

地素时尚(603587.SH)/纺织服饰

Q3 单季度线上高增长延续, 线下收入增速转正

评级: 增持(维持)

市场价格: 21.49

分析师: 王雨丝

执业证书编号: S0740517060001

Email: wangys@r.qlzq.com.cn

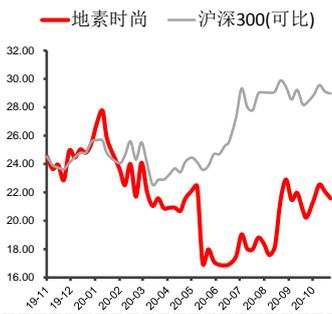
分析师: 曾令仪

执业证书编号: S0740520080005

Email: zengly@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	481
流通股本(百万股)	114
市价(元)	21.49
市值(百万元)	10337
流通市值(百万元)	2450

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1. 地素时尚: 设计能力出众, 终端提效显著
2. 地素时尚 2019H1 点评: 品牌内生增长强劲, 直营提效显著
3. 地素时尚 2019Q3 点评: Q3 收入业绩环比提速, 终端提效显著
4. 地素时尚 2019 年报点评: 终端提效持续显现, 收入业绩增长稳健

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2100.45	2378.42	2433.55	2766.95	3100.48
增长率 yoy%	7.94%	13.23%	2.32%	13.70%	12.05%
净利润	574.08	624.38	637.93	731.93	826.01
增长率 yoy%	19.59%	8.76%	2.17%	14.74%	12.85%
每股收益(元)	1.19	1.30	1.33	1.52	1.72
每股现金流量	3.10	3.73	4.78	5.78	6.78
净资产收益率	25.99%	19.53%	18.62%	19.78%	20.48%
P/E	18.01	16.56	16.21	14.13	12.52
PEG	0.92	1.89	7.47	0.96	0.97
P/B	3.35	3.12	2.92	2.68	2.46

备注: 收盘价为 2020 年 11 月 2 日

投资要点

- **公司发布 2020 年三季报, 期内实现营收 16.33 亿元 (-4.18%), 分别实现归母/扣非净利润 4.74/4.25 亿元(-1.07%/-1.75%)。其中 20Q3 单季度实现营收 6.47 亿元(+9.02%), 分别实现归母/扣非净利润 1.77/1.70 亿元 (+25.77%/+24.37%), 环比持续改善, 收入业绩表现优于行业。**
- **分品牌: 主品牌终端持续发力, 男装 Q3 表现靓丽。1) DA:** 期内实现营收 9.49 亿元 (-2.90%), 占比 58.10%。分季度看, 终端需求持续复苏, 连续两个季度实现双位数增长 (20Q2/Q3 分别同比+11.76%/+12.92%)。渠道方面, 公司持续优化布局, 较 2019 年底新增门店 1 家至 606 家, 其中直营/加盟分别-7/+8 家门店至 182/424 家。同时, 毛利率同比+0.43PCTs 至 76.70%。**2) DZ:** 期内实现营收 5.55 亿元 (-4.95%), 占比 33.96%, 毛利率同比-0.59PCTs 至 73.01%。期内, 门店数量较 2019 年底净增 13 家至 448 家, 其中直营/加盟门店分别-1/+14 家至 146/302 家。**3) DM:** 期内实现营收 1.19 亿元 (-9.80%), 占比 7.32%。同时, 毛利率同比-1.91PCTs 至 77.35%。DM 门店数量较 2019 年底净减 3 家至 52 家。**4) 男装 RA:** 期内贡献营收 716.91 万元, 同比-4.23%, 毛利率同比-1.44 PCTs 至 75.10%。其中 Q3 单季度表现靓丽, 营收同比 319.52%, 目前仍处于培育期, 因此受市场影响波动较大。
- **分渠道: 线上策略多元化, 线下降幅明显收窄。**
 - **线下: 直营降幅明显收窄, 经销商信心逐步恢复。** 线下实现营收 13.71 亿元, 前期需求受疫情影响, 同比-7.73%, 毛利率同比-0.02PCTs 至 75.74%。渠道方面, 截止 2020Q3 门店数为 1116 家, 较 2019 年底净增 12 家 (直营/加盟分别-10/+22 至 370/746 家), 主要得益于新增经销商以发展低线市场。分业务模式看, 直营渠道营收同比-11.99%至 6.71 亿元, 降幅较 20H1 的-21.3%收窄明显。主要得益于公司全面梳理了会员数据, 聚焦近两年的熟客进行会员归属关系, 最大程度地赋能导购, 提升会员精细化管理水平及运营效率。**预计至 2020Q3 公司会员/VIP 数量较 20H1 均有所增长, 且消费会员数量预计同比增长超 10% (20H1 为下滑约 15%)。**此外, 经销渠道表现好于直营, 期内营收同比-3.24%至 6.99 亿元, 毛利率由于拿货折扣略有提升, 同比+0.69PCTs 至 71.15%。**随着终端需求的复苏, 经销商拿货积极性提升, 我们预计期冬季补货同比+8~10%、21 春夏订货会同比+10%。**
 - **线上: 新零售及产品结构调整, 驱动营收持续较快增长。** 期内线上渠道实现营收 2.60 亿元 (+20.60%), 占比 15.91% (+3.27PCTs); 毛利率由于线上活动力度加大, 同比-1.22PCTs 至 77.45%。线上渠道的快速增长, 一方面得益于公司在传统电商平台的稳健发展, 期内 DA/DZ 天猫旗舰店 GMV 同比分别+16%/+11%, 合计排名女装前十, 是为数不多的中高端品牌 (预计 DA/DZ 客单价分别超 1900/1300 元)。另一方面, 公司加大新零售及内容营销布局, 如与薇娅合作直播, 预计 GMV 超 2000 万元; 刷新天猫小黑盒女装成交额记录, 小黄人系列及周冬雨同款新品当日成交额预计超 1800 万元。同时产品方面, 加大线上专供款布局, 为后续线上发展夯实基础。
- **折扣及费用控制良好, 净利率企稳回升。** 期内公司毛利率较为稳健, 同比-0.07PCT 至 75.40%, 得益于疫情下公司对终端折扣率的良好控制。费用方面, 公司营销宣传费用持续支出, 销售费用率同比+0.67PCTs 至 33.15%, 但就 Q3 单季度销售费用率已恢复正常,

