

地素时尚 (603587.SH)

三季度收入降幅环比收窄，店铺结构持续调整

买入

核心观点

第三季度公司收入同比下降 7.8%，环比有所收窄，利润率有所下降。2022 年第三季度，公司收入 6.2 亿元，同比下降 7.8%，降幅环比收窄 19.8 个百分点，分品牌看 DA 品牌回归增长、DM 和 DN 牌降幅收窄、DZ 降幅基本持平；毛利率为 72.4%，同比下降 1.5 个百分点，各品牌毛利率均有不同程度的下降；费用率整体上升 5.5 个百分点至 48.9%，主要是由于直营门店租金和职工薪酬较为刚性，营销费用率有所上升；经营利润率/归母净利率分别下降 5.9/4.6 个百分点至 26.3%/20.0%。存货/应收/应付账款周转天数分别为 221/9/54 天，分别同比增加 41/1/4 天。

华东区疫情缓解直营收入降幅收窄，但全国疫情散发经销和电商渠道仍承压，店铺结构调整持续。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%，第三季度华东地区一线城市封控影响减小，三季度线下直营收入同比下降 1.5% 至 2.5 亿元，收入降幅环比收窄，毛利率下降 5.8 个百分点至 75.5%；公司的经销商大多分布于二三线城市，受到疫情散发的影响，线下经销收入下降 7.9 个百分点至 3.0 亿元，毛利率下降 1.6 个百分点至 69.2%。由于部分地区物流仍受限，电商收入同比下降 26.7% 至 0.6 亿元，毛利率同比下降 1.4 个百分点至 76.4%；公司的经销商主要分布于二三线城市，受到全国疫情散发的影响，第三季度公司经销收入 2.1 亿元，同比下降 7.9%，毛利率下降 1.6 个百分点至 69.2%。店铺方面，门店结构优化持续，年初至今总共关闭/新开 117/79 家，其中直营店关闭/新开 31/11 家，经销店关闭/新开 86/68 家。2022 年 10 月，全国新增本土感染者数量环比增加，公司经营状况基本保持平稳，预计在四季度在基数较低的情况下各品牌收入将有望恢复。

风险提示：疫情持续时间过长；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。

公司三季度收入降幅收窄、净利润环比改善但仍承压。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。由于公司三季度利润率承压，我们下调盈利预测，预计公司 2022-2024 年净利润分别为 5.4/6.5/7.7 亿元 (原为 5.9/7.3/8.6 亿)，同比-22%/21.8%/16.9%，昨收盘价对应 PE 为 13.0x/10.7x/9.2x，我们看好公司领先的品牌力，维持合理估值 16.7-17.4 元，对应 2023 年 12-13x 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	2,645	3,002	3,392
(+/-%)	7.8%	13.0%	-8.7%	13.5%	13.0%
净利润(百万元)	630	689	538	655	765
(+/-%)	0.9%	9.5%	-22.0%	21.8%	16.9%
每股收益(元)	1.31	1.43	1.12	1.36	1.59
EBIT Margin	31.5%	31.9%	24.3%	27.0%	27.2%
净资产收益率 (ROE)	18.3%	18.4%	13.6%	15.7%	17.2%
市盈率 (PE)	11.1	10.2	13.0	10.7	9.2
EV/EBITDA	9.0	8.2	11.2	9.1	8.1
市净率 (PB)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6

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	13.81 元
总市值/流通市值	6643/6601 百万元
52 周最高价/最低价	20.25/13.30 元
近 3 个月日均成交额	14.51 百万元

