

2021年08月26日

Q2 收入环比加速，净利率受财务费用和补贴影响

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:	27.39/15.67
目标价格:		总市值(亿)	107.07
最新收盘价:	22.25	自由流通市值(亿)	35.07
		自由流通股数(百万)	157.61

事件概述

2021H 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 13.53/3.90/3.5 亿元、同比增长 37.18%/30.93%/37.26%、较 2019H1 增长 22%/15%/18%，收入符合预期、净利略低于预期；非经主要为政府补助 0.38 亿元及投资收益 0.14 亿元。2021Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 6.96/1.95/1.88 亿元、同比增长 20%/11%/12%，较 2019Q2 增长 32%/35%/38%、较 21Q1 加速（21Q1 收入/归母净利/扣非归母净利较 19Q1 增长 13%/0%/1%）。2021H 经营现金流/净利为 109%、同比提高 7PCT、较 19H1 提高 15PCT。

分析判断:

21Q2 加盟、电商加速增长，直营增速放缓。2021H 直营/加盟/电商/其他收入分别为 6.11/5.37/2.03/0.02 亿元、同比增长 50%/35%/13%/40%、较 19H1 增长 18%/21%/38%/-2%。从外延和内生来看，截至 2021H 末，公司直营/加盟店数分别为 352/805 家，上半年净开-11/2 家，外延增长贡献分别为-7%/10%，推算内生增长贡献分别为 61%/22%，较 19H1 来看，直营店效/加盟单店出货分别增长 22%/3%。

2021 年初，DZ 品牌在抖音渠道上线，6 月 10 日新品上市当日实现总成交额 450 余万，单场累计观看人次 50 余万，位列抖音女装品牌销售额日榜 No. 2。21Q2 直营/加盟/电商/其他收入分别为 2.8/3.0/1.1/0.01 亿元、同比增长 25%/16%/21%/83%、较 19Q2 增长 8%/60%/45%/38%，（21Q1 直营/加盟/电商/其他收入较 19Q1 增速分别为 29%/-9%/31%/-30%）。

DA、DZ 增长快于 DM，RA 快速增长。2021H DA/DM/DZ/RA/其他收入分别为 7.78/0.95/4.61/ 0.16/0.02 亿元、同比增长 36%/21%/39%/274%/40%、较 19H1 增长 21%/8%/24%/139%/-2%。**DA、RA 上半年恢复开店**，截至 2021H 末，DA/DM/DZ/RA 店数分别为 635/50/460/12 家，上半年净开 8/-3/-4/2 家。分外延和内生来看，外延增长贡献分别为 4%/-6%/6%/20%，推算内生增长贡献分别为 30%/28%/32%/212%，较 19H1 来看，内生增长 14%/17%/6%/39%。21Q2 DA/DM/DZ/RA/其他收入分别为 3.87/0.46/2.52/0.08/0.01 亿元、同比增长 13%/13%/32%/208%/83%、较 19Q2 增长 26%/16%/42%/268%/38%、四个品牌收入增速均较 21Q1 加速（21Q1DA/DM/DZ/RA/其他收入较 19Q1 增速分别为 16%/1%/8%/76%/-30%）。

毛利率提升来自直营和电商渠道毛利率提升。21H1 公司毛利率为 77.35%、同比提高 1.53PCT、较 19H1 提高 1.31PCT，其中分渠道看直营/加盟/电商毛利率分别为 82%/72%/78%、同比提高 3/0/1PCT；分品牌看，DA/DM/DZ/RA/其他毛利率分别为 79%/80%/74%/80%/22%、同比提高 2/2/1/5/-7PCT；**21Q2 毛利率下降主要由于电商毛利率下降：**21Q2 公司毛利率为 76.40%、同比下降 0.34PCT、较 19Q2 下降 2.07PCT，其中分渠道来看，直营/加盟/电商/其他毛利率分别为 81%/71%/78%/25%、同比提高 0/-1/-1/10PCT、较 19Q2 提高-0.4/-1/-5/20PCT；分品牌看，DA/DM/DZ/RA/其他毛利率分别为 78%/78%/73%/79%/25%、同比提高 0.35/0.34/-1.23/0.02/10.04PCT、较 19Q2 提高-0.62/-5.09/-3.47/-16.38/20.36PCT。

Q2 净利率下降主要由于利息净收入以及政府补助减少。21H1 公司净利率为 28.84%、同比下降 1.38PCT、较 19H1 下降 1.7PCT。21Q2 公司净利率为 27.96%、同比下降 2.45PCT、较 19Q2 提高 0.63PCT。从费用率来看，21H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 34%/5%/2%/-1%、同比提高 0/-1/-1/4PCT、较 19H1 提高 2/-1/-

