

2023年04月30日

高分红，关注去库存进展

地素时尚(603587)

评级:	买入	股票代码:	603587
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	17.55/13.30
目标价格:		总市值(亿)	76.35
最新收盘价:	15.87	自由流通市值(亿)	76.35
		自由流通股数(百万)	481

事件概况

2022年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为24.00/3.85/3.83/4.96亿元，同比下降17.16%/44.23%/40.78%/43.20%，加回公允价值变动净损失后归母净利/扣非归母净利为4.50/4.48亿元，同比下降37%/34%；尽管公司政府补助增加64%至0.65亿，但投资收益-0.59亿元，因此非经常性损益变动不大。经营现金流高于净利主要由于折旧及公允价值变动损失增加。22年每10股派发现金红利7元，股息率为4.54%。

2022Q4公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为6.81/0.09/0.65亿元、同比下降22.08%/93.28%/53.59%。2023Q1公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为6.10/1.64/1.09亿元、同比增长2.27%/9.34%/8.75%，利润弹性不及同业部分公司我们分析主要由于加盟仍在去库存。

分析判断

22年及23Q1均为净关店，23Q1DZ、RA恢复增长。收入拆分：（1）从品牌来看，2022DA/DM/DZ/RA收入分别为13.09/1.64/8.91/0.30亿元、同比下降20%/19%/13%/9%。分内生和外延来看，22年末DA/DM/DZ/RA直营门店数量分别为149/22/127/14家，同比减少42/24/6/11家、同比减少4.6%/7.1%/5.1%/26.7%；加盟门店数量分别为467/8/336/0家，同比减少4.11%/63.64%/0/0。23Q1DA/DM/DZ/RA收入分别为3.14/0.41/2.42/0.13/0.02亿元，同比增长-0.74%/-14.91%/9.52%/12.87%；DA/DM/DZ/RA直营门店数量分别为141/20/125/16家，同比下降17.1%/28.6%/-8.8%/0%；DA/DM/DZ加盟门店数量分别为457/6/333，同比下降6.4%/72.7%/0.9%。（2）分渠道来看，加盟店效降幅更大：线上/直营/加盟收入分别为3.06/10.40/10.48亿元，同比下降21%/19%/14%，22年净闭店76家至1123家，同比减少6.34%，其中直营净闭店42家至312家、同比减少11.86%，加盟净闭店34家至811家、同比减少4.02%，推算直营/加盟店效分别为333/129万元，同比下降8.6%/10.3%。23Q1直营/加盟店效分别为98/27万元/季，同比下降增加21.97%/-0.65%。（3）东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南/海外地区收入分别为1.11/2.03/10.24/2.53/2.89/0.73/4.29/0.11亿元，同比下降9%/23%/18%/15%/15%/20%/17%/15%。

毛利率小幅下滑，主要来自DA、DZ品牌。22年毛利率75.4%，同比下降1.3PCT，（1）分品牌来看，DA/DM/DZ/RA毛利率分别为76.3%/80.7%/72.9%/82.1%、同比下降1.8/-0.4/0.7/-1.3PCT。23Q1DA/DM/DZ/RA毛利率分别为77.6%/80.1%/74.5%/82.1%、同比下降0.46/-1.28/-0.72/0.24PCT。（2）分渠道来看，直营/加盟/电商毛利率分别为81.4%/69.4%/75.9%，同比减少1.3/1.1/0.2PCT。22Q4毛利率77.1%，同比减少0.5PCT。23Q1毛利率76.65%，同比减少0.2PCT。23Q1直营/加盟/电商毛利率分别为81.12%/69.34%/79.69%，同比减少-3.8/1.0/1.0PCT。

净利率下降主要受销售费用率提升及公允价值损失影响，财务费用率下降开始显现。22年净利率16%，同比下降7.7PCT；22Q4净利率1.3%，同比下降14.0PCT。23Q1净利率26.9%，同比增加1.8PCT。（1）从费用率看，销售/管理/研发/财务费用率分别为43.64%/7.09%/2.97%/-1.91%，同比上升5.6/1.4/0.74/-0.86PCT，销售费用变动主要由于收入减少，职工薪酬，商场费用等相对刚性，降幅远低于收入，同时广告及品牌推广费增加；财务费用减少主要由于利息收入的增加，以及汇兑损益影响。（2）22年资产减值损失/收入

为 2.12%，同比增加 0.41PCT，信用减值损失/收入为 0.02%，同比减少增加 0.02PCT，所得税率为 4.74%，同比下降 2.88PCT。公允价值变动损失为-0.65 亿元、去年为-0.27 亿元。

关注去库存进展。22 年末存货为 3.78 亿元，同比增加 16.8%，存货周转天数 213.3 天、同比增加 45.3 天。从库存结构来看，2 年以上库存占比增加，1 年以内/1-2 年/2-3 年库存占比分别为 68.7%/21.2%/10.1%，同比减少 0.5/1.4/-1.9PCT。应收账款为 0.64 亿元、同比增加 5.3%，应收账款周转天数为 9.4 天、同比增加 1.5 天。23Q1 存货周转天数为 249.6 天，同比增加 29.2 天，应收账款周转天数为 8.7 天，同比增加 0.6 天。

