地素时尚（603587.SH）

2025Q1 收入降幅收窄，期待全年业绩稳健增长

2024 年公司收入同比-16%/归母净利润同比-39%。1）2024 年公司收入为 22.2 亿元，同比-16%；归母净利润为 3 亿元，同比-39%；扣非归母净利润为 2.5 亿元，同比-46%；非经常损益主要系政府补助及公允价值变动损益。2）盈利质量：全年毛利率同比+0.4pct 至 74.8%；销售/管理/财务费用率同比分别+5.3/+1.6/+0.1pct 至 45.7%/8.7%/-2.0%（我们判断销售费用率提升主要系直营渠道存在刚性费用）；净利率同比-5.0pct 至 13.7%。3）单四季度：2024Q4 收入为 6.1 亿元，同比-25%；归母净利润为 0.2 亿元，同比-69%；扣非归母净利润为 0.1 亿元，同比-89%。4）公司 2024 年合计拟分配现金股利 2.35 亿元，股利支付率约为 78%，以 2025 年 4 月 30 日收盘价计算的股息率约为 4.2%。

2025Q1 公司收入同比-11%/扣非归母净利润同比-15%。1）2025Q1 年公司收入为 4.8 亿元，同比-11%；归母净利润为 0.8 亿元，同比-25%；扣非归母净利润为 0.6 亿元，同比-15%；非经常损益减少主要系政府补助同比减少。2）盈利质量：2025Q1 毛利率同比+0.8pct 至 76.3%；销售/管理/财务费用率同比分别+3.9/-0.9/-1.4pct 至 45.6%/8.3%/-3.4%；综合以上，净利率同比-3.2pct 至 17.3%。

核心品牌 DA 2025Q1 收入降幅收窄，终端折扣管理良好。2024 年公司终端销售表现承受压力，2025Q1 以来降幅环比收窄。分拆品牌来看：1）销售层面，2024 年 DA/DM/DZ/RA 品牌收入分别为 11.64/1.25/8.84/0.41 亿元，同比分别-18%/-18%/-13%/-12%（2024Q4 分别同比-27%/-26%/-21%/-21%，2025Q1 同比分别-9%/-29%/-10%/-22%）；2024 全年毛利率分别为 75.8%/81.6%/72.6%/81.2%，同比分别+0.6/+0.8/+0.2/-0.7pct，我们判断公司各品牌终端销售折扣管控良好。2）渠道层面：2024 年末 DA/DM/DZ/RA 品牌门店分别为 464/22/386/18 家，较 2024 年初分别-77/-2/-64/-4 家（核心品牌门店仍在调整阶段），2025Q1 末则分别较 2025 年初-16/+0/-21/-3 家。

2025Q1 电商同比实现正增长，门店调整有望步入尾声。1）线上：2024 年公司线上销售收入 3.68 亿元，同比-7%（2024Q4 同比-12%，2025Q1 同比+10%），毛利率同比-1.9pct 至 74.9%。2）线下：2024 年直营/经销收入分别为 9.35/9.11 亿元，同比分别-19%/-17%（2024Q4 同比分别-16%/-39%，2025Q1 同比-1%/-32%）；毛利率分别同比+1.4/0.3pct 至 81.4%/68.3%；店数方面，2024 年末直营/经销门店数量分别为 262/628 家，较 2024 年初分别-14/-133 家，2025Q1 末则分别较 2025 年初-10/-30 家，我们根据行业趋势判断未来直营渠道相对平稳、加盟 2025H2 有望步入稳定阶段。

现金流及存货管理基本正常。存货方面，2024 年末/2025Q1 末公司存货分别同比+8.3%/-6.5%至 4.2/4.2 亿元，存货周转天数同比分别+56.9/+46.7 天至 260.5/332.7 天，期内计提资产减值损失分别 0.80/0.21 亿元。现金流方面，2024 年末/2025Q1 公司经营性现金流量净额分别 4.0/0.7 亿元，约为同期归母净利润的 1.3/0.8 倍，营运管理基本正常。

提醒跟踪关注后续流水表现，期待 2025 年归母净利润在低基数下同比稳健增长。我们判断近期公司零售表现与 2025Q1 相仿，提醒关注公司渠道计划兑现情况，期待中长期收入及利润回归稳健增长。

盈利预测与投资建议：公司是中高端女装领军企业，产品设计力、供应链把控力出色，分红丰厚，我们根据公司实际业绩及近期情况调整盈利预测，预计 2025~2027 年归母净利润分别为 3.5/4.0/4.5 亿元，当前价对应 2025 年 PE 为 16 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济不景气导致消费疲软；拓店不及预期；新品牌培育不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,649	2,219	2,234	2,454	2,687
增长率 yoy（%）	10.4	-16.2	0.7	9.8	9.5
归母净利润（百万元）	494	304	348	399	454
增长率 yoy（%）	28.3	-38.5	14.6	14.6	14.0
EPS 最新摊薄（元/股）	1.04	0.64	0.73	0.84	0.95
净资产收益率（%）	13.2	8.3	9.4	10.5	11.6
P/E（倍）	11.4	18.6	16.2	14.2	12.4
P/B（倍）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4

