

纺织服饰

2026年04月24日

地素时尚 (603587)

——线上及直营引领增长，高分红政策延续

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：	2026年04月23日
收盘价(元)	12.95
一年内最高/最低(元)	15.72/11.49
市净率	1.7
股息率%(分红/股价)	3.86
流通A股市值(百万元)	6,140
上证指数/深证成指	4,093.25/15,043.45
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据：	2025年12月31日
每股净资产(元)	7.66
资产负债率%	15.57
总股本/流通A股(百万)	474/474
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

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

联系人

刘佩 A0230523070002
liupe@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

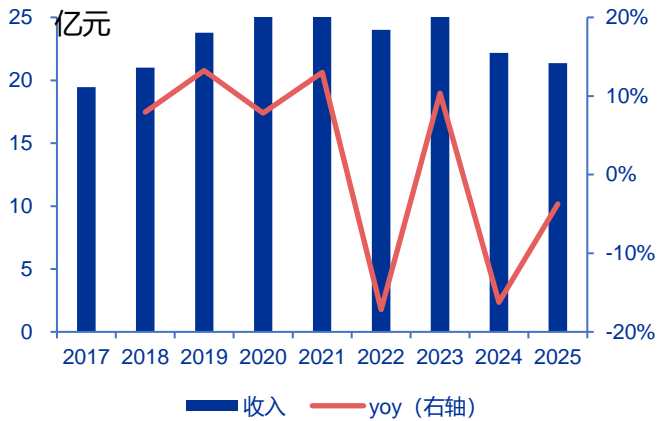
投资要点：

- **公司发布25年年报，25年业绩符合预期，高分红政策延续。**25年收入同比下降3.7%至21.4亿元，归母净利润同比下降14.2%至2.6亿元，扣非归母净利润下滑7%至2.3亿元，差异主要来自政府补贴减少等影响。25Q4单季收入同比下降2.4%至5.9亿元，归母净利润同比下滑0.4%至0.2亿元，扣非归母净利润为0.4亿元，同比大增232%，整体业绩符合预期。公司拟派发股息0.40元/股，派息比率为71.3%，延续高分红政策。
- **分渠道看，电商为核心增长来源，线下渠道提质增效。**1) **电商业务表现亮眼。**25年电商收入同比增长27%至4.7亿元，占比22%，为核心增长来源。2) **线下直营单店产出仍在提升。**25年直营收入同比增长2%至9.5亿元，期末直营门店229家，较24年年末净减33家，门店收缩但收入仍保持增长，体现单店运营效率提升。经销收入同比下降22%至7.1亿元，期末经销门店564家，较24年年末净减64家，加盟商仍处于调整优化阶段。
- **分品牌看，DA及dzzit表现稳健，品牌毛利率稳中有升。**25年DAZZLE收入同比下降2.3%至11.4亿元，毛利率稳定在75.7%；DIAMOND DAZZLE收入同比下降21%至0.99亿元，毛利率稳定在81.6%；dzzit收入同比下降1%至8.7亿，毛利率提升0.7pct至73.3%；RAZZLE收入同比下降36.7%至0.26亿元，公司后续将专注于优势女装业务，优化资源配置效率。
- **毛利率保持稳定，费用管控严格。**25年公司毛利率同比微升0.1pct至74.9%。销售费用率同比提升0.7pct至46.4%，费用绝对金额下降，因收入下降被动抬升费率。管理费用率同比下降1.6pct至7.2%，主要得益于股份支付费用减少，归母净利率下降1.5pct至12.2%。
- **营运能力平稳，经营现金流改善。**存货周转天数同比提升8天至269天，应收账款周转天数同比下降1天至10天，应付账款周转天数同比增加10天至55天。全年经营活动现金流净额同比增长21.43%至4.85亿元，主要因支付给职工及其他经营相关的金额减少。
- **26年员工持股计划落地，绑定核心人才助力长期发展。**公司发布26年新一期员工持股计划，总股数不超过832.66万股，占总股本1.76%，授予价格为6.25元/股，相比公告日4/17日收盘价12.54元折让约5折，拟筹集资金上限为5204.15万元。对应考核条件为以25年收入或扣非净利润为基数，2026-2028年收入或扣非净利润增速分别不低于10%/20%/30%，有望激发团队凝聚力和积极性，吸引和留住优秀人才。预计该计划产生费用总计4551万，26-29年将分别摊销1549/1859/891/253万。
- **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，维持“增持”评级。**考虑到当前零售环境恢复仍有不确定性，结合公司新一期员工持股计划考核指引，我们略微下调26-27年并新增28年盈利预测，预计26-28年归母净利润分别为2.9/3.3/3.6亿元（原26-27年为3.2/3.5亿元），对应PE 21/19/17倍。中长期而言，公司多品牌矩阵优势明显，品牌内生增长性优异，依然看好未来发展，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。

