

地素时尚 (603587.SH)

2023 年一季度净利润增长 9%，费用率改善

买入

核心观点

2022 年公司收入下滑 17%，费用率提升致净利率承压。公司是国内高端女装品牌集团。2022 全年收入同比下滑 17%至 24.0 亿元，归母净利润同比下滑 44%至 3.85 亿元。分品牌看，DA/DZ/DM/RA 收入分别下滑 20%/13%/19%/9%；分渠道看，直营和电商收入均下滑 20%左右，经销收入下滑 14%。2022 年毛利率为 75.4%，同比小幅下降 1.2 个百分点。由于直营门店租金和职工薪酬相对刚性，收入下降导致费用率合计增加 6.9 个百分点，另外再加上公允价值变动亏损比率同比扩大 1.8 百分点、投资收益比率减少 1.8 百分点的负面影响，归母净利率下降 7.8 个百分点至 16.0%。受到疫情影响，存货周转天数同比上升 45 天至 213 天，应收周转保持 9 天的健康水平。单四季度，公司收入/净利润分别同比变动-22%/-93%至 6.8/0.1 亿元。

2023 一季度公司收入和净利润恢复增长，费用率改善明显。2023 一季度收入同比增长 2.3%至 6.1 亿元，归母净利润同比 9.3%至 1.6 亿元。毛利率 76.7%，同比持平。一季度延续疫情期间对费用加强管控的趋势，费用率合计同比改善 2.8 百分点。另外，资产减值比率同比扩大 1.5 百分点、营业外收入比率小幅增加。归母净利率提升 1.7 百分点至 26.9%。一季度末，存货周转天数同比上升 30 天至 250 天。

领先的研发设计能力塑造高端品牌基因，品牌溢价能力强。产品方面，公司持续重视研发设计投入，通过新材料、新工艺、新版型推动品质和形象升级。品牌方面，公司与 IP 联名合作，例如今年 4 月 14 日上市的 DAZZLE X 张占占联名，有效提升品牌影响力。渠道方面，稳健扎实地提升运营能力、推进数字化建设，确保单店效益的增长。经过多年在产品和渠道的沉淀积累，公司旗下的品牌成功塑造高端基因，DAZZLE、DIAMOND、RAZZLE 毛利率接近或超过 80%，d'zzit 毛利率在 73%以上，展现优秀的盈利水平和品牌溢价实力。

风险提示：疫情多轮反复；品牌形象受损；存货大幅减值；系统性风险。

投资建议：看好公司优秀的品牌竞争力，中长期有望保持稳健增长。随着疫情管控放开，一季度公司业绩恢复增长，二季度基数走低、经营环境进一步改善，增长有望加速。中长期看，公司成功塑造高端品牌基因，拥有优秀的品牌溢价实力，同时数字化赋能渠道运营效率提升。由于 2022 年四季度疫情影响超出预期，预计今年仍有处理库存压力，下调盈利预测，预计公司 2023-2025 年净利润分别为 5.6/6.8/7.8 亿元（原 2023-2024 年 6.5/7.6 亿元），同比增长 47%/20%/15%，由于盈利预测下调，下调目标价至 16.5-17.1 元（原 16.7-17.4 元），对应 2023 年 PE 14-14.5x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,898	2,400	2,759	3,119	3,468
(+/-%)	13.0%	-17.2%	15.0%	13.0%	11.2%
净利润(百万元)	689	385	566	678	776
(+/-%)	9.5%	-44.2%	47.2%	19.7%	14.5%
每股收益(元)	1.43	0.80	1.18	1.41	1.61
EBIT Margin	31.9%	23.7%	24.8%	26.4%	27.2%
净资产收益率 (ROE)	18.4%	10.7%	14.7%	16.3%	17.3%
市盈率 (PE)	11.1	19.9	13.5	11.3	9.8
EV/EBITDA	8.8	13.7	11.4	9.7	8.6
市净率 (PB)	2.0	2.1	2.0	1.8	1.7

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

联系人：关竣尹

0755-81981391

0755-81982834

dingshijie@guosen.com.cn ganguanjunyin@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	16.50 - 17.10 元
收盘价	15.87 元
总市值/流通市值	7636/7567 百万元
52 周最高价/最低价	17.55/13.30 元
近 3 个月日均成交额	23.94 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) - 三季度收入降幅环比收窄，店铺结构持续调整》——2022-11-04

