折扣率稳定，毛利率同比小幅增加 0.7 个百分点至 73.6%；费用率方面受刚性费用占比增加影响，尤其销售费用率和管理费用率增加明显，分别同比+5.3/1.9 个百分点至 42.1%/9.7%。主要由于费用率上升，净利率同比减少 6.2 个百分点至 11.7%。三季度末，公司存货金额同比下降 0.2%至 4.8 亿元，但由于销售不及预期，存货周转天数同比+39 天至 287 天；应收/应付账款周转天数较为稳定，分别同比+3/-6 天至 12/42 天。由于收入下滑、库存增加，公司经营活动现金流净额同比-77.6%至 0.3 亿元。

线下收入降幅深于线上，各品牌毛利率提升。1) **分渠道看**，三大渠道收入均出现下滑，由于门店客流受宏观消费环境影响较大，其中直营和经销降幅深于线上。第三季度直营/经销/电商收入分别同比-22.3%/-19.6%/-10.4%。2) **分品牌看**，各品牌收入均出现双位数下滑，第三季度 DA/DM/DZ/RA 收入分别同比-17.0%/-29.5%/-21.5%/-21.5%。基于高端品牌的塑造，各品牌毛利率均在 71%以上，且均实现同比提升，DA/DM/DZ/RA 毛利率分别同比+0.7/3.6/0.5/3.9 个百分点至 74.8%/79.0%/71.5%/77.2%。

持续优化渠道关闭低效店，推动精细化运营。门店方面，公司积极调整渠道策略，持续关闭低效店，尤其是单店店效更低的加盟店铺，第三季度直营/经销渠道期内净关 10/31 家门店，较去年同期期末净关店 31/119 家。此外，公司坚持数字化建设，推动信息化、数智化工作，提升消费者运营能力、产品研发和用户需求的匹配度。同时公司深入精细化全渠道会员运营项目，探索全域会员营销，结合线上和线下打通全渠道数据和权益，尝试将公司客流从线上导流到线下，拓展门店的获客渠道。

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：看好公司优秀的品牌竞争力，中长期有望保持稳健增长。公司 2023 年基数相对较高，2024 年受大环境影响前三季度收入增速下滑，同时净利率主要受固定成本费用占比提升影响，下滑幅度超过收入降幅。由于 2024 年宏观消费疲软、行业趋势较弱，我们下调对公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年净利润分别为 3.4/4.0/4.4 亿元（前值为 5.2/5.9/6.5 亿元）。由于盈利预测下调，下调合理估值区间至 11.7-12.6 元（前值为 14.0-15.1 元），对应 2025 年 14-15x PE。维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,400	2,649	2,266	2,494	2,704
(+/-%)	-17.2%	10.4%	-14.5%	10.1%	8.4%
净利润(百万元)	385	494	345	400	444
(+/-%)	-44.2%	28.4%	-30.2%	16.0%	10.9%
每股收益(元)	0.80	1.03	0.72	0.84	0.93
EBIT Margin	23.7%	25.9%	19.8%	20.4%	20.9%
净资产收益率 (ROE)	10.7%	13.2%	9.0%	10.1%	10.8%
市盈率 (PE)	14.5	11.2	16.0	13.8	12.5
EV/EBITDA	10.3	8.8	12.5	11.3	10.3
市净率 (PB)	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3

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

证券分析师：刘佳琪

0755-81981391

010-88005446

dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn

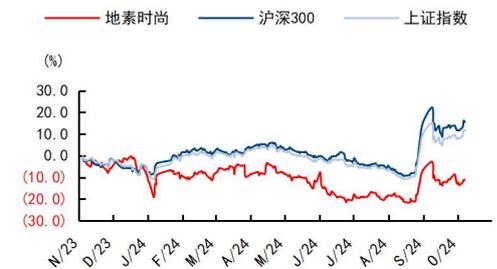
S0980520040004

S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	11.70 - 12.60 元
收盘价	11.59 元
总市值/流通市值	5529/5464 百万元
52 周最高价/最低价	14.21/10.04 元
近 3 个月日均成交额	23.16 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

