

地素时尚 (603587.SH)

上半年净利润下降 35%，数字化推动品牌力提升

买入

核心观点

2022 上半年直营业务受到较大打击，收入同比下降 18.6%，毛利率有所下滑。2022 上半年营收 11.0 亿，同比下降 18.6%；归母净利润 2.5 亿，同比下降 35.4%。毛利率同比下降 1.4 个百分点至 75.9%。四项费用率合计增长 8.8 个百分点至 48.4%，销售费用金额与去年同期基本持平。资产周转放缓但快于高端女装同行，存货/应收/应付账款周转天数分别为 226/10/154 天，同比增加 46/2/37 天。公司在华东区的收入占比超过 40%，因此二季度封控、物流受阻对公司的影响较大；二季度营收 5.0 亿，同比下降 27.6%，其中线上和线下直营下滑多于线下经销业务；归母净利润 1.0 亿，同比下降 47.9%；毛利率下降 1.3 个百分点至 75.1%，主要由于直营业务占比下降。

华东和华北封控对直营业务影响较大，数字转型助力商品设计和精准营销。2022 上半年，全国疫情反复且封控趋严，对于线上线下的消费构成较大影响，全国服装社零总额同比下降 6.5%，6 月后恢复正增长，6 月/7 月同比提升 1.2%/0.8%。分地区看，华东是收入贡献最大的地区，2021 年收入占比 43%，西南/华中/华南/华北区的收入贡献分别为 18%/12%/10%/9%，公司在华东、华北区一线城市的门店均位于较为核心的商圈，在二季度疫情封控、物流受限的情况下，直营业务受到较大的冲击，线下直营/电商收入分别为 4.6/1.5 亿元，分别同比下降 23%/27%，毛利率分别同比下降；公司的经销商主要分布于二三线城市，受二季度疫情影响较小，上半年收入为 4.8 亿元，同比下降 11%。疫情加速公司线上新渠道拓展，抖音渠道收入同比增长 120%以上。2022 年 7-8 月，大部分地区疫情缓解、消费复苏，公司直营门店开放、经销商信心进一步恢复，此外数字中台持续完善，将助力公司更好地进行商品设计和精准营销，推动公司各品牌下半年在较低基数下稳步恢复。

风险提示：疫情影响线下销售；品牌建设不及预期；市场风险。

投资建议：看好中高端女装龙头品牌力持续提升，维持“买入”评级。

公司华东区收入占比高，上半年业绩仍相对具有韧性，下半年有望明显边际改善。长期看，公司的设计能力持续领先沉淀为强劲的品牌力，数字化建设持续推进后渠道管理能力和消费者运营质量将提升。由于公司上半年公司净利润下滑明显，我们下调盈利预测，预计公司 2022-2024 年净利润分别为 5.9/7.3/8.6 亿元(原为 7.2/8.8/10.3 亿)，同比-14.8%/24.1%/17.2%，昨收盘价对应 PE 为 11.9x/9.6x/8.2x，由于盈利预测的下调，下调合理估值至 16.7-17.4 元(原为 18.4-20.2 元)，对应 2023 年 11-11.5x PE，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,564	2,898	2,807	3,232	3,702
(+/-%)	7.8%	13.0%	-3.1%	15.1%	14.5%
净利润(百万元)	630	689	588	729	855
(+/-%)	0.9%	9.5%	-14.8%	24.1%	17.2%
每股收益(元)	1.31	1.43	1.22	1.52	1.78
EBIT Margin	31.5%	31.9%	26.3%	28.4%	28.3%
净资产收益率 (ROE)	18.3%	18.4%	14.8%	17.3%	18.9%
市盈率 (PE)	11.1	10.2	11.9	9.6	8.2
EV/EBITDA	9.0	8.2	9.9	8.2	7.3
市净率 (PB)	2.00	1.90	1.80	1.70	1.50

