

地素时尚新股报告：原创设计打造下的高品质时尚集团

2018 年 06 月 21 日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1945.9	2216.6	2500.4	2814.8
同比（%）	7.2%	13.9%	12.8%	12.6%
净利润（百万元）	480.1	577.6	660.5	731.2
同比（%）	-8.1%	20.3%	14.3%	10.7%
每股收益（元/股）	1.41	1.44	1.65	1.82
P/E（倍）	23.0	19.1	16.7	15.1

投资要点

- **设计领先的多品牌中高端时尚集团。**地素时尚成立于 2002 年，发展至今已成为拥有五大品牌（DAZZLE、DIAMOND DAZZLE、d'zzit、NABY DAZZLE 特别系列以及男装 RAZZLE 品牌）、1038 家终端门店的中高端时尚集团，2017 年收入/利润规模达到 19.5 亿元/4.8 亿元。
- **一流独立设计研发能力+严控品质打造优秀服装产品，构成品牌核心竞争力，保证公司毛利率水平居于行业前列。**董事长马瑞敏主管公司设计出身，首席设计师程斯博拥有 15 年以上时装设计经验并自公司设立以来一直担任设计师职务，保证了设计风格的一贯性；同时地素敢于选择使用风格大胆、工艺和色彩富有创新性的面料，强大的设计团队保证每季产品中的上市款色均出自原创设计，目前公司已拥有受专业机构认定的 2194 项图案花纹或服装搭配的登记著作权。凭借出众的设计研发能力、丰富而独创的产品组合及对供应商的严格控制与良好合作，公司毛利率一直保持在行业前列，2017 年仍达到 74.84%。
- **报表质量非常优秀。**优质的产品+多样化的品牌营销及精细渠道管理下，17 年公司 VIP 客户已超过 10 万，各品牌终端门店始终维持高且稳定的店效水准，保证了稳定的收入和利润规模，加之产品强竞争力维持高毛利以及高周转，公司展现出高于同业的 ROE 水准，报表质量优秀。
- **盈利预测：**总体来看：1) 我们预计主品牌 DAZZLE 及单价稍低、设计更为活泼的 d'zzit 品牌仍将是公司拓展营销网络的主力品牌，我们预计两者门店都将以每年 30/40 家的净增加速度展开品牌扩张（包括直营和经销）。2) 定偏高端的 DIAMOND DAZZLE 将保持温和的门店扩张，预计渠道每年增长在低个位数水平。3) NABY DAZZLE 维持温和增长。4) 男装 RAZZLE 品牌经历 2017 年启动后预计现有门店将在 2018 年销售发力。总体来看，我们预计 18/19/20 年公司收入增长 14%/13%/13%至 22.2/25.0/28.1 亿元，实现净利润同比增长 20%/14%/11%至 5.8/6.6/7.3 亿元，按照 27.52 元/股发行价计算 PE 为 19/17/15X，作为纺服领域报表质量非常优秀、拥有较大增长潜力的高端女装标的，建议积极关注。
- **风险提示：**零售环境遇冷的风险，未能把握流行趋势造成产品滞销的风险，门店扩张不及预期的风险

股价走势



市场数据

发行价（元）	27.52
一年最低/最高价	N.A.
市净率（倍）	3.79
流通 A 股市值（百万元）	1,678.72

基础数据

每股净资产（元）（发行后）	7.27
资产负债率（%）（2018Q1）	21.91
总股本（百万股）	401.00
流通 A 股（百万股）	61.00

相关研究

内容目录

1. 长于原创性设计的中高端时尚品牌集团	5
1.1. 知名时装品牌，收入和利润复合增速居于行业前列	5
1.2. 股权相对集中，管理层及核心人员激励到位，背靠顶级资本云锋基金发展有所保障	6
2. 独立设计研发能力+多元化营销，打造品牌卓越竞争力	7
2.1. 一流独立设计研发能力+严控品质打造优秀服装产品，构成品牌核心竞争力，保证公司毛利率水平居于行业前列	7
2.1.1. 一流设计：产品研发设计持续投入，团队经验丰富、设计能力出众	7
2.1.2. 严控品质：全球范围选购优质面料，严格筛选供应商	9
2.2. 多样化营销提升品牌关注度，注重细节为消费者提供更好购物体验	11
2.2.1. 门店设计用心：为消费者提供更好的购物体验	11
2.2.2. 跨界活动：提高品牌影响力的同时增加高级感，品牌形象深入人心	11
2.2.3. 高效推广：品牌服饰通过不定期时尚大秀、知名杂志推广和明星带货持续曝光，吸引更多消费者	12
2.2.4. 设立 VIP 制度培育并积累大批忠实及优质客群	13
3. 多品牌运作：定位中高端品牌时装，多维度、深层次渗透女装市场，具有强大的品牌服装能力	14
3.1. DAZZLE：定位中高端女装的主打品牌，营销网络广泛，15 年市占率位居我国中高端女装市场第三	15
3.2. DIAMOND DAZZLE：定位高端时装的轻奢品牌，进一步提升公司品牌力，引领时尚潮流	18
3.3. d'zzit：定位中端潮流女装优质品牌，作为差异化组合的有效补充，成为公司新的快速增长点	20
3.4. RAZZLE：定位于中高端男装的潜力品牌，填补男装奢侈品牌与快时尚品牌之间空白，未来的全新增长点	22
3.5. NABY DAZZLE 定位于中高端女装的特别系列，借力明星效应，丰富品牌内涵	23
4. 经销与直营双轮驱动，一二线城市为核心辐射至三四线城市，营销网络广覆盖	24
5.1. 直营：一二线城市为主，单店收入稳中有升	26
5.2. 经销：稳步发展优质经销商，单店收入保持稳定	27
4. 财务分析：内生增长强劲，高毛利率、高 ROE，盈利能力突出	28
6. 盈利预测	32
7. 风险提示	34

