

地素时尚 (603587)

中高端女装龙头，21 年业绩稳健增长、22Q1 受疫情 影响承压

增持（首次）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	2,898	3,129	3,586	4,111
同比	13%	8%	15%	15%
归属母公司净利润（百万元）	689	712	842	986
同比	9%	3%	18%	17%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.43	1.48	1.75	2.05
P/E（现价&最新股本摊薄）	10.17	9.84	8.32	7.11

投资要点

- **深耕中高端女装的龙头公司。**国内中高端女装龙头企业，拥有 DA（中高端）、DM（高端）、DZ（中端）三大女装品牌及男装品牌 RA，21 年收入分别占比 56.3%/7.0%/35.4%/1.1%。采用全渠道布局，21 年线上/线下直营/线下加盟收入分别占比 13%/45%/42%，线下拥有门店 1199 家（直营 354 家+加盟 845 家），线上以天猫为主，抖音、唯品会和微信私域等为辅。
- **疫情后业绩率先复苏，20、21 年保持增长，22Q1 受疫情影响承压。**1) 疫情后业绩率先复苏。公司 2014 年以前业绩高速增长，15-17 年调整，18 年开始回归正增长，20 年疫情期展现较强韧性，20Q2 起营收利润即恢复正增长，全年营收/归母净利分别同比+7.81%/+0.88%，以线下渠道为主的营收结构在 20 年疫情期仍录得正增长、展现较强品牌力。2) 21 年业绩保持增长，其中下半年有所承压。21 年营收/归母净利增长提速、分别同比+13.0%/+9.5%。分季度看，上半年在低基数下取得较好恢复、Q1/Q2 净利分别同比+60.14%/+10.65%，下半年受疫情及暖冬因素影响，业绩略有下滑、Q3/Q4 净利分别同比-6.52%/-13.52%。3) 22Q1 受疫情影响，业绩压力加大。22Q1 营收/归母净利分别同比-9.1%/-23.0%，主因 Q1 深圳、上海等地发生疫情，公司门店主要布局一二线城市、受影响较大，同时物流受阻亦影响线上销售。
- **分品牌看，21 年全品牌收入增长，22Q1 DA/DM 下滑。**1) 21 年：DA/DZ/DM/RA 收入分别同比+10.0%/+18.6%/+3.0%/+114.7%。其中，DA、DZ 增长稳健，21 年分别签约品牌大使孙怡、蓝雅，推动品牌国际化和多样化；DM 签约舒淇为代言人、提升品牌质感，收入小幅波动；RA 高速增长，主因规模较小、21 年净拓店（+5 家）带动收入增长。另外，21 年公司同唐老鸭、哆啦 A 梦等 IP 合作推出联名款、8 月举办敦煌系列大秀，提升品牌口碑与知名度，21H2 推出新品牌 dotherday 已上线天猫试运营、尚处起步期。2) 22Q1：DA/DZ/DM/RA 收入分别同比-19.04%/+5.83%/-2.22%/+40.62%，其中主品牌 DA 收入双位数下滑主因线下净关店及疫情影响，RA 收入延续高增、保持净开店（+1 家）。
- **分渠道看，21 年全渠道收入增长，22Q1 受疫情影响均现下滑。**1) 21 年：直营/经销/线上收入分别同比+11.8%/+17.2%/+5.0%。其中，直营增长主要得益于品牌力带动店效提升（门店-17 家），经销增长得益于门店扩张（+62 家），线上保持增长、但增速较前期 20%以上水平有所放缓，主因 DA 线上策略转型（从注重规模增长转向注重品牌长期价值），导致短期营收规模调整。截至 21 年底门店 1199 家、净增 45 家。2) 22Q1：直营/经销/线上分别同比-13.93%/-1.31%/-11.82%，主因疫情对线下门店及线上物流均形成冲击。截至 22Q1 末门店 1197 家、较 21 年末净关 2 家。
- **盈利能力业内领先，21 年以来毛利率下滑、费用率上升。**1) 毛利率：17-21 年毛利率在 74%-77%之间波动，在同行中处领先水平，21 年同比-0.01pct 至 76.59%，22Q1 同比-1.7pct 至 76.65%，主因疫情影响。2) 费用率：21 年同比+1.28pct 至 44.94%（销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.65%/+0.19%/+0.02%/+1.72pct），22Q1 同比+9.13pct 至 51.12%，为历史最高水平，主因疫情导致线下关店、相关费用刚性。3) 库存：21 年末库存 3.23 亿元/yoy+4.35%，存货周转率 2.14 次/年、较 20 年 1.91 次/年周转加速。22Q1 库存 3.59 亿元、环比增 3608 万元。4) 现金流：21 年经营活动现金流净额 8.74 亿元/yoy+20.73%，22Q1 为 8377 万元/yoy-53.65%、主因疫情影响销售收到现金减少。资金充裕，截至 22Q1 账上资金 27.8 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**作为国内中高端女装龙头，公司差异化深耕年轻中高端女装领域、实现多品牌梯度发展，拥有出色的时尚运营能力和业内较高的盈利能力。20 年疫情期业绩率先复苏，21 年推动数字化转型，各品牌、全渠道均实现增长、但尚未达成 21/04 推出的股权激励业绩考核指标，22Q1 受疫情影响业绩承压。21 年分红比例 69.68%，据 21/04 股东分红回报规划（21-23 年分红比例不低于 60%），高分红具备可持续性。22/04 公告以 1-2 亿元资金回购股份、期限为 22/4/27-23/4/26。考虑疫情影响，我们预计 22-24 年归母净利分别同比增 3.3%/18.3%/17.0%，EPS 分别为 1.48/1.75/2.05 元/股，对应 PE10/8/7X，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**疫情恶化、经济低迷、库存周转放慢等。