同比-2.02PCTs 至 31.67%。管理费用率控制得当，同比-0.42PCTs 至 8.58%。同时，财务费用率受益于利息收入的增加同比-1.09%至-3.62%。此外，期内营业外收入同比增长 1011.18 万元。综合来看，公司净利率+0.91PCTs 至 29.05%。

- **存货略有增长，整体运营稳健。**运营方面，期内公司存货同比+16.99%至 3.58 亿元，较 2019 年底+12.56%，周转天数同比+45.03 天至 227.18 天，一方面受疫情影响，春夏产品去化率同比有所下降（预计-5~-10PCTs），另一方面因秋冬产品备货所致。随着抖音、爱库存等线上平台的拓展，后续存货有望加速去化。应收账款周转较为稳健，同比仅+0.38 天至 9.09 天。
- **盈利预测与投资建议。**公司较强的产品设计能力和品牌力，客户体验及会员贡献方面的效率在梳理会员数据的帮助下持续提升；同时，公司着手全域内容营销布局，有效客流和转化率提升显著。目前公司终端恢复优于同行，且随着线上线下销售旺季的到来，叠加冷冬下需求换季需求增长，Q4 营收有望延续向上趋势。同时，公司的盈利能力和运营效率均处于行业领先水平，且经营性现金流充足、负债率低。我们预计公司 2020/21/22 年归母公司净利润为 6.38/7.32/8.26 亿元，分别同增 2.17%/14.74%/12.85%，对应 EPS 分别为 1.33/1.52/ 1.72 元，现价对应 PE 16/14/13 倍，给予“增持”评级。
- **风险因素。**终端市场销售疲软，市场竞争加剧，新开门店数量不及预期，以及店效提升不及预期的风险。

图表 1: 财务报表 (百万元)

