

地素时尚 (603587.SH)

2025Q4 盈利质量向上修复，加盟店数稳步增加

2025年公司收入同比-4%，扣非归母净利润同比-7%。1) 2025年公司收入为21.4亿元，同比-4%；归母净利润为2.6亿元，同比-14%；扣非归母净利润为2.3亿元，同比-7%。2) 盈利质量方面，全年公司毛利率同比+0.1pct至74.9%，销售/管理/财务费用率同比分别+0.7/-1.6/+0.5pct至46.4%/7.1%/-1.5%，净利率同比-1.5pct至12.2%。3) 2025年公司现金分红金额合计1.86亿元，股利支付率71%，股息率3.0%。

2025Q4收入同比-2%，降本控费带动扣非利润在低基数下大幅增长。1) 2025Q4公司收入为5.9亿元，同比-2%；归母净利润为0.2亿元，同比持平；扣非归母净利润为0.4亿元，同比大幅增长。2) 盈利质量方面，2025Q4公司毛利率同比-1.6pct至73.3%，销售/管理/财务费用率同比分别-12.7/-8.4/+2.4pct至48.4%/-0.5%/-0.9%，扣非净利率同比+4.9pct至6.9%。

单四季度主力品牌DA、DZ收入转正增长，毛利率表现坚挺。分拆品牌来看：1) 销售层面，2025年DA/DM/DZ/RA品牌收入分别为11.4/1.0/8.7/0.3亿元，同比分别-2%/-21%/-1%/-37%（其中Q4分别+2%/-38%/+2%/-77%），毛利率分别为75.7%/81.6%/73.3%/76.7%，同比分别持平/+0.1/+0.7/-4.4pct，我们判断公司核心品牌终端销售折扣管控良好。2) 渠道层面：2025年末DA/DM/DZ/RA品牌门店数量分别为429/25/338/1家，全年期间分别+35/+3/-48/+17家，2025Q4期间分别+20/+5/+0/-3家。

电商高速度、高质量增长，加盟2025Q4步入净开店阶段。1) 销售层面，2025年线上/线下直营/线下加盟收入分别为4.7/9.5/7.1亿元，同比分别+27%/+2%/-22%（其中Q4分别同比+29%/-12%/-4%），我们判断主要系2025Q4加盟门店数量有净增加、发货环比改善，毛利率分别为76.6%/79.7%/67.7%，同比分别+1.7/-1.7/-0.6pct。2) 店数方面，2025年末直营/经销门店数量分别为229/564家，全年期间分别-33/-64家，2025Q4期间分别-7/+29家，我们根据行业趋势判断未来直营渠道有望相对平稳、加盟有望逐步进入开店阶段。

公司备货谨慎，库存周转可控，现金流管理良好。公司谨慎管理存货，2025年末存货同比-9.6%至3.8亿元，全年公司存货周转天数+8.1天至268.6天，应收账款周转天数-1.2天至10.5天。现金流方面，公司全年经营性现金流量净额4.9亿元，约为同期归母净利润的1.9倍。

我们判断2026Q1以来公司流水稳健增长，员工持股计划有望驱动中长期业绩释放。1) 由于春节假期错位带来冬装旺季延长，我们判断2026Q1公司流水同比健康增长，考虑目前渠道及费用控制规划，我们估计2026年开始公司有望进入收入及利润稳健修复的阶段。2) 公司发布员工持股计划，拟持有股票数量833万股，约占总股本的1.76%，共计三个归属期（2026、2027、2028），业绩考核目标为每个归属期内实现：①以2025年收入为基数，2026/2027/2028年收入较2025年实现增长达到10%/20%/30%；或实现：②以2025年扣非净利润为基数，2026/2027/2028年扣非净利润较2025年实现增长达到10%/20%/30%。

盈利预测与投资建议：公司是高端女装领军企业，产品设计力、供应链把控力出色，分红丰厚，我们预计2026~2028年归母净利润分别为2.94/3.29/3.65亿元，当前价对应2026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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,219	2,136	2,329	2,534	2,742
增长率 yoy (%)	-16.2	-3.7	9.0	8.8	8.2
归母净利润(百万元)	304	260	294	329	365
增长率 yoy (%)	-38.5	-14.2	12.8	12.0	11.0
EPS最新摊薄(元/股)	0.64	0.55	0.62	0.69	0.77
净资产收益率(%)	8.3	7.2	7.9	8.6	9.3
P/E(倍)	19.6	22.8	20.2	18.1	16.3
P/B(倍)	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2026年04月17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17日收盘价(元)	12.54
总市值(百万元)	5,945.12
总股本(百万股)	474.09
其自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	1.79

