

# 地素时尚 (603587.SH)

## 增长基调稳，盈利质量高

**2021H1 收入/业绩增长 30%+。**2021H1 公司收入/业绩分别 13.5/3.9 亿元，同比 2020 年+37%/+31%，同比 2019 年+22%/+15%。盈利质量层面，毛利率同比+1.4PCTs 至 77.3%（同比 2019 年+1.3PCTs），销售/管理费用率分别 -0.2/-1.2PCTs 至 34.0%/4.8%，净利率同比-1.4PCTs 至 28.8%（同比 2019 年-1.7PCTs）。

**Q2 增速环比 Q1 加速（同比 2019 年）。**1) 单二季度收入/业绩分别 7.0/1.9 亿元，同比 2020 年+20%/+11%。2) 同比 2019 年来看，Q2 收入/业绩分别+32%/+35%（Q1 收入/业绩同比 2019 年分别+13%/持平），我们认为 Q2 较 Q1 经营表现更佳。

**全渠道优质增长，品宣、销售同时发力。**分拆渠道来看：直营/经销/电商渠道销售分别 6.1/5.4/2.0 亿元，同比 2020 年增 50%/35%/13%，同比 2019 年增 18%/21%/38%，渠道毛利率分别 82%/72%/78%。**1) 线下优质增长，运营质量提升。**量价拆分来看：①店数：截至 H1 末直营/加盟门店数量分别为 352/805 家，较年初-19 家/+22 家。②店效：线下聚焦改善终端运营质量，如调整销售激励政策、优化员工培训、推进数字化转型提升运营效率，我们判断店效有望稳健提升。**2) 电商发布新品，助力品牌宣传并拉动销售。**公司开拓抖音等线上新渠道，以短视频、直播等方式多维营销，6 月 10 日 DZ 品粉豹系列抖音上新当天总成交额超 450w，位列抖音女装品牌日榜第二。

**DA、DM 稳健，DZ、RZ 具备潜力。**分拆品牌来看，上半年 DA/DM/DZ/RA 销售分别 7.8/1.0/4.6/0.2 亿元，同比 2020 年增长 36%/21%/39%/274%，同比 2019 年增长 21%/8%/24%/139%。公司品牌定位清晰、VIP 粘性高。其中：1) **DA 与 DM 经营稳健，产品调性独特并持续迭出新**，如 DA 品牌推出哆啦 A 梦联名系列、趣味泰迪系列有望持续拉动销售，围绕秋冬新款“敦煌”系列举办走秀、提升品牌影响力。2) **DZ、RA 品牌成长潜力较大**，我们判断 DZ 品牌具备较大开店空间（当前仅 136 家）、RA 产品调整后有望高速增长。

**营运节奏平稳，公司账上现金充裕。**1) 公司营运节奏平稳，2021H1 公司存货周转/应收账款周转天数分别-60.1 天/-2.0 天到 180.7 天/8.3 天。2) 现金流状况良好，上半年公司经营性现金流量净额为 4.2 亿元，约为归母净利润的 1.1 倍。

**全年有望高质量增长，分红丰厚。**1) 下半年以来，随着去年同期基数变高、局部疫情影响，我们测算当前销售增速环比放缓。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。**2) 公司制定未来三年股东分红回报规划，**每年以现金形式派息金额不低于当年净利润的 60%。**3) 股权激励激发员工活力、彰显业绩信心。2021 年激励计划拟授予限制性股票 509.8 万股（占总股本的 1.06%），当前已完成首次授予 441 万股。

**投资建议。**公司系国内中高端女装领军企业，产品设计力、供应链把控力出色，叠加终端管理精细化，分红丰厚。预计 2021-2023 年归母净利润分别为 7.4/8.5/9.5 亿元，当前股价 22.25 元，对应 2022 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	737	852	954
增长率 yoy (%)	8.8	0.9	17.0	15.6	11.9
EPS 最新摊薄（元/股）	1.30	1.31	1.53	1.77	1.98
净资产收益率 (%)	18.9	18.3	19.4	20.0	19.8
P/E（倍）	17.1	17.0	14.5	12.6	11.2
P/B（倍）	3.2	3.1	2.8	2.5	2.2

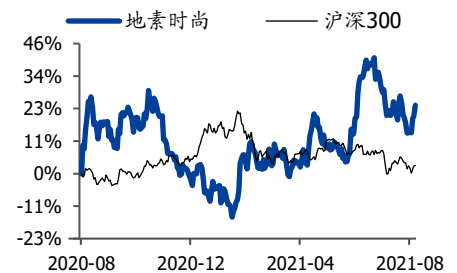
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 8 月 25 日收盘价