1/2PCT，财务费用率提升主要由于利息收入减少以及执行新租赁准则、确认租赁负债的利息导致利息费用增加。21Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 32%/5%/2%/-1%、同比提高 0/-1/0/4PCT、较 19Q2 提高-3/-1/-1/3PCT。此外，营业外收入/收入为 3%、同比下降 2PCT，主要由于政府补助减少。

存货周转基本恢复疫情前水平。21H1 末存货为 3.05 亿元、同比下降 4%，其中 1 年以内/1-2 年/2-3 年存货占比分别为 68%/24%/8%，公司存货周转天数为 181 天、同比下降 60 天、较 19H1 提高 1 天。应收账款为 0.59 亿元、同比增长 17%，应收账款周转天数为 8 天、同比下降 2 天、较 19H1 下降 1 天。

投资建议

我们分析公司未来成长空间在于：1) 老品牌 DA、DZ、DM2021 有望在疫情后加速开店，叠加店效提升贡献收入快速增长；2) 培育期品牌 RA 品牌逐步成熟后带来店效改善，以及扩展配件品牌带来新的利润增长点；3) 公司打通微商城和线下直营渠道会员体系，新销售有望贡献新增量。维持 21/22/23 年 EPS 分别为 1.53/1.78/2.13 元、对应 21/22/23 年 PE 分别为 15/13/10X，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争激烈；经营业绩受季节波动；疫情不确定性；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,378	2,564	2,943	3,435	4,106
YoY (%)	13.2%	7.8%	14.8%	16.7%	19.6%
归母净利润(百万元)	624	630	734	854	1,027
YoY (%)	8.8%	0.9%	16.6%	16.4%	20.2%
毛利率 (%)	75.0%	76.6%	78.0%	78.1%	78.2%
每股收益 (元)	1.30	1.31	1.53	1.78	2.13
ROE (%)	18.9%	18.3%	17.6%	17.0%	17.0%
市盈率	17.15	17.00	14.58	12.53	10.43

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：010 5977 5330

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,564	2,943	3,435	4,106	净利润	630	734	854	1,027
YoY(%)	7.8%	14.8%	16.7%	19.6%	折旧和摊销	76	41	56	77
营业成本	600	647	752	895	营运资金变动	-10	55	53	77
营业税金及附加	26	28	29	32	经营活动现金流	724	800	927	1,138
销售费用	992	1,121	1,310	1,560	资本开支	-54	-91	-88	-88
管理费用	142	166	196	230	投资	-980	-544	-737	-914
财务费用	-71	-38	-41	-44	投资活动现金流	-1,013	-624	-814	-982
资产减值损失	-39	-41	-43	-45	股权募资	0	0	0	0
投资收益	21	23	27	33	债务募资	0	0	0	0
营业利润	797	944	1,103	1,333	筹资活动现金流	-506	0	0	0
营业外收支	54	48	52	55	现金净流量	-797	176	113	156
利润总额	851	992	1,155	1,387					
所得税	221	258	300	361	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	630	734	854	1,027	成长能力				
归属于母公司净利润	630	734	854	1,027	营业收入增长率	7.8%	14.8%	16.7%	19.6%
YoY(%)	0.9%	16.6%	16.4%	20.2%	净利润增长率	0.9%	16.6%	16.4%	20.2%
每股收益	1.31	1.53	1.78	2.13	盈利能力				
					毛利率	76.6%	78.0%	78.1%	78.2%
					净利率率	24.6%	25.0%	24.9%	25.0%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	15.4%	14.8%	14.3%	14.2%
货币资金	1,827	2,003	2,116	2,271	净资产收益率 ROE	18.3%	17.6%	17.0%	17.0%
预付款项	44	44	46	49	偿债能力				
存货	310	329	370	436	流动比率	5.31	5.38	5.44	5.42
其他流动资产	1,195	1,756	2,515	3,456	速动比率	4.75	4.90	4.99	4.99
流动资产合计	3,375	4,131	5,046	6,212	现金比率	2.87	2.61	2.28	1.98
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	16.1%	15.9%	15.9%	16.2%
固定资产	577	606	600	587	经营效率				
无形资产	33	44	61	74	总资产周转率	0.63	0.59	0.57	0.57
非流动资产合计	723	833	934	1,012	每股指标 (元)				
资产合计	4,099	4,964	5,980	7,225	每股收益	1.31	1.53	1.78	2.13
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	7.15	8.67	10.45	12.58
应付账款及票据	104	192	245	321	每股经营现金流	1.50	1.66	1.93	2.36
其他流动负债	532	576	683	825	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	636	767	928	1,147	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	17.00	14.58	12.53	10.43
其他长期负债	22	22	22	22	PB	2.67	2.57	2.13	1.77
非流动负债合计	22	22	22	22					
负债合计	658	789	950	1,169					
股本	481	481	481	481					
少数股东权益	2	2	2	2					
股东权益合计	3,441	4,175	5,029	6,056					
负债和股东权益合计	4,099	4,964	5,980	7,225					

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。