

## 店效改善效果显现，Q3 业绩增长提速

### ——地素时尚 (603587.SH) 2019 年三季度报点评

公司简报

#### 增持 (维持)

当前价：23.10 元

#### 分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

[lijie\\_yjs@ebsecn.com](mailto:lijie_yjs@ebsecn.com)

汲肖飞 (执业证书编号：S0930517100004)

021-52523675

[jixiaofei@ebsecn.com](mailto:jixiaofei@ebsecn.com)

#### 市场数据

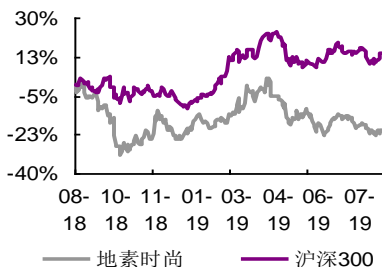
总股本(亿股)：4.01

总市值(亿元)：106.35

一年最低/最高(元)：17.78/28.69

近3月换手率：66.85%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-13.74	-20.12	-29.45
绝对	-4.64	10.50	-17.82

资料来源：Wind

#### 相关研报

店效驱动收入增长提速，女装业务稳健成长——地素时尚 (603587.SH) 2019 年中报点评

..... 2019-08-29

多品牌齐头并进，19Q1 业绩增长提速——地素时尚 (603587.SH) 2018 年报 & 2019 一季报点评

..... 2019-04-17

Q3 收入略增，受益地产诉讼影响净利增幅较大——地素时尚 (603587.SH) 2018 年三季度报点评

..... 2018-10-30

#### ◆19 年 1-9 月收入同增 16%、净利同增 7%，19Q3 业绩增速提升

2019 年 1-9 月公司实现收入 17.05 亿元、同增 15.90%，归母净利 4.80 亿元、同增 6.65%，扣非净利 4.33 亿元、同增 21.29%，EPS 为 1.20 元。扣非净利增速高于收入主要由于毛利率升、销售及财务费用率降，高于净利主要由于公司 2017 年因房产诉讼计提的资产减值损失于 2018 年冲回，增加当期利润总额 7538.10 万元。

分季度来看，2018Q1-2019Q3 公司收入同增 6.27%、11.82%、1.93%、11.80%、13.53%、15.41%、18.78%，净利同增 1.96%、46.82%、32.28%、2.71%、32.58%、-23.51%、23.01%。2019Q3 公司优化店效措施效果持续显现，收入增速环比提升，净利增速高于收入主要由于毛利率同增 1.89PCT、销售费用率同降 0.81PCT。

#### ◆19 年 1-9 月店效驱动品牌收入保持增长，DZ 品牌拓展经销渠道

分品牌来看：2019 年 1-9 月 DAZZLE (DA)、DIAMOND DAZZLE (DM)、d'zzit (DZ) 和 RAZZLE 分别实现收入 9.77 亿元、1.32 亿元、5.84 亿元、748.56 万元，同增 13.05%、8.78%、22.83%、41.85%，主要由于店效驱动收入增长。19Q3 公司 DA、DM、DZ、RA 品牌收入分别为 3.35 亿元、4417.55 万元、2.12 亿元、67.04 万元，同增 11.55%、10.87%、31.70%、不可比（因 2019H1 确认较多会员收入、2018Q3 收入冲减、单季度收入为负），DZ 收入增速显著提升，主要由于门店数量扩张、单店同比增速较高，DA、DM 品牌增长较为稳定。

2019 年 9 月底 DA、DM、DZ、RA 门店数分别为 591 家、53 家、416 家、8 家，同比增-4.52%、-7.02%、11.23%、-38.46%，2019 年 1-9 月 DA、DM 品牌净关店，DZ 品牌直营渠道略降、经销渠道快速扩张，RA 品牌定位、渠道结构有所调整。

