

地素时尚 (603587)

2022 年报及 2023Q1 业绩点评: 22 年疫情扰动业绩承压, 23Q1 改善迹象显现、全年业绩修复可期

买入 (上调)

2023 年 04 月 29 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

研究助理 郝越

执业证书: S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

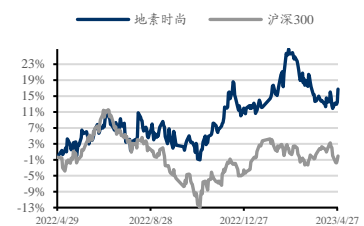
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,400	2,722	3,034	3,347
同比	-17%	13%	11%	10%
归属母公司净利润 (百万元)	385	580	691	778
同比	-44%	51%	19%	13%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.80	1.21	1.44	1.62
P/E (现价&最新股本摊薄)	19.86	13.17	11.05	9.81

关键词: #业绩不及预期

投资要点

- 公司公布 2022 年报及 23Q1 业绩: 1) 2022 年: 营收 24 亿元/yoy-17.16%、归母净利润 3.85 亿元/yoy-44.23%, 业绩低于预期, 10 派现金 7 元、分红率 86.11% (若考虑股份回购则为 104.28%)、股息率 4.41%。收入下滑主因疫情影响销售, 利润端降幅超收入主因毛利率下滑、费用率上升。分季度看, 22Q1-Q4 收入分别同比-9.09%/-27.63%/-7.81%/-22.06%、归母净利润分别同比-23.07%/-47.85%/-25.12%/-93.21%, 在疫情反复环境下各季度业绩均承压, 其中 Q2 和 Q4 受冲击程度较重。2) 23Q1: 营收 6.1 亿元/yoy+2.27%、归母净利润 1.64 亿元/yoy+9.34%, 疫情放开后市场逐渐复苏, 收入、净利增速均已转正。
- 各品牌 22 年疫情扰动致收入均回落, 23Q1 呈边际改善、DA/RA 转正。1) 22 年: DA/DM/DZ/RA 收入分别同比-19.83%/-18.89%/-13.13%/-8.84%、分别占比 54.52%/6.84%/37.12%/1.25%, DA、DM 收入下滑较多, 主因门店多位于一二线城市、受疫情影响较大, 进行渠道收缩所致 (门店分别-44/-20 家)。2) 23Q1: DA/DM/DZ/RA 收入分别同比-0.74%/-14.91%/+9.52%/+12.87%、分别占比 51.37%/6.66%/39.59%/2.11%, 消费场景逐渐恢复, 各品牌环比均有不同程度回暖、其中 RA、DZ 已实现正增长、RA 增速较快主要得益于期间净拓店 2 家, DA、DM 降幅缩窄。
- 22 年各渠道受疫情影响较大, 23Q1 线上增速较高、直营店效显著回暖。1) 22 年: 直营/经销/线上收入分别同比-19.43%/-13.87%/-20.73%、分别占比 43.32%/43.64%/12.76%, 线上受疫情影响程度相对较大主要系公司物流发货受到冲击。22 年末共 1123 家门店 (直营 312&经销 811 家)、较 21 年末净-76 家 (直营-42&经销-34 家), 对应同比-6.3% (直营-11.9%&经销-4%)。受疫情影响, 整体店效同比-11% (直营/加盟店效分别同比-9%/-10.3%)。2) 23Q1: 直营/经销/线上收入分别同比+4.97%/-6.87%/+18.02%、占比 48.72%/35.16%/15.85%。线上/直营收入率先恢复正增、线上增速较高。23Q1 末共 1098 家门店 (直营 302&经销 796 家)、较 22 年末净-25 家 (直营-10&经销-15 家)、对应同比-2.23% (直营-3.21%&经销-1.23%)。线下渠道仍处于调整中。疫情放开后门店店效明显提升, 整体店效同比+9%, 其中直营门店店效显著回暖、同比+22%, 加盟门店店效同比-1%、降幅缩窄。
- 22 年毛利率小幅回落、费用率大幅提升致净利率受损, 23Q1 费用率降低、净利率有所提升。1) 毛利率: 22 年同比-1.23pct 至 75.36%, 主因疫情下加大折扣促销。23Q1 毛利率 76.65%、同比持平。2) 期间费用率: 22 年同比+6.86pct 至 51.8%, 主要系销售费用率同比+5.62pct 所致, 收入规模下滑、而门店相关刚性费用导致费用率升高。23Q1 年同比-2.63pct 至 48.49%, 主要系销售费用率同比-1.92pct 所致, 主因收入增长带来正经营杠杆。3) 归母净利率: 由于毛利率下降, 叠加费用率上升, 22 年同比-7.77pct 至 16.02%。23Q1 净利率同比+1.74pct 至 26.93% (投资收益减少及资产减值损失增加冲减 2060 万利润)。4) 存货: 22 年末存货 3.78 亿元/yoy+16.76%, 库存规模有所上升。23Q1 末存货 4.13 亿元/yoy+14.87%, 22/23Q1 存货周转天数分别同比+45/+30 天至 213/250 天。5) 现金流: 22 年经营活动现金流净额 4.96 亿元/yoy-43.2%, 主因零售收入下降所致。23Q1 经营活动现金流净额 1.49 亿元/yoy+77.83%。截至 22 年末/23Q1 末货币资金 19.76/25.51 亿元, 现金充沛。
- 盈利预测与投资评级: 公司深耕中高端女装领域, 多品牌梯度发展。由于线下占比较高, 22 年受疫情冲击较大、整体业绩承压。23Q1 受益于疫情放开, 收入增速回正、年初以来直营流水约双位数增长, 4 月直营流水加速修复、逐月改善, 经营杠杆下利润端增速超越收入。随后续终端消费进一步回暖, 公司收入净利增速有望继续提升。考虑到 22 年业绩低于预期、23 年业绩弹性较大, 我们将 23-24 年净利预测由 6.3/7.4 下调至 5.8/6.9 亿元、增加 25 年预测值 7.8 亿元, 对应 23-25 年 PE 为 13/11/10X, 估值较低, 上调至“买入”评级。
- 风险提示: 终端消费复苏不及预期、疫情反复、新品牌发展不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.87
一年最低/最高价	13.30/17.55
市净率(倍)	2.04
流通 A 股市值(百万元)	7,587.04
总市值(百万元)	7,634.70