损益表(人民币百万元)						资产负债表(人民币百万元)					
	2018	2019(E)	2020(E)	2021(E)	2022(E)		2018	2019(E)	2020(E)	2021(E)	2022(E)
营业总收入	2100	2378	2434	2767	3100	货币资金	2530	2624	2526	2651	2822
增长率	7.9%	13.2%	2.3%	13.7%	12.1%	应收帐款	185	185	265	301	338
营业成本	-548	-595	-608	-682	-753	存货	258	318	284	319	352
%销售收入	26.1%	25.0%	25.0%	24.6%	24.3%	其他流动资产	3	57	57	57	57
毛利	1552	1784	1825	2085	2347	流动资产	2976	3184	3132	3328	3568
%销售收入	73.9%	75.0%	75.0%	75.4%	75.7%	%总资产	83.4%	81.1%	77.4%	75.6%	74.5%
营业税金及附加	-26.7	-25.7	-26.3	-29.9	-33.5	固定资产	384	546	716	876	1024
%销售收入	1.3%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	%总资产	10.8%	13.9%	17.7%	19.9%	21.4%
销售费用	-707	-799	-818	-929	-1040	长期投资	0	0	0	0	0
%销售收入	33.7%	33.6%	33.6%	33.6%	33.6%	递延所得税资产	44	49	49	49	49
管理费用	-184	-210	-214	-241	-268	其他非流动资产	165	145	145	145	145
%销售收入	8.7%	8.8%	8.8%	8.7%	8.7%	非流动资产	593	741	911	1070	1218
息税前利润(EBIT)	634	750	767	886	1,005	%总资产	16.6%	18.9%	22.5%	24.3%	25.4%
%销售收入	30.2%	31.5%	31.5%	32.0%	32.4%	资产总计	3569	3925	4044	4400	4787
财务费用	30	59	61	69	77	短期借款	0	0	0	0	0
%销售收入	-1.4%	-2.5%	-2.5%	-2.5%	-2.5%	应付账款	309	434	320	359	397
其他经营损益	61	-7	-7	-7	-7	其他流动负债	150	156	156	156	156
营业利润	725	802	820	948	1075	流动负债	459	591	477	515	553
营业利润率	34.5%	33.7%	33.7%	34.3%	34.7%	长期贷款	0	0	0	0	0
营业外收支	45	46	46	46	46	其他长期负债	22	23	23	23	23
税前利润	769	848	866	994	1121	负债	481	614	500	538	576
税前利润率	36.6%	35.6%	35.6%	35.9%	36.2%	普通股股东权益	3086	3309	3541	3859	4209
所得税	-195	-223	-228	-262	-295	少数股东权益	2	2	2	2	2
所得税率	25.4%	26.3%	26.3%	26.3%	26.3%	负债股东权益合计	3569	3925	4044	4400	4787
净利润	574	624	638	732	826	比率分析(人民币百万元)					
少数股东损益	0	0	0	0	0	每股指标	2018	2019(E)	2020(E)	2021(E)	2022(E)
归属母公司的净利润	574	624	638	732	826	每股收益(元)	1.19	1.30	1.33	1.52	1.72
净利率	27.3%	26.3%	26.2%	26.5%	26.6%	每股净资产(元)	6.41	6.88	7.36	8.02	8.75
现金流量表(人民币百万元)						每股经营现金流(元)	1.21	1.51	1.09	1.60	1.84
净利润	574	624	638	732	826	回报率					
折旧摊销	20	27	48	70	93	ROE	25.99%	19.53%	18.62%	19.78%	20.48%
其他非现金支出	-140	3	0	0	0	ROA	20.44%	15.08%	14.49%	15.70%	16.30%
少数股东权益	1	2	0	0	0	增长率					
运营资金变动	125	65	-160	-32	-32	营业总收入增长率	7.94%	13.23%	2.32%	13.70%	12.05%
经营活动现金流净额	581	721	526	770	887	EBIT增长率	20.64%	6.52%	2.16%	14.81%	12.91%
资本开支	-159	-208	-218	-229	-241	净利润增长率	19.59%	8.76%	2.17%	14.74%	12.85%
投资及其他	16	-24	0	0	0	总资产增长率	102.82%	9.97%	3.01%	8.81%	8.82%
投资活动现金流净额	-143	-232	-218	-229	-241	资产管理能力					
吸收投资	1	2	0	0	0	应收帐款周转天数	39.77	39.77	39.77	39.77	39.77
负债净变化	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	192.18	192.18	192.18	192.18	192.18
支付股利利息	-401	-401	-406	-415	-476	存货周转天数	170.55	170.55	170.55	170.55	170.55
其他	1580	-4	0	0	0	偿债能力					
筹资活动现金流净额	1180	-403	-406	-415	-476	净负债 / 股东权益	-81.98%	-79.29%	-71.32%	-68.71%	-67.04%
现金净流量	1618	86	-98	126	170	资产负债率	13.47%	15.64%	12.36%	12.24%	12.03%

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 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) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。