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	14.68 元
总市值/流通市值	7061/7017 百万元
52 周最高价/最低价	24.38/13.66 元
近 3 个月日均成交额	23.12 百万元

市场走势

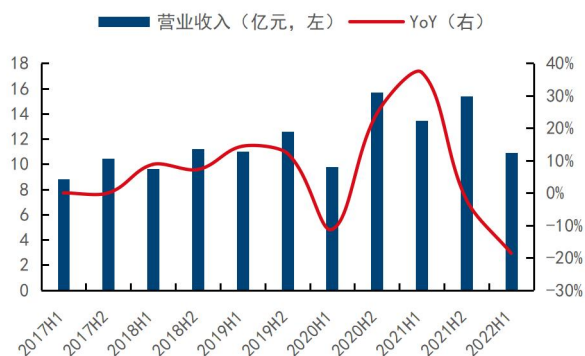


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《地素时尚(603587.SH)——一季度业绩下降 23%，疫情不影响品牌力长期提升》——2022-05-07
- 《地素时尚-603587-重大事件快评：较高基数下三季度增速放缓，期待全年高质量成长》——2021-10-31
- 《地素时尚-603587-2021 年中报点评：高质量稳步成长，未来可期》——2021-08-28
- 《地素时尚-603587-深度报告：坚持以长期主义打造多品牌的中高端时装集团》——2021-08-04
- 《地素时尚-603587-深度报告：坚持以长期主义打造多品牌的中高端时装集团》——2021-08-03

图1：公司半年度收入与变化情况



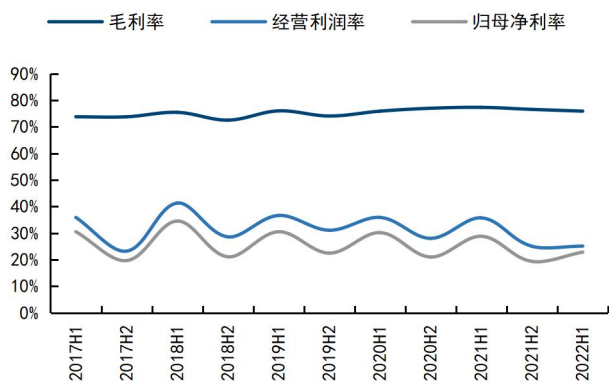
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司半年度归母净利润与变化情况



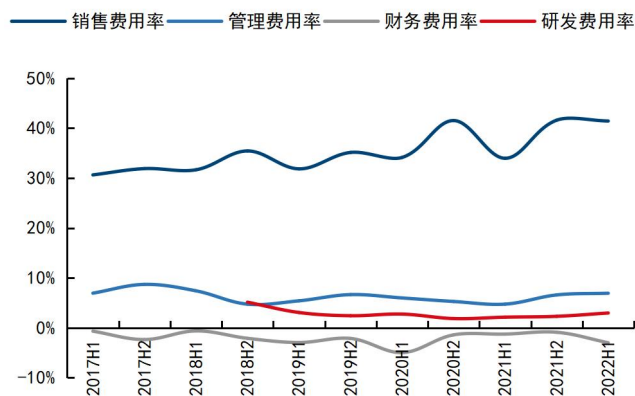
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司半年度毛利率、经营利润率与归母净利率



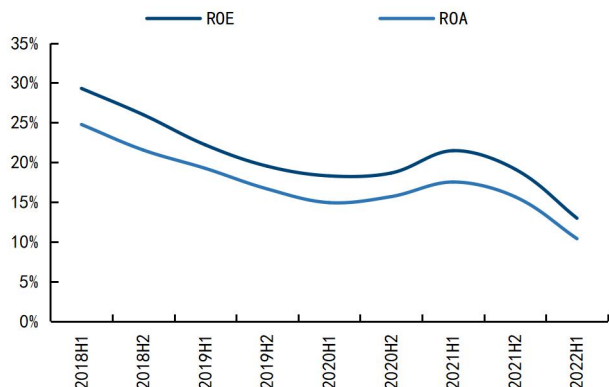
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司半年度四项费用率情况



