

地素时尚 (603587.SH)

2020年业绩平稳，激励计划彰显信心

2020 全年收入/业绩同增 8%/1%。2020 全年公司收入/业绩分别 7.8%/0.9%至 25.6/6.3 亿元，单 Q4 收入+38%，不考虑会计准则变更影响，2020 年全年收入基本和 2019 年持平，Q4 收入同增近 10%。疫情下公司严控终端折扣的同时积极控费提效，毛利率同比+1.6PCTs 至 76.6%，销售/管理费用率分别+5.1PCTs/-1.1PCTs 至 38.7%/7.8%，综合使得全年净利率-1.7PCTs 至 24.6%。

2021Q1 全面恢复佳，收入/业绩同增 61.1%/60.1%。2021Q1 收入/业绩分别 +61.1%/+60.1%至 6.6/2.0 亿元，不考虑会计准则影响，对比 2019 年公司收入增速为中个位数，在高基数下仍有稳健增长。盈利质量同比恢复，毛利率同比+3.6PCTs 至 78.4%，销售/管理费用率-0.7%/-2.7PCTs 至 36.3%/6.8%，综合使得 Q1 净利率-0.2PCTs 至 29.8%。

2020 年电商引领增长，2021Q1 线下恢复。电商在疫情影响下引领业务，线下随着客流恢复、运营质量提升，终端表现持续改善，2020 年公司直营/经销/电商渠道实现营收 11.5/10.4/3.7 亿元，同比+11%/+1%/+20%，不考虑会计准则变化，直营渠道收入有个位数下滑。公司调整电商战略由去库存向品牌建设转变，新品发布带来高度曝光。2021Q1 公司直营/经销/电商渠道营收分别对比 2019 年同期+11%/-9%/+31%至 3.3/2.3/0.9 亿元。线下渠道端，持续优化，直营门店以增效为主要工作，截至 2021 年 Q1 直营门店数量为 360 家，经销渠道门店数量为 785 家，对比 2020 年末净减少 9 家。

DA 品牌稳健，DZ 品牌未来潜力较高，RA 仍处于孵化阶段。公司品牌定位清晰、VIP 粘性高，产品秉持独特调性并持续迭出新，如 2021 年 DA 品牌推出哆啦 A 梦联名系列。收入端，DA 品牌销售稳健，DZ 品牌成长潜力较大。2020 全年 DA/DM/DZ/RA 收入分别 +8.2%/+9.7%/+6.3%/+53%至 14.8/2.0/8.6/0.2 亿元（2021Q1 对比 2019 年 Q1 分别 +16.4%/0.6%/7.5%/76.3%至 3.9/0.5/2.1/0.1 亿元）。

营运节奏平稳，公司账上现金充裕。1) 公司营运节奏保持平稳，2020 年公司存货/应收账款周转天数分别+14 天/-0.2 天到 188 天/9 天，运营表现明显好于行业平均水平 2) 现金流良好，2020 年/2021Q1，公司经营现金流分别为 7.2/1.8 亿元，同比表现基本持平/+25%，经营性净现金流金额大于归母净利润。

展望 2021 年，运营改善推动高质量增长。公司聚焦改善终端运营质量，2021 年调整销售激励政策并优化员工培训，同时借助大数据工具清晰消费者画像、对产品标签化，为终端运营提高精准度。**展望全年，我们判断在终端运营能力提升×店铺稳健扩张的拉动下，全年收入/业绩均有望双位数高质量增长。**

制定未来三年股东分红回报规划，股东股权激励激发员工活力。每年向股东以现金形式分配的利润不低于当年实现净利润的 60%，具体分红比例依据公司现金流、财务状况、未来发展规划和以及是否有重大资金支出安排等因素确定。同时，公司于 2021 年 4 月 28 日公布 2021 年股权激励草案，激发员工潜力。本次激励计划拟授予激励对象 509.8 万股，占公司总股本 1.06%，其中首次授予限制性股票 441 万股。激励对象 102 人，激励对象占公司员工人数比例为 4.5%左右。首次授予限制性股票的授予价格为 10 元/股，即满足授予条件后，激励对象可以 10 元/股的价格购买公司限制性股票。**考核目标满足：1) 以 2020 年营业收入为基数，2021-2023 年营业收入增长率不低于 15%、35%、62%或 2) 以 2020 年净利润为基数，2021 年、2022 年、2023 年归母净利润增速不低于 10%、22%、40%。**

投资建议。公司系国内中高端女装领军企业，短期受冲击相对较小。长期来看，产品设计力、供应链把控力出色，叠加终端管理精细化，盈利及运营能力行业领先，分红丰厚。预计 2021-2023 年归母净利润分别为 7.3/8.5/9.7 亿元，当前股价 20.15 元，对应 21 年 PE 为 13 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济不景气及新冠疫情影响超预期导致消费疲软；新品牌培育不及预期；供应商变动带来相应风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,378	2,564	2,993	3,468	3,932
增长率 yoy (%)	13.2	7.8	16.7	15.9	13.4
归母净利润 (百万元)	624	630	733	846	966
增长率 yoy (%)	8.8	0.9	16.3	15.5	14.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.30	1.31	1.52	1.76	2.01
净资产收益率 (%)	18.9	18.3	17.6	16.9	16.1
P/E (倍)	15.5	15.4	13.2	11.5	10.0
P/B (倍)	2.9	2.8	2.3	1.9	1.6

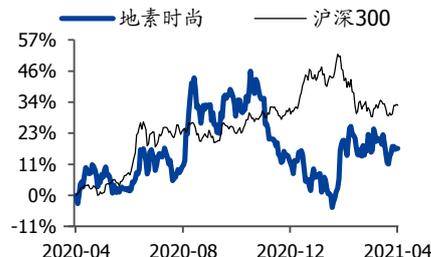
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 27 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
04 月 27 日收盘价	20.15
总市值(百万元)	9,696.18
总股本(百万股)	481.20
其中自由流通股(%)	23.69
30 日日均成交量(百万股)	1.57

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

相关研究

- 《地素时尚 (603587.SH)：线下渠道实现正增长，电商有望发力》2020-10-29
- 《地素时尚 (603587.SH)：终端加速回暖，Q2 业绩高质量增长》2020-08-26
- 《地素时尚 (603587.SH)：盈利边际改善，终端管理优化》2020-07-08



免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com