

地素时尚(603587.SH)/纺织服饰

Q3 收入业绩环比提速, 终端提效显著

评级: 增持(维持)

市场价格: 22.01

分析师: 王雨丝

执业证书编号: S0740517060001

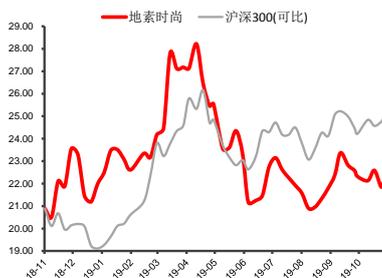
Email: wangys@r.qlzq.com.cn

研究助理: 曾令仪

Email: zengly@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	401
流通股本(百万股)	95
市价(元)	22.01
市值(百万元)	2091
流通市值(百万元)	8826

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1. 地素时尚: 设计能力出众, 终端提效显著
2. 地素时尚 2019H1 点评: 品牌内生增长强劲, 直营提效显著

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1945.91	2100.45	2398.08	2692.81	2980.82
增长率 yoy%	7.18%	7.94%	14.17%	12.29%	10.70%
净利润	480.06	574.08	649.41	733.26	813.81
增长率 yoy%	-8.09%	19.59%	13.12%	12.91%	10.98%
每股收益(元)	1.20	1.43	1.62	1.83	2.03
每股现金流量	2.45	3.10	3.73	4.78	5.78
净资产收益率	43.98%	25.99%	20.23%	20.91%	20.95%
P/E	19.30	16.14	14.26	12.63	11.38
PEG	-2.38	0.82	1.09	0.98	1.04
P/B	2.85	3.00	2.78	2.52	2.27

备注: 收盘价为 2019 年 10 月 29 日

投资要点

- **公司发布 2019 年三季报, 期内实现营收 17.05 亿元 (+15.90%), 分别实现归母/扣非净利润 4.80/4.33 亿元 (+6.65%/21.19%)。其中 Q3 单季度实现营收 5.94 亿元 (+18.78%), 环比提速 (2019H1 +14.42%)。同期分别实现归母/扣非净利润 1.40/1.36 亿元 (+23.01%/20.00%)。**
- **分品牌: 1) 主品牌 DA 内生增长强劲。**期内主品牌 DA 实现营收 9.77 亿元, 占比 57.33%, 为公司收入的主要来源。从增速上看, 较去年同期+13.05%, 主要来自店效提升的驱动。渠道方面仍在调整, 期内门店数量净减 22 家至 591 家, 其中直营/加盟分别净减 12/10 家门店至 187/404 家。同时, 毛利率同比+1.46PCTs 至 76.27%。**2) 外延内生共同驱动, DZ 加速成长。