地素时尚（603587.SH）

第三季度收入增长22%，扣非归母净利润增长72%

优于大市

核心观点

前三季度收入增长9%，毛利率提升与费用率优化推动净利率改善。公司主营中高端品牌女装的设计、研发与销售，旗下拥有DAZZLE、DIAMOND DAZZLE、d'zzit等品牌，并于第三季度完成MACKAGE大中华及东南亚业务收购并表。前三季度收入同比+9.5%至16.9亿元，归母净利润同比+19.8%至2.83亿元，扣非归母净利润同比+44.8%至2.77亿元。毛利率同比+0.5pct至76.0%，主因直营与电商毛利率分别+2.0/+3.0pct。销售/管理/研发/财务费用率分别同比-2.9/-2.6/+0.9/-1.5pct至42.8%/7.5%/2.9%/-3.2%，其中销售费用率下降主因会员权益与营销投放效能提升、收入增长摊薄，管理费用率下降主因去年同期取消股权激励确认一次性股份支付费用，研发费用率提升主因研发人员薪酬及样衣费增加，财务费用率下降主因利息收入增加。但由于非经常性收益占收入比例下降2.4个百分点，所得税占收入比例上升2.7个百分点，归母净利率同比+1.4pct至16.7%。经营活动现金流净额同比+34.9%至4.26亿元，期末存货同比+2.6%，周转天数同比-30天至268天。

第三季度收入加速增长，费用率持续优化，补税与非经常性损失拖累归母净利率。第三季度收入同比+22.4%至5.86亿元，主因经销渠道恢复扩张、线上延续双位数增长及MACKAGE并表贡献；归母净利润同比+10.9%至0.73亿元，扣非归母净利润同比+72.2%至0.99亿元，扣非增速显著快于归母净利润增速，主因单季补缴企业所得税1899万元计入非经常性损益，且金融资产公允价值变动损失约0.1亿元。毛利率同比+0.5pct至74.4%。销售/管理/研发/财务费用率分别同比-2.9/-9.4/+1.8/-0.4pct至41.0%/7.0%/1.8%/-2.0%，管理费用率大幅下降主因去年同期取消股权激励确认股份支付费用抬高基数。受补税影响,归母净利率同比-1.3pct至12.5%。

主品牌提速、DZ稳健增长，经销渠道拐点确立。1）分品牌：前三季度DA及DM收入同比+12.7%至10.04亿元，毛利率+0.3pct至77.1%，单三季度收入同比+24.9%，主因青绿系列等核心产品线放量、代言人矩阵提升品牌势能；期末门店480家，较年初净增26家。DZ收入同比+6.3%至6.68亿元，毛利率+0.9pct至74.8%，单三季度收入同比+14.7%，主因蝴蝶标识及视觉体系焕新、精准卡位年轻客群；期末门店346家，较年初净增8家。其他品牌收入同比-23.1%至0.20亿元，主因RAZZLE品牌暂停运营，MACKAGE并表后其他品牌期末门店12家、较年初净增11家。**2）分渠道：**前三季度线上收入同比+19.5%至3.97亿元，毛利率+3.0pct至79.7%，主因内容电商放量、新品售罄率提升，单三季度同比+13.1%，较上半年增速放缓；直营收入同比+3.2%至6.90亿元，毛利率+2.0pct至81.5%，单三季度同比+4.7%，环比转正。经销收入同比+12.7%至5.85亿元，毛利率-2.5pct至67.5%，主因公司加大经销商返利与扶持力度；单三季度经销收入同比+38.0%，经历四年去库存后加盟商开店与提货意愿明显恢复。期末门店838家，较年初净增45家，其中直营/经销分别250/588家，直营净增21家（含MACKAGE并表），经销净增24家。

风险提示：订单不及预期；关税政策不确定性；品牌消费需求不及预期。

投资建议：看好公司主品牌修复与全渠道运营效率提升带来的盈利弹性。三季度收入同比+22.4%，DA及DM、DZ收入分别同比+24.9%/+14.7%；经销渠道收入同比+38.0%，经历四年去库存后加盟商开店与提货意愿明显恢复，直营、电商延续稳健增长，经营拐点有望在四季度延续。公司DAZZLE、DIAMOND DAZZLE、d'zzit、MACKAGE的多品牌矩阵定位清晰，直营、经

