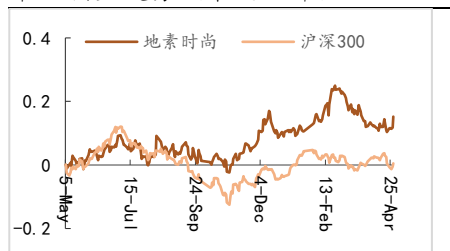


评级： 买入

陈梦
 首席分析师
 SAC 执证编号: S0110521070002
 chenmeng@sczq.com.cn
 电话: 010-81152649

郭琦
 研究助理
 guoqi@sczq.com.cn
 电话: 010-81152647

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	15.87
一年内最高/最低价 (元)	17.55/13.30
市盈率 (当前)	19.15
市净率 (当前)	2.04
总股本 (亿股)	4.81
总市值 (亿元)	76.35

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 地素时尚 (603587) 2022 年三季报点评: 疫情影响业绩承压, DA 品牌销售回暖
- 地素时尚 (603587) 2022 年中报点评: 疫情下业绩短期承压, 新零售渠道增势良好
- 地素时尚 (603587) 2022 年一季报点评: 疫情影响业绩短期承压, 看好线上多平台协同发力

核心观点

- 事件:** 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年实现营业收入 24 亿元, 同比-17.16%; 实现归母净利润 3.85 亿元, 同比-44.23%。2023Q1 实现营业收入 6.1 亿元, 同比+2.27%; 实现归母净利润 1.64 亿元, 同比+9.34%。拟每 10 股派发现金红利 7 元。

点评:

- 2022 年各渠道受疫情影响显著, 23Q1 利润恢复增长。分渠道看,** 2022 年公司电商/直营/经销渠道分别实现收入 3.1/10.4/10.5 亿元, 分别同降 20.7%/19.4%/13.9%, 疫情对各渠道均造成冲击。**从门店数量看,** 2022 年直营/经销分别净关 42/34 家门店至 312/811 家。**分季度看,** 22Q4/23Q1 公司营收分别同比-22.1%/+2.3%; 归母净利润分别同比-93.2%/+9.3%。其中, 23Q1 电商/直营/经销收入分别同比+18%/+5%/-6.9%, 疫后终端消费复苏带动电商及直营增速转正, 经销受 22 年订货影响仍处于恢复阶段。**从门店数量看,** 23Q1 直营/经销分别净关 10/15 家至 302/796 家。
- 22 年盈利能力下滑明显, 23Q1 费率同比改善。** 2022 年公司毛利率-1.2pcts 至 75.4%, 其中电商/直营/经销毛利率分别同降 0.2/1.3/1.1pcts, 预计主因折扣促销力度加大。销售/管理/研发/财务费用率分别同比+5.6%/+1.4/+0.7/-0.9pct 至 43.6%/7.1%/3%/-1.9%, 销售及管理费率提升主因收入下滑而费用偏刚性, 财务费率下降主因利息收入及汇兑收益增加。综合影响下, 净利率-7.8pcts 至 16%。2022 年存货规模同比+16.8%至 3.8 亿元。23Q1 毛利率同比持平; 期间费率-2.6pcts; 净利率+1.7pct 至 26.9%。
- 持续丰富集团代言人矩阵, DZ 及 RA 品牌经营表现更佳。分品牌看,** 2022 年 DA/DM/DZ/RA 品牌分别实现收入 13.1/1.6/8.9/0.3 亿元, 分别同降 19.8%/18.9%/13.1%/8.8%, DZ 和 RA 品牌经营韧性相对较强。2022 年, 公司官宣井柏然为男装品牌 RA 的首位代言人, 官宣虞书欣为时尚潮流品牌 DZ 品牌大使。23Q1 DA/DM/DZ/RA 品牌收入分别同比-0.7%/-15%/+9.5%/+12.9%, DZ 及 RA 品牌收入均超过 2021 年同期水平。
- 投资建议:** 公司品牌优质、矩阵丰富, 疫情影响业绩承压, 期待渠道调整成效显现带动盈利能力提升。考虑到消费复苏仍需过程, 我们下调盈利预测, 预计公司 23-25 年归母净利润为 5.9/6.9/7.9 亿元 (原预测 23/24 年 6.7/7.7 亿元), 对应当前市值 PE 为 13/11/10 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 消费复苏不及预期, 渠道调整不及预期, 市场竞争加剧。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收 (亿元)	24.00	27.27	30.54	34.10
同比增速 (%)	-17.2%	13.6%	12.0%	11.7%
归母净利润 (亿元)	3.85	5.91	6.89	7.90
同比增速 (%)	-44.2%	53.6%	16.6%	14.8%
EPS (元/股)	0.80	1.23	1.43	1.64
PE (倍)	20	13	11	10

