

地素时尚 (603587)

2023 年中报点评: Q2 业绩加速恢复, 电商渠道表现突出

买入(维持)

| 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) | 0.81 | 1.21 | 1.45 | 1.63 |
| P/E(现价&最新股本摊薄) | 18.34 | 12.16 | 10.20 | 9.06 |

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **公司公布 2023 年中报:** 23H1 营收 12.48 亿元/yoy+13.36%、归母净利润 3.07 亿元/yoy+21.80%。分季度看, 23Q1/Q2 营收分别同比+2.27%/+26.50%、归母净利润分别同比+9.34%/+40.27%, 消费场景修复后收入增速逐季同比明显提升, 经营杠杆带动费用率下降、利润端增速超收入端。
- **Q2 各品牌收入增速均环比提升。** 23H1 分品牌看 DA/DM/DZ/RA 收入分别同比+14.4%/-6.0%/+14.6%/+37.5%、占比分别为 53.0%/5.9%/39.2%/1.7%, Q2 各品牌随国内消费逐渐恢复、收入增速较 Q1 均改善(Q1 分品牌 DA/DM/DZ/RA 收入同比-0.7%/-14.9%/+9.5%/+12.9%)。截至 23H1 门店 DA/DZ/RA 数量分别为 590/465/18 家、较 22H1 分别-66/-19/0 家、同比-10%/-4%/持平, 上半年 DA、DZ 实现双位数增长, RA 基数较低增速靓丽, 主要受益于疫后客流回暖带动线下门店收入提升; DM 收入略有下滑主要系门店数量下滑所致, 截至 23H1 门店数量 24 家、较 22H1 净减少 23 家/yoy-49%。
- **线上、直营渠道增速靓丽, 客流修复后店效明显提升。** 1) 分线上线下来看, 23H1 线上/线下收入分别同比+32.7%/+10.3%、占比 15.8%/84.0%。线上持续发力、实现高速增长, DZ 上半年天猫新品销售占比近 80%、稳居女装成交 TOP30、Q2 抖音渠道上新前三天 GMV 突破 100 万, DA 品牌加速完成线上渠道调整升级, 新品占比及折扣率均明显优化; 线下受益于客流修复后同店恢复较好、实现稳健增长, 截至 23H1 末门店总数 1097 家、较 22H1 净减少 26 家/yoy-9%。2) **线下分直营经销看,** 直营/经销收入分别同比+19.1%/+1.7%、占线下营收比重分别为 53.5%/46.5%, 直营渠道表现较好。23H1 末直营+加盟门店分别为 297/800 家、较 22H1 分别净-15/-11 家、同比-16%/-6%, 直营表现较好主要系单店店效增长带动。
- **毛利率相对较为稳定, 费用率下降促净利率提升。** 1) **毛利率:** 23H1 同比-0.19pct 至 75.74%, 其中线上/线下同比分别+4/-1pct, 线上毛利率提升较好主要受益于新品占比提升, 线下有所下滑主要受到清理库存影响。分季度看 23Q1/Q2 毛利率分别为 76.65%/74.86%、同比持平/-0.22pct, 整体变动不大。2) **期间费用率:** 23H1 为 45.29%/yoy-3.05pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-2.19/-0.29/+0.16/-0.73pct 至 39.22%/6.64%/3.14%/-3.71%, 正经营杠杆下销售费用率明显下降, 财务费用率下降主要系利息收入增加。3) **归母净利率:** 综合上述影响因素, 叠加资产减值损失同比增加、投资收益同比减少, 23H1 归母净利率 24.59%/yoy+1.70pct。4) **存货:** 23H1 末存货 4.26 亿元/yoy+24.42%、库存规模有所上升, 存货周转天数同比+13 天至 239 天。5) **现金流:** 23H1 经营活动现金流净额 3.63 亿/yoy+63.99%; 23H1 末货币资金 23.1 亿元/yoy-8.16%, 现金充裕。
- **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, 并持续进行品牌力拓展, 23H1 联名青年艺术家张占占、巴黎高级成衣设计师品牌 ELLERY 助力品牌文化输出, DA 携手热门 IP 芭比打造联名系列实现破圈、全网话题声量超 2 亿、曝光触达超 1.2 亿。23 年 8 月主品牌 DA 正式发布全新品牌标识 MONOGRAM “D”, 体现柔美与力量并存的品牌精神内核, 并持续发力线上及私域运营。23 年以来受益疫情放开, Q1 收入增速逐渐回暖、Q2 进一步改善, 正经营杠杆下利润增速超收入端。展望下半年, 渠道调整预计将继续进行, Q3 随基数走高、业绩增速或有所波动, Q4 重回低基数期、将呈现较强修复弹性。我们维持 23-25 年归母净利润预测 5.8/6.9/7.8 亿元、对应 PE 为 12/10/9X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 终端消费疲软、库存周转放缓、疫情反复等。