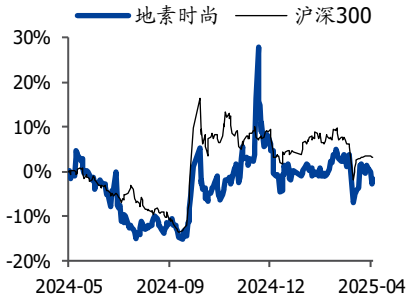
资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2025 年 04 月 30 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
04 月 30 日收盘价（元）	11.85
总市值（百万元）	5,649.64
总股本（百万股）	476.76
其中自由流通股（%）	99.44
30 日日均成交量（百万股）	3.24

股价走势



作者

分析师　杨莹
执业证书编号：S0680520070003
邮箱：yangying1@gszq.com
分析师　侯子夜
执业证书编号：S0680523080004
邮箱：houziye@gszq.com
分析师　王佳伟
执业证书编号：S0680524060004
邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

1、《地素时尚（603587.SH）：渠道仍在调整阶段，利润承压，期待修复》 2024-10-30
2、《地素时尚（603587.SH）：Q2 核心品牌收入降幅收窄，短期利润仍有压力》 2024-08-28
3、《地素时尚（603587.SH）：2023 年延续高分红比例，期待后续基本面改善》 2024-04-28

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3773	3600	3791	4047	4235
现金	2478	2285	2517	2758	2929
应收票据及应收账款	79	65	66	72	79
其他应收款	83	74	74	82	89
预付账款	68	40	40	43	47
存货	388	420	379	376	375
其他流动资产	678	716	716	716	716
非流动资产	857	797	645	516	469
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	484	451	417	383	349
无形资产	28	26	23	20	16
其他非流动资产	345	320	205	113	104
资产总计	4630	4397	4436	4563	4704
流动负债	768	635	637	674	713
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	63	75	75	82	89
其他流动负债	704	560	561	592	624
非流动负债	117	91	91	91	91
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	117	91	91	91	91
负债合计	884	726	727	764	804
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	477	477	477	477	477
资本公积	1413	1426	1426	1426	1426
留存收益	1920	1843	1921	2011	2113
归属母公司股东权益	3745	3671	3709	3798	3901
负债和股东权益	4630	4397	4436	4563	4704

现金流量表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	703	400	569	579	552
净利润	494	304	348	399	454
折旧摊销	198	196	169	154	72
财务费用	12	10	2	2	2
投资损失	20	1	1	1	1
营运资金变动	-67	-154	1	-17	-18
其他经营现金流	46	45	49	41	41
投资活动现金流	284	-59	-27	-27	-27
资本支出	-49	-51	6	6	6
长期投资	329	-9	0	0	0
其他投资现金流	3	1	-33	-33	-33
筹资活动现金流	-485	-532	-311	-311	-354
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-4	0	0	0	0
资本公积增加	-70	13	0	0	0
其他筹资现金流	-412	-545	-311	-311	-354
现金净增加额	502	-192	231	242	171

利润表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2649	2219	2234	2454	2687
营业成本	677	558	557	606	657
营业税金及附加	26	21	21	23	26
营业费用	1072	1015	1000	1086	1176
管理费用	189	194	173	190	208
研发费用	84	82	78	86	94
财务费用	-56	-44	-44	-49	-54
资产减值损失	-59	-80	-40	-40	-40
其他收益	74	54	55	60	66
公允价值变动收益	17	36	0	0	0
投资净收益	-20	-1	-1	-1	-1
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	669	405	464	531	605
营业外收入	3	1	1	1	1
营业外支出	5	2	2	2	2
利润总额	666	404	463	530	604
所得税	172	100	115	132	150
净利润	494	304	348	399	454
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	494	304	348	399	454
EBITDA	814	519	587	636	623
EPS（元/股）	1.04	0.64	0.73	0.84	0.95

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	10.4	-16.2	0.7	9.8	9.5
营业利润(%)	54.3	-39.5	14.6	14.6	13.9
归属母公司净利润(%)	28.3	-38.5	14.6	14.6	14.0
获利能力					
毛利率(%)	74.5	74.8	75.1	75.3	75.5
净利率(%)	18.6	13.7	15.6	16.2	16.9
ROE(%)	13.2	8.3	9.4	10.5	11.6
ROIC(%)	11.6	6.3	8.1	9.1	10.2
偿债能力					
资产负债率(%)	19.1	16.5	16.4	16.8	17.1
净负债比率(%)	-61.1	-57.4	-63.0	-67.9	-70.5
流动比率	4.9	5.7	6.0	6.0	5.9
速动比率	4.3	4.9	5.2	5.3	5.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	36.9	30.8	34.2	35.7	35.6
应付账款周转率	8.8	8.0	7.4	7.7	7.7
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.04	0.64	0.73	0.84	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	1.47	0.84	1.19	1.21	1.16
每股净资产(最新摊薄)	7.86	7.70	7.78	7.97	8.18
估值比率					
P/E	11.4	18.6	16.2	14.2	12.4
P/B	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	4.9	7.5	5.6	4.8	4.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2025 年 04 月 30 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com