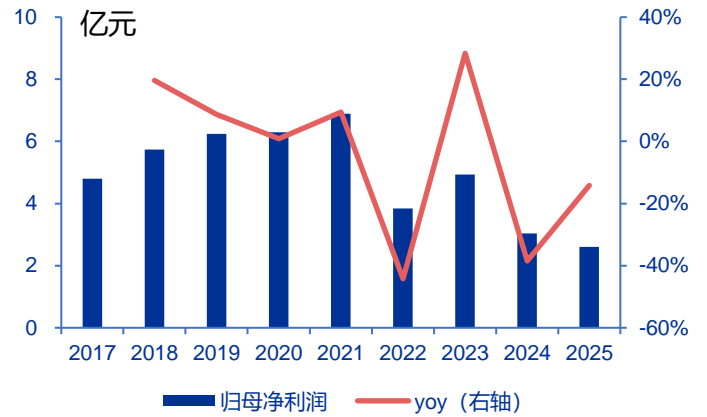
财务数据及盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	2,219	2,136	2,356	2,587	2,817
同比增长率(%)	-16.2	-3.7	10.3	9.8	8.9
归母净利润(百万元)	304	260	293	327	359
同比增长率(%)	-38.5	-14.2	12.5	11.5	9.8
每股收益(元/股)	0.65	0.56	0.62	0.69	0.76
毛利率(%)	74.8	74.9	75.2	75.3	75.4
ROE(%)	8.3	7.2	7.8	8.5	9.0
市盈率	20	24	21	19	17

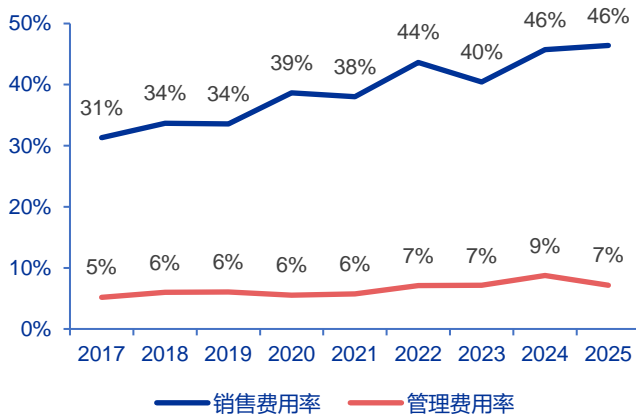
注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

图 1：25 年收入同比下降 3.7%至 21.4 亿元


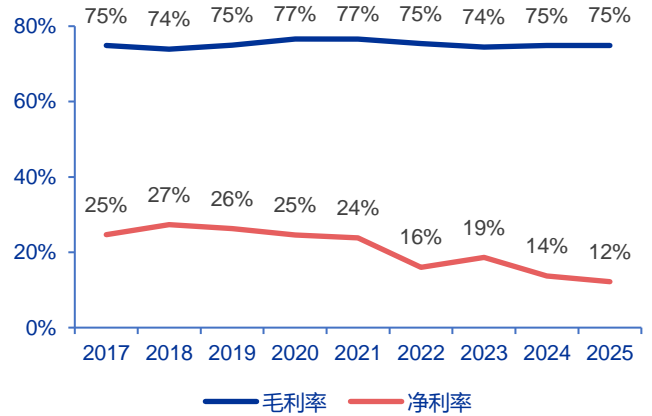
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：25 年归母净利润同比下降 14.2%至 2.6 亿元


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：25 年销售费用率同比提升 0.7pct 至 46.4%，管理费用率同比下降 1.6pct 至 7.2%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：25 年毛利率同比微升 0.1pct 至 74.9%，归母净利率下降 1.5pct 至 12.2%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2,219	2,136	2,356	2,587	2,817
其中：营业收入	2,219	2,136	2,356	2,587	2,817
减：营业成本	558	536	585	639	693
减：税金及附加	21	23	28	31	34
主营业务利润	1,640	1,577	1,743	1,917	2,090
减：销售费用	1,015	991	1,067	1,180	1,284
减：管理费用	194	153	172	191	211
减：研发费用	82	86	94	103	113
减：财务费用	-44	-32	-24	-31	-35
经营性利润	393	379	434	474	517
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	0	0	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-80	-84	-80	-80	-80
加：投资收益及其他	53	42	36	40	39
营业利润	405	335	395	438	482
加：营业外净收入	-1	-2	-2	-2	-2
利润总额	404	333	393	437	480
减：所得税	100	73	100	110	121
净利润	304	260	293	327	359
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	304	260	293	327	359

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

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.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 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

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。

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。