投资建议

公司收入增速和利润弹性 Q1 恢复低于同业，我们分析主要由于加盟商仍在去库存之中，未来中长期成长空间在于：1) 新品牌定位快时尚、较传统高端女装行业打开更大增长空间；2) 主品牌仍有店效提升空间；3) 培育期品牌 RA 品牌逐步成熟后带来店效改善，有望带来新的利润增长点；4) 生活方式类新品牌 d other day 望逐步贡献增量。(5) 公司 22 年 4 月发布回购计划，拟回购金额为 1-2 亿元、价格不超过 24.39 元。截至 2023Q1 末，累计回购 7,142,990 股，成交价格为 13.45-17.00 元，金额为 1.07 亿元。

维持 23/24 年收入预测 26.51/30.14 亿元,新增 25 年收入预测 34.19 亿元；维持 23/24 年归母净利预测 6.31/7.55 亿元，新增 25 年归母净利预测 8.67 亿元；对应维持 23/24 年 EPS 1.31/1.57 元，新增 25 年 EPS1.80 元，2023 年 4 月 29 日收盘价 15.87 元对应 23/24/25 年 PE 分别为 12/10/9X，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争激烈；经营业绩受波动；疫情不确定性；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,898	2,400	2,651	3,014	3,419
YoY (%)	13.0%	-17.2%	10.4%	13.7%	13.4%
归母净利润(百万元)	689	385	631	755	867
YoY (%)	9.5%	-44.2%	64.1%	19.7%	14.8%
毛利率 (%)	76.6%	75.4%	76.9%	77.3%	77.6%
每股收益 (元)	1.43	0.80	1.31	1.57	1.80
ROE	18.4%	10.7%	14.9%	15.1%	14.8%
市盈率	10.76	19.29	11.76	9.83	8.56

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,400	2,651	3,014	3,419	净利润	385	631	755	867
YoY(%)	-17.2%	10.4%	13.7%	13.4%	折旧和摊销	230	41	56	77
营业成本	591	612	685	765	营运资金变动	-209	151	27	33
营业税金及附加	24	25	25	26	经营活动现金流	496	808	819	954
销售费用	1,048	977	1,075	1,213	资本开支	-29	-91	-88	-88
管理费用	170	190	215	242	投资	89	-544	-737	-914
财务费用	-46	-42	-45	-47	投资活动现金流	117	-626	-818	-988
研发费用	71	53	60	72	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-51	-53	-56	-59	债务募资	0	0	0	0
投资收益	6	21	24	27	筹资活动现金流	-715	0	0	0
营业利润	433	805	969	1,117	现金净流量	-99	181	1	-33
营业外收支	65	48	52	55					
利润总额	498	853	1,020	1,172	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	114	222	265	305	成长能力 (%)				
净利润	385	631	755	867	营业收入增长率	-17.2%	10.4%	13.7%	13.4%
归属于母公司净利润	385	631	755	867	净利润增长率	-44.2%	64.1%	19.7%	14.8%
YoY(%)	-44.2%	64.1%	19.7%	14.8%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.80	1.31	1.57	1.80	毛利率	75.4%	76.9%	77.3%	77.6%
					净利率	16.0%	23.8%	25.0%	25.4%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	8.8%	12.3%	12.6%	12.4%
货币资金	1,976	2,157	2,158	2,125	净资产收益率 ROE	10.7%	14.9%	15.1%	14.8%
预付款项	51	42	42	42	偿债能力 (%)				
存货	378	311	337	372	流动比率	5.12	5.12	5.27	5.43
其他流动资产	1,146	1,688	2,441	3,370	速动比率	4.51	4.69	4.87	5.05
流动资产合计	3,551	4,198	4,978	5,910	现金比率	2.85	2.63	2.29	1.95
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	17.2%	17.1%	16.7%	16.3%
固定资产	520	548	543	529	经营效率 (%)				
无形资产	30	41	58	70	总资产周转率	0.55	0.52	0.50	0.49
非流动资产合计	810	919	1,020	1,099	每股指标 (元)				
资产合计	4,360	5,118	5,998	7,008	每股收益	0.80	1.31	1.57	1.80
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	7.50	8.81	10.38	12.18
应付账款及票据	91	181	224	275	每股经营现金流	1.03	1.68	1.70	1.98
其他流动负债	602	638	721	813	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	693	819	945	1,088	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	19.29	11.76	9.83	8.56
其他长期负债	56	56	56	56	PB	2.03	1.75	1.49	1.27
非流动负债合计	56	56	56	56					
负债合计	749	875	1,001	1,144					
股本	481	481	481	481					
少数股东权益	2	2	2	2					
股东权益合计	3,611	4,242	4,997	5,864					
负债和股东权益合计	4,360	5,118	5,998	7,008					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。