

纺织服饰

2025 年 05 月 15 日

地素时尚 (603587)

——毛利率提升反映运营质量，静待销售回暖业绩改善

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

- **公司发布 2024 年报及 2025 年一季报。**24 年公司营业收入为 22.2 亿元,同比下降 16.2%,归母净利润为 3.0 亿元,同比下降 38.5%。25Q1 公司收入同比下降 10.9%至 4.8 亿元,归母净利润同比下降 25%至 0.8 亿元。基本符合预期,收入下滑主要是由于消费意愿不足、市场竞争加剧导致的终端销售额下降所致,而费用支出等较为刚性导致利润下滑更大。
- **分品牌看,男装营收同比表现优于女装,女装毛利率有所提升。**1) **DA 品牌:** 24 年收入为 11.6 亿元,同比下降 18.4%,毛利率 75.8%,同比上升 0.6pct,净关店 77 家至 464 家。2) **DM 品牌:** 收入为 1.2 亿元,同比下降 17.8%,毛利率 81.6%,同比增加 0.8pct,净关店 2 家至 22 家。3) **DZ 品牌:** 收入为 8.8 亿元,同比下降 13.4%,毛利率 72.6%,同比增加 0.2pct,净关店 64 家至 386 家。4) **RA 品牌:** 收入为 0.4 亿元,同比下降 11.8%,毛利率 81.2%,同比下降 0.7pct,净关店 4 家至 18 家。公司旗下 3 个女装品牌毛利率均逆势上行,表明在短期增长与长期品牌发展上,更注重维系中长期品牌调性,追求更加有质量的发展,同时持续优化线下渠道结构,提升门店效率与用户体验。
- **分渠道看,线下毛利率表现较好,门店持续优化调整。**24 年公司线上为收入 3.7 亿元,同比下降 7.3%,毛利率为 74.9%,较上年同期下降 1.9pct。线下渠道收入 18.5 亿元,同比下降 17.9%,毛利率为 74.9%,较上年同期提升 0.8pct。其中,线下直营收入 9.3 亿元,同比下降 18.7%,毛利率同比提升 1.4pct 至 81.4%,直营门店比年初净减少 14 家至 262 家。经销收入 9.1 亿元,同比下降 17.0%,毛利率同比提升 0.3pct 至 68.3%,经销门店比年初净减少 133 家至 628 家,渠道调整速度更快。
- **毛利率增长,费用率因收入下降被动抬升,库存保持健康。**24 年公司毛利率同比增长 0.4pct 至 74.8%,25Q1 为 76.3%,同比增长 0.8pct。24 年销售费用率同比增长 5.3pct 至 45.7%,绝对额上看,24 年销售费用因销售人员工资薪酬、租金及商场费用及品牌推广费用相应减少而同比下降 5.3%,但收入降幅更大导致费用率提升明显,25Q1 销售费用率为 45.7%,同比增长 3.9pct。24 年管理费用率(含研发)同比上升 2.2pct 至 12.4%,主要因服务费增加,25Q1 为 11.5%,同比下降 1.4pct。最终 24 年归母净利率同比下降 5.0pct 至 13.7%,25Q1 回升至 17.3%,同比下降 3.2pct。截至 24 年末,公司存货同比增长 8.3%至 4.2 亿元,25Q1 末稳定在 4.2 亿元,相对可控。24 年经营活动现金流净额为 4.0 亿元,同比下降 43.15%,主要系销售商品收到的现金减少,25Q1 为 0.68 亿元,同比下降 4.1%。
- **公司深耕中高端女装行业,品牌力强且具备较高的盈利能力,短期零售压力不改中长期向好趋势,维持“增持”评级。**考虑到当前零售仍处于弱复苏趋势,且 24 年利润率较高的加盟门店较多对业绩造成压力,我们下调收入预测、上调费用率预测,最终导致 25-26 年下调,同时新增 27 年盈利预测,预计 25-27 年归母净利润分别为 3.2/3.4/3.7 亿元(原 25-26 年为 4.0/4.5 亿元),对应 PE 分别为 18/17/15 倍。参考可比公司 25 年 19 倍 PE,公司目标市值 62.3 亿元,仍有 8%的上涨空间,维持增持评级。

风险提示：消费复苏不及预期；市场竞争加剧风险；存货积压风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	2,219	479	2,269	2,405	2,589
同比增长率 (%)	-16.2	-10.9	2.3	6.0	7.7
归母净利润 (百万元)	304	83	324	344	374
同比增长率 (%)	-38.5	-25.0	6.7	6.3	8.8
每股收益 (元/股)	0.65	0.18	0.68	0.72	0.78
毛利率 (%)	74.8	76.3	75.0	75.2	75.4
ROE (%)	8.3	2.2	8.2	8.4	8.8
市盈率	19		18	17	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据： 2025 年 05 月 14 日

