

地素时尚 (603587.SH)

疫情下短期增速放缓，营运水平稳健长期向好

单 Q3 收入单位数增长/业绩单位数下滑。1) 前三季度来看，公司收入/业绩分别 20.2/5.6 亿元，同比 2020 年+23.9%/+17.0%，同比 2019 年+18.7%/+15.6%。盈利质量层面，毛利率同比+0.8PCTs 至 76.2% (同比 2019 年+0.7PCTs)，销售/管理费用率分别+0.6/-1.0PCTs 至 33.79%/5.08%，净利率同比-1.6PCTs 至 27.4% (同比 2019 年-0.7PCTs)。2) 单 Q3 来看，公司收入/业绩分别为 6.7/1.7 亿元，同比 2020 年+3.7%/-6.5%，主要系受疫情、汛情、换季偏慢等因素影响增长放缓，且公司单 Q3 加大品牌宣传等工作导致费用上升利润增速不及收入增速。

门店结构优化，电商渠道拓宽。分拆渠道来看：公司单 Q3 直营/经销/电商渠道销售分别 2.6/3.3/0.9 亿元，同比 2020 年分别-3.5%/+9.4%/+6.0%，渠道毛利率分别 81.3%/70.7%/77.7%。1) 线下注重店铺质量提升。量价拆分来看：①店数：截至 9 月末直营/加盟门店数量分别为 351/811 家，较年初分别-20 家/+28 家，优化门店结构。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，我们判断未来店效有望稳健提升。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。

DA、DM 稳定复苏，DZ、RA 成长迅速。分拆品牌来看，单 Q3 DA/DM/DZ/RA 销售分别 3.6/0.4/2.6/0.6 亿元，同比 2020 年分别 -4.1%/+1.7%/+15.9%/+100.3%。公司品牌定位清晰、VIP 粘性强。其中：1) DA 与 DM 经营稳健，产品调性独特并持续迭出新，如 DA 品牌举办秋冬新款“敦煌”系列走秀、提升品牌影响力，推出幻彩梦境系列等有望持续拉动销售。2) DZ、RA 品牌成长潜力较大，我们判断当前 DZ 品牌仍然具备较大开店空间、RA 随产品调整销售高速增长有望持续。

营运健康，现金流稳健。1) 公司营运节奏平稳，截止 Q3 末公司存货周转/应收账款周转天数分别-48.7 天/-1.5 天到 187.6 天/7.6 天。2) 现金流状况良好，三季末公司经营性现金流量净额为 5.9 亿元，约为归母净利润的 1.1 倍。

全年有望高质量增长。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) 股权激励激发员工活力。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%) 截至 7 月初已完成首次授予 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 (公司公告允诺现金股息率不低于 60%)。疫情等外部环境影响下我们调整盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 7.2/8.1/9.2 亿元，当前股价 18.8 元，对应 2022 年 PE 为 11 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	3,452	3,966
增长率 yoy (%)	13.2	7.8	16.7	15.3	14.9
归母净利润 (百万元)	624	630	722	814	923
增长率 yoy (%)	8.8	0.9	14.6	12.8	13.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.30	1.31	1.50	1.69	1.92
净资产收益率 (%)	18.9	18.3	19.1	19.4	19.4
P/E (倍)	14.5	14.4	12.5	11.1	9.8
P/B (倍)	2.7	2.6	2.4	2.2	1.9

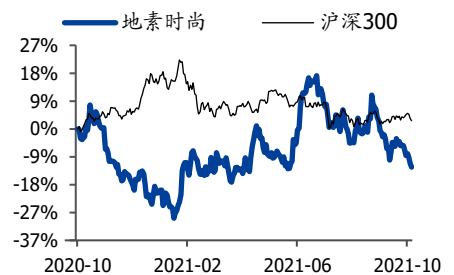
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 28 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
10月28日收盘价(元)	18.80
总市值(百万元)	9,046.56
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)	1.97

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

- 《地素时尚 (603587.SH): 增长基调稳, 盈利质量高》2021-08-26
- 《地素时尚 (603587.SH): 2020 年业绩平稳, 激励计划彰显信心》2021-04-28
- 《地素时尚 (603587.SH): 线下渠道实现正增长, 电商有望发力》2020-10-29

