

# 地素时尚 (603587.SH)

## 二季度业绩增长环比提速，电商渠道增速亮眼

买入

### 核心观点

**上半年公司收入增长 13%，费用率改善带动净利率提升。**地素时尚是一家多品牌运作的高端时尚服装品牌。2023H1 收入同比增长 13.4%至 12.48 亿元；归母净利润同比增长 21.8%至 3.07 亿元。毛利率基本维持稳定，小幅下滑 0.2 个百分点至 75.7%；费用率方面受正向经营杠杆作用均有所改善，尤其销售费用率改善明显，同比下降 2.2 个百分点至 39.2%。主要受益于费用率改善，净利率提升 1.7 个百分点至 24.6%。营运效率方面，存货周转天数上升 13 天至 239 天，应收账款周转天数维持稳定。

**二季度收入及净利润增长环比提速。**2023 年二季度收入同比增长 26.5%至 6.37 亿元，归母净利润同比增长 40.3%至 1.42 亿元，相较一季度增速大幅提升。毛利率 74.9%，同比小幅下滑 0.2 个百分点。二季度公司持续对费用加强管控，费用率合计同比改善 2.8 百分点。归母净利率延续一季度的改善趋势，提升 2.2 个百分点至 22.3%。

**线下渠道稳健增长，电商渠道增速亮眼。**分渠道看，上半年直营/经销/电商收入分别同比+19.1%/1.7%/32.7%，电商渠道上半年天猫 d'zzit 旗舰店新品销售占比接近 80%，且稳定在女装行业成交 TOP30；第二季度，在抖音渠道连续上新的前三天，首发新品 GMV 突破 100 万，表现亮眼。同时电商渠道毛利率同比提升 4.0 个百分点至 79.9%；线下渠道毛利率小幅下滑 1.0 个百分点至 75.0%。**分品牌看**，DA/DZ/DM/RA 收入分别 +14.4%/+14.6%/-6.0%/+37.6%，其中男装品牌 RA (RAZZLE) 基数小、增速快；前两大品牌 DA (DAZZLE) 和 DZ (d'zzit) 收入占比分别为 53.0%和 39.2%，收入均有同比双位数增长。基于高端品牌的塑造，各品牌毛利率均在 73%以上，展现优秀的盈利水平和品牌溢价实力。门店方面，上半年直营和经销分别净闭店 15 和 11 家，但单店店效有所提升，推动线下收入增长。

**风险提示：**品牌形象受损；存货大幅减值；市场竞争加剧。

**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。**公司今年一季度业绩恢复增长；二季度由于基数走低以及经营环境进一步改善，增长进一步加速，各品牌收入、店效均显著增长；电商渠道增速亮眼。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和盈利能力，同时数字化赋能渠道运营效率提升。我们维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年净利润分别为 5.7/6.8/7.8 亿元，同比增长 47%/20%/15%，维持“买入”评级和 16.5-17.1 元的合理估值区间，对应 2023 年 14-14.5x PE。

### 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 证券分析师：刘佳琪  
0755-81981391 010-88005446  
dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn  
S0980520040004 S0980523070003

联系人：关竣尹

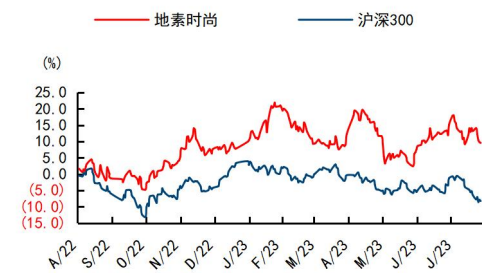
0755-81982834

guanjunyin@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	16.50 - 17.10 元
收盘价	14.77 元
总市值/流通市值	7051/7051 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	27.06 百万元

#### 市场走势

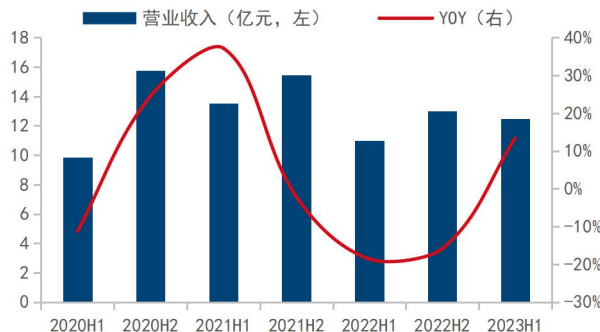


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《地素时尚 (603587.SH) -2023 年一季度净利润增长 9%，费用率改善》——2023-04-30
- 《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

