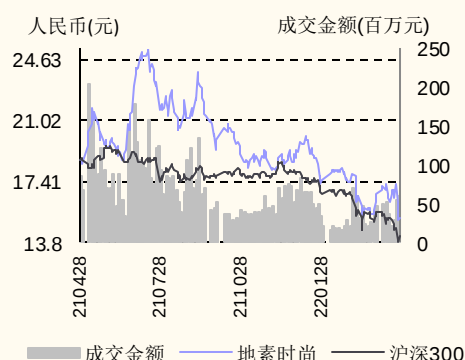


地素时尚 (603587.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 15.29 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.81
已上市流通 A 股(亿股)	4.77
总市值(亿元)	73.57
年内股价最高最低(元)	25.26/15.00
沪深 300 指数	3896
上证指数	2958

**相关报告**

- 1.《地素时尚 3Q21 业绩点评-高基数下增速放缓，存货周转显著改善》，2021.11.1
- 2.《地素时尚 2021 中报点评-收入环比加速，报表质量提升》，2021.8.27
- 3.《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

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
 xieliyuan@gjzq.com.cn

全年营收稳健增长，线上发力成长可期**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,564	2,898	3,113	3,469	3,870
营业收入增长率	7.81%	13.00%	7.45%	11.41%	11.58%
归母净利润(百万元)	630	689	737	826	934
归母净利润增长率	0.88%	9.47%	6.86%	12.17%	12.97%
摊薄每股收益(元)	1.309	1.433	1.531	1.718	1.940
每股经营性现金流净额	1.42	1.46	1.81	1.83	2.09
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.31%	18.35%	17.52%	17.79%	18.31%
P/E	14.57	13.37	9.98	8.90	7.88
P/B	2.67	2.45	1.75	1.58	1.44

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司 4 月 27 日发布 21 年报及 1Q22 业绩，22 年实现营收 28.98 亿元 (+13.0%)，归母净利 6.89 亿元 (+9.5%)，其中 Q4 实现营收 8.74 亿元 (-6.1%)，归母净利 1.34 (-13.5%)。
- 1Q22 公司实现营收 5.97 亿元 (-9.1%)，归母净利 1.5 亿元 (-23%)，扣非净利 1 亿元 (主要扣除 0.6 亿政府补助)，同比下滑 38%，符合此前预期。

经营分析

- **DZ 线上表现亮眼，门店经营效率提升：分品牌**，21 年 DA/DZ/DM/RA 分别实现收入 16.32/10.25/2.02/0.33 亿元、同增 10%/19%/3%/115%，其中 DZ 持续发力抖音等平台，线上表现优于同业。**分渠道**，21 年公司线下直营/经销实现收入 12.91/12.16 亿元、同增 12%/17%/5%，其中 Q4 同比 -12%/+4%，直营店在一二线城市占比高、受疫情冲击更大。21 年公司净增 43 家至 1197 家门店 (直营/经销净-17/+62 家至 354/845 家)，直营门店数缩减、经销门店增幅低于经销收入增幅均反映公司经营效率提升。21 年公司线上营收为 3.86 亿元 (+5%)，增长有所放缓主要系 DA 线上收紧折扣、向高质量增长迈进。
- **Q4 毛利率环比改善，周转能力不断提升**：21 年公司毛利率为 76.6%、与去年持平，其中 Q4 毛利率为 77.5%、环比提升 3.7pct；21 年公司净利率 23.8% (-0.8pct)，其中 Q4 净利率仅为 15.4%，主要系配合电商活动、节日营销等导致销售费用有所提升。21 年公司存货周转天数为 168 天，同比 20 年减少 20 天，反映公司运营水平不断优化。
- **1Q22 销售仍承压，全年增长仍有期待**：1Q22 公司营收为 5.97 亿元 (-9%)，其中线上/线下直营分别同降 12%/14%，高线城市疫情严峻拖累收入表现。22 年公司一方面计划入驻得物平台巩固线上优势，另一方面稳步拓店的同时维持高经营效率，伴随疫情好转、全年增长动力仍然充足。