图表目录

图 1: 地素时尚女装产品宣传图.....	5
图 2: 地素时尚 2012-2017 年收入及增速	5
图 3: 地素时尚 2012-2017 年规模净利润及其增速.....	5
图 4: 地素时尚 IPO 发行后股权结构	6
图 5: 地素时尚 2015-2017 年研发费用及其占营收比重 (单位: 百万元)	8
图 6: RAZZLE 官方宣传图	9
图 7: 王俊凯、陈伟霆、邓伦身着 RAZZLE 拍摄时尚大片.....	9
图 8: 2012-2017 年地素时尚毛利率水平居于行业前列.....	10
图 9: RAZZLE 全球首家品牌概念店	11
图 10: DAZZLE 将花店概念带进门店	11
图 11: 地素时尚跨界合作至 DAZZLE 女子十公里时尚跑.....	11
图 12: RAZZLE 2018 春夏系列“IT'S RAZZLE DAZZLE TIME”大秀	12
图 13: “带货女王”杨幂在多个场合身着 DAZZLE 服饰.....	13
图 14: 地素时尚 2015-2017 年 VIP 人数大幅增长	14
图 15: DAZZLE 品牌 2018 年春夏新品时尚风格	16
图 16: 2014-2017 年 DAZZLE 品牌收入及增速.....	17
图 17: 2014-2017 年 DAZZLE 品牌渠道情况	17
图 18: 地素时尚 2014-2017 年 DAZZLE 品牌各渠道收入及增速.....	17
图 19: 2014-2017 年 DAZZLE 品牌单店收入及增速.....	18
图 20: 2014-2017 年 DAZZLE 品牌毛利率.....	18
图 21: DIAMOND DAZZLE 品牌 2018 年春夏新品时尚风格.....	18
图 22: 2014-2017 年 DIAMOND DAZZLE 品牌收入及增速.....	19
图 23: 2014-2017 年 DIAMOND DAZZLE 品牌渠道情况.....	19
图 24: 地素时尚 2014-2017 年 DIAMOND DAZZLE 品牌各渠道收入及增速 (单位: 百万元)	19
图 25: 2014-2017 年 DIAMOND DAZZLE 品牌单店收入及增速.....	20
图 26: 2014-2017 年 DIAMOND DAZZLE 品牌毛利率及增速.....	20
图 27: d'zzit 品牌 2018 年春夏新品, 时尚潮流.....	20
图 28: 2014-2017 年 d'zzit 品牌收入及增速.....	21
图 29: 2014-2017 年 d'zzit 品牌渠道情况.....	21
图 30: 地素时尚 2014-2017 年 d'zzit 品牌各渠道收入及增速	21
图 31: 2014-2017 年 d'zzit 品牌单店收入及增速	22
图 32: 2014-2017 年 d'zzit 品牌毛利率及增速	22
图 33: 2018 春季 RAZZLE 风格	23
图 34: RAZZLE 各类产品平均单价 (单位: 元/件)	23
图 35: 著名歌者那英亲身演绎的 NA BY DAZZLE 特别系列的风格.....	23
图 36: NA BY DAZZLE 销售收入及其增速	24
图 37: 2016-2017 年 NA BY DAZZLE 毛利率.....	24
图 38: 2015-2017 年地素时尚各渠道收入占比	25
图 39: 2015-2017 年地素时尚直营+经销收入及增速	25
图 40: 地素时尚营销网点地域分布 (截至 2017 年 12 月底)	25
图 41: 地素时尚 2015-2017 年分地区收入结构 (单位: 百万元)	26
图 42: 地素时尚 2015-2017 年直营收入及增速	26

图 43: 地素时尚 2015-2017 年直营渠道构成	26
图 44: 地素时尚 2015-2017 年直营分渠道单店收入	27
图 45: 地素时尚 2015-2017 年直营毛利率	27
图 46: 地素时尚 2015-2017 年经销收入及增速	27
图 47: 地素时尚 2015-2017 年直营渠道数量	27
图 48: 地素时尚 2015-2017 年经销渠道单店收入	28
图 49: 地素时尚 2015-2017 年经销毛利率	28
图 50: 地素时尚 2015-2017 年电商收入及增速	28
图 51: 地素时尚 2015-2017 年电商毛利率	28
图 52: 地素时尚 2012-2017 年毛利率同业最高	30
图 53: 地素时尚 2012-2017 年净利率同业最高	30
图 54: 地素时尚 2012-2017 年销售费用率处于较低水平	30
图 55: 地素时尚 2012-2017 年管理费用率行业最低	30
图 56: 地素时尚 2012-2017 年经营活动现金流稳健	31
表 1: 马氏家族简要介绍	6
表 2: 地素时尚高管及核心成员简要介绍 (通过员工持股平台拥有公司股份)	6
表 3: 地素时尚目前品牌矩阵	14
表 4: 地素时尚 2014-2017 年分品牌收入情况	15
表 5: 2014 年度至 2015 年度, 我国中高端女装市场占有率 (以零售额计) 前十大品牌	16
表 6: 地素时尚与同业公司收入和净利润对比一览	29
表 7: 地素时尚 2012-2017 年存货周转率与应收账款周转率与同业对比情况	31
表 8: 地素时尚 2012-2017 年 ROE 与同业对比情况及其杜邦分解	31
表 9: 公司 IPO 募投项目	33
表 10: 驱动因素拆分 (单位: 百万元)	33

1. 长于原创性设计的中高端时尚品牌集团

1.1. 知名时装品牌，收入和利润复合增速居于行业前列

地素时尚成立于 2002 年，是一家多个自主品牌运作的服饰时尚集团，前身为上海地素商贸有限公司，2013 年改制为股份有限公司，主要从事中高端品牌女装相关的设计、推广以及销售。自成立以来，公司围绕中高端品牌女装的定位，先后创立四个知名女装品牌和一个男装品牌，包括 DAZZLE、DIAMOND DAZZLE、d'zzit、NA BY DAZZLE 特别系列以及男装 RAZZLE 品牌。截至 2017 年底，公司共拥有 1,038 家中高端销售终端，覆盖全国绝大部分省、自治区和直辖市，并已在澳门、日本开设门店。

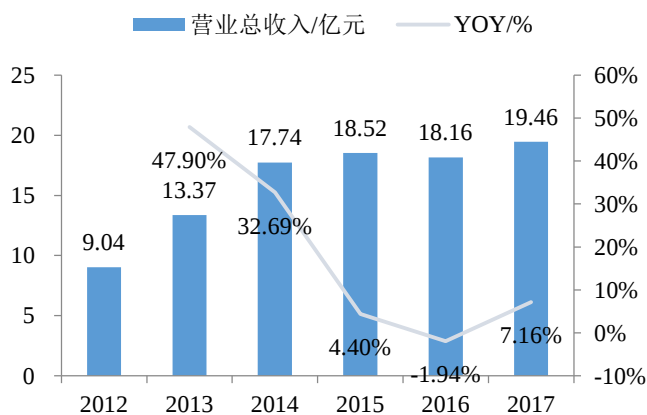
图 1：地素时尚女装产品宣传图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

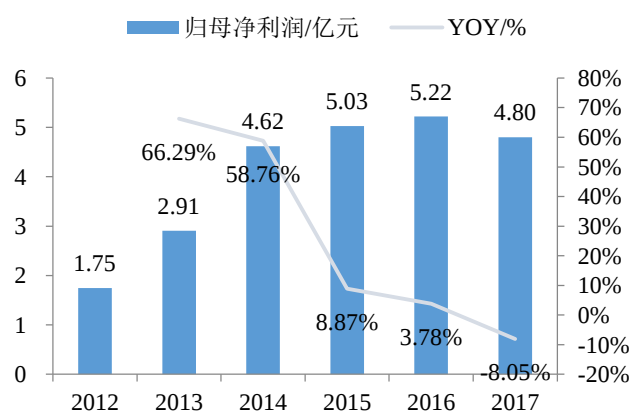
收入和利润稳健，过去五年收入复合增速达 16.57%。自 2012 年以来，得益于门店稳步扩张和单店收入提升，公司销售规模持续增长，12-17 年营收复合增长 16.57%。2017 年营收同增 7.16% 至 19.46 亿，归母净利润为 4.80 亿。

图 2：地素时尚 2012-2017 年收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：地素时尚 2012-2017 年规模净利润及其增速