分渠道来看：2019 年 1-9 月线上、线下渠道分别实现收入 2.15 亿元、14.85 亿元，同增 28.75%、14.32%，其中线下直营、经销渠道实现收入 7.63 亿元、7.23 亿元，同增 17.92%、10.76%。公司持续加大线上渠道运营投入，增加新品销售占比，并拓展小红书、YOHO、魅力惠等新的销售平台，建立微信商城渠道，带动电商收入保持较快增长。

19Q3 线上、线下直营、线下经销收入分别为 6846.47 万元、2.46 亿元、2.77 亿元，同增 32.48%、21.77%、13.63%，线下直营收入增速环比提升，提升店效举措效果明显。

线下分外延内生来看：1) 门店数量方面，2019 年 9 月底公司共有门店 1068 家、外延同增 0.47%，其中直营店 366 家、外延同降 6.39%，各品牌直营门店数量均有减少，主要由于服装消费环境低迷、渠道拓展较为谨慎；经销店 702 家、外延同增 4.46%，主要为 DZ 品牌拓展经销渠道，DA、DM 经销门店数量下降。2) 店效方面，2019 年 1-9 月公司平均店效为 139.08 万元、同增 13.43%，其中直营、经销店效分别为 208.38 万元、102.95 万元，同增

25.97%、6.02%，2018年起公司开始采取措施推动同店收入增长，主要包括：1) 聘请外部培训公司，每个月对门店销售人员培训，强化销售技巧及服务水平；2) 成立VIP管理团队，提升会员管理水平，提高会员复购率、客单价等；3) 提高销售人员激励，提升导购提成比例及连单销售奖励；4) 优化直营渠道结构、关闭盈利能力较弱的店铺，推动店效同比增长。

#### ◆毛利率增，费用率降，存货周转速度提升

**毛利率：**2019年1-9月公司毛利率同增1.00PCT至75.47%，主要由于公司加强品牌折扣控制力度以及高毛利率直营收入占比提升。

分季度来看,2018Q1-19Q3毛利率分别为73.59%(-0.61PCT)、77.59%(-0.68PCT)、72.53%(-1.52PCT)、72.56%(-1.03PCT)、73.84%(+0.25PCT)、78.47%(+0.88PCT)、74.42(+1.89PCT)，19Q3毛利率提升幅度较大主要由于公司加强折扣控制力度以及秋冬季产品售罄率、折扣率较高。

分品牌来看,2019年1-9月DA、DM、DZ、RA品牌毛利率分别为76.27%(+1.46PCT)、79.26%(+0.15PCT)、73.60%(+0.60PCT)、76.54%(+1.27PCT)，主要由于公司加强品牌价格管控、秋冬产品折扣率较高，盈利能力提升。

分渠道来看,2019年1-9月直营、经销、电商渠道毛利率分别为79.57%(+1.43PCT)、70.46%(+0.29PCT)、78.67%(+0.63PCT)，公司各渠道盈利能力均提升。

**费用率：**2019年1-9月期间费用率同降0.21PCT至38.95%，其中销售费用率同降0.14PCT至32.48%，主要由于公司收入增长带来规模效应；管理费用率（考虑研发费用）同增1.40PCT至9.00%，主要由于公司人员薪酬、资产折旧等增加；财务费用同降1.47PCT至-2.53%，主要由于利息收入增加。

#### 其他财务指标：

1) 2019年9月底公司存货为3.06亿元、较年初增加18.60%，主要由于公司秋冬产品备货。公司库存管理能力强、库存周转速度加快，2019年1-9月公司存货周转率、存货收入比为1.48、17.98%，18年同期为1.34、20.75%。