公司研究·财报点评

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn S0980520040004
证券分析师：刘佳琪 010-88005446 liujiaqi@guosen.com.cn S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	14.19元
总市值/流通市值	6708/6708百万元
52周最高价/最低价	14.19/10.51元
近3个月日均成交额	41.88百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《地素时尚（603587.SH）-第三季度收入下滑19%，费用率增长拖累盈利表现》——2024-11-08

销、电商全渠道运营能力成熟，轻资产模式下现金流充裕，若加盟渠道重回扩张、MACKAGE 整合顺利，将进一步打开收入与利润空间，为中长期增长提供动力。我们看好公司凭借其稀缺的中高端女装品牌资产和卓越的零售运营能力，实现收入与利润的持续增长。我们预计 2026-2028 年净利润分别为 3.1/3.7/3.9 亿元，同比+20.1%/19.6%/5.5%。维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,219	2,136	2,362	2,555	2,684
(+/-%)	-16.2%	-3.7%	10.6%	8.2%	5.1%
净利润(百万元)	304	260	313	374	395
(+/-%)	-38.5%	-14.2%	20.1%	19.6%	5.5%
每股收益（元）	0.64	0.55	0.66	0.79	0.83
EBIT Margin	19.5%	20.4%	18.7%	18.8%	18.9%
净资产收益率（ROE）	8.3%	7.2%	8.4%	9.7%	10.0%
市盈率（PE）	22.3	25.8	21.5	18.0	17.1
EV/EBITDA	15.8	15.6	15.2	14.1	13.5
市净率（PB）	1.8	1.9	1.8	1.8	1.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图1：公司分季度营业收入及增速（单位：亿元）



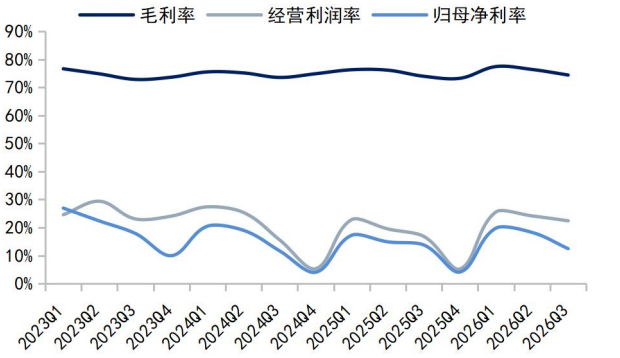
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理。

图2：公司分季度归母净利润及增速（单位：亿元）



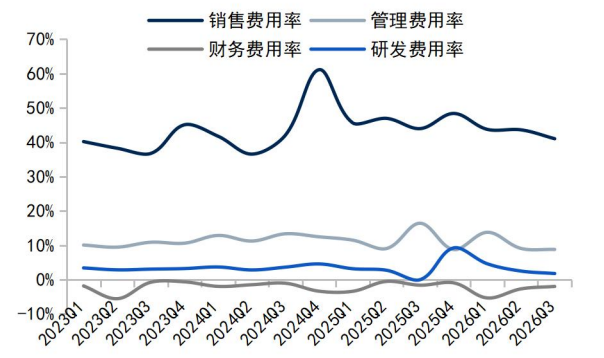
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司分季度毛利率、经营利润率、归母净利率



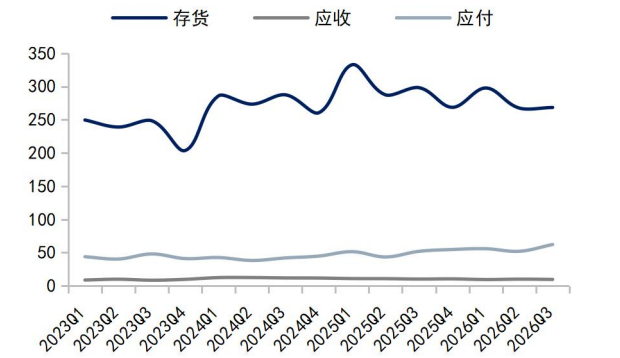
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司分季度四项费用率变化情况