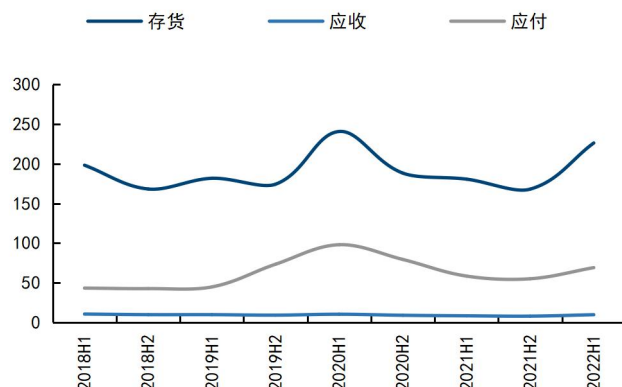
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司年化ROE/ROA与变化情况



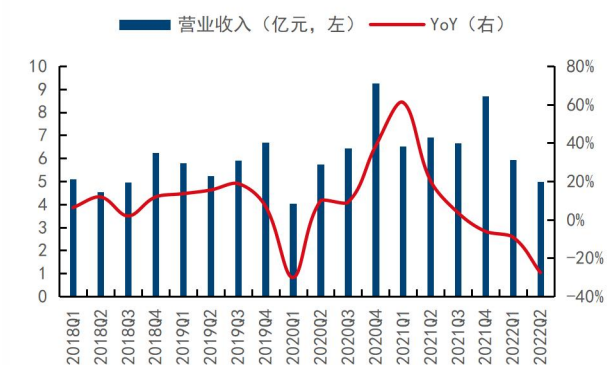
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司主要流动资产周转天数



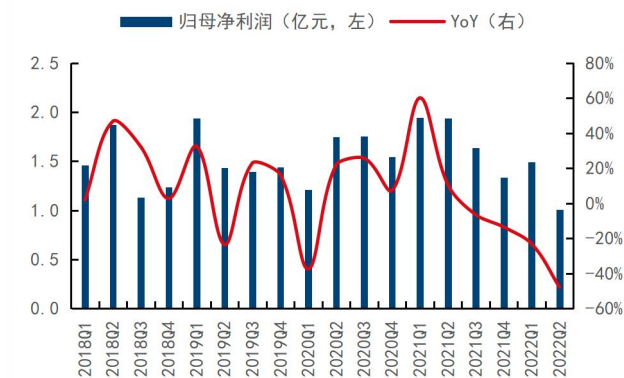
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：公司单季度收入与变化情况



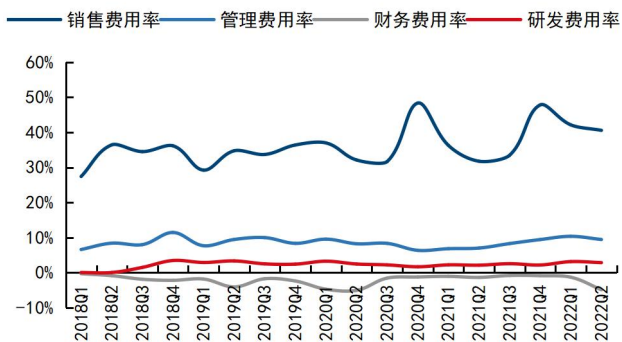
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度归母净利润与变化情况



