

证券研究报告—动态报告

纺织服装及日化

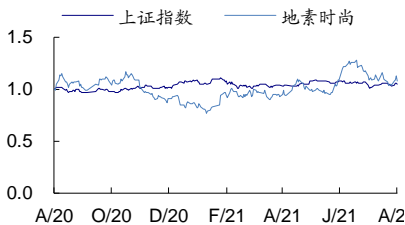
服装 II

地素时尚(603587)
买入

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 27 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	481/158
总市值/流通(百万元)	10,278/3,366
上证综指/深圳成指	3,502/14,415
12 个月最高/最低(元)	27.39/15.67

相关研究报告:

《地素时尚-603587-深度报告: 坚持以长期主义打造多品牌的中高端时装集团》——2021-08-04

《地素时尚-603587-深度报告: 坚持以长期主义打造多品牌的中高端时装集团》——2021-08-03

《地素时尚-603587-2018 年年报暨 2019 年一季报点评: 营收逐季改善明显, 店效+开店带来高增长确定性》——2019-04-15

《地素时尚-603587-重大事件快评: 品牌设计优势出众, 渠道内生外延兼具想象空间》——2018-08-16

证券分析师: 丁诗洁

电话: 0755-81981391

E-MAIL: dingshijie@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

高质量稳步成长, 未来可期

● 上半年经营情况向好, 步入良好的成长轨道

21 年 H1, 公司收入 13.5 亿, +37.2%; 归母净利润 3.9 亿, +30.9%。毛利率提升 1.4 p.p. 至 77.3%, 可比口径下期间费用率小幅下降 1 p.p. 至 39.6%。分品牌看, DA/DZ/DM/RA 收入分别为 7.8/4.6/1.0/0.2 亿, 同比 +36.3%/+39.5%/+20.5%/+273.5%; 毛利率分别为 78.9%/74.5%/79.5%/80.4%, 分别同比 +2.3p.p./+1.1p.p./+2.7 p.p./+6.4p.p.。分渠道看, 直营/经销/电商渠道收入分别为 6.1/5.4/2.0 亿, 分别同比 +50.3%/+34.6%/+13.1%; 毛利率分别为 82.2%/71.7%/78.2%, 分别同比 +3.3 p.p./+0.4 p.p./+2.2 p.p.。

● 与 19 年同期相比, 收入业绩增长逐季加速

分季度看, 公司 Q1/Q2 收入分别为 6.6/7.0 亿, 分别同比 +61.1%/+20.3%; 分别比 19 年同期 +12.5%/+32.0%; Q1/Q2 归母净利润分别为 2.0/1.9 亿, 分别同增 60.1%/10.7%; 分别比 19 年 +0.2%/+35.0%。

● 店效增长强劲、数字化赋能、会员精细化运营, 成长潜力充足

公司产品力和品牌力强劲驱动店效快速成长, 线上积极布局内容营销初见成效, 粉丝数量庞大、会员体系有进一步深挖的空间, 中期来看数字化将强化内部管理并为全渠道赋能, 成长潜力较大。

● 风险提示

1. 疫情反复; 2. 市场竞争加剧; 3. 市场的系统性风险

● 投资建议: 看好中高端女装龙头成长潜力, 维持“买入”评级

上半年公司各品牌各渠道实现稳健增长, 二季度环比增长加速。公司店效提升较快、会员体系潜力大、内容营销初见成效。中期看数字化有望提升渠道管理能力和消费者运营质量。鉴于公司经营稳健、成长潜力较为充足, 我们上调盈利预测, 预计公司 21-23 年净利润分别为 7.3/8.5/9.7 亿元 (原为 7.0/7.9/9.1 亿元), 同比 15.9%/15.8%/15.1%, 昨收盘价对应 PE 为 14.1x/12.2x/10.6x, 我们维持合理估值 25.9-27 元 (对应 22 年 14.7x-15.4x PE), 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,564	2,989	3,474	4,016
(+/-%)	7.8%	16.6%	16.2%	15.6%
净利润(百万元)	630	730	846	974
(+/-%)	0.9%	15.9%	15.8%	15.1%
摊薄每股收益(元)	1.31	1.52	1.76	2.02
EBIT Margin	31.4%	29.8%	29.7%	29.8%
净资产收益率(ROE)	18.3%	19.7%	21.1%	22.4%
市盈率(PE)	16.3	14.1	12.2	10.6
EV/EBITDA	12.9	11.5	10.1	8.9
市净率(PB)	3.0	2.8	2.6	2.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