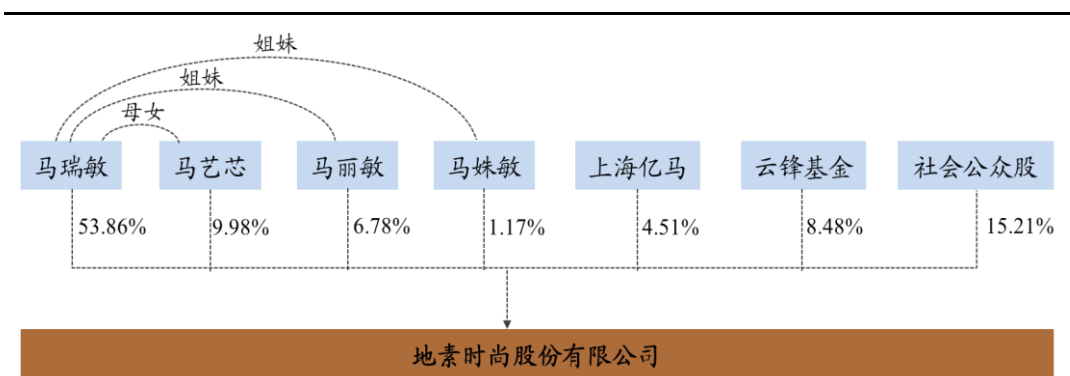


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 股权相对集中，管理层及核心人员激励到位，背靠顶级资本云锋基金发展有所保障

股权集中，中高层激励到位。CEO 家族持股比例高，实际控制人马瑞敏之外，马氏家族在公司均身居要职，其女儿马艺芯（任商品部总监）持股 9.98%，妹妹马丽敏（任副董事长、副总经理）、马姝敏（任供应链管理中心总监）分别持股 6.78%/1.17%，合计持有公司 71.79% 股权。此外，公司其他高管及核心人员也都通过员工持股平台上海亿马持有股份；截至 2018 年 6 月底，董事会秘书江瀛、首席设计师程斯博、副总经理兼财务总监彭正昌、监事肖锋等中高层管理人员间接持有公司共计 4.51% 股权。通过设置员工持股平台，管理团队及核心人员与公司利益高度一致，形成有效激励。

图 4：地素时尚 IPO 发行后股权结构



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

表 1：马氏家族简要介绍

持股人	任职情况	个人履历	持股比例
马瑞敏	董事长、总经理	2002 年创办地素有限，先后担任品牌总监、执行董事、执行董事兼总经理、董事长兼总经理；毕业于浙江传媒学院，曾于温州电视台担任时尚女主播；后于长江商学院攻读 EMBA，在此期间结识云锋基金相关人士，并间接持有蚂蚁金服部分股份	53.86%
马艺芯	商品部总监	2014 年 12 月加入地素时尚；此前（2014 年 2 月-2014 年 10 月）担任现代传播集团（时尚杂志出版）总经理助理；毕业于纽约大学	9.98%
马丽敏	副董事长、副总经理	2004 年进入地素有限工作，先后担任商品部经理、产品总监、副董事长兼副总经理；2015 年受让马瑞敏所持股份 8%，长江商学院 EMBA	6.78%
马姝敏	董事、供应链管理中心总监	2011 年加入地素有限；此前，自 1999 年起，任浙江省温州市鹿城区法院书记员；2015 年受让马瑞敏所持股份 1.39%。本科学历，长江商学院 EMBA 在读，具有法律职业资格。	1.17%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：地素时尚高管及核心成员简要介绍（通过员工持股平台拥有公司股份）

姓名	任职情况	加入公司时间	个人履历	备注
江瀛	董秘、法务总监、人力资源总监、全资子公司地素国际执行董事	2011 年	本科学历，香港中文大学 EMBA，具有法律职业资格。自 1998 年起，历任浙江省温州市鹿城区法院法官、浙江海昌律师事务所律师。与马姝敏为夫妻关系。	上海亿马普通合伙人，持有其 75.45% 股权

程斯博	首席设计师	2002 年	现任公司首席设计师，2002 年开始在公司先后担任针织设计师、首席设计师；本科学历；2000 年起任逸飞服饰有限公司设计师。	上海亿马 LP，持有其 11.13% 股权
彭正昌	副总经理、财务总监	2013 年	现任公司董事、副总经理、财务总监，山东石大胜华化工集团股份有限公司独立董事；博士学历，香港中文大学 EMBA，中国注册会计师协会非执业会员；2001 年起，历任江西宜丰中晟会计师事务所合伙人、四川高金食品股份有限公司董事、副总经理兼财务总监、朗姿股份有限公司副总经理兼财务总监等。	上海亿马 LP，持有其 6.68% 股权
肖锋	供应链管理中心副总监兼技术总监	2005 年	现任供应链管理中心副总监兼生产总监；加入公司后，先后担任制版部经理兼主版师、技术总监、供应链管理中心副总监、监事；专科学历；1995 年起，历任上海贝拉维拉服饰有限公司制版师、德国麦考林邮购有限公司制版师、上海逸飞服饰有限公司制版主管。	上海亿马 LP，持有其 1.88% 股权
葛学文	供应链管理中心副总监兼生产总监	2007 年	加入公司有限，先后担任生产管理部经理、生产总监、供应链管理中心副总监；本科学历；2000 年起，历任上海静安鸿翔服饰有限公司生产经理、上海洛克空间服饰有限公司生产经理。	上海亿马 LP，持有其 1.88% 股权
陈琼	营销中心直营零售总监	2009 年	现任营销中心直营零售总监；加入公司后，先后担任区域总经理、营销中心直营零售总监；高中学历；2004 年起，曾任温州尚羽贸易有限公司副总经理。	上海亿马 LP，持有其 1.88% 股权

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

注：上海亿马剩余 1.11% 股权由地素时尚前任 CFO 王磊持有，其目前为自由职业

顶级资本云锋基金入股 8.48%，为公司发展护航。2013 年 5 月，公司引入顶级资本云锋基金，目前其为公司第三大股东；云锋基金成立于 2010 年初，由阿里巴巴董事局主席马云和聚众传媒创始人虞锋的名字共同命名，并联合一批行业领袖、成功企业家和成功创业者共同发起创立，合伙人包括巨人投资、腾讯商业、海底捞等机构和个人投资者沈国军（银泰投资董事长），蔡朝晖（联合金融集团董事局主席）、刘永好（新希望集团董事长）、周少雄（七匹狼创始人）等。云锋基金主要涉足互联网、医疗、大文娱、金融、物流等领域，纺织服装行业曾投资已上市休闲服装品牌美邦服饰和七匹狼，时尚女装领域目前只涉及地素时尚，本次公司上市后，云锋基金锁定期为 1 年，所持股票预计将于 2019 年 6 月解禁。

2. 独立设计研发能力+多元化营销，打造品牌卓越竞争力

2.1. 一流独立设计研发能力+严控品质打造优秀服装产品，构成品牌核心竞争力，保证公司毛利率水平居于行业前列

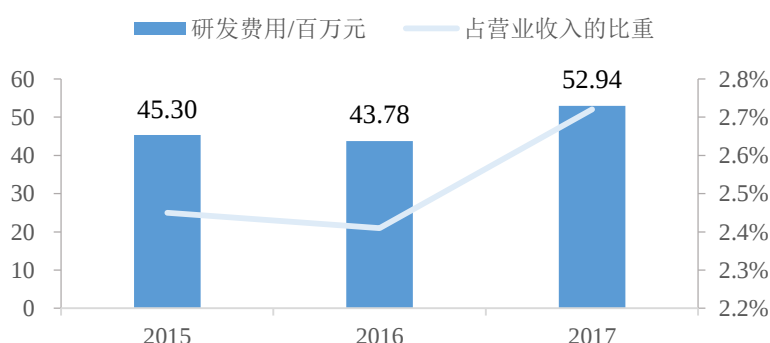
作为中高端服装品牌，服装产品本身是品牌的核心竞争力，一方面公司在设计上持续投入，保持风格的同时注重时尚潮流，一流设计吸引消费者；另一方面公司严控从前期面料到后期加工各个生产环节，保证产品质量。

