

地素时尚(603587)

纺织服饰

发布时间：2023-05-04

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级：首次覆盖

## 2022 经营承压，2023Q1 业绩修复

**2022 年营业收入/归母净利润分别同比下降 17.16%/44.23%**。2022 年，公司营业收入同比下降 17.16%至 24 亿元，归母净利润同比下降 44.23%至 3.85 亿元。公司毛利率同比下降 1.23pct 至 75.36%。销售/管理费用率分别同比提升 5.62pct/1.35pct 至 43.64%/7.09%，主要系营业收入下降。综合使得公司净利率同比下降 7.78pct 至 16.02%。

**2023Q1 恢复稳健增长**。2023Q1 公司营业收入同比增长 2.27%至 6.1 亿元，归母净利润同比增长 9.34%至 1.64 亿元。毛利率 76.65%同比持平。公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 40.21%/6.67%/-1.81%/3.43%，公司费用控制有所成效，销售费用率同比下降 1.92pct。此外，公司加大研发投入，研发费用率同比提升 0.32pct。净利率同比提升 1.74pct 至 26.93%。

**DZ/RA 品牌恢复增长，门店持续优化**。分品牌来看，DA 品牌 2022/2023Q1 营业收入分别同比下降 19.83%/0.74%至 13.09/3.14 亿元，降幅明显收窄。2022 年门店数量 616 家 (-44)，2023Q1 减少至 598 家；DM 品牌营业收入分别同比下降 18.89%/14.91%至 1.64/0.41 亿元，2022 年门店数量 30 家 (-20)，2023Q1 减少至 26 家；DZ 品牌营业收入同比-13.13%/+9.52%至 8.91/2.42 亿元，2022 年门店数量 463 家 (-11)，2023Q1 减少至 458 家；RA 品牌营业收入同比-8.84%/+12.87%至 0.3/0.13 亿元，2022 年门店数量 14 家 (-1)，2023Q1 新增 2 家至 16 家。

**2023Q1 电商、直营渠道恢复增长**。分渠道看，2022 年直营/经销/电商收入分别同比下降 19.43%/10.55%/20.09%至 10.4/10.48/3.06 亿元。2023Q1，电商渠道收入同比增长 18.02%至 0.97 亿元，直营渠道收入同比增长 4.97%至 2.97 亿元，加盟渠道仍同比下降 6.87%至 2.15 亿元。

**存货周转有所承压**。2022 年公司存货同比增长 17.03%至 3.78 亿元，其中 1 年以内库存金额占比 60%。2023Q1 同比增长 15.04%至 4.13 亿元。

2022/2023Q1 存货周转天数分别为 213 (+45) /250 (+30) 天，应收账款周转天数分别为 9 (+1) /9 (+1) 天。2022 年经营活动现金流净额同比减少 43.2%至 4.96 亿元，年末拥有货币资金 19.76 亿元，现金流充裕。

**投资建议**：公司作为国内中高端女装领先企业，我们看好其多品牌发展，门店店效仍有较大提升空间，2023 年有望稳步恢复。预计 2023—2025 年实现归母净利润 6.48/7.42/8.46 亿元，对应当前股价估值 12/11/9 倍，给予其“买入”评级。

**风险提示**：消费复苏不及预期、原材料价格波动、市场竞争加剧等

财务摘要 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,898	2,400	2,766	3,179	3,592
(+/-)%	13.00%	-17.16%	15.24%	14.94%	12.99%
归属母公司净利润	689	385	648	742	846
(+/-)%	9.47%	-44.23%	68.55%	14.45%	14.02%
每股收益 (元)	1.44	0.80	1.35	1.54	1.76
市盈率	13.31	19.03	12.38	10.81	9.48
市净率	2.45	2.03	1.90	1.62	1.38
净资产收益率(%)	19.00%	10.28%	15.37%	14.96%	14.57%
股息收益率(%)	6.00%	4.20%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	481	481	481	481	481

### 股票数据 2023/05/04

6 个月目标价 (元)	
收盘价 (元)	16.67
12 个月股价区间 (元)	13.46-17.23
总市值 (百万元)	8,019.56
总股本 (百万股)	481
A 股 (百万股)	481
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	6