《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

图1：公司收入与变化情况



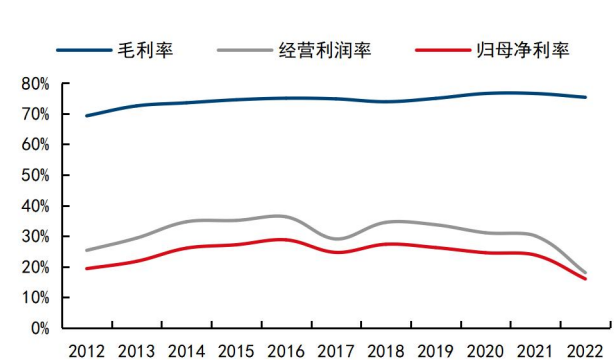
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润与变化情况



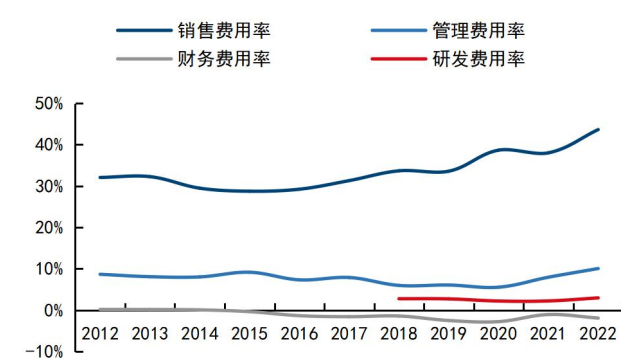
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司毛利率、经营利润率与归母净利率



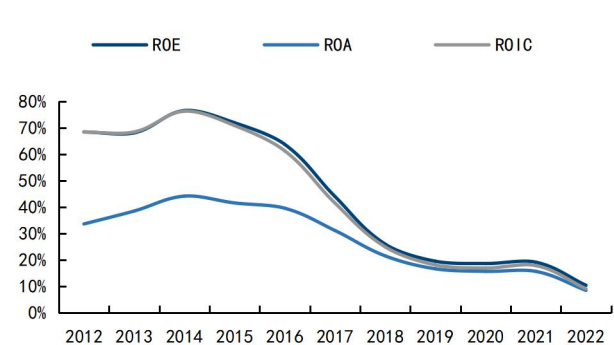
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司四项费用率



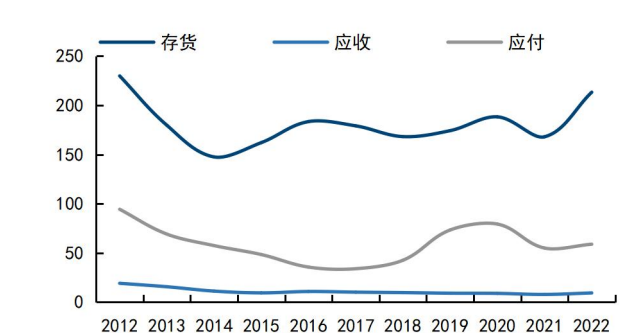
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司ROE/ROA/ROIC与变化情况



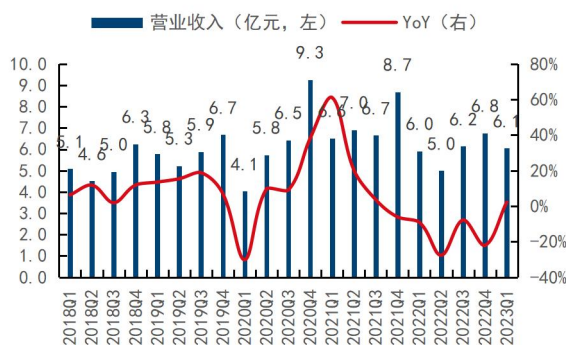
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司营运资金周转天数