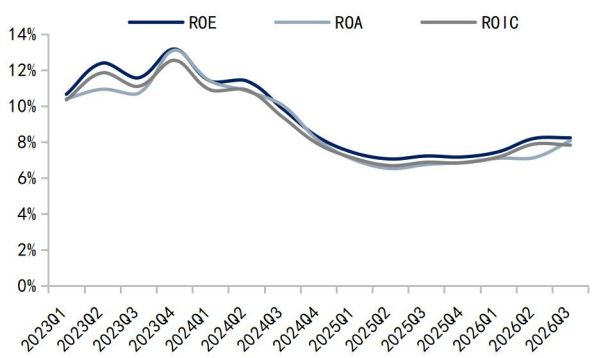
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司分季度营运资金周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司分季度 ROE/ROA/ROIC



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测说明

预计 2026-2028 年归母净利润分别为 3.13/3.74/3.95 亿元，同比+20.1%/+19.6%/+5.5%，盈利预测主要原因说明：1）主品牌 DA+DM、DZ 收入增速稳定：DA+DM 受益于加盟渠道重启开店（2026Q3 末门店 480 家、较年初净增 26 家）与电商高增，2026-2028 年收入增速 13.0%/10.0%/5.0%；DZ 依托品牌定位梳理与终端折扣改善，增速 7.0%/5.0%/5.0%；其他品牌尚处培育期、基数小，随新店贡献增速较快但收入占比不足 2%。2）毛利率伴随高毛利主品牌占比回升及终端折扣管控，预计整体保持平稳微升（2026 年 75.4%，较 2025 年+0.5pct）。3）费用率端，2025 年受收入下滑与股份支付影响费用率处于高位（销售费用率 46.4%），2026 年起收入恢复形成摊薄、会员权益投入由规模导向转向效能管理，费用率降至 53.2%，预期未来保持平稳较低水平。4）所得税方面，2026 年因补缴以前年度企业所得税，所得税率阶段性升至 29.0%，2027-2028 年回归 22.0%，2027 年利润高增含税率正常化的一次性贡献。具体细节如下：

1、收入：预计 2026-2028 年收入分别为 23.6/25.5/26.8 亿元，同比+10.6%/+8.2%/+5.1%。其中 DA+DM 为 13.96/15.35/16.12 亿元，同比+13.0%/+10.0%/+5.0%；DZ 为 9.32/9.79/10.28 亿元，同比+7.0%/+5.0%/+5.0%；其他为 0.38/0.45/0.49 亿元，同比+26.0%/+17.9%/+9.1%。

2、毛利率：预计 2026-2028 年毛利率分别为 75.4%/75.4%/75.4%，其中 DA+DM 为 76.5%/76.5%/76.5%、DZ 为 74.0%/74.0%/74.0%、其他为 60.5%/61.4%/60.8%。

3、费用率：预计 2026-2028 年费用率分别为 53.2%/53.1%/53.0%，其中销售费用率 44.9%/44.8%/44.7%，管理费用率 6.7%/6.7%/6.7%，研发费用率 4.0%/4.0%/4.0%，财务费用率-2.4%/-2.4%/-2.4%。

4、其他经营收益率与所得税率：预计 2026-2028 年其他经营收益率均为-1.9%；所得税率分别为 29.0%/22.0%/22.0%，2026 年主要受补缴以前年度所得税影响。

5、归母净利率：主要受毛利率微升、费用率下降及 2027 年所得税率回归正常影响，预计 2026-2028 年归母净利率分别为 13.2%/14.6%/14.7%；2028 年增速回落至 5.5%，主要系税率正常化的一次性贡献消退，利润增长回归收入内生驱动。

