

地素时尚 (603587.SH)

第三季度收入下滑 3%，各品牌店效持续提升

买入

核心观点

第三季度收入与净利润下滑，毛利率小幅提升。地素时尚是一家多品牌运作的高端时尚服装品牌，第三季度在行业整体消费需求增速放缓的情况下，营收同比-3.3%至5.98亿元；归母净利润同比-13.5%至1.07亿元。

毛利率小幅提升0.5个百分点至72.9%，维持行业领先的毛利率水平；整体费用率增长1.0个百分点，主要受管理费用率增长0.8个百分点影响。营业利润率和净利率分别同比下滑3.2和2.1个百分点，一方面受到管理费用增加影响；另一方面受非经常性损益影响，由于资产减值损失增加，占收入比例同比增加2.2个百分点，以及投资收益为负，占收入比例同比下降0.8个百分点影响。

第三季度ROE为3.0%，与去年同期相比维持稳定水平；现金流充足，前三季度经营性现金流净额同比增长36.0%至4.96亿元；第三季度经营性现金流净额下滑7.2%至1.33亿元，下滑幅度小于净利润下滑幅度。

前三季度电商渠道增速亮眼，各品牌店效持续提升。

分渠道看，前三季度直营/经销/电商收入分别同比+9.3%/-1.2%/+32.3%，在今年线上平台流量普遍下滑的趋势下，公司电商渠道仍表现亮眼。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。同时前三季度电商渠道毛利率同比提升3.1个百分点至79.1%；线下渠道毛利率小幅下滑0.4个百分点至74.1%。

分品牌看，前三季度DA/DZ/DM/RA收入分别+5.4%/+12.4%/-10.1%/+37.9%，其中男装品牌RA(RAZZLE)基数小、增速快，第三季度仍有近40%正向增长；前两大品牌DA(DAZZLE)和DZ(d'zzit)第三季度较前两季度增长降速。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，截至三季度末，较二季度末门店数量净减少11家，主要系DA门店调整较多，但单店店效仍同比提升。

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。公司今年前两季度业绩表现出色；第三季度受大环境影响收入增速小幅下滑，同时净利率主要受非经常性损益影响下滑幅度超过收入降幅。经营角度，各品牌店效持续增长，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。基于未来消费环境存在不确定性，我们下调盈利预测，预计公司2023-2025年净利润分别为5.4/6.5/7.4亿元(前值为5.7/6.8/7.8亿元)，同比增长40%/20%/15%，维持“买入”评级和16.5-17.1元的合理估值区间，对应2024年12.3-12.7x 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	2,589	2,930	3,261
(+/-%)	13.0%	-17.2%	7.9%	13.2%	11.3%
净利润(百万元)	689	385	540	646	740
(+/-%)	9.5%	-44.2%	40.4%	19.6%	14.6%
每股收益(元)	1.43	0.80	1.12	1.34	1.54
EBIT Margin	31.9%	23.7%	25.1%	26.7%	27.5%
净资产收益率(ROE)	18.4%	10.7%	14.0%	15.6%	16.6%
市盈率(PE)	10.7	19.2	13.7	11.4	10.0
EV/EBITDA	8.6	13.3	11.5	9.8	8.7
市净率(PB)	2.0	2.0	1.9	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

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

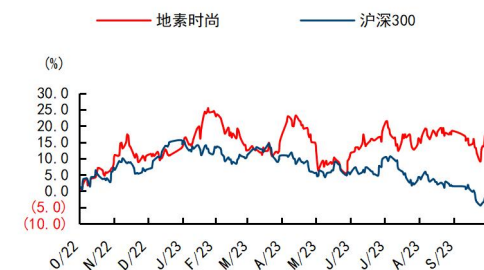
010-88005446

S0980523070003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	16.50 - 17.10 元
收盘价	15.33 元
总市值/流通市值	7318/7318 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	25.00 百万元

市场走势

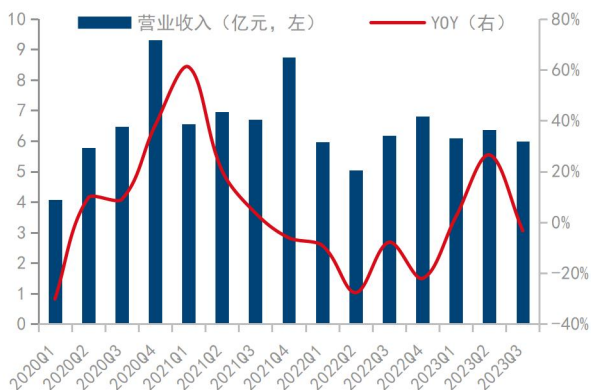


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《地素时尚(603587.SH)-二季度业绩增长环比提速，电商渠道增速亮眼》——2023-08-27
- 《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

图1: 公司单季度收入与变化情况



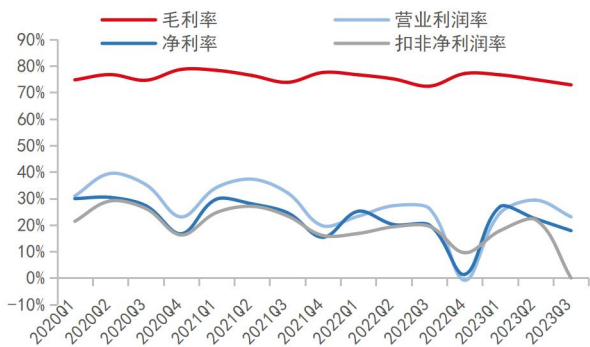
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度归母净利润与变化情况



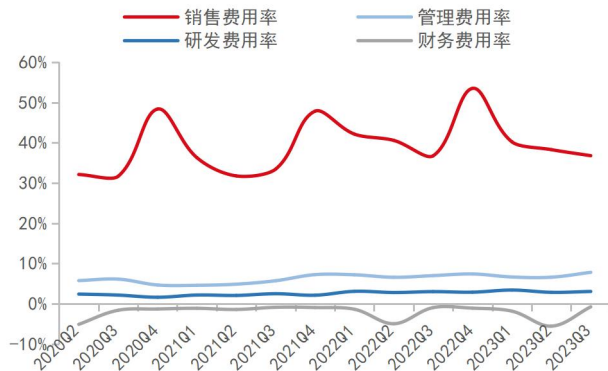
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季度毛利率、经营利润率与归母净利率



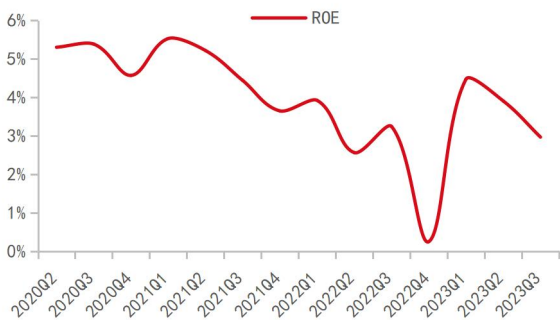
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 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: 公司经营性现金流净额



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

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
DA	390.21	387.99	362.93	491.27	315.91	262.38	364.50	365.87	313.58	347.70	332.50
店铺数量	622.00	635.00	627.00	660.00	658.00	656.00	660.00	616.00	598.00	590.00	575.00
收入端店效(百万元)	0.62	0.62	0.58	0.76	0.48	0.40	0.55	0.57	0.52	0.59	0.57
DM	48.90	46.25	41.22	65.99	47.82	30.00	37.72	48.61	40.69	32.44	30.77
店铺数量	51.00	50.00	53.00	50.00	50.00	47.00	50.00	30.00	26.00	24.00	22.00
收入端店效(百万元)	0.94	0.92	0.80	1.28	0.96	0.62	0.78	1.22	1.45	1.30	1.34
DZ	208.54	252.43	259.89	304.75	220.71	206.53	210.19	253.51	241.71	247.82	227.24
店铺数量	462.00	460.00	464.00	474.00	473.00	484.00	474.00	463.00	458.00	465.00	469.00
收入端店效(百万元)	0.45	0.55	0.56	0.65	0.47	0.43	0.44	0.54	0.52	0.54	0.49
RA	8.10	8.17	5.63	10.98	11.39	4.16	4.70	9.72	12.86	8.53	6.55
店铺数量	10.00	12.00	10.00	15.00	16.00	18.00	15.00	14.00	16.00	18.00	20.00
收入端店效(百万元)	0.81	0.74	0.51	0.88	0.73	0.24	0.29	0.67	0.86	0.50	0.34