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	7%	4%	23%
相对收益	9%	7%	23%

### 相关报告

《地素时尚 (603587)：终端消费复苏，股权激励计划彰显信心》

--20210430

《从扬州金泉看户外加工制造产业链》

--20230331

《他山之石，探 Lululemon 的崛起之路》

### 证券分析师：刘家薇

执业证书编号：S0550520040001

021-20361258 liujiawei@nesc.cn

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,976	2,826	3,689	4,567	净利润	385	648	742	846
交易性金融资产	966	966	966	966	资产减值准备	52	0	0	0
应收款项	64	70	83	87	折旧及摊销	230	96	83	69
存货	378	330	351	433	公允价值变动损失	65	0	0	0
其他流动资产	32	32	32	32	财务费用	8	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>3,551</b>	<b>4,332</b>	<b>5,222</b>	<b>6,194</b>	投资损失	-6	-31	-21	-32
可供出售金融资产					运营资本变动	-209	155	47	-25
长期投资净额	0	0	0	0	其他	-27	0	0	0
固定资产	520	488	457	425	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>496</b>	<b>868</b>	<b>851</b>	<b>857</b>
无形资产	30	28	27	26	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>117</b>	<b>23</b>	<b>11</b>	<b>21</b>
商誉	0	0	0	0	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-715</b>	<b>-40</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>810</b>	<b>722</b>	<b>649</b>	<b>591</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>518</b>	<b>867</b>	<b>846</b>	<b>854</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,360</b>	<b>5,054</b>	<b>5,871</b>	<b>6,785</b>					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	91	111	121	136		2022A	2023E	2024E	2025E
预收款项	0	0	0	0	每股指标				
一年内到期的非流动负债	80	80	80	80	每股收益 (元)	0.80	1.35	1.54	1.76
<b>流动负债合计</b>	<b>693</b>	<b>778</b>	<b>854</b>	<b>922</b>	每股净资产 (元)	7.50	8.77	10.31	12.07
长期借款	0	0	0	0	每股经营性现金流量 (元)	1.03	1.80	1.77	1.78
其他长期负债	56	56	56	56	成长性指标				
<b>长期负债合计</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	营业收入增长率	-17.2%	15.2%	14.9%	13.0%
<b>负债合计</b>	<b>749</b>	<b>834</b>	<b>910</b>	<b>978</b>	净利润增长率	-44.2%	68.5%	14.4%	14.0%
归属于母公司股东权益合计	3,610	4,218	4,960	5,805	盈利能力指标				
少数股东权益	2	2	2	2	毛利率	75.4%	77.0%	77.3%	77.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,360</b>	<b>5,054</b>	<b>5,871</b>	<b>6,785</b>	净利润率	16.0%	23.4%	23.3%	23.5%
					运营效率指标				
					应收账款周转天数	9.40	8.75	8.67	8.50
					存货周转天数	213.29	200.00	170.00	175.00
					偿债能力指标				
					资产负债率	17.2%	16.5%	15.5%	14.4%
					流动比率	5.12	5.57	6.12	6.72
					速动比率	4.46	5.04	5.61	6.15
					费用率指标				
					销售费用率	43.6%	38.2%	38.3%	38.4%
					管理费用率	7.1%	5.8%	5.9%	5.9%
					财务费用率	-1.9%	0.0%	0.0%	0.0%
					分红指标				
					股息收益率	4.2%	0.0%	0.0%	0.0%
					估值指标				
					P/E (倍)	19.03	12.38	10.81	9.48
					P/B (倍)	2.03	1.90	1.62	1.38
					P/S (倍)	3.05	2.90	2.52	2.23
					净资产收益率	10.3%	15.4%	15.0%	14.6%

资料来源：东北证券

**研究团队简介:**

刘家薇: 美国约翰霍普金斯硕士, 中南财经政法大学学士, 现任东北证券纺织服装分析师。曾任国盛证券分析师, 两年消费品研究经验。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。	投资评级中所涉及的市场基准:  A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 10 层	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