**期内 DZ 实现营收 5.84 亿元, 同比+22.83%, 增速较 19H1+4.56PCTs, 收入占比达 34.24%, 为公司第二大品牌。期内门店数量净增 33 家至 416 家, 以加盟店为主(直营/加盟分别净增 0/33 家), 同时店效也保持较快增长。考虑到 DZ 品牌定位更加年轻, 价格带相对较低, 随着其渠道拓展以及价格带的向下衍生, 预计未来为公司增长的主要驱动力。**3) 高端品牌 DM 保持稳健增长。**DM 期内实现营收 1.32 亿元, 占比 7.77%, 期内保持稳健增长, 19H1/19Q3 同比增速分别为+7.77%/+8.78%, 且门店数量稳定在 53 家, 与年初持平。**4) 男装新设计师产品上线收入及利润水平均有改善。**RA 期内贡献营收 748.56 万元, 同比+41.85%, 增速较 19H1 (-20.77%) 明显改善。同时, 毛利率同比+1.27PCTs 至 76.54%。
- **分渠道: 1) 线下: 直营店效大幅提升, 加盟门店持续扩张。**线下渠道实现营收 14.85 亿元 (+14.32%), 拥有门店 1068 家 (+6 家)。分业务模式看, 直营/加盟分别同比+17.92%/+10.76%至 7.63/7.23 亿元, 门店数量分别-12/+18 至 366/702 家, 报表端店效分别同比+25.97%/+6.02%。其中店效的提升一方面得益于公司持续推进零售 3C 培训, 实施了“神秘访客”项目, 提高店长和导购的零售能力; 同时新的导购薪酬方案, 也调动了导购的积极性。另一方面, 是由于在产品畅销的情况下, 活动促销力度减小带动客单价的提升。**2) 线上: 保持稳定较快增长。**线上渠道实现营收 2.15 亿元, 占比 12.64%, 得益于公司小红书、YOHO 等新电商平台的积极开拓, 期内同比增速保持在+28.75%的高增长。
- **公司毛利率及扣非净利率提升, 而归母净利润受资产减值损失影响有所下滑。**期内在终端折扣率提升的背景下(从年初的 81 折提升至 19Q3 的 9 折以上), 公司毛利率+1.0PCT 至 75.47%。费用方面, 销售费用率维稳在 32.48% (-0.14PCTs), 管理及研发费用率+1.40PCTs 至 9.00%, 主要由于人员薪酬、资产折旧以及男装研发费用的增加, 而财务费用率受益于利息收入的增加同比-1.47%至-2.53%。此外, 受益于理财收益的增加, 新增投资收益 1523.59 万元。而由于上年资产损失大额转回(安科房产坏账计提), 使得期内公司新增资产减值损失 7560.22 万元。综合来看, 公司净利率-2.44PCTs 至 28.14%。就扣非净利率而言, 期内同比提升 1.13PCTs 至 25.38%。
- **存货规模控制得当, 现金流大幅增长。**运营方面, 期内公司存货 3.06 亿, 较去年同期基本持平 (+0.40%), 得益于产品售罄率的提升, 存货增速远低于营收增幅。此外, 受百货渠道账期影响, 应收账款同比+27.01%至 5125.56 万元, 而环比-17.15%略有改善。

