

2021年10月28日

# 新品牌上线费用投入加大，Q3扣非下滑

## 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)	91.81
最新收盘价:	18.8	自由流通市值(亿)	30.07
		自由流通股数(百万)	157.61

### 事件概述

21年前三季度公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为20.23/5.55/5.07亿元、同比增长24%/17%/19%，21Q3公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为6.71/1.65/1.57亿元、同比增长4%/-7%/-8%，符合预期。

### 分析判断:

各品牌增速环比均有所放缓，RA、DZ保持高增，DA、DM稳健。21年前三季度DA/DM/DZ/RA/其他收入分别为11.41/1.36/7.21/0.22/0.03亿元、同比增长20%/14%/30%/206%/10%。拆分来看，收入增长主要来自内生：(1)从开店来看，21Q3开店DA/RA净开6/1家店至641/13家，DM持平、DZ净关2家。(2)从内生看，1-9月DA/DM/DZ/RA增速分别为14%/24%/27%/135%。

受疫情、洪水等因素影响，21Q3直营收入下滑3%，加盟、线上增速环比放缓。21年前三季度线上/直营/加盟收入分别为2.88/8.66/8.66亿元、同比增长11%/29%/24%，Q3单季增速为6%/-3%/9%、增速环比大幅放缓，我们估计主要由于Q3受到疫情反复、洪水等因素影响。

21Q3净利率下降主要由于毛利率下降及销售费用率提升。21年前三季度净利率为27.43%、同期下降1.62PCT，21Q3净利率为24.6%、同比下降2.7PCT。(1)2021年前三季度毛利率为76.78%、同比提高0.78PCT，直营、线上毛利率同比提升2/0.3PCT，加盟毛利率略下降0.4PCT；21Q3毛利率为73.83%、同比下降0.8PCT。(2)从费用率上看，公司销售/管理/研发/财务费率分别为33.45%/5.74%/2.52%/-0.85%、同比提高1.78/-0.40/0.34/0.74PCT，我们判断，销售费用率提升主要由于新品牌9.9天猫上线使得费用有所增加；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。(3)投资净收益/收入为1.90%、同比提高0.8PCT；资产减值损失/收入为1.21%、同比增加0.58PCT；营业外收入/收入为0.39%、同比减少0.6PCT。(4)所得税/收入为7.92%、同比减少1.01PCT。

21Q3末公司存货为3.33亿元、同比减少7%、较21Q2末增加9%，存货周转天数为180天、同比减少53天、环比基本持平。应收账款周转天数为8天、同比下降1天。

### 投资建议

我们分析公司未来成长空间在于：1)新品牌定位快时尚、较传统高端女装行业打开更大增长空间；2)老品牌DA、DZ、DM有望继续开店，叠加店效提升贡献收入增长；3)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；4)生活方式类新品牌d other day 9月9日已上线天猫试运营，有望逐步贡献增量。考虑Q3不及预期，将21/22/23年收入从29.43/34.25/41.06亿元下调至28.81/33.73/39.04亿元、将归母净利从7.34/8.54/10.27亿元下调至7.01/8.29/9.77亿元、对应将EPS从1.53/1.78/2.13元下调至1.46/1.72/2.03元、2021年10月28日收盘价18.8元对应21/22/23年PE分别为13/11/9X，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	2,881	3,373	3,904
YoY (%)	13.2%	7.8%	12.3%	17.1%	15.7%
归母净利润(百万元)	624	630	701	829	977
YoY (%)	8.8%	0.9%	11.3%	18.2%	17.9%
毛利率 (%)	75.0%	76.6%	76.9%	77.3%	77.6%
每股收益 (元)	1.30	1.31	1.46	1.72	2.03
ROE	18.9%	18.3%	16.9%	16.7%	16.4%
市盈率	14.49	14.36	12.90	10.91	9.26

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：

## 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	2,881	3,373	3,904	净利润	630	701	829	977
YoY (%)	7.8%	12.3%	17.1%	15.7%	折旧和摊销	76	41	56	77
营业成本	600	665	767	874	营运资金变动	-10	50	54	65
营业税金及附加	26	27	29	30	经营活动现金流	724	762	903	1,078
销售费用	992	1,098	1,287	1,480	资本开支	-54	-91	-88	-88
管理费用	142	156	178	199	投资	-980	-544	-737	-914
财务费用	-71	-38	-40	-42	投资活动现金流	-1,013	-624	-815	-984
资产减值损失	-39	-41	-43	-45	股权募资	0	0	0	0
投资收益	21	22	27	31	债务募资	0	0	0	0
营业利润	797	900	1,068	1,266	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	138	88	94
利润总额	851	948	1,120	1,320	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
所得税	221	246	291	343	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	630	701	829	977	营业收入增长率	7.8%	12.3%	17.1%	15.7%
归属于母公司净利润	630	701	829	977	净利润增长率	0.9%	11.3%	18.2%	17.9%
YoY (%)	0.9%	11.3%	18.2%	17.9%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	1.31	1.46	1.72	2.03	毛利率	76.6%	76.9%	77.3%	77.6%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率率	24.6%	24.3%	24.6%	25.0%
货币资金	1,827	1,964	2,053	2,147	总资产收益率 ROA	15.4%	14.2%	14.0%	13.8%
预付款项	44	45	47	48	净资产收益率 ROE	18.3%	16.9%	16.7%	16.4%
存货	310	338	377	425	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	1,195	1,752	2,511	3,446	流动比率	5.31	5.33	5.37	5.47
流动资产合计	3,375	4,100	4,988	6,066	速动比率	4.75	4.83	4.91	5.04
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	2.87	2.55	2.21	1.94
固定资产	577	606	600	587	资产负债率	16.1%	16.0%	16.1%	16.0%
无形资产	33	44	61	74	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	723	833	934	1,012	总资产周转率	0.63	0.58	0.57	0.55
资产合计	4,099	4,933	5,922	7,079	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	1.31	1.46	1.72	2.03
应付账款及票据	104	197	250	314	每股净资产	7.15	8.60	10.33	12.36
其他流动负债	532	572	679	795	每股经营现金流	1.50	1.58	1.88	2.24
流动负债合计	636	769	929	1,109	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	22	22	22	22	PE	14.36	12.90	10.91	9.26
非流动负债合计	22	22	22	22	PB	2.67	2.18	1.82	1.52
负债合计	658	791	951	1,131					
股本	481	481	481	481					
少数股东权益	2	2	2	2					
股东权益合计	3,441	4,142	4,971	5,948					
负债和股东权益合计	4,099	4,933	5,922	7,079					

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，11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。