市场走势

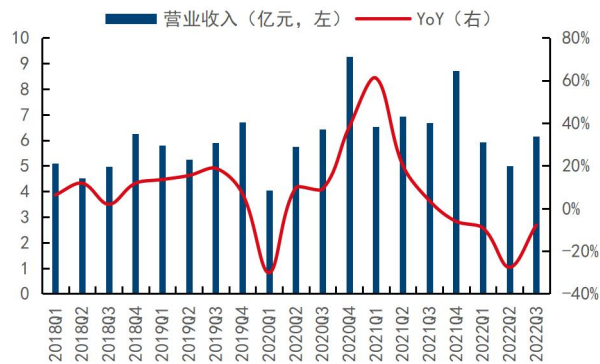


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

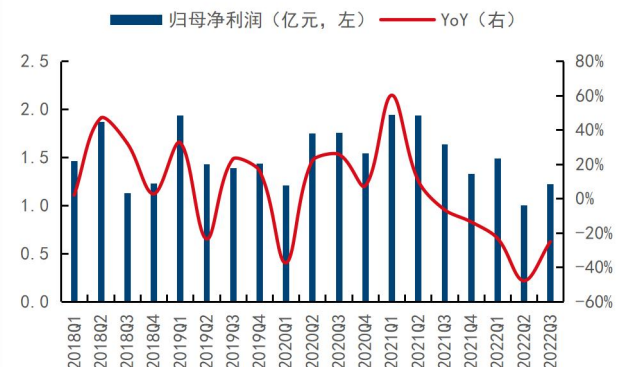
- 《地素时尚 (603587.SH) - 上半年净利润下降 35%，数字化推动品牌力提升》——2022-09-01
- 《地素时尚 (603587.SH) - 一季度业绩下降 23%，疫情不影响品牌力长期提升》——2022-05-07
- 《地素时尚-603587-重大事件快评：较高基数下三季度增速放缓，期待全年高质量成长》——2021-10-31
- 《地素时尚-603587-2021 年中报点评：高质量稳步成长，未来可期》——2021-08-28
- 《地素时尚-603587-深度报告：坚持以长期主义打造多品牌的中高端时装集团》——2021-08-04

图1：公司季度收入与变化情况



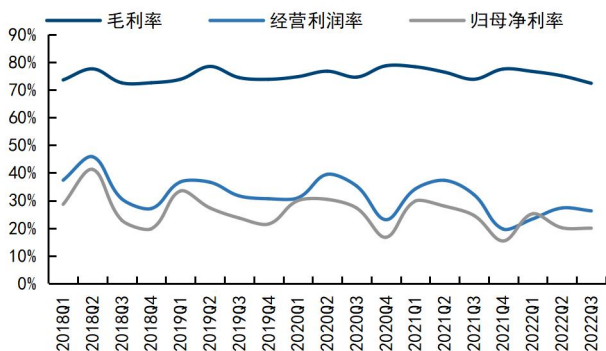
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司季度归母净利润与变化情况



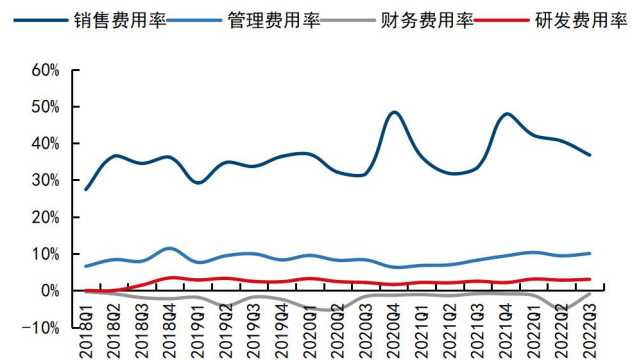
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司季度毛利率、经营利润率与归母净利率



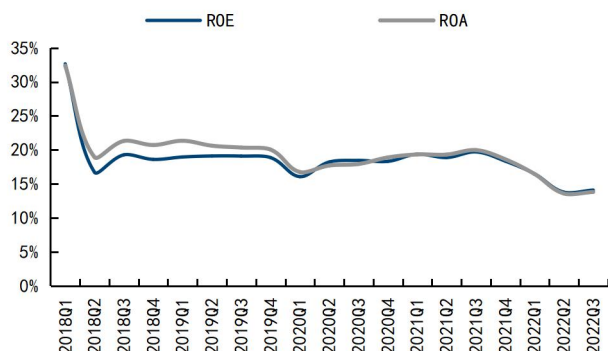
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司季度四项费用率情况



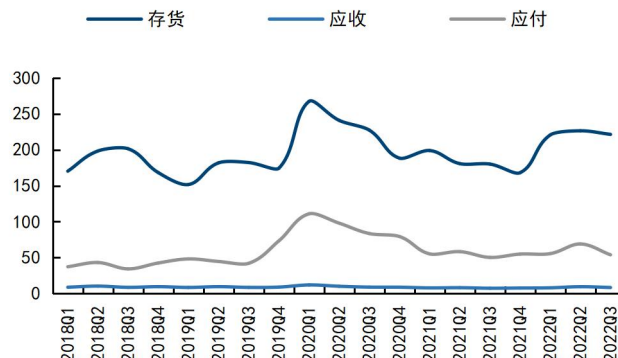
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