财务报表和主要财务比率

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	3978	4174	4932	营业收入	2378	2564	2993	3452	3966
现金	2624	1827	2264	2447	3017	营业成本	595	600	694	801	920
应收票据及应收账款	62	66	83	89	109	营业税金及附加	26	26	36	39	44
其他应收款	73	80	99	107	130	营业费用	799	992	1179	1363	1571
预付账款	50	44	66	61	85	管理费用	145	142	165	192	220
存货	318	310	416	421	541	研发费用	65	57	66	79	91
其他流动资产	57	1050	1050	1050	1050	财务费用	-59	-71	-50	-53	-56
非流动资产	741	723	735	791	862	资产减值损失	-34	-39	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	1	2	0	0	0
固定资产	546	577	619	669	734	公允价值变动收益	2	-5	-1	-1	-1
无形资产	35	33	33	33	31	投资净收益	26	21	16	20	21
其他非流动资产	159	113	82	89	97	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	3925	4099	4713	4966	5793	营业利润	802	797	917	1049	1195
流动负债	591	636	914	737	1026	营业外收入	47	59	58	53	54
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	2	5	3	3	3
应付票据及应付账款	160	104	202	151	255	利润总额	848	851	973	1099	1247
其他流动负债	430	532	712	585	772	所得税	223	221	251	284	324
非流动负债	23	22	22	22	22	净利润	624	630	722	814	923
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	23	22	22	22	22	归属母公司净利润	624	630	722	814	923
负债合计	614	658	936	759	1048	EBITDA	835	872	992	1077	1220
少数股东权益	2	2	2	2	2	EPS (元)	1.30	1.31	1.50	1.69	1.92
股本	401	481	481	481	481						
资本公积	1589	1509	1509	1509	1509						
留存收益	1320	1549	1830	2146	2505						
归属母公司股东权益	3309	3439	3776	4206	4743						
负债和股东权益	3925	4099	4713	4966	5793						
现金流量表 (百万元)						主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	725	724	850	602	1006	成长能力					
净利润	624	630	722	814	923	营业收入(%)	13.2	7.8	16.7	15.3	14.9
折旧摊销	66	76	80	49	56	营业利润(%)	10.7	-0.6	15.1	14.3	14.0
财务费用	-59	-71	-50	-53	-56	归属于母公司净利润(%)	8.8	0.9	14.6	12.8	13.3
投资损失	-26	-21	-16	-20	-21	获利能力					
营运资金变动	31	-10	112	-190	103	毛利率(%)	75.0	76.6	76.8	76.8	76.8
其他经营现金流	90	120	1	1	1	净利率(%)	26.3	24.6	24.1	23.6	23.3
投资活动现金流	-232	-1013	-77	-87	-106	ROE(%)	18.9	18.3	19.1	19.4	19.4
资本支出	208	54	12	56	70	ROIC(%)	17.0	17.0	17.8	18.0	18.1
长期投资	-50	-980	0	0	0	偿债能力					
其他投资现金流	-74	-1939	-65	-31	-36	资产负债率(%)	15.6	16.1	19.9	15.3	18.1
筹资活动现金流	-401	-506	-335	-332	-329	净负债比率(%)	-78.7	-52.6	-59.5	-57.7	-63.2
短期借款	0	0	0	0	0	流动比率	5.4	5.3	4.4	5.7	4.8
长期借款	0	0	0	0	0	速动比率	4.8	4.7	3.8	5.0	4.2
普通股增加	0	80	0	0	0	营运能力					
资本公积增加	0	-80	0	0	0	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
其他筹资现金流	-401	-506	-335	-332	-329	应收账款周转率	39.5	40.2	40.2	40.2	40.2
现金净增加额	94	-797	438	183	570	应付账款周转率	4.9	4.5	4.5	4.5	4.5
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.30	1.31	1.50	1.69	1.92
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.51	1.50	1.77	1.25	2.09
						每股净资产(最新摊薄)	6.88	7.15	7.85	8.74	9.86
						估值比率					
						P/E	14.5	14.4	12.5	11.1	9.8
						P/B	2.7	2.6	2.4	2.2	1.9
						EV/EBITDA	7.7	7.1	5.8	5.2	4.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 28 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