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



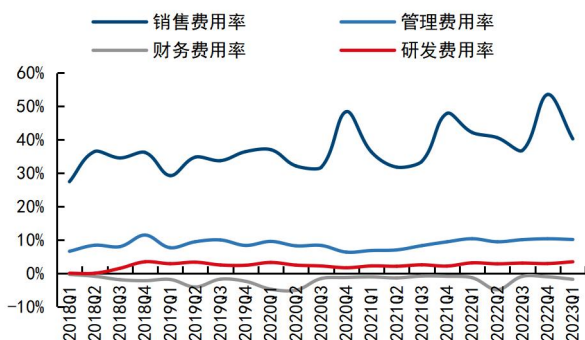
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度归母净利润与变化情况



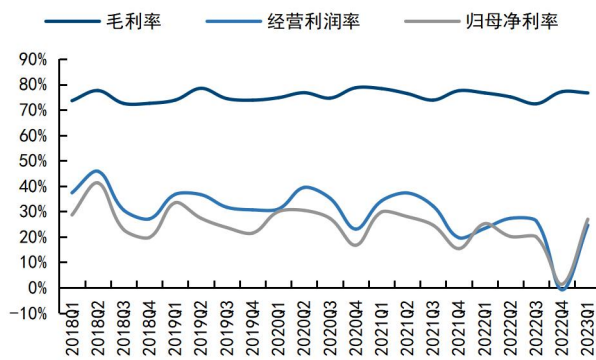
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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润率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：看好公司优秀的品牌竞争力，中长期有望保持稳健增长

随着疫情管控放开，一季度公司业绩恢复增长，二季度基数走低、经营环境进一步改善，增长有望加速。中长期看，公司成功塑造高端品牌基因，拥有优秀的品牌溢价实力，同时数字化赋能渠道运营效率提升。由于2022年四季度疫情影响超出预期，预计今年仍有处理库存压力，下调盈利预测，预计公司2023-2025年净利润分别为5.6/6.8/7.8亿元（原2023-2024年6.5/7.6亿元），同比增长47%/20%/15%，由于盈利预测下调，下调目标价至16.5-17.1元（原16.7-17.4元），对应2023年PE 14-14.5x，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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,898	2,400	2,759	3,119	3,468
(+/-%)	13.0%	-17.2%	15.0%	13.0%	11.2%
净利润(百万元)	689	385	566	678	776
(+/-%)	9.5%	-44.2%	47.2%	19.7%	14.5%
每股收益(元)	1.43	0.80	1.18	1.41	1.61
EBIT Margin	31.9%	23.7%	24.8%	26.4%	27.2%
净资产收益率(ROE)	18.4%	10.7%	14.7%	16.3%	17.3%
市盈率(PE)	11.1	19.9	13.5	11.3	9.8
EV/EBITDA	8.8	13.7	11.4	9.7	8.6
市净率(PB)	2.0	2.1	2.0	1.8	1.7

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图11：公司盈利预测假设拆分

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入(百万元)	2374	2560	2893	2394	2753	3112	3468
DA营收	1372	1484	1632	1309	1500	1680	1856
DZ营收	813	865	1026	891	1034	1189	1343
DM营收	179	196	202	164	179	191	203
RA营收	10	15	33	30	40	53	66
YoY	13.2%	7.8%	13.0%	-17.2%	15.0%	13.0%	11.2%
DA	11.4%	8.2%	10.0%	-19.8%	14.6%	12.0%	10.5%
DZ	18.8%	6.3%	18.6%	-13.1%	16.0%	15.0%	13.0%
DM	5.2%	9.7%	3.0%	-18.9%	9.0%	7.0%	6.3%
RA	8.8%	52.9%	114.7%	-8.9%	35.0%	30.0%	25.0%
毛利率	75.0%	76.6%	76.6%	75.4%	75.9%	76.4%	76.7%
DA	75.8%	77.7%	78.1%	76.3%	77.4%	77.8%	78.0%
DZ	73.3%	74.0%	73.6%	72.9%	72.9%	73.6%	73.8%
DM	78.5%	80.6%	80.3%	80.7%	80.7%	80.9%	81.0%
RA	72.6%	77.7%	80.8%	82.1%	82.0%	82.0%	82.0%
费用率	39.9%	43.7%	44.9%	51.8%	48.5%	47.5%	46.9%
销售费用	33.6%	38.7%	38.0%	43.6%	41.0%	40.0%	39.6%
管理费用	6.1%	5.6%	5.7%	7.1%	6.5%	6.4%	6.4%
研发费用	2.7%	2.2%	2.2%	3.0%	2.8%	2.8%	2.7%
财务费用	-2.5%	-2.8%	-1.1%	-1.9%	-1.8%	-1.7%	-1.8%
其他							
其他经营收益率	-0.3%	-0.8%	-0.6%	-4.5%	-1.5%	-1.2%	-1.2%
所得税率	26.3%	26.0%	24.3%	22.8%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润							
归母净利润	624.4	629.9	689.5	384.5	566.2	677.8	775.7
YoY	8.8%	0.9%	9.5%	-44.2%	47.2%	19.7%	14.4%
净利率	26.3%	24.6%	23.8%	16.0%	20.5%	21.7%	22.4%