图1：公司收入与变化情况



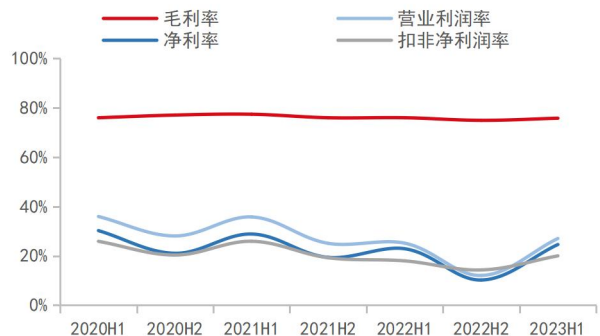
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润与变化情况



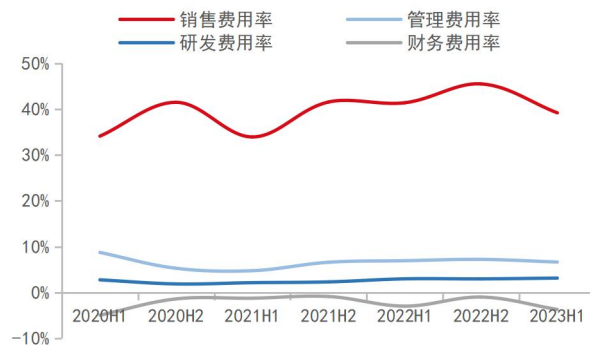
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司毛利率、经营利润率与归母净利率



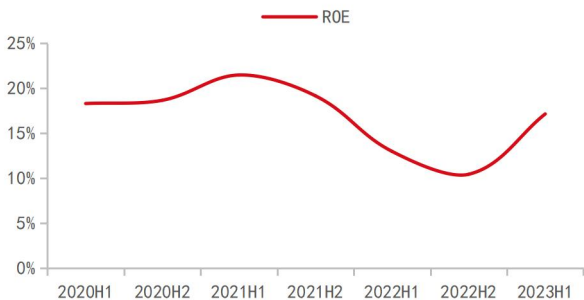
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司四项费用率



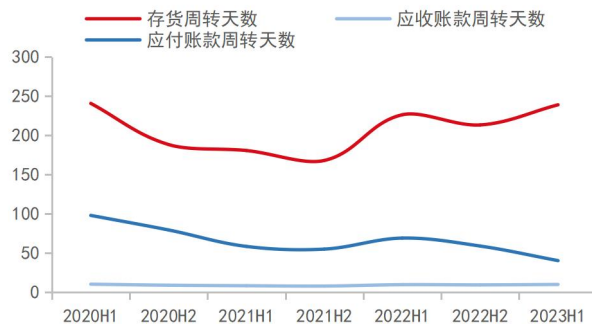
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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



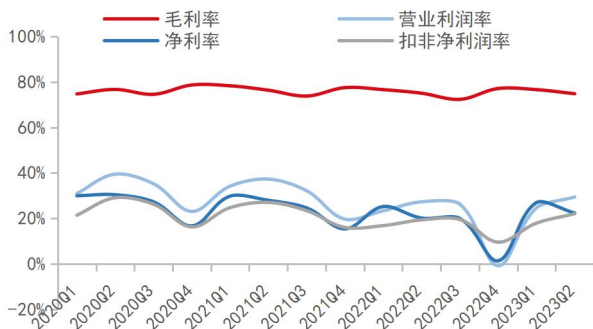
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度归母净利润与变化情况



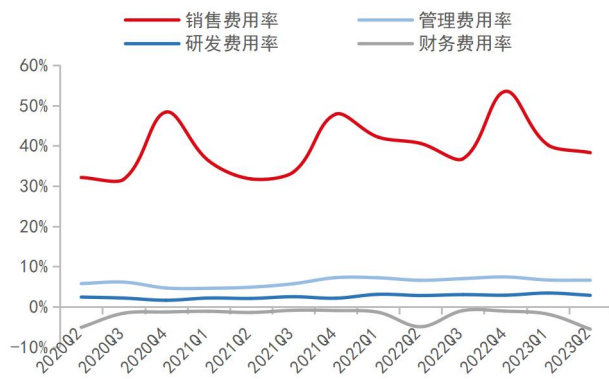
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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10：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

