

地素时尚 (603587.SH) 买入 (维持评级)

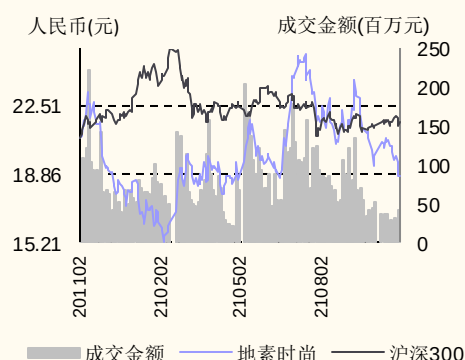
公司点评

市场价格(人民币): 18.74元

高基数下增速放缓, 存货周转显著改善

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.81
已上市流通A股(亿股)	1.58
总市值(亿元)	90.18
年内股价最高最低(元)	25.26/15.21
沪深300指数	4909
上证指数	3547



公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,378	2,564	3,137	3,800	4,522
营业收入增长率	13.23%	7.81%	22.34%	21.14%	18.99%
归母净利润(百万元)	624	630	735	872	1,029
归母净利润增长率	8.75%	0.88%	16.69%	18.61%	18.05%
摊薄每股收益(元)	1.557	1.309	1.527	1.812	2.139
每股经营性现金流净额	1.63	1.34	1.75	1.86	2.28
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.87%	18.31%	19.40%	20.39%	20.92%
P/E	16.30	14.57	12.27	10.34	8.76
P/B	3.08	2.67	2.38	2.11	1.83

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司10月29日发布3Q21业绩, 21年前三季度公司合计实现营收20.23亿元, 同比增长23.89%, 其中Q3单季度实现营收6.71(+3.65%)亿元; 21年前三季度合计实现归母净利润5.55亿元, 同比增长16.99%, 其中Q3单季度实现归母净利润1.65(-6.52%)亿元, 略低于此前预期。

业绩点评

- **疫情影响 DA 下滑, DZ、RA 增长强劲。**DA 品牌前三季度实现收入11.41亿元(+20.25%), 其中Q3单季度收入同比下降4.05%, 主要系疫情、洪水等对高线城市影响较大所致。DZ 前三季度实现收入7.21亿(+30%), 其中Q3单季度收入逆势增长15.93%, 主要得益于低线加盟渠道受疫情影响较小、积极发力抖音等新渠道冲淡疫情影响等。RA 品牌维持强劲增长势头, 前三季度同增205.54%, Q3单季度收入同增100%。
- **直营受损, 加盟稳健。**3Q21 线下直营/加盟渠道同比变动-3.47%/+9.41%, 门店净增8家至1162家(直营/加盟分别-20/+28至352/805家), 收入主要受同店增长驱动; 线上在高基数下仍实现5.96%增长, 新品牌“The Other Day”于9月上线后持续推进。
- **严控折扣毛利率提升, 营运水平优化。**公司毛利率同比增长0.78pct至76.18%, 净利率同比减少1.62pct至27.43%, 主要系公司期内推出线上品牌, 营销投入增加所致。截止3Q21公司存货规模为3.33亿元(-7.10%); 存货周转天数为180.02天, 同比减少47.15天, 周转效率显著提升; 经营性活动现金流净额为5.92亿元(+22.30%)。

盈利预测与投资建议

- 短期看, 7、8月疫情与洪水影响销售、2H20高基数等因素下, 公司三季度经营承压。但考虑到公司同店增长稳健、经营质量提升, 原有品牌会员数量稳定增加, 叠加下半年推出新品牌, 预计全年业绩仍将实现双位数增长。维持盈利预测, 预计21-23年DA/DZ/DM/RA收入分别复合增长17%/23%/15%/138%, 公司EPS分别为1.53/1.81/2.14元, 对应PE为12/10/9倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新品牌培育不及预期、云峰基金减持、限售解禁、存货周转率下滑, 疫情等因素影响服装消费疲软等。

相关报告

- 1.《地素时尚2021中报点评-收入环比加速, 报表质量提升》, 2021.8.27
- 2.《中高端女装龙头, 多品牌矩阵打造时尚集团-地素时尚深度报告》, 2021.7.6