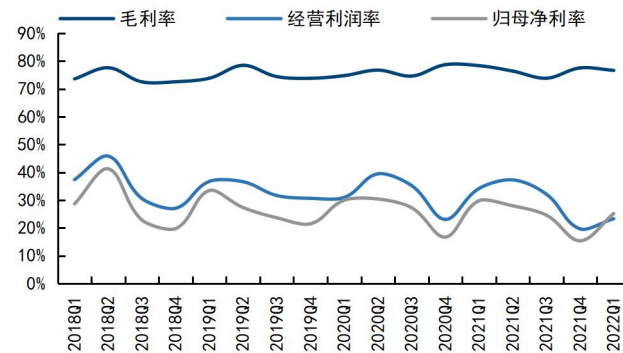
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：公司单季度四项费用率



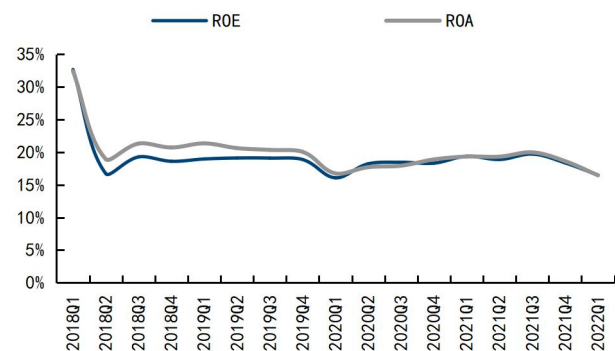
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司单季度毛利率、经营利润率与归母净利率



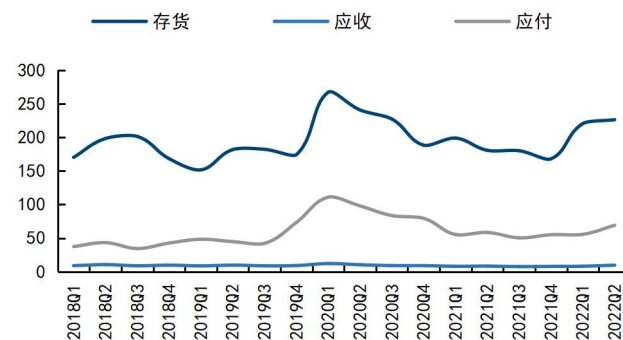
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：公司单季度ROE/ROA及变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12：公司单季度主要流动资产周转情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：看好中高端女装龙头品牌力持续提升，维持“买入”评级

公司华东区收入占比高，上半年业绩仍相对具有韧性，下半年有望明显边际改善。长期看，公司的设计能力持续领先沉淀为强劲的品牌力，数字化建设持续推进后渠道管理能力和消费者运营质量将提升。由于公司上半年公司净利润下滑明显，我们下调盈利预测，预计公司 2022-2024 年净利润分别为 5.9/7.3/8.6 亿元（原为 7.2/8.8/10.3 亿），同比 -14.8%/24.1%/17.2%，昨收盘价对应 PE 为 11.9x/9.6x/8.2x，由于盈利预测的下调，下调合理估值至 16.7-17.4 元（原为 18.4-20.2 元），对应 2023 年 11-11.5x PE，维持“买入”评级。

表1：盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,564	2,898	2,807	3,232	3,702
(+/-%)	7.8%	13.0%	-3.1%	15.1%	14.5%
净利润(百万元)	630	689	588	729	855
(+/-%)	0.9%	9.5%	-14.8%	24.1%	17.2%
每股收益(元)	1.31	1.43	1.22	1.52	1.78
EBIT Margin	31.5%	31.9%	26.3%	28.4%	28.3%
净资产收益率 (ROE)	18.3%	18.4%	14.8%	17.3%	18.9%
市盈率 (PE)	11.1	10.2	11.9	9.6	8.2
EV/EBITDA	9.0	8.2	9.9	8.2	7.3
市净率 (PB)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.5