- 《地素时尚 (603587.SH) -2023 年延续稳定分红，2024 年一季度业绩承压》——2024-05-06
- 《地素时尚 (603587.SH) -第三季度收入下滑 3%，各品牌店效持续提升》——2023-10-28
- 《地素时尚 (603587.SH) -二季度业绩增长环比提速，电商渠道增速亮眼》——2023-08-27
- 《地素时尚 (603587.SH) -2023 年一季度净利润增长 9%，费用率改善》——2023-04-30

图1: 公司收入与变化情况



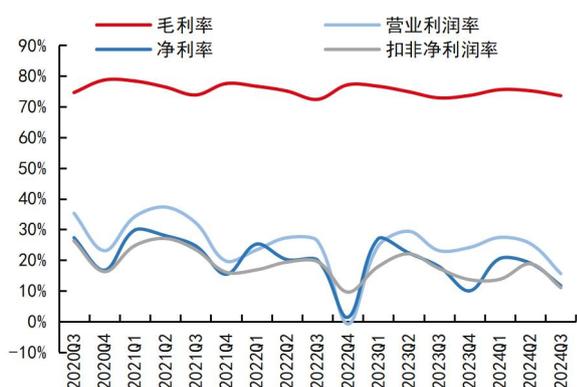
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润与变化情况



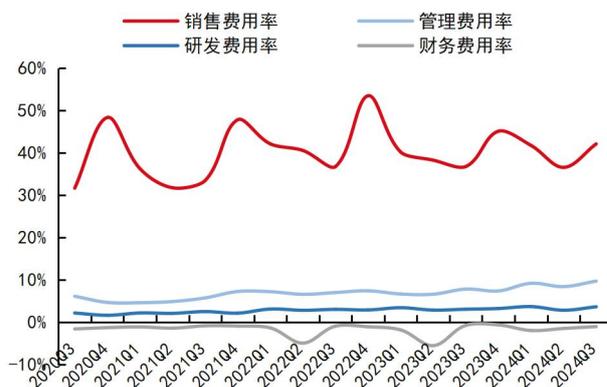
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司毛利率、经营利润率与归母净利率



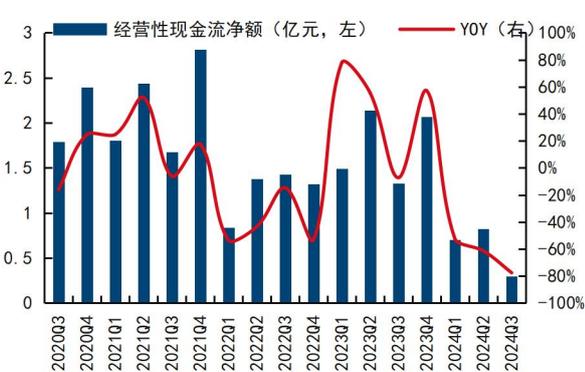
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司四项费用率



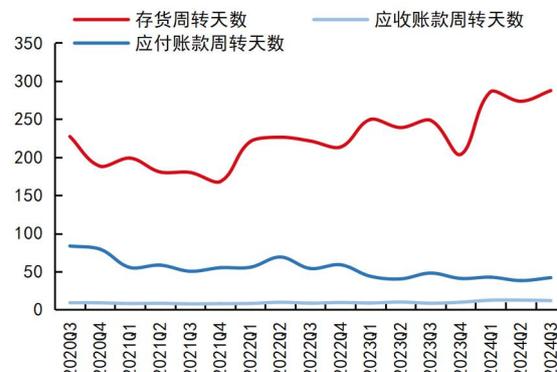
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司经营性现金流净额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司营运资金周转天数



资料来源: Wind, 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 3.4/4.0/4.4 亿元（前值为 5.2/5.9/6.5 亿元），同比-30.2%/+16.0%/+10.9%，盈利预测下调主要由于 2024 年以来行业消费需求疲软，线下客流下滑明显，公司前三季度业绩表现低于预期，同时消费趋势暂未出现明确拐点，因此我们下调公司未来开店和收入预期。同时由于收入增速下滑、固定成本费用占比提升，我们上调费用率预期。调整后假设如下：

1) 收入：预计 2024-2026 年收入同比变动 -14.5%/+10.1%/+8.4% 至 22.7/24.9/27.0 亿元（前值为 27.3/30.3/33.0 亿元）。

2) 费用率：预计 2024-2026 年期间费用率分别为 52.2%/51.7%/51.1%（前值为 47.6%/47.1%/46.7%）。主要因销售增速下滑、固定费用占比提升，对管理、销售费用率进行上调。

