

地素时尚 (603587)

2022 年中报点评: 疫情拖累业绩, 线上渠道加速修复

增持 (维持)

2022 年 08 月 27 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

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	2,898	2,665	3,270	3,767
同比	13%	-8%	23%	15%
归属母公司净利润 (百万元)	689	586	731	854
同比	9%	-15%	25%	17%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.43	1.22	1.52	1.77
P/E (现价&最新股本摊薄)	9.99	11.75	9.43	8.07

投资要点

■ 公司公布 2022 年中报: 22H1 营收 11.01 亿元/yoy-18.63%, 归母净利润 2.52 亿元/yoy-35.44%。其中, 22Q1/Q2 营收分别为 5.97/5.04 亿元、分别同比-9.09%/-27.63%、归母净利润分别为 1.5 亿元/1.01 亿元、分别同比-23.07%/-47.85%, Q2 收入端回落较多主要原因为受疫情影响终端零售不佳, 净利端下滑幅度超过收入端主要受到毛利率降低 (同比-1.42pct)、期间费用率大幅提升 (同比+8.74pct) 拖累。

■ 分品牌: 疫情影响下 Q2 各品牌收入降幅环比扩大。DA/DZ/DM/RA 收入同比-25.69%/-7.32%/-18.22%/-4.45%, 占比分别为 52.5%/38.8%/7.1%/1.4%, 22Q2 收入分别-32.4%/-18.2%/-35.1%/-49.1%。DA、DM 收入降幅较大主因门店多布局于一二线城市、Q1/Q2 受疫情影响较大, 22H1 门店数量较年初分别-4/-3 家。RA 上半年收入同比-4.45%, 降幅较小主要系 Q1 增速靓丽拉动 (同比+41%), Q2 疫情封控影响导致终端零售受损严重、降幅环比扩大, 22H1 门店数量较年初净增 3 家。DZ 收入降幅相对较小, 主因 22H1 净拓 10 家门店带来收入支撑。

■ 分渠道: 上半年线上渠道物流受阻, 疫情缓解后修复较快。1) 分线线上线: 22H1 公司线上/线下收入同比分别-26.93%/-17.17%、占比分别为 13.5%/86.4%, Q2 同比分别-39.72%/-25.32%。线上渠道受疫情影响程度大于线下、主要系公司仓储物流中心位于长三角地区、物流发货受到较大影响所致。公司线上核心渠道发展较为稳健, 疫情前 DA、DZ 新品上市首周正价销售 GMV 均突破 100 万元, 疫情恢复后线上渠道修复较快, 618 活动期间 GMV 实现同比+8%。新渠道拓展顺利, 22H1 DA、DZ 入驻抖音后实现收入同比+120%+。2) 线下直营经销: 直营/经销收入同比分别-22.78%/-10.79%、占线下收入分别为 49.6%/50.4%, Q2 同比分别-33.14%/-18.06%, 直营门店主要布局一二线城市、因此受疫情影响较大。截至 22H1 门店总数 1205 家, 直营/经销分别为 354/851 家、22H1 分别净开店 0/6 家。

■ 毛利率小幅下滑、期间费用率大幅提升, 疫情影响下存货周转放缓。1) 毛利率: 22H1 同比-1.42pct 至 75.93%, 其中 DA/DZ/DM/RA 毛利率分别-1.45/-1.11/-0.57/+1.07pct, 主因折扣力度加大所致, RA 毛利率上升主要系公司调整男装线后盈利能力有所提升。2) 期间费用率: 22H1 同比+8.74pct 至 48.34%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 41.42%/6.93%/2.98%/-2.98%、同比分别+7.46/+2.18/+0.84/-1.73pct, 销售费用率增加主要为直营门店租金等费用具有刚性、收入规模缩窄后费用率大幅提升, 管理费用率增加主要系职工薪酬增加, 财务费用率下降得益于利息收入增加。3) 净利率: 营业外收入 (主要为政府补助) 增加 0.27 亿元, 但受毛利率下滑及期间费用率增加拖累, 22H1 归母净利率同降 5.96pct 至 22.88%。4) 存货: 疫情扰动下 22H1 存货压力加大, 存货同比+12.28%, 存货周转天数同比+46 天至 226 天。5) 现金流: 22H1 疫情影响下经营净现金流同比-47.8%, 截至 22H1 账上资金 25.16 亿元、现金充沛。