资料来源: Wind, 首創證券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,551	3,905	4,340	4,808	经营活动现金流	496	646	655	740
现金	1,976	2,366	2,737	3,132	净利润	385	591	689	790
应收账款	64	68	75	83	折旧摊销	76	49	51	52
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	8	-38	-38	-39
预付账款	51	50	54	60	投资损失	-6	-12	-7	-20
存货	378	348	383	427	营运资金变动	142	9	-45	-47
其他	1,082	1,073	1,091	1,106	其它	-108	48	6	4
非流动资产	809	796	782	765	投资活动现金流	117	-36	-36	-35
长期投资	0	0	0	0	资本支出	-40	-17	-21	-25
固定资产	520	492	466	442	长期投资	0	0	0	0
无形资产	30	29	28	28	其他	157	-19	-15	-10
其他	257	276	292	302	筹资活动现金流	-715	-220	-247	-310
资产总计	4,360	4,701	5,122	5,573	短期借款	-56	0	0	0
流动负债	692	781	850	923	长期借款	-56	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-175	130	179	242
应付账款	91	103	113	122	现金净增加额	-102	390	372	395
其他	120	120	120	120					
非流动负债	56	56	56	56	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	56	56	56	56	营业收入	-17.2%	13.6%	12.0%	11.7%
负债合计	748	837	906	979	营业利润	-50.3%	65.0%	17.7%	15.7%
少数股东权益	2	2	2	2	归属母公司净利润	-44.2%	53.6%	16.6%	14.8%
归属母公司股东权益	3,610	3,862	4,214	4,592	获利能力				
负债和股东权益	4,360	4,701	5,122	5,573	毛利率	75.4%	76.4%	76.9%	77.1%
					净利率	16.0%	21.7%	22.5%	23.2%
					ROE	10.6%	15.3%	16.3%	17.2%
					ROIC	13.5%	21.1%	22.3%	23.2%
					偿债能力				
					资产负债率	17.2%	17.8%	17.7%	17.6%
					净负债比率	3.8%	3.5%	3.2%	3.0%
					流动比率	5.1	5.0	5.1	5.2
					速动比率	4.6	4.6	4.7	4.7
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
					应收账款周转率	38.3	41.3	42.7	43.1
					应付账款周转率	6.1	6.7	6.6	6.7
					每股指标(元)				
					每股收益	0.80	1.23	1.43	1.64
					每股经营现金	1.03	1.34	1.36	1.54
					每股净资产	7.50	8.03	8.76	9.55
					估值比率				
					P/E	20	13	11	10
					P/B	2	2	2	2
利润表 (百万元)									
	2022	2023E	2024E	2025E					
营业收入	2,400	2,727	3,054	3,410					
营业成本	591	644	707	779					
营业税金及附加	24	27	31	34					
营业费用	1,048	1,104	1,222	1,354					
研发费用	71	74	76	85					
管理费用	170	169	183	205					
财务费用	-46	-38	-38	-39					
资产减值损失	-51	-45	-40	-40					
公允价值变动收益	-65	-20	-18	-18					
投资净收益	6	32	25	38					
营业利润	433	715	842	973					
营业外收入	69	55	55	55					
营业外支出	4	4	4	4					
利润总额	498	766	893	1,024					
所得税	113	175	204	234					
净利润	385	591	689	790					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	385	591	689	790					
EBITDA	528	777	905	1,037					
EPS (元)	0.80	1.23	1.43	1.64					

分析师简介

陈梦，轻工纺服与家电行业首席分析师，北京大学硕士，曾就职民生证券、华创证券，2021年7月加入首创证券。十三届卖方分析师水晶球入围；十四届卖方分析师水晶球第五名；十八届新财富最佳分析师入围。

郭琦，纺织服装行业研究助理，美国波士顿大学金融数学硕士，2021年6月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现