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表

公司	公司	投资	收盘价	EPS				PE			
代码	名称	评级	人民币	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
603587.SH	地素时尚	买入	14.41	1.44	1.22	1.52	1.78	10.0	11.8	9.5	8.1
可比公司											
603808.SH	歌力思	增持	9.00	0.82	0.58	1.09	1.28	11.0	15.5	8.3	7.0
002154.SZ	报喜鸟	买入	3.86	0.32	0.37	0.46	0.55	12.1	10.3	8.3	7.1
002029.SZ	七匹狼	无评级	5.51	0.32	0.36	0.42	0.43	17.2	15.5	13.2	12.7
601566.SH	九牧王	无评级	7.75	0.34	0.48	0.66	0.66	22.8	16.1	11.7	11.8
平均值								15.8	14.3	10.4	9.6

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1827	2075	2593	2930	3321	营业收入	2564	2898	2807	3232	3702
应收款项	146	144	139	160	184	营业成本	600	678	678	766	881
存货净额	310	323	312	355	412	营业税金及附加	26	29	28	33	37
其他流动资产	67	66	64	73	84	销售费用	992	1102	1125	1260	1443
流动资产合计	3375	3778	4279	4689	5171	管理费用	142	166	175	184	211
固定资产	586	557	259	196	140	研发费用	57	65	63	72	83
无形资产及其他	33	30	28	27	25	财务费用	(71)	(30)	(39)	(47)	(54)
投资性房地产	104	327	327	327	327	投资收益	21	57	55	64	73
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	33	(76)	(87)	(100)	(85)
资产总计	4099	4692	4893	5239	5663	其他收入	(133)	(60)	3	3	4
短期借款及交易性金融负债	0	136	136	136	136	营业利润	797	871	747	930	1091
应付款项	104	103	99	113	131	营业外净收支	54	39	29	33	38
其他流动负债	532	610	606	679	781	利润总额	851	910	776	963	1129
流动负债合计	636	849	841	928	1048	所得税费用	221	221	188	234	274
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	28	29	85	84	85	归属于母公司净利润	630	689	588	729	855
长期负债合计	28	29	85	84	85	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	664	878	926	1013	1132	净利润	630	689	588	729	855
少数股东权益	2	2	2	2	2	资产减值准备	2	11	190	(61)	(55)
股东权益	3439	3757	3966	4225	4529	折旧摊销	40	43	63	66	68
负债和股东权益总计	4105	4636	4893	5239	5663	公允价值变动损失	(33)	76	87	100	85
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	(71)	(30)	(39)	(47)	(54)
每股收益	1.31	1.43	1.22	1.52	1.78	营运资本变动	37	(83)	200	(48)	(26)
每股红利	0.84	0.80	0.79	0.98	1.15	其它	(2)	(11)	(190)	61	55
每股净资产	7.15	7.81	8.24	8.78	9.41	经营活动现金流	673	726	938	848	983
ROIC	21%	27%	22%	29%	35%	资本开支	0	55	(41)	(41)	(41)
ROE	18%	18%	15%	17%	19%	其它投资现金流	(975)	(144)	0	0	0
毛利率	77%	77%	76%	76%	76%	投资活动现金流	(975)	(89)	(41)	(41)	(41)
EBIT Margin	32%	32%	26%	28%	28%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBITDA Margin	33%	33%	29%	30%	30%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	8%	13%	-3%	15%	15%	支付股利、利息	(406)	(387)	(379)	(470)	(551)
净利润增长率	1%	9%	-15%	24%	17%	其它融资现金流	318	385	0	0	0
资产负债率	16%	20%	19%	19%	20%	融资活动现金流	(496)	(388)	(379)	(470)	(551)
息率	5.8%	5.5%	5.4%	6.7%	7.9%	现金净变动	(797)	248	518	337	391
P/E	11.1	10.2	11.9	9.6	8.2	货币资金的期初余额	2624	1827	2075	2593	2930
P/B	2.0	1.9	1.8	1.7	1.5	货币资金的期末余额	1827	2075	2593	2930	3321
EV/EBITDA	9.0	8.2	9.9	8.2	7.3	企业自由现金流	0	715	781	672	795
						权益自由现金流	0	1100	811	707	835

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032