表1：公司分品牌店数店效测算表

	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1
DA	642.29	729.29	570.74	913.20	778.21	854.19	578.29	730.37	661.28
店铺数量	596	605	609	627	635	660	656	616	590
收入端店效 (万元)	106.25	121.45	94.03	147.77	123.33	131.92	87.89	114.84	109.66
DM	88.31	90.75	78.95	117.47	95.15	107.21	77.81	86.33	73.12
店铺数量	54	55	53	53	50	50	47	30	24
收入端店效 (万元)	165.07	166.52	146.20	221.64	184.76	214.42	160.44	224.22	270.82
DZ	371.38	441.91	330.53	534.13	460.98	564.64	427.24	463.71	489.53
店铺数量	393	435	436	464	460	474	484	463	465
收入端店效 (万元)	95.72	106.74	75.90	118.70	99.78	120.91	89.20	97.93	105.50
RA	6.81	3.20	4.36	10.96	16.27	16.61	15.55	14.42	21.38
店铺数量	7	9	10	10	12	15	18	14	18
收入端店效 (万元)	68.15	40.04	45.86	109.62	147.93	123.03	94.24	90.13	133.65

资料来源：公司公告，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

公司今年一季度业绩恢复增长，二季度由于基数走低以及经营环境进一步改善，增长进一步加速，各品牌收入、店效均显著增长；电商渠道增长亮眼。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和盈利能力，同时数字化赋能渠道运营效率提升。我们维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年净利润分别为 5.7/6.8/7.8 亿元，同比增长 47%/20%/15%，维持“买入”评级和 16.5-17.1 元的合理估值区间，对应 2023 年 14-14.5x PE。

表2：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

表3：可比公司估值表

公司	投资	收盘价	EPS				PE				g	PEG
名称	评级	人民币	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022-2024	2023
地素时尚	买入	14.8	0.80	1.18	1.41	1.61	18.5	12.5	10.5	9.2	16.8%	0.624
<b>可比公司</b>												
歌力思	增持	12.1	0.06	0.81	1.06	1.24	201.3	14.9	11.4	9.7	23.7%	0.480
森马服饰	增持	6.1	0.24	0.34	0.43	0.50	25.5	18.0	14.3	12.3	21.3%	0.670

资料来源：wind，国信证券经济研究所

## 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
<b>流动资产合计</b>	<b>3778</b>	<b>3551</b>	<b>4160</b>	<b>4569</b>	<b>5026</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>4692</b>	<b>4360</b>	<b>4711</b>	<b>5087</b>	<b>5508</b>	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	<b>所得税费用</b>	<b>221</b>	<b>114</b>	<b>189</b>	<b>226</b>	<b>259</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>849</b>	<b>693</b>	<b>795</b>	<b>873</b>	<b>953</b>	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						
<b>长期负债合计</b>	<b>28</b>	<b>29</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>877</b>	<b>722</b>	<b>851</b>	<b>929</b>	<b>1009</b>	净利润	689	385	566	678	776
少数股东权益	2	2	2	2	2	资产减值准备	11	1	195	(31)	(34)
股东权益	3757	3610	3858	4156	4497	折旧摊销	43	43	60	62	65
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4635</b>	<b>4333</b>	<b>4711</b>	<b>5087</b>	<b>5508</b>	公允价值变动损失	(23)	115	45	41	46
						财务费用	(30)	(46)	(49)	(54)	(64)
关键财务与估值指标						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	<b>经营活动现金流</b>	<b>627</b>	<b>409</b>	<b>898</b>	<b>746</b>	<b>852</b>
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%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(144)</b>	<b>315</b>	<b>(40)</b>	<b>(40)</b>	<b>(40)</b>
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%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(234)</b>	<b>(822)</b>	<b>(317)</b>	<b>(380)</b>	<b>(435)</b>
资产负债率	20%	17%	18%	18%	18%	<b>现金净变动</b>	<b>248</b>	<b>(99)</b>	<b>540</b>	<b>326</b>	<b>377</b>
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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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