下游消费需求较疲弱，下调盈利预测

1、收入：2022~2024 年预计为 26.4/30/33.9 亿元（原 28.1/32.3/37.0 亿元）

公司为国内中高端多品牌女装龙头企业，设计能力较强发展稳健。由于疫情反复之下消费需求较为疲弱、商场客流下降，而公司有超过八成的收入来自于线下渠道，我们下调对公司各品牌的收入预测，预计 2022 年第四季度各品牌在去年低基数下恢复单位数的增长，2023 年 DA/DZ/DM 牌预计分别增长 12%/13%/15%/5%，由于 RA 牌为体量较小的新品牌，预计 2023~2024 年有望实现 35%~40% 的增速。整体来看，我们预计 2022~2024 年收入分别为 26.4/30/33.9 亿元，同比 -8.7%/+13.5%/+13.0%。

2、毛利率：2022~2024 年预计为 74.9%/76.1%/76.3%（原 75.8%/76.3%/76.2%）

下调毛利率预期的主要原因是当前经营环境压力较大，公司旧货占比提升，预计 2022 年第四季度加大存货清理力度将在一定程度上影响毛利率，此外经济较为疲弱的时期预计各品牌将增加低单价产品的推出，预计 2023 年将对毛利率构成一定的负面影响，我们预计 2024 年各品牌的毛利率将会基本恢复至 2021 年的水平。整体而言，预计 2022~2024 年的毛利率为 74.9%/76.1%/76.3%。

3、费用率：2022~2024 年预计四项费用率合计为 47.9%/46.3%/46.3%（原 47.2%/45.5%/45.5%）

上调费用率预期的主要原因是公司的直营渠道占比四成以上，租金费用、商场费用和职工薪酬较为刚性，在整体费用中占比约五到六成，因此收入预期下调时费用率也有一定的增加。

4、净利润：其他项目维持原假设。根据以上假设调整，预计 2022~2024 年净利润分别为 5.4/6.5/7.7 亿元（原为 5.9/7.3/8.6 亿元），同比 -22%/21.8%/16.9%。

表 1: 盈利预测及主要假设

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入（百万元）					
DA 营收	1483.9	1632.4	1458.6	1648.2	1846.0
YoY	8.2%	10.0%	-10.6%	13.0%	12.0%
占比	57.9%	56.3%	55.1%	54.9%	54.4%
DZ 营收	864.7	1025.6	966.6	1111.6	1278.3
YoY	6.3%	18.6%	-5.8%	15.0%	15.0%
占比	33.7%	35.4%	36.5%	37.0%	37.7%
DM 营收	196.4	202.4	183.5	192.7	202.3
YoY	9.7%	3.0%	-9.3%	5.0%	5.0%
占比	7.7%	7.0%	6.9%	6.4%	6.0%
RA 营收	15.3	32.9	33.4	46.8	63.2
YoY	52.9%	114.7%	1.7%	40.0%	35.0%
占比	0.6%	1.1%	1.3%	1.6%	1.9%
合计营收	2560.3	2893.3	2642.1	2999.3	3389.8
YoY	7.8%	13.0%	-8.7%	13.5%	13.0%
毛利率					
DA	77.7%	78.1%	77.0%	77.5%	78.1%
DZ	74.0%	73.6%	73.3%	73.2%	73.0%
DM	80.6%	80.3%	80.3%	80.3%	80.3%
RA	77.7%	80.8%	80.8%	80.8%	80.4%
合计	76.6%	76.6%	74.9%	76.1%	76.3%
费用率					
销售费用	38.7%	38.0%	39.8%	39.7%	39.7%
管理费用	5.6%	5.7%	7.1%	5.7%	5.7%
研发费用	2.2%	2.2%	2.7%	2.7%	2.7%
财务费用	-2.8%	-1.1%	-1.8%	-1.8%	-1.8%
其他					
营业利润率	31.1%	30.1%	25.0%	27.8%	28.8%
所得税率	26.0%	24.3%	24.2%	24.2%	24.2%
净利润					
归母净利润	629.9	689.5	537.7	654.8	765.3
YoY	0.9%	9.5%	-21.2%	20.7%	16.9%
净利率	24.6%	23.8%	20.5%	21.8%	22.6%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理预测

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

公司三季度收入降幅收窄、净利润环比改善但仍承压。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。由于公司三季度利润率承压，我们下调盈利预测，预计公司 2022-2024 年净利润分别为 5.4/6.5/7.7 亿元（原为 5.9/7.3/8.6 亿），同比 -22%/21.8%/16.9%，昨收盘价对应 PE 为 13.0x/10.7x/9.2x，我们看好公司领先的品牌力，维持合理估值 16.7-17.4 元，对应 2023 年 12-13x PE，维持“买入”评级。

