

纺织服装组

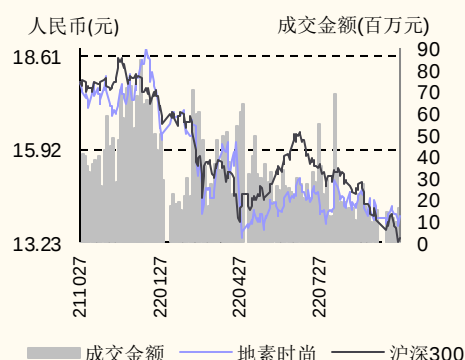
地素时尚 (603587.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 14.02 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.81
已上市流通 A 股(亿股)	4.78
总市值(亿元)	67.45
年内股价最高最低(元)	18.82/13.39
沪深 300 指数	3657
上证指数	3000



相关报告

- 1.《短期经营承压，期待需求复苏与业绩改善-地素时尚 22 中报点评》，2022.8.26
- 2.《全年营收稳健增长，线上发力成长可期-地素时尚 21 年报及 1...》，2022.4.28
- 3.《地素时尚 3Q21 业绩点评-高基数下增速放缓，存货周转显著...》，2021.11.1

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

杨欣 分析师 SAC 执业编号: S1130522080010
yangxin1@gjzq.com.cn

需求放缓拖累短期业绩，中长期向上势能不减

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	2,470	2,865	3,352
营业收入增长率	7.81%	13.00%	-14.75%	15.96%	17.01%
归母净利润(百万元)	630	689	503	641	796
归母净利润增长率	0.88%	9.47%	-27.00%	27.41%	24.15%
摊薄每股收益(元)	1.309	1.433	1.046	1.333	1.655
每股经营性现金流净额	1.50	1.82	0.88	1.42	1.82
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.31%	18.35%	11.99%	13.87%	15.45%
P/E	14.57	13.37	13.33	10.47	8.43
P/B	2.67	2.45	1.60	1.45	1.30

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 10.27 发布 22 年三季报，实现营收 17.19 亿元 (-15%)，实现归母净利润 3.75 亿元 (-32.4%)，扣非净利 3.18 亿元 (-37.2%)。单 Q3 实现营收 6.18 亿元 (-7.8%)，实现归母净利润 1.24 亿元 (-25.1%)，低于预期。

经营分析

- **DA、DM Q3 销售环比有所改善。**22 年 Q1-3 DA/DZ/DM/RA 分别实现营收 9.43/6.38/1.16/0.2 亿元，同比下滑 17.4%/11.5%/15.3%/7.5%，其中单 Q3 DA 品牌同比持平，DZ/DM/RA 同比下滑 19%/8.5%/16.3%，DA、DM 降幅环比 Q2 有所改善，DZ、RA 销售进一步承压。
- **门店数量收缩，线上降幅环比收窄。**线下方面，22 年 Q1-3 公司直营/经销渠道分别实现营收 7.23/7.82 亿元，同比下滑 16.5%/9.7%，单 Q3 同比下滑 1.5%/7.9%，高线城市客流恢复带动直营门店环比明显改善。截至 Q3 末公司净关店 38 家至 1161 家，其中直营/加盟分别净减少 20/18 家至 334/827 家，逆势下调整渠道结构，关闭经营效益较差门店，单店效益预计逐渐改善。前三季度公司线上实现营收 2.11 亿元 (-26.9%)，其中 Q3 同比 -26.7%，降幅环比 Q2 提升 17 Pct，主要系物流修复叠加公司通过抖音流量平台实现销售转化。
- **各品牌毛利率不同程度下滑，营运水平阶段性承压。**前三季度公司毛利率为 74.65% (-1.5 Pct)，其中 DA/DZ/DM/RA 毛利率分别 -2.1pct/-0.8pct/-0.3pct/-0.6pct 至 75.7%/72.5%/78.3%/79.4%，毛利率有所下滑主要系消费疲弱下各品牌折扣力度有所加深，高端线 DM 及男装相对折扣控制较好。截至 3Q22 末公司存货水平为 3.91 亿元，同增 17.4%，经营性现金流净额同比 -38.4% 至 3.65 亿元，终端销售承压导致公司营运水平阶段性承压。