2023 年 08 月 28 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

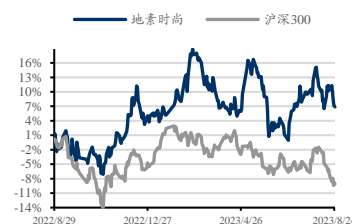
zhaoyy@dwzq.com.cn

研究助理 郝越

执业证书: S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 14.77 |
| 一年最低/最高价 | 13.30/17.55 |
| 市净率(倍) | 2.00 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 7,051.00 |
| 总市值(百万元) | 7,051.00 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 7.37 |
| 资产负债率(% ,LF) | 23.35 |
| 总股本(百万股) | 477.39 |
| 流通 A 股(百万股) | 477.39 |

相关研究

《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》

2023-04-29

《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

表1: 23H1 公司收入分品牌、渠道划分

| | 23H1 收入 (百万元) | 收入 YOY | 占总营收 比重 | 门店数 (家) | 门店环比 净变动 (较 22 年, 家) | 门店同比 净变动 (家) | 毛利率 | 毛利率 YOY (+/-) |
|------------|------------------|-----------|------------|------------|-------------------------------|--------------------|--------|---------------------|
| 营业总收入 | 1247.67 | 13.4% | 100.0% | 1,097 | -26 | -108 | 75.74% | -0.19pct |
| DA | 661.28 | 14.35% | 53.0% | 590 | -26 | -66 | 77.07% | -0.34pct |
| DM | 73.12 | -6.03% | 5.9% | 24 | -6 | -23 | 79.92% | +0.98pct |
| DZ | 489.53 | 14.58% | 39.2% | 465 | 2 | -19 | 73.30% | -0.06pct |
| RA | 21.38 | 37.5% | 1.7% | 18 | 4 | 0 | 80.33% | -1.18pct |
| 其它 | 2.35 | 36.6% | 0.2% | - | - | - | 37.39% | +5.73pct |
| 分渠道 | | | | | | | | |
| 线上 | 196.76 | 32.7% | 15.8% | - | - | - | 79.89% | +4.04pct |
| 线下 | 1048.55 | 10.3% | 84.0% | 1,097 | -26 | -108 | 75.04% | -0.99pct |
| 直营 | 561.45 | 19.1% | 45.0% | 297 | -15 | -57 | 73.30% | -2.12pct |
| 经销 | 487.10 | 1.7% | 39.0% | 800 | -11 | -51 | 80.33% | -0.62pct |
| 其它 | 2.35 | 36.6% | 0.2% | - | - | - | - | +5.73pct |

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) | 0.81 | 1.21 | 1.45 | 1.63 |
| 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) | 477 | 477 | 477 | 477 |
| 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) | 18.34 | 12.16 | 10.20 | 9.06 |
| 营运资本变动 | (216) | (5) | 19 | 9 | P/B(现价) | 1.97 | 1.70 | 1.46 | 1.26 |

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>