2.1.1. 一流设计：产品研发设计持续投入，团队经验丰富、设计能力出众

地素时尚成立多年以来，品牌服饰的设计一直广受欢迎，这源于该品牌一直以来对服饰设计的重视。

公司董事长早年负责品牌服装的设计部分，深谙设计对中高端品牌持续发展的重要性，在设计研发方面持续投入。董事长马瑞敏主管公司设计出身，无论是对品牌风格的整体把控还是挑选设计团队上都有更优秀的能力，公司实际控制人对时尚的追求是公司长久以来能够保持设计出众的重要基础。公司在设计研发部分一直有较高投入，设计研发设备配备完整，还购买了顶尖时尚信息数据资料以便为设计师提供灵感，投入费用及其在营收中的占比都连年增长。2017 年，研发费用为 5293.82 万元，占营业收入比重为 2.72%。

图 5：地素时尚 2015-2017 年研发费用及其占营收比重（单位：百万元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

设计团队完整，首席设计师长期任职、设计能力出众。设计研发是公司品牌和产品的灵魂，公司始终严格挑选设计师团队并进行全方面自主培养，保证设计团队既有国际时尚触角又深谙本土化审美。截至 2017 年 12 月 31 日，公司的研发设计中心共有 172 名成员，其中设计师 24 名，制版师 25 名，辅助设计人员 29 名，辅助技术人员 94 名，公司主设计师均在中国时装设计界拥有多年工作经验，其中首席设计师拥有 15 年以上时装设计经验，并自公司设立以来一直担任设计师职务。另外，通过核心设计人员持股，保证了设计团队的稳定性，为公司持续推出稳定优秀的服装产品提供保障。

研发部门创新性强，各品牌每季服饰设计均自主研发，保证设计风格稳定的基础上每季有所创新。公司研发流程始于面料的海选与开发，设计研发部门拥有较高创新性和独特性，敢于选择使用风格大胆、工艺和色彩特色鲜明的面料，同时强大的设计团队保证每季产品中的上市款色均出自原创设计，目前公司已拥有受专业机构认定的 2194 项图案花纹或服装搭配的登记著作权。由于设计坚持自主研发和设计团队持续稳定，加之独特面料选择和丰富的产品及款式，公司各品牌多年来能够保持独有风格，保障了客户黏性及畅销度，增加竞争力。其次，坚持品牌整体风格的基础上，各品牌每季上市的新产品都会有所创新，其原创性和独特性受到业内认可，DAZZLE 品牌于 2015 年中国服装大奖之“最佳风格女装品牌”。另外，品牌设计也广受明星认可，林志玲、杨幂、宋佳、高圆圆、王丽坤、吴莫愁、妮娜·杜波夫(Nina Dobrev)、倪妮、何穗、王子文等都曾身着 DAZZLE 品牌服饰。

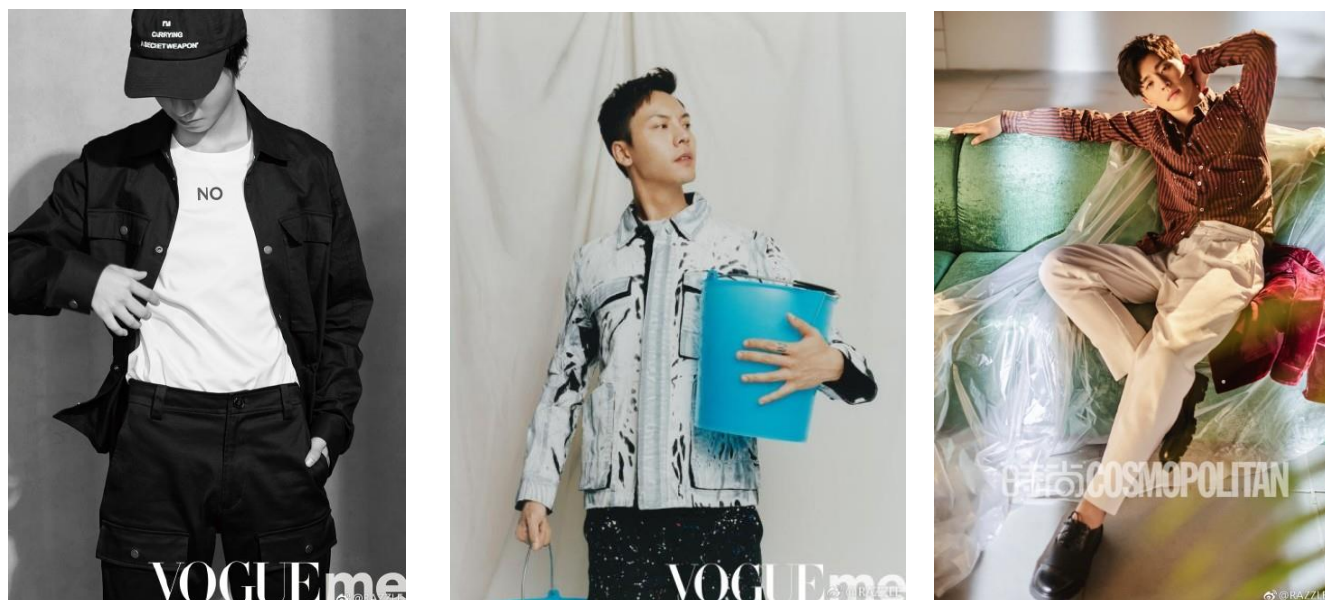
近期推出的男装设计品牌 RAZZLE 反响热烈，进一步扩大受众人群。公司原先定位于中高端女装服饰，近期于 2017 年 9 月推出首个男装品牌 RAZZLE，品牌定位于渴望寻找属自己个性表达和时尚主张的中高端男装。RAZZLE 品牌设计总监 Roberto Lorenzi 是意大利男装界的领军人物，在西方文化浸染下长大又熟知东方文化，设计的服装兼具时尚和实穿性，品牌刚刚成立就得到广泛关注和好评，众多明星如王俊凯、陈伟霆、邓伦等都曾身着 RAZZLE 服饰拍摄时尚大片。