投资建议和风险提示

- 公司多品牌覆盖客群广，线下门店经营优化、线上发力直播等平台增长靓丽。考虑到 22 年疫情导致终端零售承压，预计 22-24 年归母净利分别为 7.37/8.26/9.34 亿元，对应 PE 为 10/9/8 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示**：疫情影响门店销售、线上拓展不及预期、新品牌培育不及预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	2,378	2,564	2,898	3,113	3,469	3,870
增长率	7.8%	13.0%	7.4%	11.4%	11.6%	
主营业务成本	-595	-600	-678	-677	-724	-797
%销售收入	25.0%	23.4%	23.4%	21.7%	20.9%	20.6%
毛利	1,784	1,964	2,219	2,436	2,745	3,073
%销售收入	75.0%	76.6%	76.6%	78.3%	79.1%	79.4%
营业税金及附加	-26	-26	-29	-37	-42	-46
%销售收入	1.1%	1.0%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-799	-992	-1,102	-1,214	-1,370	-1,540
%销售收入	33.6%	38.7%	38.0%	39.0%	39.5%	39.8%
管理费用	-145	-142	-166	-187	-205	-228
%销售收入	6.1%	5.6%	5.7%	6.0%	5.9%	5.9%
研发费用	-65	-57	-65	-84	-94	-101
%销售收入	2.7%	2.2%	2.2%	2.7%	2.7%	2.6%
息税前利润 (EBIT)	750	748	857	914	1,035	1,158
%销售收入	31.5%	29.2%	29.6%	29.4%	29.8%	29.9%
财务费用	59	71	30	42	51	62
%销售收入	-2.5%	-2.8%	-1.1%	-1.3%	-1.5%	-1.6%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	2	-5	-27	0	0	0
投资收益	26	21	57	5	6	7
%税前利润	3.1%	2.5%	6.3%	0.5%	0.5%	0.6%
营业利润	802	797	871	961	1,092	1,227
营业利润率	33.7%	31.1%	30.1%	30.9%	31.5%	31.7%
营业外收支	46	54	39	35	25	35
税前利润	848	851	910	996	1,117	1,262
利润率	35.6%	33.2%	31.4%	32.0%	32.2%	32.6%
所得税	-223	-221	-221	-259	-290	-328
所得税率	26.3%	26.0%	24.3%	26.0%	26.0%	26.0%
净利润	624	630	689	737	826	934
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	624	630	689	737	826	934
净利率	26.3%	24.6%	23.8%	23.7%	23.8%	24.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	624	630	689	737	826	934
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	66	76	76	63	65	67
非经营收益	-33	-12	-32	-8	-24	-40
营运资金变动	31	-10	-30	77	11	46
经营活动现金净流	688	684	703	869	878	1,007
资本开支	-208	-54	-41	-67	-59	-41
投资	-50	-980	-165	0	0	0
其他	26	21	52	5	6	7
投资活动现金净流	-232	-1,013	-154	-62	-53	-34
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	127	-259	0
其他	-400	-509	-471	-296	-392	-483
筹资活动现金净流	-400	-509	-471	-170	-651	-483
现金净流量	57	-837	78	637	174	490

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,624	1,827	2,075	2,694	2,856	3,337
应收款项	135	146	144	153	171	191
存货	318	310	323	334	357	393
其他流动资产	107	1,093	1,236	1,244	1,247	1,253
流动资产	3,184	3,375	3,778	4,425	4,632	5,174
%总资产	81.1%	82.4%	80.5%	82.7%	83.0%	84.4%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	596	586	557	620	659	686
%总资产	15.2%	14.3%	11.9%	11.6%	11.8%	11.2%
无形资产	95	83	77	63	53	45
非流动资产	741	723	913	927	946	955
%总资产	18.9%	17.6%	19.5%	17.3%	17.0%	15.6%
资产总计	3,925	4,099	4,692	5,351	5,577	6,129
短期借款	0	0	136	259	0	0
应付款项	221	189	210	392	406	464
其他流动负债	369	447	503	424	467	516
流动负债	591	636	849	1,076	873	981
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	23	22	85	70	57	48
负债	614	658	933	1,145	930	1,029
普通股股东权益	3,309	3,439	3,757	4,205	4,646	5,099
其中：股本	401	481	481	481	481	481
未分配利润	1,112	1,308	1,613	2,062	2,503	2,955
少数股东权益	2	2	2	2	2	2
负债股东权益合计	3,925	4,099	4,692	5,351	5,577	6,129

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.557	1.309	1.433	1.531	1.718	1.940
每股净资产	8.252	7.147	7.807	8.739	9.656	10.597
每股经营现金净流	1.716	1.422	1.462	1.805	1.825	2.093
每股股利	1.000	1.000	1.000	0.600	0.800	1.000
回报率						
净资产收益率	18.87%	18.31%	18.35%	17.52%	17.79%	18.31%
总资产收益率	15.91%	15.37%	14.70%	13.77%	14.82%	15.23%
投入资本收益率	16.66%	16.07%	16.66%	15.13%	16.46%	16.78%
增长率						
主营业务收入增长率	13.23%	7.81%	13.00%	7.45%	11.41%	11.58%
EBIT增长率	18.19%	-0.27%	14.68%	6.59%	13.24%	11.84%
净利润增长率	8.75%	0.88%	9.47%	6.86%	12.17%	12.97%
总资产增长率	9.97%	4.44%	14.46%	14.07%	4.22%	9.89%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.3	9.1	8.0	7.0	7.2	7.2
存货周转天数	176.7	190.9	170.4	180.0	180.0	180.0
应付账款周转天数	74.4	80.5	55.8	48.0	47.0	47.0
固定资产周转天数	83.8	82.2	69.1	71.5	67.8	62.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-80.82%	-82.92%	-82.74%	-85.73%	-86.65%	-88.39%
EBIT利息保障倍数	-12.6	-10.5	-28.1	-21.9	-20.4	-18.6
资产负债率	15.64%	16.06%	19.90%	21.40%	16.67%	16.79%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	3	8	15	27	77
增持	1	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.11	1.12	1.07	1.00

来源：聚源数据

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
3	2021-11-01	买入	18.74	N/A

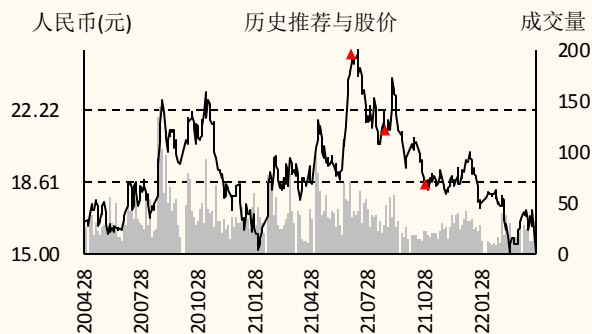
来源：国金证券研究所

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


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