■ 盈利预测与投资评级: 公司深耕中高端女装领域, 实现多品牌梯度发展, 持续进行品牌力拓展与输出, 22H1 签署米奇、奇奇蒂蒂、神奇动物在哪里 IP 系列释放品牌时尚能动性。公司加大数字化转型投入, DA/DZ 等品牌线上表现较好。22 年 4 月公告以 1-2 亿元资金回购股份并用于股权激励 (时间为 22/4/27-23/4/26、截至 22 年 7 月底以 0.12 亿元累计回购 77.9 万股)。考虑疫情影响, 我们将 22-24 年归母净利润由 7.12/8.42/9.86 亿元下调至 5.86/7.31/8.54 亿元, EPS 分别为 1.22/1.52/1.77 元/股, 对应 PE 12/9/8X, 公司具备低估值高分红特点, 维持“增持”评级。

■ 风险提示: 疫情反复、终端消费疲软、库存周转放缓等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.32
一年最低/最高价	13.76/23.88
市净率(倍)	1.72
流通 A 股市值(百万元)	6,846.03
总市值(百万元)	6,889.03

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.31
资产负债率(% ,LF)	19.71
总股本(百万股)	481.08
流通 A 股(百万股)	478.07

相关研究

《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》

2022-05-08

表1: 22H1 地素时尚收入/门店/毛利率分品牌、渠道拆分情况

	22H1 收入 (百万元)	收入 YOY	占总营 收比重	门店数 (家)	门店同比净 变动(家)	门店环比净 变动(家)	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
总收入	1100.6	-18.63%	100.00%	1205	48	6	75.93%	-1.42pct
分品牌								
DA	578.29	-25.69%	52.54%	656	21	-4	77.41%	-1.45pct
DZ	427.24	-7.32%	38.82%	484	24	10	73.36%	-1.11pct
DM	77.81	-18.22%	7.07%	47	-3	-3	78.94%	-0.57pct
RA	15.55	-4.45%	1.41%	18	6	3	81.51%	1.07pct
其他	1.72	-12.45%	0.16%	/	/	/	31.66%	-9.28pct
分渠道								
线上	148.3	-26.93%	13.47%	/	/	/	75.85%	-2.39pct
线下	950.6	-17.17%	86.37%	1205	48	6	76.03%	-1.26pct
线下中:			占线下					
直营	471.5	-22.78%	49.60%	354	2	0	81.61%	-0.62pct
经销	479.1	-10.79%	50.40%	851	46	6	70.53%	-1.14pct
其他	1.72	-12.45%	0.16%	/	/	/	31.66%	-9.28pct

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所 注: 线下渠道毛利率降幅较多主要系低毛利率经销门店占比提升所致。

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	4,250	5,270	6,323	营业总收入	2,898	2,665	3,270	3,767
货币资金及交易性金融资产	3,246	3,718	4,616	5,540	营业成本(含金融类)	678	629	754	885
经营性应收款项	107	117	148	174	税金及附加	29	27	33	38
存货	323	309	375	452	销售费用	1,102	1,117	1,357	1,526
合同资产	0	0	0	0	管理费用	166	144	180	188
其他流动资产	102	107	131	157	研发费用	65	61	77	98
非流动资产	913	826	772	817	财务费用	-30	-26	-31	-34
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	2	1	2	3
固定资产及使用权资产	752	634	596	603	投资净收益	57	21	26	31
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	736	928	1,099
其他非流动资产	76	76	76	76	营业外净收支	39	48	54	52
资产总计	4,692	5,076	6,042	7,140	利润总额	910	784	982	1,151
流动负债	849	647	883	1,127	减:所得税	221	198	251	297
短期借款及一年内到期的非流动负债	136	136	136	136	净利润	689	586	731	854
经营性应付款项	103	155	286	408	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	586	731	854
其他流动负债	466	356	461	583	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.43	1.22	1.52	1.77
非流动负债	85	85	85	85	EBIT	810	687	869	1,032
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,007	869	1,010	1,178
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	76.59	76.39	76.94	76.51
租赁负债	63	63	63	63	归母净利率(%)	23.79	22.00	22.34	22.67
其他非流动负债	22	22	22	22	收入增长率(%)	13.00	-8.03	22.72	15.18
负债合计	933	732	967	1,211	归母净利润增长率(%)	9.47	-14.96	24.59	16.88
归属母公司股东权益	3,757	4,343	5,073	5,927					
少数股东权益	2	2	2	2					
所有者权益合计	3,758	4,344	5,075	5,929					
负债和股东权益	4,692	5,076	6,042	7,140					

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	501	910	1,037	每股净资产(元)	7.81	9.03	10.54	12.32
投资活动现金流	-154	-81	-53	-121	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	12.09	13.17	13.43
现金净增加额	248	416	853	911	ROE-摊薄(%)	18.35	13.50	14.40	14.41
折旧和摊销	197	182	141	146	资产负债率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
资本开支	-41	-16	-58	-119	P/E(现价&最新股本摊薄)	9.99	11.75	9.43	8.07
营运资本变动	-45	-87	34	19	P/B(现价)	1.83	1.59	1.36	1.16

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>