图 6：RAZZLE 官方宣传图



数据来源：搜狐新闻、东吴证券研究所

图 7：王俊凯、陈伟霆、邓伦身着 RAZZLE 拍摄时尚大片



资料来源：RAZZLE 官方微博，东吴证券研究所

2.1.2. 严控品质：全球范围选购优质面料，严格筛选供应商

除了设计感，公司同时注重服装品质，因此无论在面料设计还是供应商筛选方面都非常严

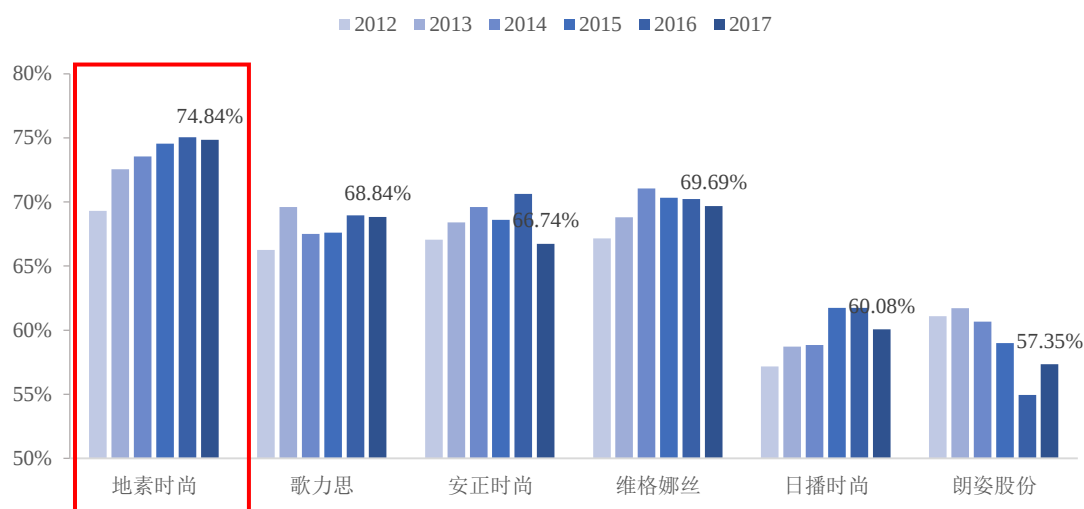
谨，保证每件成衣的品质和触感，提供极致舒适度。

服装的面料一方面需要与其本身设计的款式搭配，另一方面又要注重品质和触感，保证穿着的舒适度。所以，公司设计部门除了独特创新的服装款式，还自主设计服装面料，注重产品面料的质量和尝试，使用多种天然原料及多种新科技面料、材质的尝试。公司每年在新面料研发上投入大量资源进行相关试验，以保持各个品牌的鲜明个性。除此之外，公司还与部分优质供货商建立了良好的合作关系，共同合作开发产品所用的新型面料和设计图样，并享有该新型面料和设计图样的独家使用权。把控面料品质方面，公司选择意大利、日本等国的优质厂家作为丝、棉、毛等高品质纤维的供应商，给消费者舒适及时尚的着装感受。

供应商方面，公司建立严格的流程化的供应商管理制度，目前已拥有一批优质稳定的供应商队伍。供应商的管理制度包括供应商的准入、评估、淘汰，供应商生产流程跟踪和管理，产品采购和质量控制，以及物流运输等一系列规章制度。另外，公司在供应商生产过程中长期委派公司跟单人员做全程的技术指导，及时处理难点并监督产品质量，产品生产完成后还会送至公司内部专业质检部门做进一步逐件检验，保证每一件产品的质量。同时，公司还与部分具有研发能力的供应商合作开发新型面料和设计图样，并享有独家使用权，在保证质量和独创性的同时降低生产成本。目前，公司已拥有一批优质稳定的供应商队伍，其都来自国内外各类别的顶尖公司，包括拉链全球龙头 YKK 和优秀的服装、时装领域的无厂制造商菱华。公司与供应商的良好合作，保证了公司对市场需求的快速反应能力。

凭借出众的设计研发能力、丰富而独创的产品组合及对供应商的严格控制与良好合作，公司产品品牌定位相对较高。一方面作为知名度领先的中高端女装企业，公司产品长期保持前沿设计和高品牌附加值，产品具备较高价位定价基础；另一方面公司始终认同并坚持自我品牌价值，产品折扣力度相对较低。因此，2012-2017 年毛利率一直保持在行业前列，2017 年公司毛利率为 74.84%。

图 8：2012-2017 年地素时尚毛利率水平居于行业前列



数据来源：wind，东吴证券研究所

2.2. 多样化营销提升品牌关注度，注重细节为消费者提供更好购物体验

2.2.1. 门店设计用心：为消费者提供更好的购物体验

为了给消费者提供更好的线下购物体验，公司各品牌非常注重线下门店的设计，结合品牌风格的门店设计让消费者在购物的同时感受到品牌的风格和理念。例如在推出首个男装品牌 RAZZLE 时，公司聘请日本潮流空间之父、国际商业室内空间设计大师片山正通亲自为 RAZZLE 打造了全球首家品牌概念店；2015 年，公司还与法国花店跨界合作，将花店概念带进部分门店，强化品牌的“时尚生活方式”的理念。

图 9：RAZZLE 全球首家品牌概念店



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 10：DAZZLE 将花店概念带进门店



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2.2.2. 跨界活动：提高品牌影响力的同时增加高级感，品牌形象深入人心

不定期举行一些跨界活动，冠名的公益活动有助于提高公司美誉度，提升公司形象，而一些艺术大师的合作活动在传达品牌理念的同时可以增加品牌的高级感，加深消费者对品牌的认知。公司经常举办一些公益活动，例如举办“DAZZLE 女子十公里时尚跑”活动、持续资助“零钱电影院”、“DAZZLE 阳光书屋”、“DAZZLE 阳光音乐教室”等项目，彰显企业的社会责任感；另一方面，品牌持续不断与国家及艺术家跨界合作，以不同艺术形式，表达品牌个性并把艺术与品牌紧密联系起来，例如近年来 DAZZLE 与岳敏君、意大利时尚摄影师 Carlotta Manaigo 和舞蹈家 Francesca Mattavelli 进行跨界合作，DIAMOND DAZZLE 曾与意大利超现实主义画家 Nicoletta Ceccoli 合作，d'zzit 曾与美国乐团 Bad Girlfriend 进行多层面合作。这些都极大提升公司品牌美誉度。

图 11：地素时尚跨界合作至 DAZZLE 女子十公里时尚跑



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2.2.3. 高效推广：品牌服饰通过不定期时尚大秀、知名杂志推广和明星带货持续曝光，吸引更多消费者

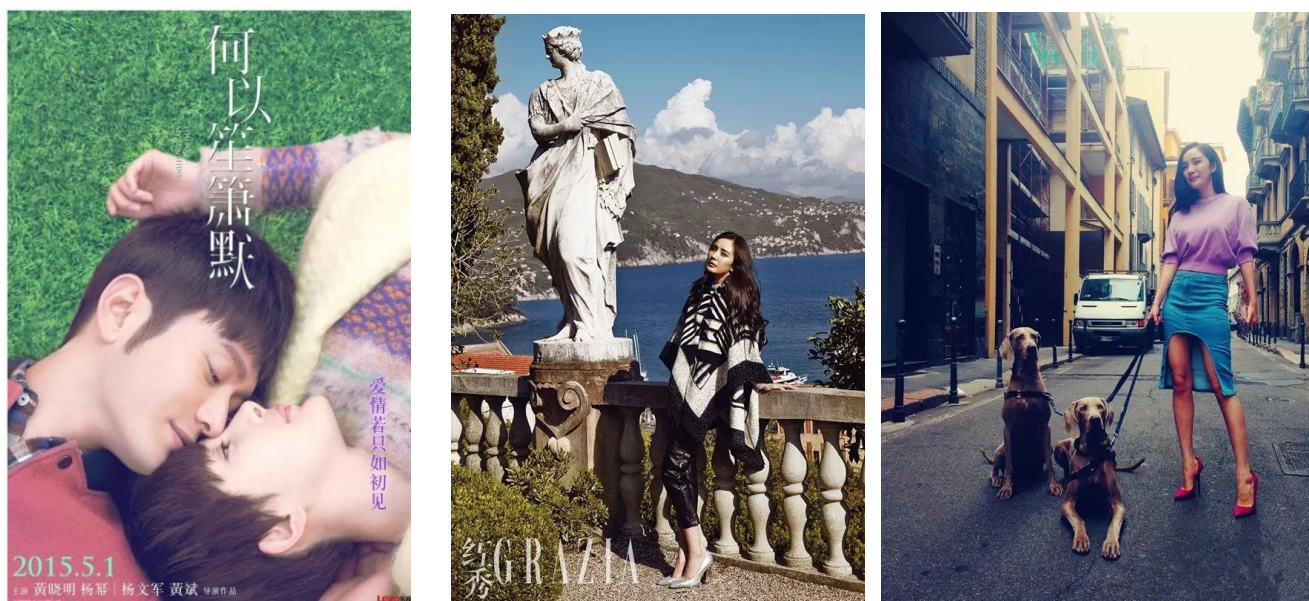
采取多种推广方式对公司每季的上市新品进行推广，提高产品曝光度，吸引更多客户群体。一方面公司会不定期举办一些大型时装秀活动来推广新一季商品；另一方面，公司充分利用明星效应，邀请大牌明星身着 DAZZLE 拍摄时尚杂志大片，同时由于公司服装本身设计的优秀吸引了很多大牌明星，很多明星都曾在各个场合身着公司旗下品牌服饰，形成的“带货效应”也给公司提供了强有力的宣传，诸如“带货女王”杨幂在电视剧、时尚杂志和日常生活中都曾穿过 DAZZLE 或 DIAMOND DAZZLE 品牌服饰。此外，公司还斥资创建 DAZZLE FASHION showroom 以展示新季样衣，为媒体、潮人和明星借衣提供便利。