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): 2025Q3 利润转正增长, 核心品牌毛利率坚挺》 2025-11-01
- 《地素时尚(603587.SH): 2025Q2 利润降幅收窄, 毛利率表现坚挺》 2025-08-30
- 《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

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	3600	3369	3618	3874	4056
现金	2285	2189	2471	2758	2970
应收票据及应收账款	65	59	64	70	76
其他应收款	74	72	79	86	93
预付账款	40	48	52	57	62
存货	420	380	330	282	235
其他流动资产	716	621	621	621	621
非流动资产	797	932	797	670	629
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	451	414	381	347	314
无形资产	26	26	23	20	16
其他非流动资产	320	493	393	303	298
资产总计	4397	4301	4415	4544	4684
流动负债	635	583	616	651	686
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	75	87	95	104	112
其他流动负债	560	495	520	547	574
非流动负债	91	87	87	87	87
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	91	87	87	87	87
负债合计	726	670	703	738	773
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	477	474	474	474	474
资本公积	1426	1406	1406	1406	1406
留存收益	1843	1869	1950	2044	2149
归属母公司股东权益	3671	3631	3712	3806	3911
负债和股东权益	4397	4301	4415	4544	4684

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	400	485	527	552	503
净利润	304	260	294	329	365
折旧摊销	196	191	161	152	68
财务费用	10	13	1	1	1
投资损失	1	1	1	1	2
营运资金变动	-154	-62	-18	-19	-19
其他经营现金流	45	81	87	87	87
投资活动现金流	-59	-139	-29	-30	-30
资本支出	-51	-27	7	7	7
长期投资	-9	-98	0	0	0
其他投资现金流	1	-14	-36	-36	-37
筹资活动现金流	-532	-446	-211	-236	-262
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	-3	0	0	0
资本公积增加	13	-20	0	0	0
其他筹资现金流	-545	-423	-211	-236	-262
现金净增加额	-192	-103	283	287	212

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2219	2136	2329	2534	2742
营业成本	558	536	585	636	688
营业税金及附加	21	23	25	27	29
营业费用	1015	991	1074	1166	1259
管理费用	194	153	178	194	210
研发费用	82	86	94	102	111
财务费用	-44	-32	-42	-48	-54
资产减值损失	-80	-84	-84	-84	-84
其他收益	54	43	47	51	55
公允价值变动收益	36	-8	0	0	0
投资净收益	-1	-1	-1	-1	-2
资产处置收益	1	6	0	0	0
营业利润	405	335	378	423	469
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	2	4	4	4	4
利润总额	404	333	376	421	467
所得税	100	73	82	92	102
净利润	304	260	294	329	365
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	304	260	294	329	365
EBITDA	519	498	494	525	481
EPS (元/股)	0.64	0.55	0.62	0.69	0.77

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-16.2	-3.7	9.0	8.8	8.2
营业利润(%)	-39.5	-17.2	12.7	11.9	10.9
归属母公司净利润(%)	-38.5	-14.2	12.8	12.0	11.0
获利能力					
毛利率(%)	74.8	74.9	74.9	74.9	74.9
净利率(%)	13.7	12.2	12.6	13.0	13.3
ROE(%)	8.3	7.2	7.9	8.6	9.3
ROIC(%)	6.3	6.3	6.7	7.3	7.9
偿债能力					
资产负债率(%)	16.5	15.6	15.9	16.2	16.5
净负债比率(%)	-57.4	-55.5	-61.9	-67.9	-71.5
流动比率	5.7	5.8	5.9	6.0	5.9
速动比率	4.9	5.0	5.2	5.4	5.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	30.8	34.4	37.7	37.7	37.6
应付账款周转率	8.0	6.6	6.4	6.4	6.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.55	0.62	0.69	0.77
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	1.02	1.11	1.16	1.06
每股净资产(最新摊薄)	7.74	7.66	7.83	8.03	8.25
估值比率					
P/E	19.6	22.8	20.2	18.1	16.3
P/B	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	7.5	8.7	7.4	6.4	6.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 17 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（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所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“国盛证券股份有限公司”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