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
 (8621)60230221
 lijingl@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	2,100	2,378	2,564	3,137	3,800	4,522
增长率		13.2%	7.8%	22.3%	21.1%	19.0%
主营业务成本	-548	-595	-600	-737	-895	-1,063
%销售收入	26.1%	25.0%	23.4%	23.5%	23.5%	23.5%
毛利	1,552	1,784	1,964	2,400	2,906	3,459
%销售收入	73.9%	75.0%	76.6%	76.5%	76.5%	76.5%
营业税金及附加	-27	-26	-26	-31	-38	-45
%销售收入	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-707	-799	-992	-1,214	-1,477	-1,765
%销售收入	33.7%	33.6%	38.7%	38.7%	38.9%	39.0%
管理费用	-126	-145	-142	-179	-220	-262
%销售收入	6.0%	6.1%	5.6%	5.7%	5.8%	5.8%
研发费用	-58	-65	-57	-85	-99	-118
%销售收入	2.8%	2.7%	2.2%	2.7%	2.6%	2.6%
息税前利润 (EBIT)	634	750	748	891	1,071	1,269
%销售收入	30.2%	31.5%	29.2%	28.4%	28.2%	28.1%
财务费用	30	59	71	39	47	62
%销售收入	-1.4%	-2.5%	-2.8%	-1.3%	-1.2%	-1.4%
资产减值损失	43	37	39	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	-5	0	0	0
投资收益	16	26	21	15	15	15
%税前利润	2.0%	3.1%	2.5%	1.5%	1.3%	1.1%
营业利润	725	802	797	945	1,133	1,346
营业利润率	34.5%	33.7%	31.1%	30.1%	29.8%	29.8%
营业外收支	45	46	54	48	45	45
税前利润	769	848	851	993	1,178	1,391
利润率	36.6%	35.6%	33.2%	31.7%	31.0%	30.8%
所得税	-195	-223	-221	-258	-306	-362
所得税率	25.4%	26.3%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
净利润	574	624	630	735	872	1,029
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	574	624	630	735	872	1,029
净利率	27.3%	26.3%	24.6%	23.4%	22.9%	22.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	574	624	630	735	872	1,029
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	14	32	37	55	58	60
非经营收益	-4	-33	-12	-51	-48	-56
营运资金变动	0	31	-10	104	15	63
经营活动现金净流	585	654	646	843	897	1,096
资本开支	-158	-208	-54	-82	-27	-30
投资	0	-50	-980	0	0	0
其他	16	26	21	15	15	15
投资活动现金净流	-143	-232	-1,013	-67	-12	-15
股权募资	1,582	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	533	-253	-278
其他	-399	-400	-509	-393	-397	-389
筹资活动现金净流	1,183	-400	-509	140	-650	-667
现金净流量	1,625	23	-876	917	235	414

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,530	2,624	1,827	2,743	2,978	3,392
应收款项	126	135	146	154	187	223
存货	258	318	310	364	441	524
其他流动资产	61	107	1,093	1,104	1,116	1,129
流动资产	2,976	3,184	3,375	4,364	4,723	5,269
%总资产	83.4%	81.1%	82.4%	84.6%	85.4%	86.5%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	502	596	586	675	701	725
%总资产	14.1%	15.2%	14.3%	13.1%	12.7%	11.9%
无形资产	47	95	83	69	58	49
非流动资产	593	741	723	794	808	823
%总资产	16.6%	18.9%	17.6%	15.4%	14.6%	13.5%
资产总计	3,569	3,925	4,099	5,159	5,531	6,092
短期借款	0	0	0	531	278	0
应付款项	127	221	189	425	499	620
其他流动负债	332	369	447	387	453	526
流动负债	459	591	636	1,344	1,229	1,146
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	22	23	22	24	24	24
负债	481	614	658	1,368	1,253	1,170
普通股股东权益	3,086	3,309	3,439	3,789	4,276	4,920
其中：股本	401	401	481	481	481	481
未分配利润	889	1,112	1,308	1,658	2,145	2,789
少数股东权益	2	2	2	2	2	2
负债股东权益合计	3,569	3,925	4,099	5,159	5,531	6,092

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.432	1.557	1.309	1.527	1.812	2.139
每股净资产	7.697	8.252	7.147	7.874	8.886	10.225
每股经营现金净流	1.458	1.631	1.342	1.753	1.864	2.278
每股股利	1.000	1.000	1.000	0.800	0.800	0.800
回报率						
净资产收益率	18.60%	18.87%	18.31%	19.40%	20.39%	20.92%
总资产收益率	16.09%	15.91%	15.37%	14.25%	15.76%	16.89%
投入资本收益率	15.32%	16.66%	16.07%	15.24%	17.38%	19.06%
增长率						
主营业务收入增长率	7.94%	13.23%	7.81%	22.34%	21.14%	18.99%
EBIT增长率	-4.56%	18.19%	-0.27%	19.15%	20.22%	18.49%
净利润增长率	19.59%	8.75%	0.88%	16.69%	18.61%	18.05%
总资产增长率	102.82%	9.97%	4.44%	25.86%	7.22%	10.14%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.9	9.3	9.1	7.0	7.2	7.2
存货周转天数	170.6	176.7	190.9	180.0	180.0	180.0
应付账款周转天数	43.2	74.4	80.5	50.0	50.0	52.0
固定资产周转天数	66.8	83.8	82.2	74.1	64.3	54.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-81.94%	-80.82%	-82.92%	-85.43%	-87.12%	-89.78%
EBIT利息保障倍数	-21.4	-12.6	-10.5	-22.7	-22.7	-20.5
资产负债率	13.47%	15.64%	16.06%	26.52%	22.66%	19.21%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	8	16	29	54	87
增持	1	2	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.11	1.11	1.09	1.08	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

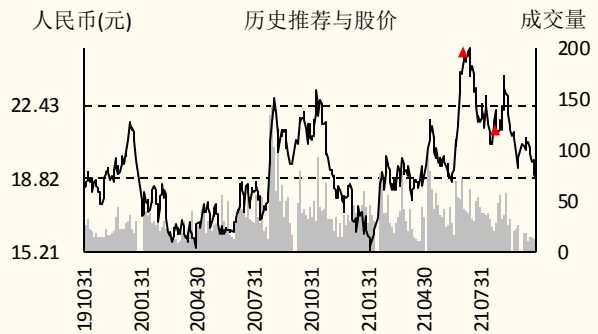
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-07-06	买入	25.52	30.82 ~ 30.82
2	2021-08-27	买入	21.36	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402