2022 年 05 月 07 日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书：S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.57
一年最低/最高价	14.30/26.16
市净率(倍)	1.79
流通 A 股市值(百万元)	6,946.83
总市值(百万元)	7,010.36

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.12
资产负债率(% ,LF)	20.66
总股本(百万股)	481.15
流通 A 股(百万股)	476.79

表1: 地素时尚 2021 年主营业收入、门店、毛利率分品牌、分渠道情况

	收入 (百万元)	收入 YOY	收入 占比	门店数 (家)	门店 净增/减	毛利率	毛利率 YOY
主营业务收入合计	2,893.25	13.0%	100.0%	1199	48	76.67%	-0.01pct
分品牌							
DA	1,632.40	10.0%	56.4%	660	33	78.05%	0.37pct
DM	202.36	3.0%	7.0%	50	-3	80.31%	-0.29pct
DZ	1,025.61	18.6%	35.4%	474	10	73.62%	-0.42pct
RA	32.88	114.7%	1.1%	15	5	80.78%	3.08pct
分渠道							
直营店	1,290.65	11.8%	44.6%	354	-17	82.68%	0.42pct
经销店	1,216.21	17.2%	42.0%	845	62	70.49%	-0.18pct
电商	386.39	5.0%	13.4%	/	/	76.06%	-0.07pct

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

地素时尚三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,778	4,272	5,348	6,483	营业总收入	2,898	3,129	3,586	4,111
货币资金及交易性金融资产	3,246	3,652	4,625	5,634	营业成本(含金融类)	678	737	842	963
经营性应收款项	107	137	163	189	税金及附加	29	32	37	42
存货	323	362	419	492	销售费用	1,102	1,251	1,363	1,562
合同资产	0	0	0	0	管理费用	166	177	211	221
其他流动资产	102	121	141	168	研发费用	65	74	102	113
非流动资产	913	998	997	1,099	财务费用	-30	-16	-20	-29
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	2	2	2	3
固定资产及使用权资产	752	807	820	885	投资净收益	57	25	29	34
在建工程	8	8	8	8	公允价值变动	-27	0	0	0
无形资产	30	30	39	56	减值损失	-49	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	47	78	54	74	营业利润	871	902	1,082	1,275
其他非流动资产	76	76	76	76	营业外净收支	39	51	50	54
资产总计	4,692	5,271	6,344	7,582	利润总额	910	952	1,132	1,329
流动负债	849	716	947	1,199	减:所得税	221	240	290	343
短期借款及一年内到期的非流动负债	136	136	136	136	净利润	689	712	842	986
经营性应付款项	103	182	317	445	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	144	0	0	0	归属母公司净利润	689	712	842	986
其他流动负债	466	398	494	618	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.43	1.48	1.75	2.05
非流动负债	85	85	85	85	EBIT	810	859	1,031	1,210
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,007	908	1,082	1,268
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	76.59	76.45	76.51	76.56
租赁负债	63	63	63	63	归母净利率(%)	23.79	22.77	23.49	23.98
其他非流动负债	22	22	22	22	收入增长率(%)	13.00	7.97	14.62	14.63
负债合计	933	800	1,031	1,283	归母净利润增长率(%)	9.47	3.33	18.25	17.03
归属母公司股东权益	3,757	4,469	5,312	6,297					
少数股东权益	2	2	2	2					
所有者权益合计	3,758	4,471	5,313	6,299					
负债和股东权益	4,692	5,271	6,344	7,582					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	874	470	946	1,087	每股净资产(元)	7.81	9.29	11.04	13.09
投资活动现金流	-154	-115	-15	-87	最新发行在外股份(百万股)	481	481	481	481
筹资活动现金流	-468	-4	-4	-4	ROIC(%)	16.58	14.89	15.07	14.95
现金净增加额	248	351	927	996	ROE-摊薄(%)	18.35	15.94	15.86	15.66
折旧和摊销	197	49	51	59	资产负债率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
资本开支	-41	-53	-23	-88	P/E (现价&最新股本摊薄)	10.17	9.84	8.32	7.11
营运资本变动	-45	-133	52	28	P/B (现价)	1.87	1.57	1.32	1.11

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>