3) 归母净利率：预计 2024-2026 年归母净利率分别为 15.2%/16.0%/16.4%（前值为 18.9%/19.3%/19.7%）。

图7：公司盈利预测拆分假设

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2
收入 (百万元)	2,400.4	2,648.8	2,265.7	2,493.9	2,704.4	1,247.7	1,401.2	1,129.2	1,136.5
YoY	-17.2%	10.4%	-14.5%	10.1%	8.4%	13.4%	7.8%	-9.5%	-18.9%
DA	1,308.7	1,425.6	1,226.0	1,354.8	1,463.1	661.3	764.3	572.2	653.8
YoY	-19.8%	8.9%	-14.0%	10.5%	8.0%	14.3%	4.6%	-13.5%	-14.5%
DM	164.1	152.0	126.2	106.9	91.3	73.1	78.9	67.6	58.6
YoY	-18.9%	-7.4%	-17.0%	-15.3%	-14.5%	-6.0%	-8.6%	-7.6%	-25.8%
DZ	891.0	1020.0	867.0	979.7	1081.6	489.5	530.4	466.3	400.6
YoY	-13.1%	14.5%	-15.0%	13.0%	10.4%	14.6%	14.4%	-4.7%	-24.5%
RA	30.0	46.8	42.1	52.6	68.4	21.4	25.4	21.2	20.9
YoY	-8.9%	56.1%	-10.0%	25.0%	30.0%	37.5%	76.1%	-0.9%	-17.7%
毛利率	75.4%	74.5%	74.4%	74.5%	74.5%	75.7%	73.3%	75.4%	73.5%
DA	76.3%	75.2%	75.2%	75.2%	75.2%	77.1%	73.6%	76.3%	74.2%
DM	80.7%	80.8%	80.8%	80.8%	80.8%	79.9%	81.6%	79.7%	82.0%
DZ	72.9%	72.3%	72.3%	72.3%	72.3%	73.3%	71.5%	73.5%	71.0%
RA	82.1%	81.9%	81.9%	81.9%	81.9%	80.3%	83.2%	79.4%	84.4%
费用率	51.8%	48.6%	52.2%	51.7%	51.1%	45.3%	51.6%	49.4%	55.0%
销售费用	43.6%	40.5%	41.0%	40.6%	40.2%	39.2%	41.6%	39.0%	42.9%
管理费用	7.1%	7.1%	9.2%	9.1%	9.0%	6.6%	7.6%	8.8%	9.6%
研发费用	3.0%	3.2%	3.5%	3.5%	3.4%	3.1%	3.2%	3.2%	3.8%
财务费用	-1.9%	-2.1%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-3.7%	-0.7%	-1.7%	-1.3%
其他									
其他经营收益率	-4.5%	0.4%	0.0%	0.3%	0.3%	-2.5%	3.0%	1.2%	-1.3%
营业外收支占比	2.2%	-0.7%	-0.7%	-0.5%	-0.5%	5.7%	-6.4%	-0.1%	-1.3%
所得税率	22.8%	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%	24.9%	27.4%	24.9%	27.6%
归母净利润	384.5	493.6	344.8	400.1	443.7	306.8	186.9	222.5	122.3
YoY	-44.2%	28.4%	-30.2%	16.0%	10.9%	21.8%	40.8%	-27.5%	-34.6%
归母净利率	16.0%	18.6%	15.2%	16.0%	16.4%	24.6%	13.3%	19.7%	10.8%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测