2) 2019年9月底应收账款较年初降12.64%至5125.56万元，应收账款周转率为31.01，18年同期为30.78，周转率基本持平。

3) 2019年1-9月资产减值损失为2339.52万元，18年同期为-5220.69万元，主要由于2018年当期转回资产减值损失。

4) 2019年1-9月经营活动净现金流同增51.42%至5.33亿元，主要由于销售回款、税收返还、其他经营活动收到的现金增加。

#### ◆中高端时尚龙头业绩增长确定性强，分红率、股息率较高

我们认为：1) 公司作为中高端女装龙头，近年来持续投入加强会员管理、销售人员激励及培训，注重店效增长效果显现，未来公司将继续推广店效提升举措，增加线上渠道投入，收入有望保持较快增长。2) 2018年公司参与商场活动、增加经销商折扣影响毛利率，2019年加强价格管控，毛利率有所回升，未来将继续加强终端价格管理，维护品牌形象，提升毛利率。

2018 年子公司房地产诉讼落地冲减资产减值损失、净利基数较高，2019 年净利增速预计有所收窄。3) 2019 年 6 月 29 日股东云峰基金计划减持公司股份不超过 1600 万股，占总股本的 3.99%，截止 2019 年 10 月 19 日已减持 400.83 万股，占总股本的 1%，减持均价为 21.35 元/股，减持计划尚未实施完毕。

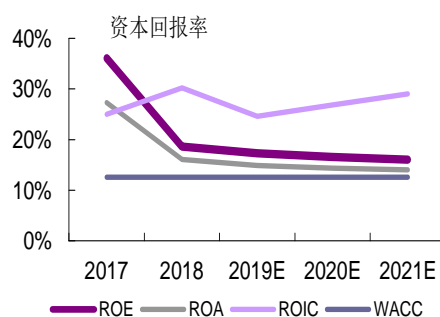
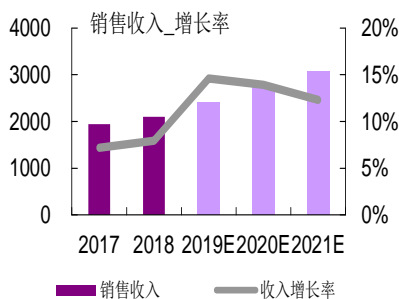
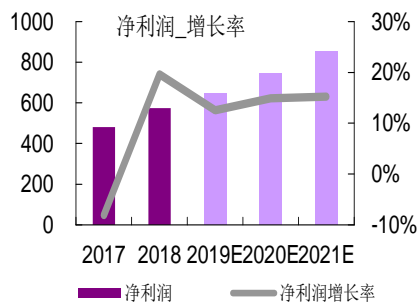
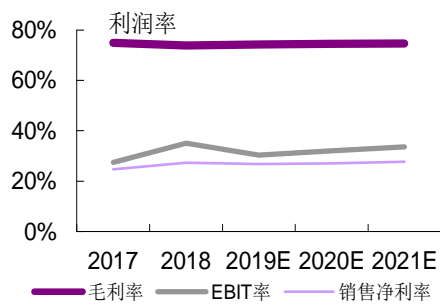
我们维持 2019-21 年 EPS 预测为 1.61/1.85/2.13 元，当前股价对应 19 年 15 倍 PE。2018 年公司分红率为 64.5%，股息率为 4.33%。我们看好公司打造中高端时尚集团，品牌运营能力强，持续强化品牌优势，业绩增长确定性较强，股息率高且较为稳定，维持“增持”评级。