图 12：RAZZLE 2018 春夏系列“IT'S RAZZLE DAZZLE TIME”大秀



资料来源：华衣网、东吴证券研究所

图 13：“带货女王”杨幂在多个场合身着 DAZZLE 服饰



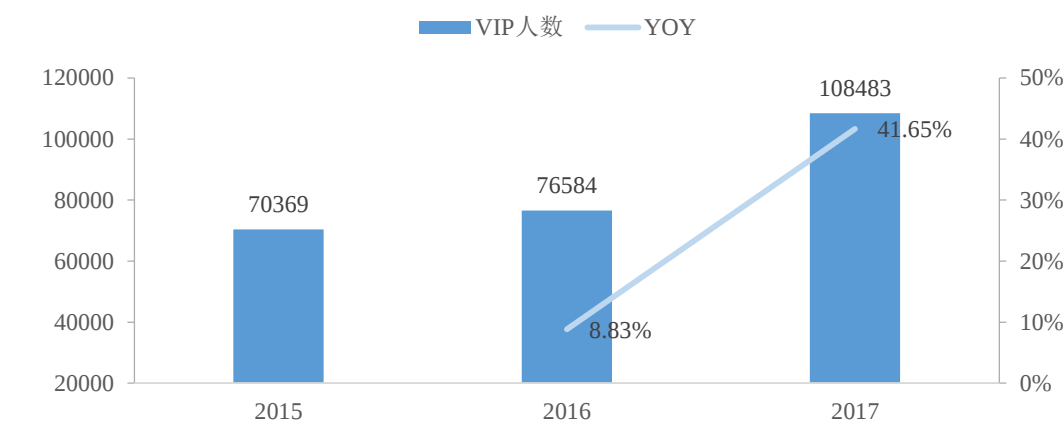
资料来源：中国品牌时尚网，东吴证券研究所

尝试联名系列，丰富公司的品牌内涵，扩大覆盖人群。值得一提的是，公司在 2016 年与著名歌者那英携手推出 NABY DAZZLE 特别系列，进一步丰富公司的品牌内涵和扩大覆盖人群，同时利用其影响力为公司做出有力宣传。

2.2.4. 设立 VIP 制度培育并积累大批忠实及优质客群

设立 VIP 制度，增强品牌粘性。凭借独特大胆的设计风格 and 精致的产品及多元化推广，公司已积累了大批客群。在此基础上，公司还设立了 VIP 会员制度，为其提供福利，不断增强品牌粘性。2016 年，公司对三大核心品牌 VIP 系统进行合并优化，只需在某一核心品牌店铺消费超一定金额即可成为三个品牌 VIP 会员，多品牌组合满足消费者不同场合时尚需求，进一步提升会员交叉购买率并有利于公司开发新会员。对 VIP 管理上，公司线下通过举办 VIP 聚会活动回馈消费者，线上通过微信、微博等新媒体工具与消费者互动，提升品牌凝聚力，增强客户粘性；截至 2018 年 6 月，公司主品牌 DAZZLE 及新推出品牌 RAZZLE 分别拥有 16 万、17 万微博粉丝。此外，公司还推出 VIP 分层计划，进一步提升消费者忠诚度。2015-2017 年，在公司直营店产生实际消费分 VIP 人数实现大幅增长，由 15 年的 70369 人增至 2017 年的 108483 人。庞大的 VIP 会员为公司收集消费者信息及精准化营销提供了良好基础。未来，公司还将继续创新针对 VIP 客户关系管理系统，保持消费者对品牌的好感与忠诚，提升品牌粘性。

图 14：地素时尚 2015-2017 年 VIP 人数大幅增长



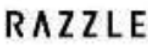
资料来源：华衣网、东吴证券研究所

3. 多品牌运作：定位中高端品牌时装，多维度、深层次渗透女装市场，具有强大的品牌服装能力

定位中高端品牌女装，差异化品牌组合对消费群体全覆盖。作为中国知名时装品牌之一，公司目前已形成 DAZZLE、DIAMOND DAZZLE、d'zzit 和 RAZZLE 等多品牌共同发展的态势。

(1) 女装方面：DAZZLE、DIAMOND DAZZLE、d'zzit 作为三大核心品牌，均有明确产品风格和定位，以最大程度实现产品覆盖人群，目前主要针对 18-45 岁的女性消费群体，形成了多维度、深层次消费者覆盖。其中，2005 年推出 DAZZLE 品牌，定位于中高端时装；2010 年及 2011 年推出 DIAMOND DAZZLE 及 d'zzit 品牌，分别定位于高端时装和中端潮流女装。(2) 男装方面：2017 年下半年推出 RAZZLE 品牌，进一步丰富公司品牌内涵并扩大覆盖人群。此外，在自有品牌基础上，公司 2016 与著名歌手那英携手推出 NABY DAZZLE 特别系列，进一步提升品牌力。据 Euromonitor 品牌零售额数据，2015 年公司主打品牌 DAZZLE 市占率位居中高端女装品牌第三位，市占率达到 1.54%。

表 3：地素时尚目前品牌矩阵

品牌名称	品牌商标	品牌定位	目标群体	品牌阶段	2017 年运营情况
DAZZLE (2005)		中高端时装	25-40 岁 自由率性、自信独立、追求 时尚与艺术的都市女性	成熟，核心品牌	收入 11.36 亿元； 门店数 614 家
DIAMOND DAZZLE (2010)		高端时装	30-45 岁 追求高端、精致、时尚生活 的优雅女性	成熟，核心品牌	收入 1.48 亿元； 门店数 46 家
d'zzit (2011)		中端潮流 女装	18-35 岁 独立个性，具有颠覆和创新 思维的潮流引领者	成熟，核心品牌	收入 6.40 亿元； 门店数 368 家
RAZZLE (2017)		中高端男 装	25-40 岁， 善于表达个性和时尚主张 的男性	培育期，于 2017 年 9 月首次面世	收入 269.47 万元， 门店数 10 家