图7：盈利预测假设拆分

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入（百万元）	**2,218.8**	**2,136.2**	**2,361.6**	**2,554.5**	**2,684.3**
YoY	-16.2%	-3.7%	10.6%	8.2%	5.1%
DA+DM	1,288.7	1,235.1	1,395.7	1,535.3	1,612.0
YoY	-18.3%	-4.2%	13.0%	10.0%	5.0%
DZ	883.6	871.0	932.0	978.6	1027.5
YoY	-13.4%	-1.4%	7.0%	5.0%	5.0%
其他	46.5	30.1	37.9	44.7	48.8
YoY	-9.2%	-35.3%	26.0%	17.9%	9.1%
毛利率	**74.8%**	**74.9%**	**75.4%**	**75.4%**	**75.4%**
DA+DM	76.3%	76.2%	76.5%	76.5%	76.5%
DZ	72.6%	73.3%	74.0%	74.0%	74.0%
其他	77.1%	69.5%	60.5%	61.4%	60.8%
费用率	**56.2%**	**56.1%**	**53.2%**	**53.1%**	**53.0%**
销售费用	45.7%	46.4%	44.9%	44.8%	44.7%
管理费用	8.7%	7.1%	6.7%	6.7%	6.7%
研发费用	3.7%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
财务费用	-2.0%	-1.5%	-2.4%	-2.4%	-2.4%
其他					
其他经营收益率	0.6%	-1.9%	-1.9%	-1.9%	-1.9%
营业外收支占比	-0.4%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
所得税率	24.8%	21.8%	29.0%	22.0%	22.0%
归母净利润	**303.5**	**260.4**	**312.8**	**374.0**	**394.5**
YoY	-38.5%	-14.2%	20.1%	19.6%	5.5%
归母净利率	13.7%	12.2%	13.2%	14.6%	14.7%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测

投资建议：看好公司主品牌修复与全渠道运营效率提升带来的盈利弹性

三季度收入同比+22.4%，DA 及 DM、DZ 收入分别同比+24.9%/+14.7%，青绿系列等核心产品线与代言人矩阵带动店效提升；经销渠道收入同比+38.0%，经历四年去库存后加盟商开店与提货意愿明显恢复，直营、电商延续稳健增长，经营拐点有望在四季度延续。公司 DAZZLE、DIAMOND DAZZLE、d'zzit、MACKAGE 的多品牌矩阵定位清晰，直营、经销、电商全渠道运营能力成熟，轻资产模式下现金流充裕，若加盟渠道重回扩张、MACKAGE 整合顺利，将进一步打开收入与利润空间，为中长期增长提供动力。我们看好公司凭借其稀缺的中高端女装品牌资产和卓越的零售运营能力，实现收入与利润的持续增长。我们预计 2026-2028 年净利润分别为 3.1/3.7/3.9 亿元，同比+20.1%/19.6%/5.5%。维持“优于大市”评级。

表1：盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,219	2,136	2,362	2,555	2,684
(+/-%)	-16.2%	-3.7%	10.6%	8.2%	5.1%
净利润(百万元)	304	260	313	374	395
(+/-%)	-38.5%	-14.2%	20.1%	19.6%	5.5%
每股收益（元）	0.64	0.55	0.66	0.79	0.83
EBITMargin	19.5%	20.4%	18.7%	18.8%	18.9%
净资产收益率（ROE）	8.3%	7.2%	8.4%	9.7%	10.0%
市盈率（PE）	22.3	25.8	21.5	18.0	17.1
EV/EBITDA	15.8	15.6	15.2	14.1	13.5
市净率（PB）	1.8	1.9	1.8	1.8	1.7

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS 2025A	EPS 2026E	EPS 2027E	PE 2025A	PE 2026E	PE 2027E	g 2025-2027	PEG 2027	总市值人民币亿元
603587.SH	地素时尚	优于大市	14.19	0.55	0.66	0.79	25.8	21.5	18.0	19.8%	0.91	67
可比公司												
3306.HK	江南布衣	优于大市	18.71	1.72	1.87	2.00	10.9	10.0	9.3	7.9%	1.18	101
002832.SZ	比音勒芬	优于大市	27.93	0.96	1.40	1.78	28.9	19.9	15.7	35.8%	0.44	159
603808.SH	歌力思	中性	7.22	0.45	0.56	0.63	16.0	12.9	11.4	18.5%	0.62	26

