

地素时尚 (603587.SH)

2025Q2 利润降幅收窄，毛利率表现坚挺

2025H1 公司收入同比-6%/归母净利润同比-24%。1) 2025H1 公司收入为 10.7 亿元，同比-6%；归母净利润为 1.7 亿元，同比-24%；扣非归母净利润为 1.3 亿元，同比-28%；非经常损益 0.37 亿元主要系政府补助。2) 盈利质量：2025H1 毛利率同比+0.9pct 至 76.2%，销售/管理/财务费用率同比分别+7.3/-1.6/-0.1pct 至 46.4%/7.2%/-1.8%（我们判断销售费用率提升主要系直营渠道存在刚性费用）；期内计提资产减值损失 0.44 亿元（占收入比例 4.1%，上一年同期为 3.3%）；净利率同比-3.8pct 至 16%。

2025Q2 公司收入同比-1%/归母净利润同比-22%。1) 2025Q2 年公司收入为 5.9 亿元，同比-1%；归母净利润为 0.9 亿元，同比-22%；扣非归母净利润为 0.7 亿元，同比-37%；非经常损益 0.17 亿元主要系政府补助。2) 盈利质量：2025Q2 毛利率同比+1.0pct 至 76.2%，销售/管理/财务费用率同比分别+10.4/-2.1/+1.0pct 至 47.0%/6.3%/-0.5%；期内计提资产减值损失 0.23 亿元（占收入比例 3.9%，上一年同期为 2.9%）；综合以上，净利率同比-4.1pct 至 14.9%。

核心品牌 Q2 降幅均较 Q1 收窄，我们判断品牌折扣管理良好。公司终端销售表现承压压力，2025Q2 以来降幅环比收窄。分拆品牌来看：1) 销售层面，2025H1 DA/DM/DZ/RA 品牌收入分别为 5.48/0.52/4.46/0.18 亿元，同比分别-4%/-23%/-4%/-16%（其中 Q1 分别同比-2%/-29%/-10%/-22%，Q2 同比分别-0.2%/-15%/+1%/-5%），毛利率分别为 77.2%/82.3%/74.4%/80.1%，同比分别+0.9/+2.6/+0.9/+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：2025H1 末 DA/DM/DZ/RA 品牌门店分别为 427/23/344/9 家，较 2024 年末分别-37/+1/-42/-9 家，核心品牌门店仍在调整阶段。

电商 Q2 加速增长，线下门店调整有望步入尾声。1) 线上：2025H1 公司线上销售收入 2.34 亿元，同比+22.5%（其中 Q1 同比+10%，Q2 同比+34%），毛利率同比-0.2pct 至 77.3%。2) 线下：2025H1 直营/经销收入分别为 4.90/3.41 亿元，同比分别+8%/-29%，毛利率分别同比-0.2/+0.3pct 至 80.1%/70.2%；店数方面，2025H1 末直营/经销门店数量分别为 240/563 家，较 2024 年末分别-22/-65 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。

公司备货谨慎，现金流表现正常。公司谨慎管理存货，现金流表现良好，2025H1 末公司存货同比-14.9%至 3.9 亿元，存货周转天数+14 天至 287.4 天，经营性现金流量净额 2.0 亿元（约为同期归母净利润的 1.2 倍）。

提醒跟踪关注后续流水表现，期待 2025H2 利润在低基数下快速增长。我们提醒关注公司渠道计划兑现情况，考虑基数变化，进入 2025H2 之后我们判断收入有望同比增速改善、利润有望同比快速增长，估计 2025 全年收入及归母净利润以平稳为主，期待中长期回归健康增长。

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 3.04/3.64/4.17 亿元，当前价对应 2025 年 PE 为 20 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	2,222	2,441	2,674
增长率 yoy (%)	10.4	-16.2	0.1	9.9	9.6
归母净利润（百万元）	494	304	304	364	417
增长率 yoy (%)	28.3	-38.5	0.2	19.9	14.4
EPS 最新摊薄（元/股）	1.04	0.64	0.64	0.77	0.88
净资产收益率 (%)	13.2	8.3	8.4	9.8	10.9
P/E (倍)	12.5	20.4	20.3	16.9	14.8
P/B (倍)	1.6	1.7	1.7	1.7	1.6

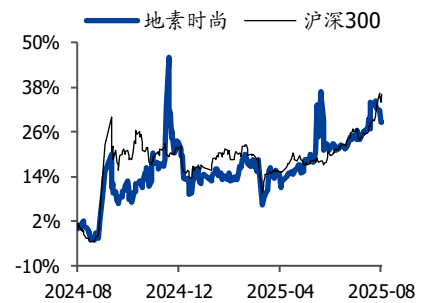
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 28 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
08 月 28 日收盘价（元）	13.03
总市值（百万元）	6,177.43
总股本（百万股）	474.09
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	4.66

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

- 《地素时尚 (603587.SH)：2025Q1 收入降幅收窄，期待全年业绩稳健增长》 2025-05-02
- 《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
- 《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

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	3727	3977	4158
现金	2478	2285	2456	2691	2856
应收票据及应收账款	79	65	65	72	78
其他应收款	83	74	74	81	89
预付账款	68	40	40	43	47
存货	388	420	376	373	372
其他流动资产	678	716	716	716	716
非流动资产	857	797	640	511	464
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	200	108	98
资产总计	4630	4397	4367	4487	4622
流动负债	768	635	640	677	716
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	63	75	75	81	88
其他流动负债	704	560	566	596	628
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	731	768	807
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	1912	1995	2090
归属母公司股东权益	3745	3671	3636	3719	3815
负债和股东权益	4630	4397	4367	4487	4622

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	531	545	514
净利润	494	304	304	364	417
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	2	-17	-18
其他经营现金流	46	45	55	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	-334	-283	-323
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	-334	-283	-323
现金净增加额	502	-192	171	235	164

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2649	2219	2222	2441	2674
营业成本	677	558	553	602	654
营业税金及附加	26	21	21	23	26
营业费用	1072	1015	1050	1129	1223
管理费用	189	194	172	189	207
研发费用	84	82	78	78	86
财务费用	-56	-44	-44	-48	-52
资产减值损失	-59	-80	-40	-40	-40
其他收益	74	54	54	60	65
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	406	486	556
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	404	485	555
所得税	172	100	100	120	138
净利润	494	304	304	364	417
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	494	304	304	364	417
EBITDA	814	519	529	592	574
EPS (元/股)	1.04	0.64	0.64	0.77	0.88

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	0.1	9.9	9.6
营业利润(%)	54.3	-39.5	0.2	19.8	14.4
归属母公司净利润(%)	28.3	-38.5	0.2	19.9	14.4
获利能力					
毛利率(%)	74.5	74.8	75.1	75.3	75.5
净利率(%)	18.6	13.7	13.7	14.9	15.6
ROE(%)	13.2	8.3	8.4	9.8	10.9
ROIC(%)	11.6	6.3	7.1	8.4	9.4
偿债能力					
资产负债率(%)	19.1	16.5	16.7	17.1	17.5
净负债比率(%)	-61.1	-57.4	-62.5	-67.4	-70.0
流动比率	4.9	5.7	5.8	5.9	5.8
速动比率	4.3	4.9	5.1	5.2	5.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	36.9	30.8	34.1	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	0.64	0.77	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	1.48	0.84	1.12	1.15	1.09
每股净资产(最新摊薄)	7.90	7.74	7.67	7.85	8.05
估值比率					
P/E	12.5	20.4	20.3	16.9	14.8
P/B	1.6	1.7	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	4.9	7.5	7.4	6.2	6.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 28 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

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

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

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