NABY DAZZLE (2016)	NA BY DAZZLE	中高端女装	25-40 岁， 自信独立，内心强大，追求 完美的女性	培育期，2016 年 与著名歌手那英 推出的特别系列	收入 1390.33 万元
--------------------------	--------------	-------	-----------------------------------	----------------------------------	---------------

资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

分品牌收入看，公司营业收入主要源于 DAZZLE、DIAMOND DAZZLE 和 d'zzit 三大自有核心品牌。2017 年公司销售收入同增 7.18% 至 19.4 亿元，其中，近六成收入来自主打品牌 DAZZLE；其次，定位在中端潮流女装的 d'zzit 品牌也是集团收入主要来源之一，2017 年其销售额同比增长 10.85% 至 6.4 亿元，占总收入 33%。DIAMOND DAZZLE 品牌 2017 年收入增长 7%，占总收入的 7.64%。总体看，三大核心自有品牌销售收入占比超 99%；而男装和特别系列方面，由于还处于培育期，目前销售额较小，对公司整体收入的贡献暂时较低。

表 4：地素时尚 2014-2017 年分品牌收入情况

单位：百万元	2014	2015	2016	2017
主营业务收入	1766.19	1843.78	1810.85	1940.80
YOY		4.39%	-1.79%	7.18%
毛利率	73.74%	74.71%	75.17%	74.96%
DAZZLE 收入	1080.63	1097.40	1093.82	1135.55
YOY		1.55%	-0.33%	3.81%
毛利率	73.05%	74.42%	75.24%	75.06%
占比	61.18%	59.52%	60.40%	58.51%
DIAMOND DAZZLE 收入	195.73	173.18	138.54	148.24
YOY		-11.52%	-20.00%	7.00%
毛利率	81.80%	82.63%	81.89%	80.91%
占比	11.08%	9.39%	7.65%	7.64%
d'zzit 收入	489.83	573.21	577.73	640.41
YOY		17.02%	0.79%	10.85%
毛利率	72.03%	72.86%	73.40%	73.30%
占比	27.73%	31.09%	31.90%	33.00%
RAZZLE 收入				2.69
YOY				
毛利率				77.47%
占比				0.14%
NA BY DAZZLE 收入			0.76	13.90
YOY				1734.21%
毛利率			81.79%	79.29%
占比			0.04%	0.72%

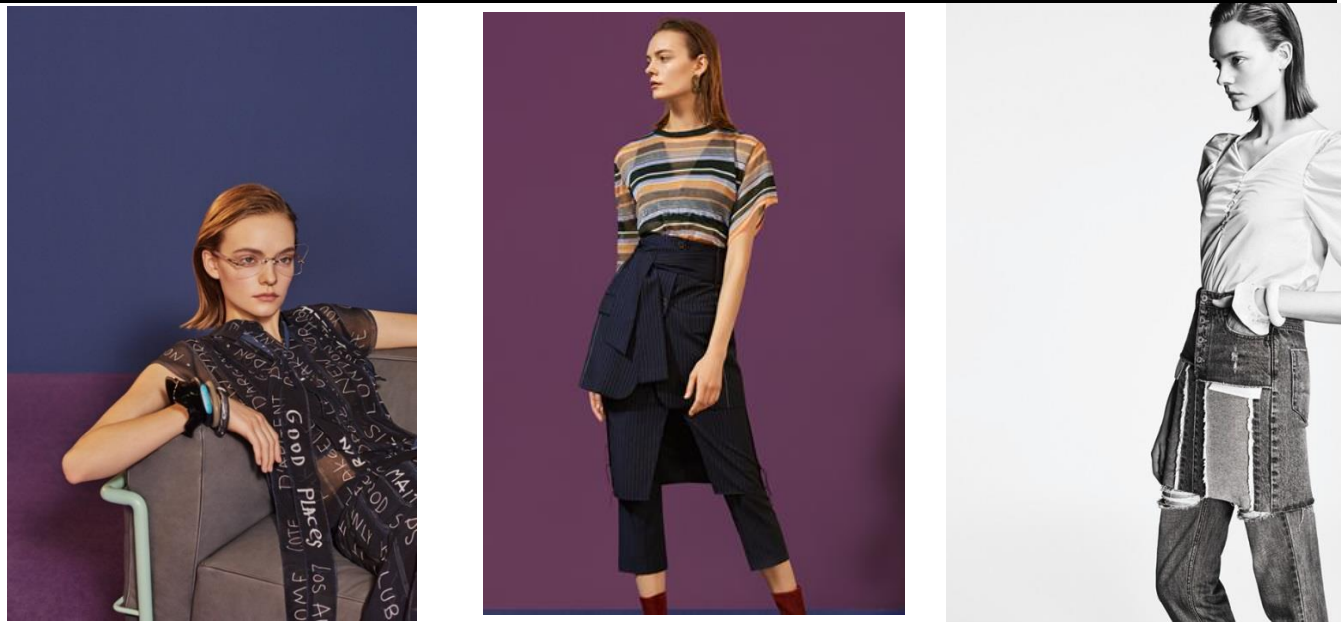
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

3.1. DAZZLE：定位中高端女装的主打品牌，营销网络广泛，15 年市占率位居我国中高端女装市场第三

主品牌 DAZZLE 定位中高端女装，致力打造多样化时尚生活方式。该品牌主要针对 25-40 岁自由率性、自信独立、追求时尚与艺术的都市女性，自 2005 年创立以来秉持“帮助人们成为

更美好的自己”的品牌信仰，并通过尖端时尚的产品升级诠释全方位生活方式，致力于打造多元化的时尚生活方式。在此过程中，“DAZZLE”品牌也获得业界广泛认可：2013 年该品牌被认证为上海市著名商标并荣获杰克·第九届中国服装品牌年度大奖的潜力大奖；2015 年又获得 2015 中国服装大奖的“最佳风格女装品牌”。2015 年 DAZZLE 品牌市占率位居中高端女装品牌第三位，市占率达到 1.54%。

图 15: DAZZLE 品牌 2018 年春夏新品时尚风格



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

表 5: 2014 年度至 2015 年度，我国中高端女装市场占有率（以零售额计）前十大品牌

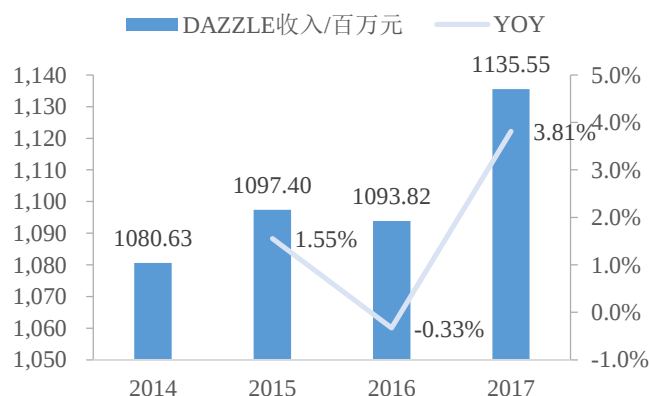
2015 年排名	品牌名称	2014 年排名	品牌名称
1	雅莹 E.P	1	雅莹 E.P
2	玛丝菲尔 Marisfrolg	2	玛丝菲尔 Marisfrolg
3	地素 DAZZLE	3	宝姿 Ports
4	宝姿 Ports	4	地素 DAZZLE
5	摩安珂 MO&Co.	5	玖姿 JZ
6	阿玛施 AMASS	6	阿玛施 AMASS
7	玖姿 JZ	7	摩安珂 MO&Co.
8	朗姿 LANCY	8	朗姿 LANCY
9	歌力思 ELLASSAY	9	卓雅 JORYA
10	卓雅 JORYA	10	维格娜丝 V GRASS

