

2021年08月26日

地素时尚 (603587.SH)

公司快报

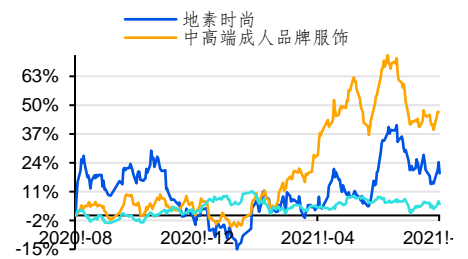
纺织服装 | 高端及奢侈品 III

 投资评级 **增持-A(维持)**
 股价(2021-08-26) 21.36 元

交易数据

总市值(百万元)	10,278.43
流通市值(百万元)	3,366.47
总股本(百万股)	481.20
流通股本(百万股)	157.61
12个月价格区间	15.67/27.39 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.27	11.47	4.38
绝对收益	-4.64	9.25	8.18

分析师

 王冯
 SAC 执业证书编号: S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn
 021-20377089

报告联系人

 孙萌
 sunmeng@huajinsec.cn

相关报告

地素时尚: 品牌影响力助力疫后复苏, 激励计划彰显公司信心 2021-04-28

地素时尚: 内生外延推动品牌扩张, 全年扣非净利较快增长 2020-04-11

地素时尚: 内生外延带动营收稳健增长, 资产减值损失冲减推升利润增速 2019-04-14

销售恢复增长盈利提升, 存货周转持续改善

事件

公司披露半年报, 2021年上半年公司实现收入 13.53 亿元/+37.18%, 归母净利润 3.9 亿元/+30.93%, 每股收益 0.82 元。

其中, 第二季度实现收入 13.71 亿元/+2.6%, 归母净利润 1.95 亿元/10.65%, 每股收益为 0.40 元。

投资要点

◆ **疫情后全渠道快速复苏, DA\DZ 快速增长:** 上半年, 公司实现收入同比增长 37.18%, 其中 Q1 和 Q2 分别增长 61.08%和 20.34%, 季度环比增速放缓, 2020 年 Q1 为低基数, Q2 已恢复增长。

从零售终端数据来看, 上半年, 公司新开门店 54 家, 关闭 51 家, 净增 3 家至 1157 家。其中, 直营门店净减少 19 家至 352 家; 加盟门店净增 22 家至 805 家。分品牌看, DA 品牌净增 8 家、DM 净减少 3 家、DZ 净减少 4 家、RA 净增长 2 家。

分品牌收入来看, DA、DM、DZ 和 RA 分别占营收比例为 58%、7%、34%、1%, DA 仍然占据收入近 6 成比例, DZ 快速增长, 占比提升。DA 同比增长 36.25%至 7.78 亿元; 上半年 DZZZLE 品牌与哆啦 A 梦 IP 推出合作系列, 并由孙怡主演童年微电影三部曲, 引爆全网。DM 同比增长 20.52%至 0.95 亿元; DZ 同比增长 39.47%至 4.61 亿元; d'zzit 品牌的日常原创内容逐步渗透到各个领域, 汇聚各行各业女孩新势力, 年初 d'zzit 在抖音渠道上线, 通过短视频发布和品牌官方账号直播相结合的方式, 放大优质内容效益, 在抖音女装行业高端市场排名前列。RA 同比增长 274%至 1628 万元, 主要是男装商品经过调整后相对成熟, 此外也与基数较小相关。

◆ **毛利率继续提升、费用控制良好:** 盈利能力方面, 2021 年上半年, 公司毛利率上升 1.43pct 至 77.35%, 公司对终端价格控制严格, 各品牌毛利率均有不同程度提升, 分渠道来看, 直营毛利率提升 2.54pct 以及电商毛利率提升 1.14pct 是推动毛利率上升的主要原因。

费用端看,销售费用同比增长 36.51%至 4.59 亿元, 管理费用同比增长 8.9%至 6428 万元, 主要来自于人员薪酬增加、商场费用以及租金的增加、差旅费增加, 以及今年和 IP 商家合作产生的品牌使用费。

存货方面, 2021 年上半年公司期末存货同比减少 0.12 亿元至 3.05 亿元, 相较于 Q1 末环比也有所下降, 存货周转天数 181 天。相较于 2021 年 Q1 公司存货周转天数 199 天、2020 年的 188 天均有明显好转, 库龄 1-2 年的占比近 8 成, 存货流转整体良性。

现金流方面, 经营活动产生的现金流量净额 4.24 亿元, 相较于去年同期的 3.05 亿元改善明显。应收账款周转天数由去年同期的 10.29 天下降至 8.33 天, 应收周转加速。