投资建议

- 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，长期发展动力充足。考虑到当前零售环境较弱，下调盈利预测，预计 22-24 年公司归母净利润分别为 5.03/6.41/7.96 亿元，对应 PE 分别为 13/10/8 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	2,470	2,865	3,352
增长率		7.8%	13.0%	-14.7%	16.0%	17.0%
主营业务成本	-595	-600	-678	-630	-686	-783
%销售收入	25.0%	23.4%	23.4%	25.5%	24.0%	23.4%
毛利	1,784	1,964	2,219	1,840	2,178	2,569
%销售收入	75.0%	76.6%	76.6%	74.5%	76.0%	76.6%
营业税金及附加	-26	-26	-29	-30	-34	-40
%销售收入	1.1%	1.0%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-799	-992	-1,102	-1,013	-1,132	-1,307
%销售收入	33.6%	38.7%	38.0%	41.0%	39.5%	39.0%
管理费用	-145	-142	-166	-161	-180	-201
%销售收入	6.1%	5.6%	5.7%	6.5%	6.3%	6.0%
研发费用	-65	-57	-65	-64	-77	-87
%销售收入	2.7%	2.2%	2.2%	2.6%	2.7%	2.6%
息税前利润 (EBIT)	750	748	857	573	755	933
%销售收入	31.5%	29.2%	29.6%	23.2%	26.3%	27.8%
财务费用	59	71	30	41	47	58
%销售收入	-2.5%	-2.8%	-1.1%	-1.6%	-1.6%	-1.7%
资产减值损失	-37	-39	-49	-8	0	0
公允价值变动收益	2	-5	-27	0	0	0
投资收益	26	21	57	40	40	50
%税前利润	3.1%	2.5%	6.3%	5.9%	4.6%	4.6%
营业利润	802	797	871	645	842	1,041
营业利润率	33.7%	31.1%	30.1%	26.1%	29.4%	31.1%
营业外收支	46	54	39	35	25	35
税前利润	848	851	910	680	867	1,076
利润率	35.6%	33.2%	31.4%	27.5%	30.3%	32.1%
所得税	-223	-221	-221	-177	-225	-280
所得税率	26.3%	26.0%	24.3%	26.0%	26.0%	26.0%
净利润	624	630	689	503	641	796
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	503	641	796
净利率	26.3%	24.6%	23.8%	20.4%	22.4%	23.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	624	630	689	503	641	796
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	103	116	247	71	65	67
非经营收益	-33	-12	-32	0	-62	-83
营运资金变动	31	-10	-30	-152	40	97
经营活动现金净流	725	724	874	422	685	878
资本开支	-208	-54	-41	-67	-59	-41
投资	-50	-980	-165	-31	-38	-36
其他	26	21	52	40	40	50
投资活动现金净流	-232	-1,013	-154	-58	-57	-27
股权募资	0	0	0	58	0	0
债权募资	0	0	0	-91	-42	0
其他	-401	-506	-468	-125	-220	-267
筹资活动现金净流	-401	-506	-468	-157	-262	-267
现金净流量	94	-797	248	207	366	584

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	2,264	2,618	3,193
应收款项	135	146	144	121	141	165
存货	318	310	323	406	415	421
其他流动资产	107	1,093	1,236	1,240	1,244	1,252
流动资产	3,184	3,375	3,778	4,031	4,418	5,031
%总资产	81.1%	82.4%	80.5%	81.6%	82.1%	83.3%
长期投资	0	0	0	31	69	105
固定资产	596	586	557	620	659	686
%总资产	15.2%	14.3%	11.9%	12.6%	12.2%	11.3%
无形资产	95	83	77	63	53	45
非流动资产	741	723	913	908	965	1,010
%总资产	18.9%	17.6%	19.5%	18.4%	17.9%	16.7%
资产总计	3,925	4,099	4,692	4,939	5,383	6,041
短期借款	0	0	136	42	0	0
应付款项	221	189	210	359	377	447
其他流动负债	369	447	503	273	328	394
流动负债	591	636	849	674	706	841
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	23	22	85	66	53	44
负债	614	658	933	740	759	885
普通股股东权益	3,309	3,439	3,757	4,198	4,623	5,154
其中：股本	401	481	481	481	481	481
未分配利润	1,112	1,308	1,613	1,996	2,421	2,953
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	4,939	5,383	6,041

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.557	1.309	1.433	1.046	1.333	1.655
每股净资产	8.252	7.147	7.807	8.726	9.609	10.714
每股经营现金净流	1.808	1.504	1.816	0.877	1.423	1.824
每股股利	0.450	0.250	0.750	0.250	0.450	0.550
回报率						
净资产收益率	18.87%	18.31%	18.35%	11.99%	13.87%	15.45%
总资产收益率	15.91%	15.37%	14.70%	10.19%	11.91%	13.18%
投入资本收益率	16.66%	16.07%	16.66%	10.00%	12.08%	13.39%
增长率						
主营业务收入增长率	13.23%	7.81%	13.00%	-14.75%	15.96%	17.01%
EBIT增长率	18.19%	-0.27%	14.68%	-33.19%	31.71%	23.62%
净利润增长率	8.75%	0.88%	9.47%	-27.00%	27.41%	24.15%
总资产增长率	9.97%	4.44%	14.46%	5.28%	8.98%	12.22%
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	240.0	225.0	200.0
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	90.1	82.2	72.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-80.82%	-82.92%	-82.74%	-80.80%	-81.93%	-84.64%
EBIT利息保障倍数	-12.6	-10.5	-28.1	-14.1	-16.0	-16.0
资产负债率	15.64%	16.06%	19.90%	14.98%	14.10%	14.65%

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	二月内	三月内	六月内
买入	1	6	20	30	78
增持	0	1	6	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.14	1.23	1.23	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
4	2022-04-28	买入	15.29	N/A
5	2022-08-26	买入	14.21	N/A

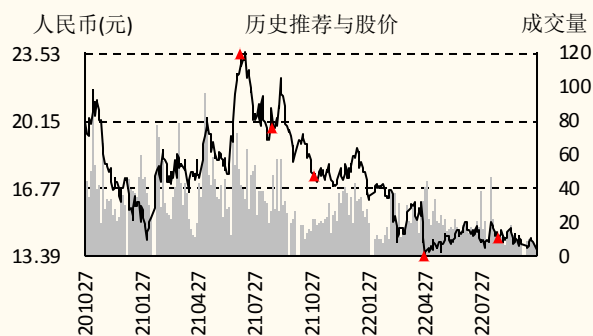
来源：国金证券研究所

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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。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;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

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