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E	
现金及现金等价物	2075	1976	2516	2842	3219	营业收入	2898	2400	2759	3119	3468
应收款项	144	147	169	192	213	营业成本	678	591	665	737	809
存货净额	323	378	413	460	507	营业税金及附加	29	24	22	25	27
其他流动资产	66	84	96	109	121	销售费用	1102	1048	1131	1248	1373
流动资产合计	3778	3551	4160	4569	5026	管理费用	167	172	258	289	318
固定资产	557	521	263	233	198	财务费用	(30)	(46)	(49)	(54)	(64)
无形资产及其他	30	30	29	27	26	投资收益	57	6	0	0	0
投资性房地产	327	258	258	258	258	资产减值及公允价值变动	23	(115)	(45)	(41)	(46)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(161)	(68)	4	5	5
资产总计	4692	4360	4711	5087	5508	营业利润	871	433	691	838	965
短期借款及交易性金融负债	136	80	80	80	80	营业外净收支	39	65	63	65	69
应付款项	103	91	99	110	122	利润总额	910	498	755	904	1034
其他流动负债	610	522	616	683	752	所得税费用	221	114	189	226	259
流动负债合计	849	693	795	873	953	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	689	385	566	678	776
其他长期负债	28	29	56	56	56						
长期负债合计	28	29	56	56	56	现金流量表（百万元）					
负债合计	877	722	851	929	1009	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
少数股东权益	2	2	2	2	2	净利润	689	385	566	678	776
股东权益	3757	3610	3858	4156	4497	资产减值准备	11	1	195	(31)	(34)
负债和股东权益总计	4635	4333	4711	5087	5508	折旧摊销	43	43	60	62	65
						公允价值变动损失	(23)	115	45	41	46
关键财务与估值指标						财务费用	(30)	(46)	(49)	(54)	(64)
2021	2022	2023E	2024E	2025E		营运资本变动	(83)	(135)	227	(35)	(34)
每股收益	1.43	0.80	1.18	1.41	1.61	其它	(11)	(1)	(195)	31	34
每股红利	0.80	1.01	0.66	0.79	0.90	经营活动现金流	627	409	898	746	852
每股净资产	7.81	7.50	8.02	8.64	9.35	资本开支	0	110	(40)	(40)	(40)
ROIC	27%	16%	20%	25%	30%	其它投资现金流	(144)	205	0	0	0
ROE	18%	11%	15%	16%	17%	投资活动现金流	(144)	315	(40)	(40)	(40)
毛利率	77%	75%	76%	76%	77%	权益性融资	(3)	0	0	0	0
EBIT Margin	32%	24%	25%	26%	27%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	33%	25%	27%	28%	29%	支付股利、利息	(387)	(484)	(317)	(380)	(435)
收入增长	13%	-17%	15%	13%	11%	其它融资现金流	542	145	0	0	0
净利润增长率	9%	-44%	47%	20%	14%	融资活动现金流	(234)	(822)	(317)	(380)	(435)
资产负债率	20%	17%	18%	18%	18%	现金净变动	248	(99)	540	326	377
息率	5.1%	6.3%	4.2%	5.0%	5.7%	货币资金的期初余额	1827	2075	1976	2516	2842
P/E	11.1	19.9	13.5	11.3	9.8	货币资金的期末余额	2075	1976	2516	2842	3219
P/B	2.0	2.1	2.0	1.8	1.7	企业自由现金流	0	457	760	604	698
EV/EBITDA	8.8	13.7	11.4	9.7	8.6	权益自由现金流	0	602	797	645	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