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.77
资产负债率(% ,LF)	16.86
总股本(百万股)	481.08
流通 A 股(百万股)	478.07

相关研究

《地素时尚(603587): 2022 年三季报点评: Q3 环比改善, 疫情影响下盈利能力仍承压》

2022-10-30

《地素时尚(603587): 2022 年中报点评: 疫情拖累业绩, 线上渠道加速修复》

2022-08-27

表1: 22年、23Q1地素时尚收入/门店/毛利率按品牌及渠道划分情况

	收入 (百万元)	收入 YOY	占总营收 比重	门店数 (家)	门店净变动 (家)	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
22年整体	2400.37	-17.2%	100.0%	1,123	-76	75.36%	-1.23pct
分渠道							
线上销售	306.27	-20.7%	12.8%	-	-	75.87%	-0.19pct
线下销售	2087.46	-16.7%	87.0%	1123	76	75.33%	-1.43pct
直营	1039.89	-19.4%	43.3%	312	-42	81.36%	-1.32pct
经销	1047.57	-13.9%	43.6%	811	-34	69.35%	-1.14pct
分品牌							
DA	1308.67	-19.83%	54.5%	616	-44	76.30%	-1.75pct
DM	164.14	-18.89%	6.8%	30	-20	80.70%	+0.39pct
DZ	890.95	-13.13%	37.1%	463	-11	72.89%	-0.73pct
RA	29.97	-8.84%	1.2%	14	-1	82.07%	+1.29pct
23Q1整体	610.49	2.3%	100.0%	1,098	-25	76.65%	持平
分渠道							
线上销售	96.76	18.02%	15.85%	-	-	79.69%	3.76pct
线下销售	512.08	-0.34%	83.88%	1098	-25	76.18%	-0.67pct
直营	297.45	4.97%	48.72%	302	-10	81.12%	-0.99pct
经销	214.64	-6.87%	35.16%	796	-15	69.34%	-1.04pct
分品牌							
DA	313.58	-0.74%	51.37%	598	-18	77.14%	-0.5%
DM	40.69	-14.91%	6.66%	26	-4	81.31%	1.3%
DZ	241.71	9.52%	39.59%	458	-5	75.18%	0.7%
RA	12.86	12.87%	2.11%	16	2	81.90%	-0.2%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

地素时尚三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,551	4,170	5,102	6,018	营业总收入	2,400	2,722	3,034	3,347
货币资金及交易性金融资产	2,942	3,638	4,494	5,351	营业成本(含金融类)	591	671	727	777
经营性应收款项	116	121	139	153	税金及附加	24	27	31	34
存货	378	289	331	357	销售费用	1,048	1,053	1,147	1,259
合同资产	0	0	0	0	管理费用	170	171	173	187
其他流动资产	116	122	137	156	研发费用	71	82	73	80
非流动资产	810	721	667	711	财务费用	-46	-27	-34	-37
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	2	1	2	2
固定资产及使用权资产	641	522	484	490	投资净收益	6	22	15	10
在建工程	2	2	2	2	公允价值变动	-65	0	0	0
无形资产	30	30	39	57	减值损失	-52	-40	-30	-40
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	36	67	42	62	营业利润	433	727	903	1,018
其他非流动资产	100	100	100	100	营业外净收支	65	48	26	31
资产总计	4,360	4,891	5,768	6,729	利润总额	498	775	929	1,049
流动负债	693	644	830	1,012	减:所得税	114	195	238	271
短期借款及一年内到期的非流动负债	80	80	80	80	净利润	385	580	691	778
经营性应付款项	91	163	271	360	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	120	0	0	0	归属母公司净利润	385	580	691	778
其他流动负债	402	401	479	572	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.80	1.21	1.44	1.62
非流动负债	56	56	56	56	EBIT	446	717	883	1,010
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	676	900	1,026	1,157
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	75.36	75.36	76.03	76.80
租赁负债	38	38	38	38	归母净利率(%)	16.02	21.31	22.79	23.25
其他非流动负债	18	18	18	18	收入增长率(%)	-17.16	13.39	11.47	10.34
负债合计	749	700	886	1,068	归母净利润增长率(%)	-44.23	50.81	19.19	12.60
归属母公司股东权益	3,610	4,190	4,881	5,659					
少数股东权益	2	2	2	2					
所有者权益合计	3,611	4,191	4,882	5,661					
负债和股东权益	4,360	4,891	5,768	6,729					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	496	723	906	1,010	每股净资产(元)	7.50	8.71	10.15	11.76
投资活动现金流	117	-81	-92	-163	最新发行在外股份(百万股)	481	481	481	481
筹资活动现金流	-715	-3	-3	-3	ROIC(%)	8.96	13.35	14.12	13.91
现金净增加额	-99	640	811	844	ROE-摊薄(%)	10.65	13.84	14.16	13.75
折旧和摊销	230	182	142	147	资产负债率(%)	17.18	14.31	15.36	15.88
资本开支	-29	-16	-87	-140	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.86	13.17	11.05	9.81
营运资本变动	-216	-5	19	9	P/B(现价)	2.12	1.82	1.56	1.35

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