买入（维持）

### 股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
8 月 25 日收盘价(元)	22.25
总市值(百万元)	10,706.70
总股本(百万股)	481.20
其中自由流通股(%)	32.75
30 日日均成交量(百万股)	3.21

### 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

研究助理 侯子夜

邮箱：houziye@gszq.com

### 相关研究

- 1、《地素时尚（603587.SH）：2020 年业绩平稳，激励计划彰显信心》2021-04-28
- 2、《地素时尚（603587.SH）：线下渠道实现正增长，电商有望发力》2020-10-29
- 3、《地素时尚（603587.SH）：终端加速回暖，Q2 业绩高质量增长》2020-08-26



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3184	3375	3983	4222	5005
现金	2624	1827	2280	2494	3117
应收票据及应收账款	62	66	83	89	106
其他应收款	73	80	99	108	127
预付账款	50	44	66	61	83
存货	318	310	405	420	522
其他流动资产	57	1050	1050	1050	1050
<b>非流动资产</b>	741	723	735	795	854
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	546	577	619	672	727
无形资产	35	33	33	33	31
其他非流动资产	159	113	82	90	96
<b>资产总计</b>	3925	4099	4718	5017	5859
<b>流动负债</b>	591	636	904	735	1009
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	160	104	197	151	246
其他流动负债	430	532	706	585	763
<b>非流动负债</b>	23	22	22	22	22
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	23	22	22	22	22
<b>负债合计</b>	614	658	926	757	1031
少数股东权益	2	2	2	2	2
股本	401	481	481	481	481
资本公积	1589	1509	1509	1509	1509
留存收益	1320	1549	1835	2167	2537
归属母公司股东权益	3309	3439	3791	4258	4826
<b>负债和股东权益</b>	3925	4099	4718	5017	5859

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	725	724	865	635	1046
净利润	624	630	737	852	954
折旧摊销	66	76	80	49	55
财务费用	-59	-71	-50	-54	-58
投资损失	-26	-21	-16	-20	-21
营运资金变动	31	-10	113	-194	114
其他经营现金流	90	120	1	1	1
<b>投资活动现金流</b>	-232	-1013	-77	-90	-95
资本支出	208	54	12	60	59
长期投资	-50	-980	0	0	0
其他投资现金流	-74	-1939	-65	-31	-36
<b>筹资活动现金流</b>	-401	-506	-335	-331	-327
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	80	0	0	0
资本公积增加	0	-80	0	0	0
其他筹资现金流	-401	-506	-335	-331	-327
<b>现金净增加额</b>	94	-797	453	214	624

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	2378	2564	2993	3468	3932
营业成本	595	600	684	789	900
营业税金及附加	26	26	36	40	44
营业费用	799	992	1176	1352	1533
管理费用	145	142	159	184	208
研发费用	65	57	66	76	86
财务费用	-59	-71	-50	-54	-58
资产减值损失	-34	-39	0	0	0
其他收益	1	2	0	0	0
公允价值变动收益	2	-5	-1	-1	-1
投资净收益	26	21	16	20	21
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	802	797	937	1099	1237
营业外收入	47	59	58	53	54
营业外支出	2	5	3	3	3
<b>利润总额</b>	848	851	993	1149	1288
所得税	223	221	256	297	335
<b>净利润</b>	624	630	737	852	954
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	624	630	737	852	954
EBITDA	835	872	1011	1127	1260
EPS (元)	1.30	1.31	1.53	1.77	1.98

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	13.2	7.8	16.7	15.9	13.4
营业利润(%)	10.7	-0.6	17.5	17.3	12.6
归属于母公司净利润(%)	8.8	0.9	17.0	15.6	11.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	75.0	76.6	77.2	77.2	77.1
净利率(%)	26.3	24.6	24.6	24.6	24.3
ROE(%)	18.9	18.3	19.4	20.0	19.8
ROIC(%)	17.0	17.0	18.1	18.7	18.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	15.6	16.1	19.6	15.1	17.6
净负债比率(%)	-78.7	-52.6	-59.6	-58.1	-64.2
流动比率	5.4	5.3	4.4	5.7	5.0
速动比率	4.8	4.7	3.9	5.1	4.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	39.5	40.2	40.2	40.2	40.2
应付账款周转率	4.9	4.5	4.5	4.5	4.5
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.30	1.31	1.53	1.77	1.98
每股经营现金流(最新摊薄)	1.51	1.50	1.80	1.32	2.17
每股净资产(最新摊薄)	6.88	7.15	7.88	8.85	10.03
<b>估值比率</b>					
P/E	17.1	17.0	14.5	12.6	11.2
P/B	3.2	3.1	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	9.6	9.0	7.3	6.4	5.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 25 日收盘价

### 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：021-38124100

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