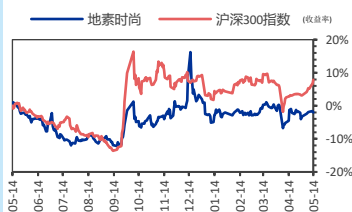
收盘价 (元)	12.07
一年内最高/最低 (元)	15.40/10.04
市净率	1.5
息率 (分红/股价)	6.63
流通 A 股市值 (百万元)	5,722
上证指数/深证成指	3,403.95/10,354.22

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	7.82
资产负债率%	16.34
总股本/流通 A 股 (百万)	477/474
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
刘佩 A0230523070002
liupe@swsresearch.com

联系人

刘佩
(8621)23297818x
liupe@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

图 1：2024 年收入同比下降 16.2%至 22.2 亿元



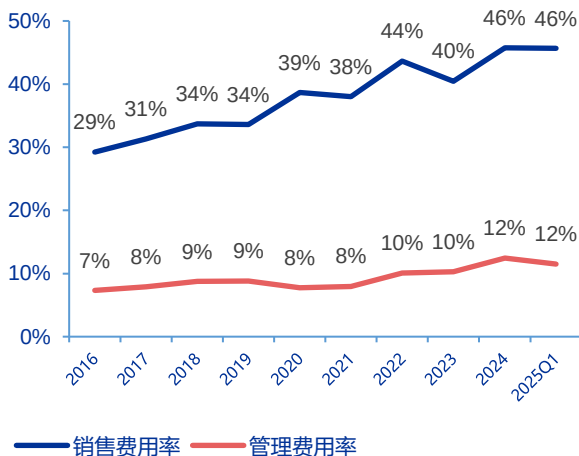
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：2024 年归母净利润下滑 38.5%至 3.0 亿元



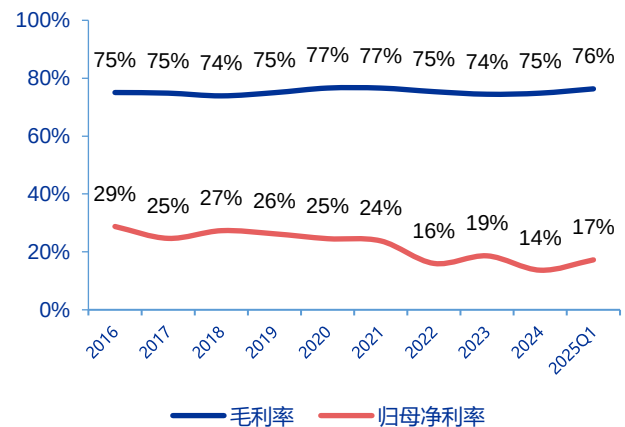
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：2024 年销售费用率同比上升 5.3pct 至 46%，管理费用率（含研发）同比提升 2.2pct 至 12%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：2024 年毛利率同比上升 0.4pct 至 75%，归母净利率同比下降 5.0pct 至 14%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表：可比服装公司估值表

证券代码	证券简称	股价 2025/5/14	总股本 亿股	市值 亿元	归母净利润 (亿元)			PE		
					25E	26E	27E	25E	26E	27E
603877.SH	太平鸟	16.01	4.7	75.9	3.7	4.5	4.7	21	17	16
2020.HK	安踏体育	94.65	28.1	2,657	134	147	160	18	17	15
平均								19	17	16
603587.SH	地素时尚	12.07	4.8	57.5	3.2	3.4	3.7	18	17	15

资料来源：Wind，申万宏源研究

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,649	2,219	2,269	2,405	2,589
其中: 营业收入	2,649	2,219	2,269	2,405	2,589
减: 营业成本	677	558	567	596	636
减: 税金及附加	26	21	27	29	31
主营业务利润	1,946	1,640	1,675	1,780	1,922
减: 销售费用	1,072	1,015	976	1,034	1,113
减: 管理费用	189	194	200	202	220
减: 研发费用	84	82	79	78	88
减: 财务费用	-56	-44	-21	-23	-20
经营性利润	657	393	441	489	521
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-1	0	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-59	-80	-80	-80	-80
加: 投资收益及其他	54	53	49	46	49
营业利润	669	405	412	455	491
加: 营业外净收入	-3	-1	20	6	8
利润总额	666	404	432	461	499
减: 所得税	172	100	108	116	125
净利润	494	304	324	344	374
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	494	304	324	344	374

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。