表2：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	2,645	3,002	3,392
(+/-%)	7.8%	13.0%	-8.7%	13.5%	13.0%
净利润(百万元)	630	689	538	655	765
(+/-%)	0.9%	9.5%	-22.0%	21.8%	16.9%
每股收益(元)	1.31	1.43	1.12	1.36	1.59
EBIT Margin	31.5%	31.9%	24.3%	27.0%	27.2%
净资产收益率(ROE)	18.3%	18.4%	13.6%	15.7%	17.2%
市盈率(PE)	11.1	10.2	13.0	10.7	9.2
EV/EBITDA	9.0	8.2	11.2	9.1	8.1
市净率(PB)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表3：可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
603587	地素时尚	买入	13.81	1.43	1.12	1.36	1.59	9.7	12.3	10.2	8.7
603808	歌力思	增持	8.51	0.87	0.58	1.09	1.28	9.8	14.7	7.8	6.7
002154	报喜鸟	买入	3.57	0.32	0.36	0.45	0.53	11.2	9.9	7.9	6.7
002832	比音勒芬	买入	23.06	1.15	1.38	1.71	2.03	20.1	16.7	13.5	11.4
平均值								10.2	12.3	8.6	7.4

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	2570	2875	3227	营业收入	2564	2898	2645	3002	3392
应收款项	146	144	131	149	168	营业成本	600	678	663	717	804
存货净额	310	323	304	331	373	营业税金及附加	26	29	26	30	34
其他流动资产	67	66	60	68	77	销售费用	992	1102	1054	1191	1345
流动资产合计	3375	3778	4236	4594	5017	管理费用	142	166	189	171	193
固定资产	586	557	262	202	150	研发费用	57	65	71	81	92
无形资产及其他	33	30	28	27	25	财务费用	(71)	(30)	(67)	(52)	(58)
投资性房地产	104	327	327	327	327	投资收益	21	57	52	59	67
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	33	(76)	(82)	(93)	(78)
资产总计	4099	4692	4853	5150	5519	其他收入	(133)	(60)	4	4	5
短期借款及交易性金融负债	0	136	136	136	136	营业利润	797	871	682	832	974
应付款项	104	103	97	105	119	营业外净收支	54	39	27	31	35
其他流动负债	532	610	586	641	725	利润总额	851	910	709	863	1009
流动负债合计	636	849	819	883	980	所得税费用	221	221	171	209	244
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	538	655	765
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	903	967	1064	净利润	630	689	538	655	765
少数股东权益	2	2	2	2	2	资产减值准备	2	11	193	(57)	(52)
股东权益	3439	3757	3948	4181	4453	折旧摊销	40	43	63	66	68
负债和股东权益总计	4105	4636	4853	5150	5519	公允价值变动损失	(33)	76	82	93	78
						财务费用	(71)	(30)	(67)	(52)	(58)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	37	(83)	200	(46)	(26)
每股收益	1.31	1.43	1.12	1.36	1.59	其它	(2)	(11)	(193)	57	52
每股红利	0.84	0.80	0.72	0.88	1.02	经营活动现金流	673	726	883	768	886
每股净资产	7.15	7.81	8.20	8.69	9.25	资本开支	0	55	(41)	(41)	(41)
ROIC	21%	27%	19%	26%	30%	其它投资现金流	(975)	(144)	0	0	0
ROE	18%	18%	14%	16%	17%	投资活动现金流	(975)	(89)	(41)	(41)	(41)
毛利率	77%	77%	75%	76%	76%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBIT Margin	32%	32%	24%	27%	27%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	33%	33%	27%	29%	29%	支付股利、利息	(406)	(387)	(346)	(422)	(493)
收入增长	8%	13%	-9%	13%	13%	其它融资现金流	318	385	0	0	0
净利润增长率	1%	9%	-22%	22%	17%	融资活动现金流	(496)	(388)	(346)	(422)	(493)
资产负债率	16%	20%	19%	19%	19%	现金净变动	(797)	248	496	305	352
息率	5.8%	5.5%	4.9%	6.0%	7.0%	货币资金的期初余额	2624	1827	2075	2570	2875
P/E	11.1	10.2	13.0	10.7	9.2	货币资金的期末余额	1827	2075	2570	2875	3227
P/B	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	企业自由现金流	0	715	709	594	702
EV/EBITDA	9.0	8.2	11.2	9.1	8.1	权益自由现金流	0	1100	760	634	746

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提及的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