现金流方面，期内公司受益于销售回款的增加，经营性净现金流同比/环比分别+51.31%/+49.23%至 5.33 亿元，为公司后续发展提供保障。

- **盈利预测与投资建议。**考虑到公司较强的产品设计能力、多元化营销方式塑造的品牌影响力，看好未来店效提升以及渠道扩张带来的收入增长。同时，公司的盈利能力和运营效率均处于行业领先水平，且经营性现金流充足、负债率低。我们预计公司 2019/20/21 年归母公司净利润为 6.49/7.33/8.14 亿元，分别同增 13.12%/12.91%/10.98%，对应 EPS 分别为 1.62/1.83/ 2.03 元，现价对应 PE 14/13/11 倍，给予“增持”评级。
- **风险因素。**终端市场销售疲软，市场竞争加剧，新开门店数量不及预期，以及店效提升不及预期的风险。

图表 1: 财务报表 (百万元)

损益表(人民币百万元)						资产负债表(人民币百万元)					
	2017	2018	2019(E)	2020(E)	2021(E)		2017	2018	2019(E)	2020(E)	2021(E)
营业总收入	1946	2100	2398	2693	2981	货币资金	2608	2530	2538	2725	2989
增长率	7.2%	7.9%	14.2%	12.3%	10.7%	应收帐款	243	185	245	275	304
营业成本	-490	-548	-618	-690	-760	存货	270	258	297	332	366
%销售收入	25.2%	26.1%	25.8%	25.6%	25.5%	其他流动资产	5	3	3	3	3
毛利	1456	1552	1780	2003	2221	流动资产	3126	2976	3083	3334	3662
%销售收入	74.8%	73.9%	74.2%	74.4%	74.5%	%总资产	85.4%	83.4%	80.9%	79.6%	79.0%
营业税金及附加	-28.8	-26.7	-30.5	-34.2	-37.9	固定资产	392	384	520	647	765
%销售收入	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	%总资产	10.7%	10.8%	13.6%	15.4%	16.5%
销售费用	-609	-707	-812	-904	-996	长期投资	0	0	0	0	0
%销售收入	31.3%	33.7%	33.9%	33.6%	33.4%	递延所得税资产	31	44	44	44	44
管理费用	-154	-184	-217	-236	-254	其他非流动资产	110	165	165	165	165
%销售收入	7.9%	8.7%	9.0%	8.8%	8.5%	非流动资产	534	593	729	856	974
息税前利润(EBIT)	665	634	720	828	932	%总资产	14.6%	16.6%	19.1%	20.4%	21.0%
%销售收入	34.2%	30.2%	30.0%	30.8%	31.3%	资产总计	3660	3569	3811	4191	4636
财务费用	31	30	34	38	42	短期借款	0	0	0	0	0
%销售收入	-1.6%	-1.4%	-1.4%	-1.4%	-1.4%	应付账款	229	309	303	338	373
其他经营损益	-130	61	31	31	31	其他流动负债	159	150	150	150	150
营业利润	565	725	784	897	1005	流动负债	387	459	453	488	522
营业利润率	29.1%	34.5%	32.7%	33.3%	33.7%	长期贷款	0	0	0	0	0
营业外收支	78	45	86	86	86	其他长期负债	22	22	22	22	22
税前利润	644	769	870	983	1091	负债	409	481	475	510	545
税前利润率	33.1%	36.6%	36.3%	36.5%	36.6%	普通股股东权益	3249	3086	3335	3678	4089
所得税	-164	-195	-221	-250	-277	少数股东权益	2	2	2	2	2
所得税率	25.4%	25.4%	25.4%	25.4%	25.4%	负债股东权益合计	3660	3569	3811	4191	4636
净利润	480	574	649	733	814	比率分析(人民币百万元)					
少数股东损益	0	0	0	0	0	每股指标					
归属母公司的净利润	480	574	649	733	814		2017	2018	2019(E)	2020(E)	2021(E)
净利率	24.7%	27.3%	27.1%	27.2%	27.3%	每股收益(元)	1.20	1.43	1.62	1.83	2.03
现金流量表(人民币百万元)						每股净资产(元)	8.10	7.70	8.32	9.17	10.20
	2017	2018	2019(E)	2020(E)	2021(E)	每股经营现金流(元)	1.40	1.46	1.45	1.89	2.13
净利润	480	574	649	733	814	回报率					
折旧摊销	15	20	36	53	71	ROE	43.98%	25.99%	20.23%	20.91%	20.95%
其他非现金支出	250	-165	0	0	0	ROA	18.03%	15.07%	16.68%	17.38%	0.00%
少数股东权益	0	1	0	0	0	增长率					
运营资金变动	-188	151	-105	-29	-29	营业总收入增长率	7.18%	7.94%	14.17%	12.29%	10.70%
经营活动现金流净流	557	581	580	757	856	EBIT增长率	-9.21%	20.64%	13.08%	12.94%	11.00%
资本开支	-278	-159	-171	-180	-189	净利润增长率	-8.09%	19.59%	13.12%	12.91%	10.98%
投资及其他	0	16	0	0	0	总资产增长率	176.20%	-2.48%	6.80%	9.94%	10.62%
投资活动现金净流	-277	-143	-171	-180	-189	资产管理能力					
吸收投资	0	1	0	0	0	应收帐款周转天数	37.65	37.23	37.23	37.23	37.23
负债净变化	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	194.69	178.96	178.96	178.96	178.96
支付股利利息	-40	-401	-401	-390	-403	存货周转天数	187.23	175.55	175.55	175.55	175.55
其他	0	1580	0	0	0	偿债能力					
筹资活动现金净流	-40	1180	-401	-390	-403	净负债 / 股东权益	-80.28%	-81.98%	-76.11%	-74.09%	-73.11%
现金净流量	240	1618	8	187	264	资产负债率	11.18%	13.47%	12.46%	12.17%	11.75%

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。