上半年经营情况向好，步入良好的成长轨道

上半年收入业绩相比 19 年稳健成长。2021 年上半年，公司收入 13.5 亿元，同增 37.2%（可比口径下预计同增约 32%），比 19 年增长 21.8%；归母净利润为 3.9 亿元，同增 30.9%，比 19 年增长 15.0%。

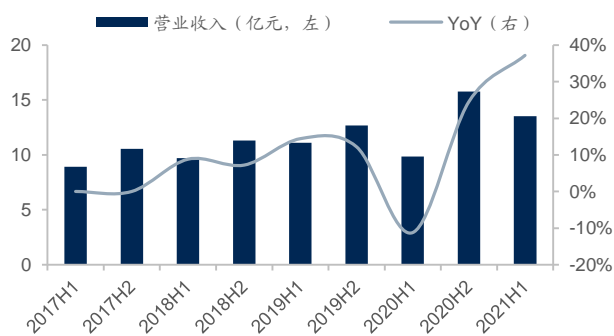
分品牌看，各品牌增速均较快（其中包括会计政策调整对收入增速的正面影响约 4-5 p.p.），RA 增速亮眼、DZ 增速较快。具体看：

- 1) DA 牌收入 7.8 亿，占比接近六成，同增 36.3%，比 19 年增长 21.2%；
- 2) DZ 牌收入 4.6 亿，占比超过三成，同增 39.5%，比 19 年增长 24.1%；
- 3) DM 牌收入 1.0 亿，占比接近一成，同增 20.5%，比 19 年增长 7.7%；
- 4) RA 牌收入 1627.3 万，占比约为 1.2%，同增 273.5%，比 19 年增长 138.8%。

分渠道看，线下渠道高质量成长，增速快于线上。具体看：

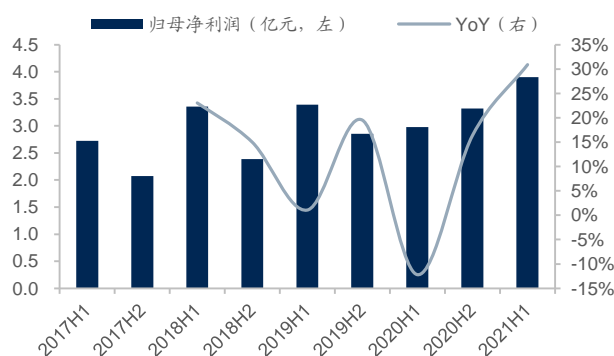
- 1) 直营渠道收入 6.1 亿，占比为超过四成，同增 50.3%，可比口径下预计同增约 38%；比 19 年增长 18.3%，可比口径下预计增长约 9%；预计直营可比口径下同比提升约 57%。
- 2) 经销渠道收入 5.4 亿，占比接近四成，同增 34.6%，比 19 年增长 20.5%；
- 3) 电商渠道收入 2.0 亿，占比在一到二成之间，同增 13.1%，比 19 年增长 38.1%。

图 1：2017H1-2021H1 半年度营收与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：2017H1-2021H1 半年度归母净利润与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

可比口径下毛利率有所提升，费用率小幅下降。利润率方面，公司的毛利率为 77.3%，同增 1.4 p.p.，比 19 年同期增长 1.3 p.p.（包括会计准则调整的正面影响约 1 p.p.）。经营利润率为 35.8%，同减 0.2 p.p.，比 19 年同期减少 0.9 p.p.；归母净利率为 28.8%，同减 1.4 p.p.，比 19 年同期减少 1.7 p.p.，主要受新租赁准则影响租赁负债同比增加 3160 万元。费用率整体略增，可比口径下小幅下降；销售/管理/财务/研发费用率分别为 34.0%/4.8%/-1.2%/2.1%，分别同比 -0.2 p.p./-1.2 p.p./+3.7 p.p./-3.6 p.p.，其中总额法使销售费用率升高约 2.6 p.p.，而财务费用的增加是由于新租赁准则的影响。

分品牌看，RA 牌毛利率提升幅度较大，总额对毛利率的正面影响约 1 p.p.。具

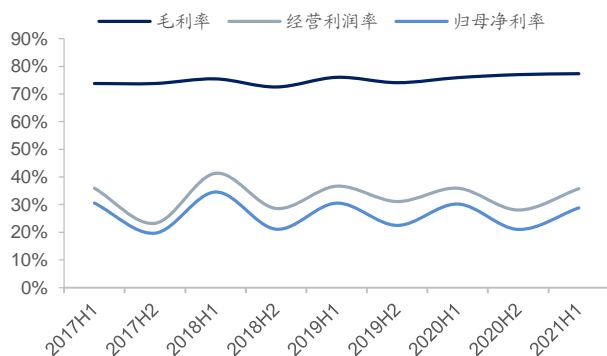
体看:

- 1) DA牌毛利率 78.9%，同增 2.3 p.p.，比 19 年增长 3.3 p.p.;
- 2) DZ牌毛利率 74.5%，同增 1.1 p.p.，比 19 年增长 1.3 p.p.;
- 3) DM牌毛利率 79.5%，同增 2.7 p.p.，比 19 年增长 1.9 p.p.;
- 4) RA牌毛利率 80.4%，同增 6.4 p.p.，比 19 年增长 5.4 p.p.。

分渠道看，直营毛利率上升较快。具体看:

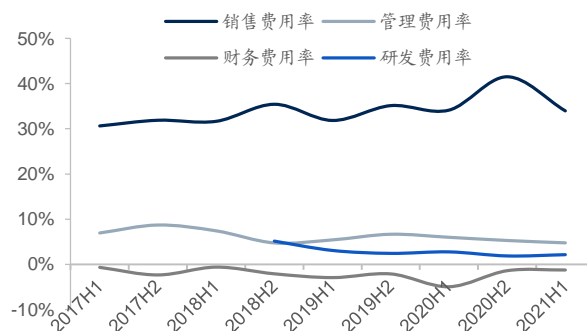
- 1) 直营渠道毛利率为 82.2%，同增 3.3 p.p.，比 19 年增长 5.5 p.p.，包括总额法准则的正面影响约 1.8 p.p.;
- 2) 经销渠道毛利率为 71.7%，同增 0.4 p.p.，比 19 年减少 2.6 p.p.;
- 3) 电商渠道毛利率为 78.2%，同增 2.2 p.p.，比 19 年增长 2.0 p.p.。

图 3: 2017H1-2021H1 利润率水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

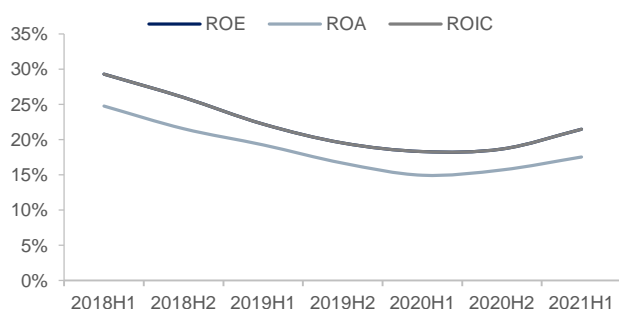
图 4: 2017-2021H1 费用率水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

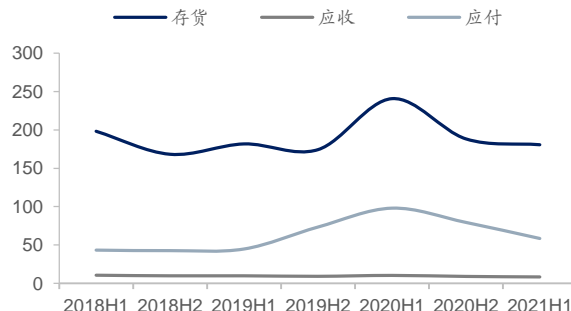
ROE 较高, 周转天数恢复至疫情前的水平。公司的 ROE 为 21.5%，同减 0.7 p.p.，比 19 年减少 0.7 p.p.；周转同比加快，存货/应收/应付账款周转天数分别为 181/8/58 天，分别同比-60 天/-2 天/-40 天，比 19 年同期分别-1/-1/+14 天。

图 5: 2018H1-2021H1 ROE、ROA、ROIC 与变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 2018H1-2021H1 周转天数与变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

与 19 年同期相比，收入业绩增长逐季加速

分季度看，收入利润相比 19 年同期的增长有所加快。分季度来看，公司 Q1/Q2 的收入为 6.6/7.0 亿元，分别同增 61.1%/20.3%（可比口径下预计同增约 54%/17%），分别比 19 年同期增长 12.5%/32.0%（可比口径下预计分别增长约 7%/28%）；Q1/Q2 的归母净利润分别为 2.0/1.9 亿元，分别同增 60.1%/10.7%，分别比 19 年同期增长 0.2%/+35.0%。