◆ **线下客流恢复、服装终端消费恢复增长, 公司设计研发能力、品牌力领先, 有望继**

持续提升市占率：根据国家统计局数据，2021年1-6月全国社零总额211,904亿元，累计同比增长23%，其中限额以上服装鞋帽、针纺织品类人民币6,738亿元，累计同比增长33.7%。加之国内消费者对国产品牌的认同度逐渐提高，引发国潮趋势。公司经过多年积累，在中高端女装行业品牌影响力较强、市场占有率处于行业前列，风格和时尚内涵得到广泛认可，公司上半年发布的激励计划也彰显对未来长期稳健发展的信心。

◆ **投资建议：**我们预测公司2021年至2023年每股收益分别为1.49、1.71和1.98元。净资产收益率分别为18.8%、19.8%和21.0%。目前公司PE(2021E)约为13倍，维持“增持-A”建议。

◆ **风险提示：**渠道扩张或不及预期；直营零售改善空间存不确定性；行业库存压力或影响公司盈利能力。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,378	2,564	2,969	3,508	4,176
YoY(%)	13.2	7.8	15.8	18.2	19.0
净利润(百万元)	624	630	719	823	954
YoY(%)	8.8	0.9	14.2	14.4	15.9
毛利率(%)	75.0	76.6	76.8	76.7	76.7
EPS(摊薄/元)	1.30	1.31	1.49	1.71	1.98
ROE(%)	18.9	18.3	18.8	19.8	21.0
P/E(倍)	16.7	16.5	14.5	12.6	10.9
P/B(倍)	3.1	3.0	2.7	2.5	2.3
净利率(%)	26.3	24.6	24.2	23.5	22.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3184	3375	3989	4393	5006	营业收入	2378	2564	2969	3508	4176
现金	2,624	1,827	2,261	2,686	3,105	营业成本	595	600	689	816	973
应收票据及应收账款	135	146	189	221	243	营业税金及附加	26	26	30	35	42
预付账款	50	44	110	43	130	营业费用	799	992	1084	1316	1587
存货	318	310	380	391	474	管理费用	145	142	208	242	288
其他流动资产	5	23	24	26	27	研发费用	65	57	59	68	84
非流动资产	741	723	679	633	603	财务费用	-59	-71	-20	-25	-29
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-34	-39	30	30	30
固定资产	546	577	562	533	504	公允价值变动收益	2	-5	0	0	0
无形资产	35	33	31	28	25	投资净收益	26	21	20	20	20
其他非流动资产	49	54	57	60	63	营业利润	802	797	909	1046	1221
资产总计	3925	4099	4668	5026	5609	营业外收入	47	59	53	56	54
流动负债	591	636	817	844	1044	营业外支出	2	5	3	4	4
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	848	851	959	1097	1272
应付票据及应付账款	160	104	145	184	207	所得税	223	221	240	274	318
其他流动负债	213	447	469	493	518	税后利润	624	630	719	823	954
非流动负债	23	22	23	24	26	少数股东损益	-0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	624	630	719	823	954
其他非流动负债	23	22	23	24	26	EBITDA	843	842	929	1062	1234
负债合计	614	658	840	869	1070						
少数股东权益	2	2	2	2	2	主要财务比率					
股本	401	481	481	481	481	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	1589	1509	1509	1509	1509	成长能力					
留存收益	1320	1549	1837	2166	2547	营业收入(%)	13.2	7.8	15.8	18.2	19.0
归属母公司股东权益	3309	3439	3827	4156	4537	营业利润(%)	10.7	-0.6	14.1	15.0	16.8
负债和股东权益	3925	4099	4668	5026	5609	归属于母公司净利润(%)	8.8	0.9	14.2	14.4	15.9
						获利能力					
						毛利率(%)	75.0	76.6	76.8	76.7	76.7
						净利率(%)	26.3	24.6	24.2	23.5	22.8
						ROE(%)	18.9	18.3	18.8	19.8	21.0
						ROIC(%)	115.0	102.2	137.8	167.1	238.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	15.6	16.1	18.0	17.3	19.1
						流动比率	5.4	5.3	4.9	5.2	4.8
						速动比率	4.9	4.8	4.4	4.7	4.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
						应收账款周转率	18.2	18.3	17.8	17.1	18.0
						应付账款周转率	19.6	19.4	23.9	21.3	21.4
						估值比率					
						P/E	16.7	16.5	14.5	12.6	10.9
						P/B	3.1	3.0	2.7	2.5	2.3
						EV/EBITDA	8.8	7.4	7.6	6.2	5.0

现金流量表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	725	724	742	882	951
净利润	624	630	719	823	954
折旧摊销	66	76	40	41	42
财务费用	-59	-71	-20	-25	-29
投资损失	-26	-21	-20	-20	-20
营运资金变动	55	201	23	63	4
其他经营现金流	65	-90	0	0	0
投资活动现金流	-232	-1013	3	13	12
筹资活动现金流	-401	-506	-311	-469	-543

每股指标(元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益(最新摊薄)	1.30	1.31	1.49	1.71	1.98
每股经营现金流(最新摊薄)	1.51	1.50	1.54	1.83	1.98
每股净资产(最新摊薄)	6.88	7.15	7.95	8.64	9.43

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn