

地素时尚 (603587)

2023 年三季报点评: Q3 业绩短期呈波动, 线上表现较好
买入 (维持)

2023 年 10 月 30 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 郝越

执业证书: S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

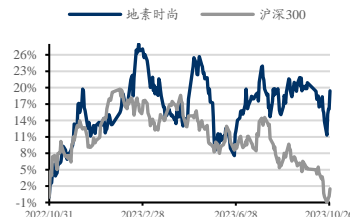
| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元) | 2,400 | 2,722 | 3,034 | 3,347 |
| 同比 | -17% | 13% | 11% | 10% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 385 | 545 | 666 | 778 |
| 同比 | -44% | 42% | 22% | 17% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 0.81 | 1.14 | 1.40 | 1.63 |
| P/E (现价 & 最新股本摊薄) | 19.03 | 13.42 | 10.99 | 9.41 |

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **公司公告 2023 年三季报:** 2023 前三季度营收 18.46 亿元/yoy+7.37%、归母净利润 4.14 亿元/yoy+10.17%。分季度看, 23Q1/Q2/Q3 营收分别同比 +2.27%/+26.50%/-3.28%、归母净利润分别同比 +9.34%/+40.27%/-13.54%, 零售环境走弱及高基数作用下 Q3 收入同比增速转负、归母净利润下滑幅度超收入主要为费用率及资产损失提升所致。
- **分品牌: 开店推动 RA 持续高增, 其余品牌 Q3 增速放缓。** 23 年前三季度 DA/DZ/DM/RA 收入同比 +5%/+12%/-10%/+38%、占比分别为 54%/39%/6%/2%。单 Q3 收入同比分别 -9%/+8%/-18%/+39%, RA 由于基数较小仍维持较高增速, 其他品牌由于消费环境弱复苏叠加去年同期高基数、以及主动关闭低效店铺处于净关店周期、收入增速有所回落, 具体来看: DM、DA 收入同比回落, 主因门店调整所致, 截至 23Q3 门店数量同比分别 -17/-57 家、yoy-44%/-9%; DZ 受益于店效恢复、Q3 营收维持正增长, 截至 23Q3 门店数同比 -6 家/yoy-1%; RA 同比高增主要为门店拓展带动, 截至 23Q3 门店数量同比 +5 家/yoy+33%。
- **分渠道: 前三季度店效持续修复, 线上渠道维持较好增长, 门店调整致 Q3 线下增速转负。** 1) 分线上线: 23 年前三季度线上/线下收入同比分别 +32%/+4%、占比 15%/85%, 单 Q3 同比分别 +32%/-7%, 线上电商持续增长, 净关店致 Q3 线下收入呈回落。2) 线下分直营经销: 23 年前三季度直营/经销收入同比分别 +9%/-1%、占比线下收入分别为 51%/49%, 单 Q3 同比分别 -9%/-6%、直营经销均存一定压力。3) 线下分内生外延: 23 年前三季度单店店效同比约 +10%、门店数同比 -6%。从年初开始公司主动调整门店结构、关闭低效门店、提升单店盈利水平, 截至 23Q3 仍处于净关店, 门店总数 1086 家 (同比 -75 家/yoy-6%)、其中直营/经销分别为 292/794 家 (同比分别 -42/-33 家、yoy-13%/-4%)。
- **毛利率较为稳定, Q3 净利率下滑, 现金流表现较好。** 1) 毛利率: 23 年前三季度毛利率同比 +0.15pct 至 74.81%, 同比较为稳定。分季度看 23Q1/Q2/Q3 毛利率同比分别持平/-0.22/+0.49pct。2) 期间费用率: 23 年前三季度期间费用率同比 -1.64pct 至 45.83%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比 -1.31/+0.06/+0.12/-0.51pct。单 Q3 期间费用率同比 +1.05pct 至 46.94%, 主要为管理费用率同比 +0.82pct 所致。3) 归母净利率: 结合毛利率、费用率变动, 叠加公允价值变动增加、资产减值损失同比增加、投资收益同比减少, 23 年前三季度归母净利率同比 +0.57pct 至 22.41%, 单 Q3 归母净利率同比 -2.12pct 至 17.86%。4) 存货: 23Q3 末存货 4.78 亿元/yoy+22.34%、库存规模有所上升, 存货周转天数同比 +27 天至 248 天。5) 现金流: 23 前三季度经营活动现金流净额 4.96 亿/yoy+36.03%; 23Q3 末货币资金 22.6 亿元/yoy+10.36%, 现金充裕。
- **盈利预测与投资评级:** 公司深耕中高端女装领域, 多品牌梯度发展。23 年上半年受益疫情放开客流量修复, 流水逐渐改善、正经营杠杆下利润增速更高, 但均尚未超 21 年水平。23Q3 以来由于基数走高、流水呈现波动, 我们认为公司仍处于修复进程中、未来将呈现较强利润修复弹性。2023/9/27 公司发布激励计划 (包括股票期权和限制性股票激励计划两部分), 业绩考核分别为: ① 23 年营收/净利分别同增 10%/20%; ② 与 22 年相比, 23+24 年两年营收之和/两年净利增长分别超 125%/155%, 若以第一期 23 年行权业绩考核为基础, 则 24 年营收/净利同比增速分别为 5%/13%, 首次授予激励对象包括董事、高管、核心技术人员, 有望调动核心人才积极性。我们将 23-25 年归母净利润预测 5.8/6.9/7.8 下调至 5.45/6.66/7.78 亿元、对应 PE 为 13/11/9X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 终端消费疲软、新品牌发展不及预期等。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 15.33 |
| 一年最低/最高价 | 13.30/17.55 |
| 市净率(倍) | 2.00 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 7,318.33 |
| 总市值(百万元) | 7,318.33 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 7.65 |
| 资产负债率(% ,LF) | 19.50 |
| 总股本(百万股) | 477.39 |
| 流通 A 股(百万股) | 477.39 |

相关研究

《地素时尚(603587): 2023 年中报点评: Q2 业绩加速恢复, 电商渠道表现突出》

2023-08-28

《地素时尚(603587): 2022 年报及 2023Q1 业绩点评: 22 年疫情扰动业绩承压, 23Q1 改善迹象显现、全年业绩修复可期》

2023-04-29

表1: 23Q1-3 公司收入分品牌、渠道划分

| | 23Q1-3 收入 (百万元) | 收入 YOY | 占总营收 比重 | 门店数 (家) | 门店环比 净变动 (较 23H1, 家) | 门店同比 净变动 (家) | 毛利率 | 毛利率 YOY (+/-) |
|------------|-----------------------|-----------|------------|------------|-------------------------------|--------------------|--------|---------------------|
| 营业总收入 | 1845.84 | 7.4% | 100.0% | 1,086 | -11 | -75 | 74.81% | +0.15pct |
| 分品牌 | | | | | | | | |
| DA | 993.78 | 5.41% | 53.8% | 575 | -15 | -57 | 76.06% | 0.36pct |
| DM | 103.89 | -10.07% | 5.6% | 22 | -2 | -17 | 78.57% | 0.29pct |
| DZ | 716.78 | 12.41% | 38.8% | 469 | 4 | -6 | 72.58% | 0.08pct |
| RA | 27.94 | 37.88% | 1.5% | 20 | 2 | 5 | 78.69% | -0.75pct |
| 其它 | 3.45 | 19.88% | 0.2% | - | - | - | 32.79% | 2.03pct |
| 分渠道 | | | | | | | | |
| 线上 | 278.91 | 32.3% | 15.1% | - | - | - | 79.09% | 3.09pct |
| 线下 | 1563.48 | 3.9% | 84.7% | 1,086 | -11 | -75 | 79.09% | -0.42pct |
| 直营 | 790.85 | 9.3% | 42.8% | 292 | -5 | -42 | 74.13% | -0.33pct |
| 经销 | 772.63 | -1.2% | 41.9% | 794 | -6 | -33 | 79.14% | -0.99pct |
| 其它 | 3.45 | 19.9% | 0.2% | - | - | - | 69.01% | 2.03pct |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

地素时尚三大财务预测表

| 资产负债表(百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表(百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 3,551 | 4,135 | 5,042 | 5,958 | 营业总收入 | 2,400 | 2,722 | 3,034 | 3,347 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 2,942 | 3,603 | 4,434 | 5,291 | 营业成本(含金融类) | 591 | 671 | 727 | 777 |
| 经营性应收款项 | 116 | 121 | 139 | 153 | 税金及附加 | 24 | 27 | 31 | 34 |
| 存货 | 378 | 289 | 331 | 357 | 销售费用 | 1,048 | 1,070 | 1,153 | 1,259 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 170 | 191 | 182 | 187 |
| 其他流动资产 | 116 | 122 | 137 | 156 | 研发费用 | 71 | 93 | 91 | 80 |
| 非流动资产 | 810 | 721 | 667 | 711 | 财务费用 | (46) | (27) | (33) | (36) |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 加:其他收益 | 2 | 1 | 2 | 2 |
| 固定资产及使用权资产 | 641 | 522 | 484 | 490 | 投资净收益 | 6 | 22 | 15 | 10 |
| 在建工程 | 2 | 2 | 2 | 2 | 公允价值变动 | (65) | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 30 | 30 | 39 | 57 | 减值损失 | (52) | (40) | (30) | (40) |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 36 | 67 | 42 | 62 | 营业利润 | 433 | 681 | 870 | 1,018 |
| 其他非流动资产 | 100 | 100 | 100 | 100 | 营业外净收支 | 65 | 48 | 26 | 31 |
| 资产总计 | 4,360 | 4,857 | 5,709 | 6,669 | 利润总额 | 498 | 729 | 895 | 1,048 |
| 流动负债 | 693 | 644 | 830 | 1,012 | 减:所得税 | 114 | 184 | 229 | 270 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 80 | 80 | 80 | 80 | 净利润 | 385 | 545 | 666 | 778 |
| 经营性应付款项 | 91 | 163 | 271 | 360 | 减:少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 120 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | 385 | 545 | 666 | 778 |
| 其他流动负债 | 402 | 401 | 479 | 572 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.81 | 1.14 | 1.40 | 1.63 |
| 非流动负债 | 56 | 56 | 56 | 56 | EBIT | 446 | 671 | 850 | 1,010 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 676 | 853 | 992 | 1,157 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 75.36 | 75.36 | 76.03 | 76.80 |
| 租赁负债 | 38 | 38 | 38 | 38 | 归母净利率(%) | 16.02 | 20.04 | 21.96 | 23.24 |
| 其他非流动负债 | 18 | 18 | 18 | 18 | 收入增长率(%) | (17.16) | 13.39 | 11.47 | 10.34 |
| 负债合计 | 749 | 700 | 886 | 1,068 | 归母净利润增长率(%) | (44.23) | 41.81 | 22.16 | 16.77 |
| 归属母公司股东权益 | 3,610 | 4,155 | 4,821 | 5,599 | | | | | |
| 少数股东权益 | 2 | 2 | 2 | 2 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 3,611 | 4,157 | 4,823 | 5,601 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 4,360 | 4,857 | 5,709 | 6,669 | | | | | |

| 现金流量表(百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 重要财务与估值指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 496 | 688 | 881 | 1,010 | 每股净资产(元) | 7.50 | 8.64 | 10.02 | 11.64 |
| 投资活动现金流 | 117 | (81) | (92) | (163) | 最新发行在外股份(百万股) | 477 | 477 | 477 | 477 |
| 筹资活动现金流 | (715) | (3) | (3) | (3) | ROIC(%) | 8.96 | 12.54 | 13.72 | 14.06 |
| 现金净增加额 | (99) | 605 | 786 | 844 | ROE-摊薄(%) | 10.65 | 13.12 | 13.82 | 13.89 |
| 折旧和摊销 | 230 | 182 | 142 | 147 | 资产负债率(%) | 17.18 | 14.41 | 15.52 | 16.02 |
| 资本开支 | (29) | (16) | (87) | (140) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 19.03 | 13.42 | 10.99 | 9.41 |
| 营运资本变动 | (216) | (5) | 19 | 9 | P/B(现价) | 2.04 | 1.77 | 1.53 | 1.32 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>