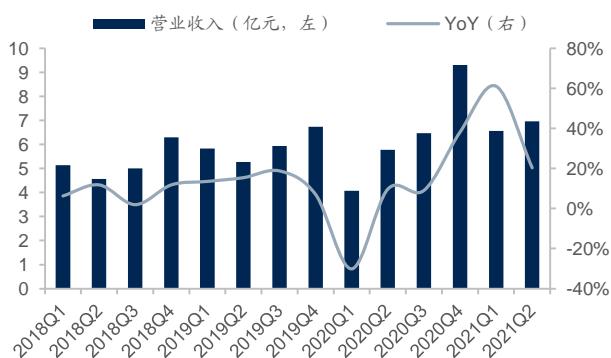
分品牌来看，RA 和 DZ 牌收入加速增长趋势明显。具体看：

- 1) Q1/Q2 DA 牌收入为 3.9/3.9 亿元，分别同比+71.5%/+13.1%，分别比 19 年+16.4%/+26.4%；
- 2) Q1/Q2 DZ 牌收入为 2.1/2.5 亿元，分别同比+49.3%/+32.3%，分别比 19 年+7.5%/+42.3%；
- 3) Q1/Q2 DM 牌收入为 0.5/0.5 亿元，分别同比+29.0%/+12.7%，分别比 19 年+0.6%/+16.5%；
- 4) Q1/Q2 RA 牌收入为 0.1/0.1 亿元，分别同比+375.4%/+208.1%，分别比 19 年+76.3%/+268.1%。

分渠道来看，直营增速放缓，电商渠道增速较高、增长加快。具体看：

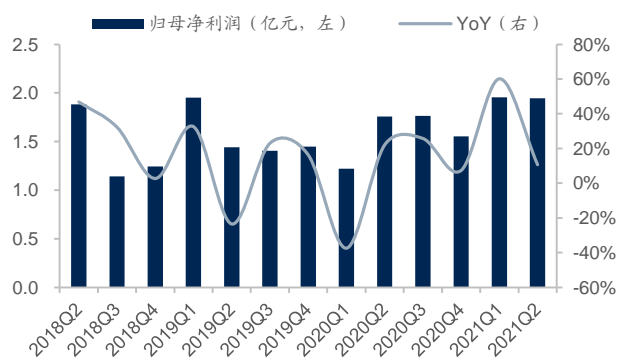
- 1) Q1/Q2 直营渠道收入为 3.3/2.8 亿元，分别同比+81.5%/+25.1%，分别比 19 年+29.1%/+7.7%；
- 2) Q1/Q2 经销渠道收入为 2.3/3.0 亿元，分别同比+70.5%/+15.9%，分别比 19 年-8.9%/+60.4%；
- 3) Q1/Q2 电商渠道收入为 0.9/1.1 亿元，分别同比+5.1%/+20.9%，分别比 19 年+31.1%/+44.7%。增长加速的主要原因是内容营销的助推，公司的 DZ 品牌于 2021 年年初积极进行内容营销，如短视频发布、品牌官方账号直播等。

图 7：2018Q1-2021Q2 分季度营收与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 8：2018Q1-2021Q2 分季度归母净利润与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

店效增长强劲、数字化赋能、会员精细化运营，成长潜力充足

公司的产品力和品牌力强劲，直营业务高质量成长。上半年直营店半年度店效

可比口径下同增约 57%，DA/DZ/DM/RA 直营店店效可比口径下预计同增约 65%/62%/37%/242%。

在线上渠道方面，公司积极布局内容营销，助推了销售增长。2021 年初，公司的 DZ 品牌在抖音渠道上线，初见成效。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，在品牌传播、私域增长和成交爆发三个既定目标均有亮眼表现。公司的产品力强劲、产品故事性强，在内容营销方面有较大的空间。

数字化建设有望在未来为全渠道赋能。公司未来三年将从组织、文化变革，品牌、渠道、消费者运营及供应链快速响应等方面升级来全力支持企业数字化转型。公司已初步组建数字化团队，并完成数据中台项目选型，明确项目决策链条及项目组职责，制定了项目制度、建立沟通机制。

会员管理方面，公司的粉丝基础深厚、粘性强，会员和 VIP 会员贡献较多的收入，仍有深挖的潜力。目前，公司基于 2020 年建立的会员专属导购体系基础，在用户数据不断沉淀的同时，持续赋能导购 SCRM 工具和应用场景，逐步健全消费者标签。另外，上半年公司还进行了新会员招募和沉睡会员唤醒，深度使用会员标签分组等功能，并扩展消费者标签至人货分析维度，将有望进一步增强会员销售。