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

公司今年前两季度业绩表现出色; 第三季度受大环境影响收入增速小幅下滑, 同时净利率主要受非经常性损益影响下滑幅度超过收入降幅。经营角度, 各品牌店效持续增长, 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。基于未来消费环境存在不确定性, 我们下调盈利预测, 预计公司2023-2025年净利润分别为5.4/6.5/7.4亿元(前值为5.7/6.8/7.8亿元), 同比增长40%/20%/15%, 维持“买入”评级和16.5-17.1元的合理估值区间, 对应2024年12.3-12.7x 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	2,589	2,930	3,261
(+/-%)	13.0%	-17.2%	7.9%	13.2%	11.3%
净利润(百万元)	689	385	540	646	740
(+/-%)	9.5%	-44.2%	40.4%	19.6%	14.6%
每股收益(元)	1.43	0.80	1.12	1.34	1.54
EBIT Margin	31.9%	23.7%	25.1%	26.7%	27.5%
净资产收益率(ROE)	18.4%	10.7%	14.0%	15.6%	16.6%
市盈率(PE)	11.1	19.9	13.7	11.4	10.0
EV/EBITDA	8.8	13.7	11.5	9.8	8.7
市净率(PB)	2.0	2.1	1.9	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 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE				g	PEG
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022-2024	
地素时尚	买入	15.33	0.80	1.12	1.34	1.54	19.2	13.7	11.4	10.0	29.4%	0.47
可比公司												
歌力思	增持	11.84	0.06	0.71	0.95	1.12	197.3	16.7	12.5	10.6	297.9%	0.06
森马服饰	增持	6.00	0.24	0.38	0.48	0.54	25.0	15.8	12.6	11.2	40.9%	0.39

资料来源: wind, 国信证券经济研究所

风险提示

品牌形象受损; 存货大幅减值; 市场竞争加剧。

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	2491	2800	3159	营业收入	2898	2400	2589	2930	3261
应收款项	144	147	159	180	200	营业成本	678	591	641	712	781
存货净额	323	378	396	443	488	营业税金及附加	29	24	21	23	26
其他流动资产	66	84	90	102	114	销售费用	1102	1048	1036	1143	1259
流动资产合计	3778	3551	4102	4491	4927	管理费用	167	172	242	271	299
固定资产	557	521	265	235	202	财务费用	(30)	(46)	(49)	(53)	(63)
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)	(42)	(39)	(43)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(161)	(68)	4	4	5
资产总计	4692	4360	4654	5012	5413	营业利润	871	433	661	800	921
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	60	62	65
应付款项	103	91	95	106	117	利润总额	910	498	720	861	987
其他流动负债	610	522	574	637	702	所得税费用	221	114	180	215	247
流动负债合计	849	693	749	823	899	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	540	646	740
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	805	879	955	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
少数股东权益	2	2	2	2	2	净利润	689	385	540	646	740
股东权益	3757	3610	3847	4131	4456	资产减值准备	11	1	196	(30)	(33)
负债和股东权益总计	4635	4333	4654	5012	5413	折旧摊销	43	43	60	62	65
						公允价值变动损失	(23)	115	42	39	43
关键财务与估值指标						财务费用	(30)	(46)	(49)	(53)	(63)
2021	2022	2023E	2024E	2025E		营运资本变动	(83)	(135)	216	(35)	(34)
每股收益	1.43	0.80	1.12	1.34	1.54	其它	(11)	(1)	(196)	30	33
每股红利	0.80	1.01	0.63	0.75	0.86	经营活动现金流	627	409	857	712	814
每股净资产	7.81	7.50	8.00	8.59	9.26	资本开支	0	110	(40)	(40)	(40)
ROIC	27%	16%	19%	24%	28%	其它投资现金流	(144)	205	0	0	0
ROE	18%	11%	14%	16%	17%	投资活动现金流	(144)	315	(40)	(40)	(40)
毛利率	77%	75%	75%	76%	76%	权益性融资	(3)	0	0	0	0
EBIT Margin	32%	24%	25%	27%	28%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	33%	25%	27%	29%	30%	支付股利、利息	(387)	(484)	(303)	(362)	(415)
收入增长	13%	-17%	8%	13%	11%	其它融资现金流	542	145	0	0	0
净利润增长率	9%	-44%	40%	20%	15%	融资活动现金流	(234)	(822)	(303)	(362)	(415)
资产负债率	20%	17%	17%	18%	18%	现金净变动	248	(99)	515	310	359
息率	5.2%	6.6%	4.1%	4.9%	5.6%	货币资金的期初余额	1827	2075	1976	2491	2800
P/E	10.7	19.2	13.7	11.4	10.0	货币资金的期末余额	2075	1976	2491	2800	3159
P/B	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7	企业自由现金流	0	457	724	574	664
EV/EBITDA	8.6	13.3	11.5	9.8	8.7	权益自由现金流	0	602	760	614	712

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