◆风险提示：服装消费疲软、渠道拓展不及预期、库存积压等。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,946	2,100	2,407	2,743	3,080
营业收入增长率	7.18%	7.94%	14.61%	13.93%	12.31%
净利润 (百万元)	480	574	646	742	855
净利润增长率	-8.09%	19.59%	12.51%	14.89%	15.25%
EPS (元)	1.20	1.43	1.61	1.85	2.13
ROE (归属母公司) (摊薄)	36.05%	18.60%	17.31%	16.58%	16.05%
P/E	19	16	15	12	11
P/B	7.0	3.0	2.5	2.3	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 30 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1,946</b>	<b>2,100</b>	<b>2,407</b>	<b>2,743</b>	<b>3,080</b>
营业成本	490	548	620	699	780
折旧和摊销	42	57	7	15	19
营业税费	29	27	24	27	31
销售费用	609	707	806	891	970
管理费用	154	126	200	219	243
财务费用	-31	-30	-34	-45	-60
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	16	15	15	15
<b>营业利润</b>	<b>565</b>	<b>725</b>	<b>781</b>	<b>939</b>	<b>1,110</b>
<b>利润总额</b>	<b>644</b>	<b>769</b>	<b>861</b>	<b>989</b>	<b>1,140</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>480</b>	<b>574</b>	<b>646</b>	<b>742</b>	<b>855</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>1,760</b>	<b>3,569</b>	<b>4,351</b>	<b>5,177</b>	<b>6,109</b>
流动资产	1,435	2,976	3,518	4,307	5,205
货币资金	905	2,530	2,943	3,664	4,504
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	55	59	70	79	88
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	67	68	73	86	99
存货	255	258	333	355	367
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	188	384	607	664	711
无形资产	12	9	8	7	7
<b>总负债</b>	<b>427</b>	<b>481</b>	<b>617</b>	<b>701</b>	<b>778</b>
无息负债	427	481	617	701	778
有息负债	0	0	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>1,333</b>	<b>3,088</b>	<b>3,734</b>	<b>4,476</b>	<b>5,331</b>
股本	340	401	401	401	401
公积金	238	1,797	1,797	1,797	1,797
未分配利润	754	889	1,535	2,277	3,132
少数股东权益	2	2	2	2	2

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>561</b>	<b>585</b>	<b>569</b>	<b>677</b>	<b>796</b>
净利润	480	574	646	742	855
折旧摊销	42	57	7	15	19
净营运资金增加	260	-47	220	219	203
其他	-221	0	-304	-300	-281
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-277</b>	<b>-143</b>	<b>-235</b>	<b>-35</b>	<b>-35</b>
净资本支出	-277	-158	-250	-50	-50
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	16	15	15	15
<b>融资活动现金流</b>	<b>-40</b>	<b>1,181</b>	<b>78</b>	<b>80</b>	<b>79</b>
股本变化	0	61	0	0	0
债务净变化	-1	0	0	0	0
无息负债变化	-45	54	136	84	77
<b>净现金流</b>	<b>242</b>	<b>1,625</b>	<b>412</b>	<b>722</b>	<b>840</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	7.18%	7.94%	14.61%	13.93%	12.31%
净利润增长率	-8.09%	19.59%	12.51%	14.89%	15.25%
EBITDA 增长率	-14.28%	37.36%	-6.79%	21.15%	17.75%
EBIT 增长率	-15.63%	37.52%	-0.50%	20.24%	17.64%
<b>估值指标</b>					
PE	19	16	15	12	11
PB	7	3	2	2	2
EV/EBITDA	14	10	10	8	7
EV/EBIT	15	11	11	9	7
EV/NOPLAT	20	15	14	12	10
EV/Sales	4	4	3	3	2
EV/IC	5	4	4	3	3
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	74.84%	73.90%	74.26%	74.51%	74.67%
EBITDA 率	29.66%	37.75%	30.70%	32.64%	34.22%
EBIT 率	27.48%	35.02%	30.40%	32.08%	33.60%
税前净利润率	33.09%	36.63%	35.78%	36.07%	37.02%
税后净利润率 (归属母公司)	24.67%	27.33%	26.83%	27.06%	27.76%
ROA	27.28%	16.09%	14.85%	14.33%	14.00%
ROE (归属母公司) (摊薄)	36.05%	18.60%	17.31%	16.58%	16.05%
经营性 ROIC	25.02%	30.22%	24.57%	26.88%	29.05%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	3.55	6.49	6.36	7.16	7.89
速动比率	2.92	5.92	5.76	6.57	7.33
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	1.20	1.43	1.61	1.85	2.13
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.40	1.46	1.42	1.69	1.99
每股自由现金流(FCFF)	0.08	1.13	0.28	1.08	1.40
每股净资产	3.32	7.70	9.31	11.16	13.29
每股销售收入	4.85	5.24	6.00	6.84	7.68

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