投资建议：看好公司优秀的品牌竞争力，中长期有望保持稳健增长

公司 2023 年基数相对较高，2024 年受大环境影响前三季度收入增速下滑，同时净利率主要受固定成本费用占比提升影响，下滑幅度超过收入降幅。中长期看，公司成功塑造高端品牌基因，拥有优秀的品牌溢价实力和盈利能力，现金流充裕、拥有稳定较高的分红水平。由于 2024 年宏观消费疲软、行业趋势较弱，我们下调对公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年净利润分别为 3.4/4.0/4.4 亿元（前值为 5.2/5.9/6.5 亿元），同比-30.2%/+16.0%/+10.9%。由于盈利预测下调，下调合理估值区间至 11.7-12.6 元（前值为 14.0-15.1 元），对应 2025 年 14-15x PE。维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,400	2,649	2,266	2,494	2,704
(+/-%)	-17.2%	10.4%	-14.5%	10.1%	8.4%
净利润(百万元)	385	494	345	400	444
(+/-%)	-44.2%	28.4%	-30.2%	16.0%	10.9%
每股收益(元)	0.80	1.03	0.72	0.84	0.93
EBIT Margin	23.7%	25.9%	19.8%	20.4%	20.9%
净资产收益率 (ROE)	10.7%	13.2%	9.0%	10.1%	10.8%
市盈率 (PE)	14.5	11.2	16.0	13.8	12.5
EV/EBITDA	10.3	8.8	12.5	11.3	10.3
市净率 (PB)	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3

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		
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
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
歌力思	优于大市	7.20	0.29	0.14	0.46	24.8	51.4	15.7	25.9%	1.98
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	1976	2478	2859	3017	3190	营业收入	2400	2649	2266	2494	2704
应收款项	147	162	139	153	166	营业成本	591	677	579	636	691
存货净额	378	388	319	352	384	营业税金及附加	24	26	22	24	26
其他流动资产	84	115	98	108	118	销售费用	1048	1072	929	1012	1087
流动资产合计	3551	3773	4046	4260	4488	管理费用	171	190	289	315	338
固定资产	521	488	246	208	167	财务费用	(46)	(56)	(34)	(37)	(41)
无形资产及其他	30	28	26	25	23	投资收益	6	(20)	2	2	3
投资性房地产	258	341	341	341	341	资产减值及公允价值变动	(14)	(42)	(58)	(56)	(61)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(171)	(10)	56	61	66
资产总计	4360	4630	4659	4835	5020	营业利润	433	669	481	552	612
短期借款及交易性金融负债	80	99	99	99	99	营业外净收支	65	(3)	(16)	(12)	(14)
应付款项	91	63	52	58	63	利润总额	498	666	465	540	599
其他流动负债	522	605	541	592	639	所得税费用	114	172	120	140	155
流动负债合计	693	768	693	749	801	少数股东损益	0	(0)	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	385	494	345	400	444
其他长期负债	28	29	117	117	117	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	28	29	117	117	117	净利润	385	494	345	400	444
负债合计	721	797	810	866	918	资产减值准备	1	8	169	(37)	(40)
少数股东权益	2	0	0	0	0	折旧摊销	43	43	57	60	62
股东权益	3610	3745	3849	3969	4102	公允价值变动损失	14	42	58	56	61
负债和股东权益总计	4332	4542	4659	4835	5020	财务费用	(46)	(56)	(34)	(37)	(41)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(135)	(15)	203	(38)	(42)
每股收益	0.80	1.03	0.72	0.84	0.93	其它	(1)	(8)	(169)	37	40
每股红利	1.01	0.70	0.51	0.59	0.65	经营活动现金流	307	563	663	478	524
每股净资产	7.50	7.85	8.06	8.31	8.59	资本开支	0	27	(40)	(40)	(40)
ROIC	16%	17%	11%	13%	15%	其它投资现金流	205	336	0	0	0
ROE	11%	13%	9%	10%	11%	投资活动现金流	205	363	(40)	(40)	(40)
毛利率	75%	74%	74%	75%	74%	权益性融资	3	0	0	0	0
EBIT Margin	24%	26%	20%	20%	21%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	26%	28%	22%	23%	23%	支付股利、利息	(484)	(333)	(241)	(280)	(311)
收入增长	-17%	10%	-14%	10%	8%	其它融资现金流	354	242	0	0	0
净利润增长率	-44%	28%	-30%	16%	11%	融资活动现金流	(610)	(425)	(241)	(280)	(311)
资产负债率	17%	19%	17%	18%	18%	现金净变动	(99)	502	381	158	174
息率	8.7%	6.0%	4.4%	5.1%	5.6%	货币资金的期初余额	2075	1976	2478	2859	3017
P/E	14.5	11.2	16.0	13.8	12.5	货币资金的期末余额	1976	2478	2859	3017	3190
P/B	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3	企业自由现金流	0	564	552	359	398
EV/EBITDA	10.3	8.8	12.5	11.3	10.3	权益自由现金流	0	806	596	402	447

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（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