投资建议：看好中高端女装龙头成长潜力

上半年公司各品牌各渠道实现稳健增长，二季度环比增长加速。公司店效提升较快、会员体系潜力大、内容营销初见成效。中期看数字化有望提升渠道管理能力和消费者运营质量。鉴于公司经营稳健、成长潜力较为充足，我们上调盈利预测，预计公司 21-23 年净利润分别为 7.3/8.5/9.7 亿元（原为 7.0/7.9/9.1 亿元），同比 15.9%/15.8%/15.1%，昨收盘价对应 PE 为 14.1x/12.2x/10.6x，我们维持合理估值 25.9-27 元（对应 22 年 14.7x-15.4x PE），维持“买入”评级。

表 1：盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,564	2,989	3,474	4,016
(+/-%)	7.8%	16.6%	16.2%	15.6%
净利润(百万元)	630	730	846	974
(+/-%)	0.9%	15.9%	15.8%	15.1%
每股收益(元)	1.31	1.52	1.76	2.02
EBIT Margin	31.4%	29.8%	29.7%	29.8%
净资产收益率(ROE)	18.3%	19.7%	21.1%	22.4%
市盈率(PE)	16.3	14.1	12.2	10.6
EV/EBITDA	12.9	11.5	10.1	8.9
市净率(PB)	3.0	2.8	2.6	2.4

资料来源:公司资料，国信证券经济研究所整理预测

风险提示

- 1.疫情持续时间过长，宏观经济与消费需求大幅下行；
- 2.市场竞争加剧导致产品销售不及预期；
- 3.市场的系统性风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1827	2376	2734	3146	营业收入	2564	2989	3474	4016
应收款项	146	170	197	228	营业成本	600	687	797	923
存货净额	310	343	401	468	营业税金及附加	26	30	35	41
其他流动资产	67	78	91	105	销售费用	992	1120	1277	1469
流动资产合计	3375	3993	4450	4973	管理费用	145	263	335	391
固定资产	586	295	260	217	财务费用	(71)	(76)	(92)	(106)
无形资产及其他	33	32	30	28	投资收益	21	25	25	25
投资性房地产	104	104	104	104	资产减值及公允价值变动	(44)	(49)	(57)	(70)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(53)	2	2	2
资产总计	4099	4424	4844	5323	营业利润	797	942	1091	1256
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	54	44	52	60
应付款项	104	115	135	158	利润总额	851	987	1143	1316
其他流动负债	532	585	682	790	所得税费用	221	257	297	342
流动负债合计	636	700	818	948	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	630	730	846	974
其他长期负债	22	22	22	22					
长期负债合计	22	22	22	22					
负债合计	658	722	840	970					
少数股东权益	2	2	2	2					
股东权益	3439	3700	4003	4351					
负债和股东权益总计	4099	4424	4844	5323					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	630	730	846	974
资产减值准备	2	233	(35)	(43)
折旧摊销	40	65	69	72
公允价值变动损失	44	49	57	70
财务费用	(71)	(76)	(92)	(106)
营运资本变动	37	228	(16)	(24)
其它	(2)	(233)	35	43
经营活动现金流	751	1072	955	1091
资本开支	17	(54)	(54)	(54)
其它投资现金流	(975)	0	0	0
投资活动现金流	(958)	(54)	(54)	(54)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(406)	(469)	(543)	(625)
其它融资现金流	222	0	0	0
融资活动现金流	(590)	(469)	(543)	(625)
现金净变动	(797)	549	358	412
货币资金的期初余额	2624	1827	2376	2734
货币资金的期末余额	1827	2376	2734	3146
企业自由现金流	690	898	761	878
权益自由现金流	912	954	830	956

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.31	1.52	1.76	2.02
每股红利	0.84	0.97	1.13	1.30
每股净资产	7.15	7.69	8.32	9.04
ROIC	21%	29%	36%	43%
ROE	18%	20%	21%	22%
毛利率	77%	77%	77%	77%
EBIT Margin	31%	30%	30%	30%
EBITDA Margin	33%	32%	32%	32%
收入增长	8%	17%	16%	16%
净利润增长率	1%	16%	16%	15%
资产负债率	16%	16%	17%	18%
息率	3.9%	4.6%	5.3%	6.1%
P/E	16.3	14.1	12.2	10.6
P/B	3.0	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	12.9	11.5	10.1	8.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032