资料来源：wind，国信证券经济研究所

风险提示

订单恢复不及预期、海外高通胀、品牌消费需求不及预期

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2285	2189	2566	2733	2912
应收款项	139	131	145	157	165
存货净额	420	380	406	440	463
其他流动资产	80	84	93	100	105
流动资产合计	**3600**	**3369**	**3794**	**4015**	**4230**
固定资产	467	417	205	147	84
无形资产及其他	26	26	25	23	22
投资性房地产	305	489	489	489	489
长期股权投资	0	0	0	0	0
资产总计	**4397**	**4301**	**4513**	**4675**	**4826**
短期借款及交易性金融负债	99	99	99	99	99
应付款项	75	87	93	101	107
其他流动负债	461	396	509	550	578
流动负债合计	**635**	**583**	**702**	**751**	**783**
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0
其他长期负债	28	29	87	87	87
长期负债合计	**28**	**29**	**87**	**87**	**87**
负债合计	**663**	**612**	**788**	**837**	**870**
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	3671	3631	3725	3837	3956
负债和股东权益总计	**4334**	**4243**	**4513**	**4675**	**4826**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	0.64	0.55	0.66	0.79	0.83
每股红利	0.79	0.49	0.46	0.55	0.58
每股净资产	7.69	7.66	7.86	8.09	8.34
ROIC	10%	11%	10%	13%	14%
ROE	8%	7%	8%	10%	10%
毛利率	75%	75%	75%	75%	75%
EBIT Margin	19%	20%	19%	19%	19%
EBITDA Margin	21%	22%	21%	21%	21%
收入增长	-16%	-4%	11%	8%	5%
净利润增长率	-39%	-14%	20%	20%	5%
资产负债率	17%	16%	17%	18%	18%
息率	5.6%	3.5%	3.3%	3.9%	4.1%
P/E	22.3	25.8	21.5	18.0	17.1
P/B	1.8	1.9	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA	15.8	15.6	15.2	14.1	13.5

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**2219**	**2136**	**2362**	**2555**	**2684**
营业成本	558	536	581	628	661
营业税金及附加	21	23	25	27	28
销售费用	1015	991	1060	1145	1200
管理费用	195	153	255	276	290
财务费用	(44)	(32)	(57)	(62)	(65)
投资收益	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)
资产减值及公允价值变动	116	(92)	(95)	(103)	(108)
其他收入	(185)	(37)	53	58	61
营业利润	405	335	454	494	521
营业外净收支	(1)	(2)	(13)	(14)	(15)
利润总额	404	333	441	479	506
所得税费用	**100**	**73**	**128**	**105**	**111**
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	304	260	313	374	395

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	304	260	313	374	395
资产减值准备	20	5	105	(58)	(62)
折旧摊销	42	41	52	55	57
公允价值变动损失	(116)	92	95	103	108
财务费用	(44)	(32)	(57)	(62)	(65)
营运资本变动	(74)	(193)	175	(63)	(65)
其它	(20)	(5)	(105)	58	62
经营活动现金流	**156**	**200**	**636**	**469**	**495**
资本开支	0	98	(40)	(40)	(40)
其它投资现金流	(46)	91	0	0	0
投资活动现金流	**(46)**	**189**	**(40)**	**(40)**	**(40)**
权益性融资	(1)	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	(376)	(235)	(219)	(262)	(276)
其它融资现金流	451	(17)	0	0	0
融资活动现金流	**(302)**	**(486)**	**(219)**	**(262)**	**(276)**
现金净变动	**(192)**	**(97)**	**377**	**168**	**179**
货币资金的期初余额	2478	2285	2189	2566	2733
货币资金的期末余额	2285	2189	2566	2733	2912
企业自由现金流	0	285	501	327	348
权益自由现金流	0	268	538	368	394

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032