资料来源：招股说明书，Euromonitor 研究报告，东吴证券研究所

DAZZLE 作为主打品牌收入稳健增长，营销网络体系广泛。DAZZLE 品牌是公司最早推出的女装品牌，通过直营和经销并举的方式拓展渠道，自 2005 年第一家 DAZZLE 品牌店开设以来，品牌已树立良好品牌形象和较强品牌力，是公司未来持续健康增长的基石。经过

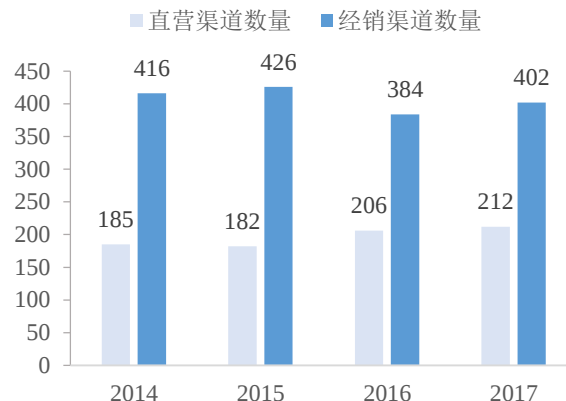
2015-2016 年公司对直营和经销店铺的主动优化清理, 2017 年, DAZZLE 品牌实现收入 11.36 亿元, 同比增长 3.81%。公司直营和经销门店数均企稳回升, 截至 2017 年底, DAZZLE 品牌拥有 212 家直营店及 402 家经销店。

图 16: 2014-2017 年 DAZZLE 品牌收入及增速



资料来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

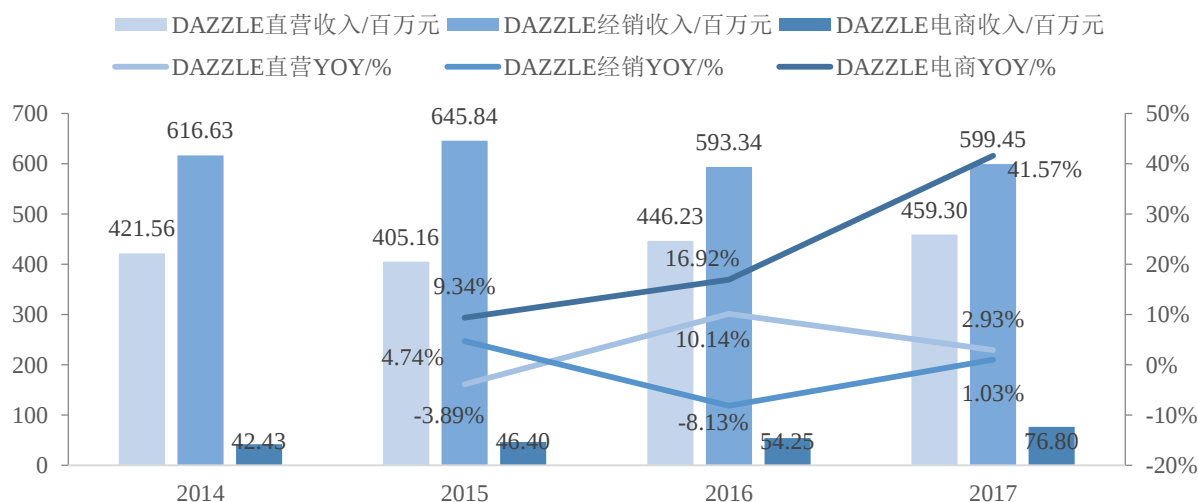
图 17: 2014-2017 年 DAZZLE 品牌渠道情况



资料来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

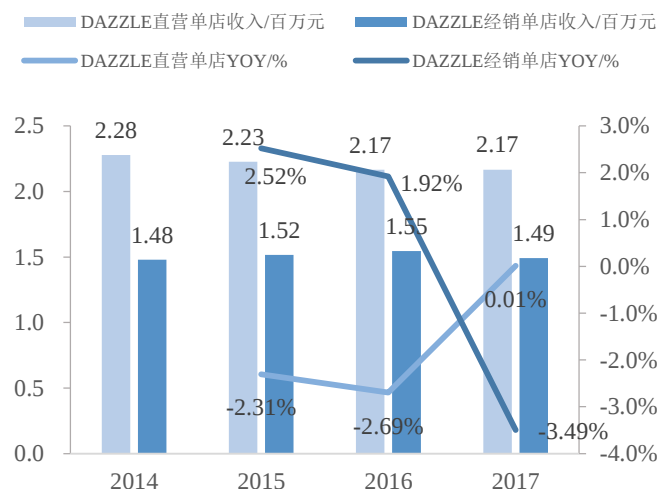
目前 DAZZLE 品牌经销为主, 直营比重逐年上升, 单店收入保持稳定水平。2017 年, 经销收入仍是 DAZZLE 品牌的主要收入来源, 占比 52%; 直营收入为 4.59 亿元占比 40.5%, 与经销渠道的差距不断缩小; 电商渠道实现收入 0.77 亿元, 占比近 7%, 增速近 42%。此外, DAZZLE 品牌单店收入维持比较稳定的水平: 2014-2017 年公司经销单店收入处于 150 万元左右, 直营单店收入维持在 220 万元左右; 2017 年经销单店收入为 149 万元, 直营单店收入为 217 万元。经过公司前期主动优化渠道、关闭经营不善店铺的调整完成以及 DAZZLE 品牌拥有稳定的单店收入, 我们预计未来该品牌单店收入会继续增长。DAZZLE 品牌毛利率稳中有升。2014-2017 年 DAZZLE 品牌毛利率分别为 73.05%、74.42%、75.24%和 75.06%, 维持在较高的水平, 与品牌中高端定位相吻合。

图 18: 地素时尚 2014-2017 年 DAZZLE 品牌各渠道收入及增速



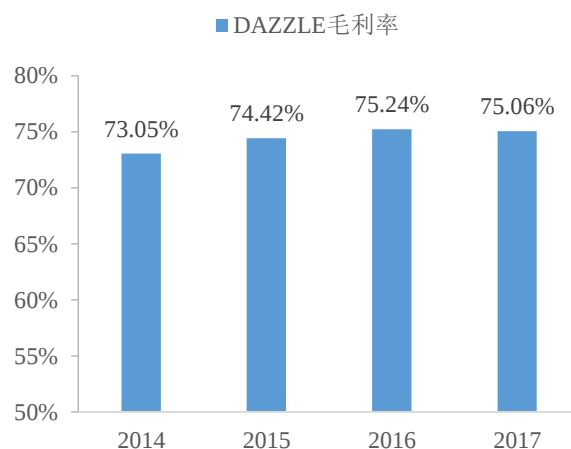
资料来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 19：2014-2017 年 DAZZLE 品牌单店收入及增速



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 20：2014-2017 年 DAZZLE 品牌毛利率

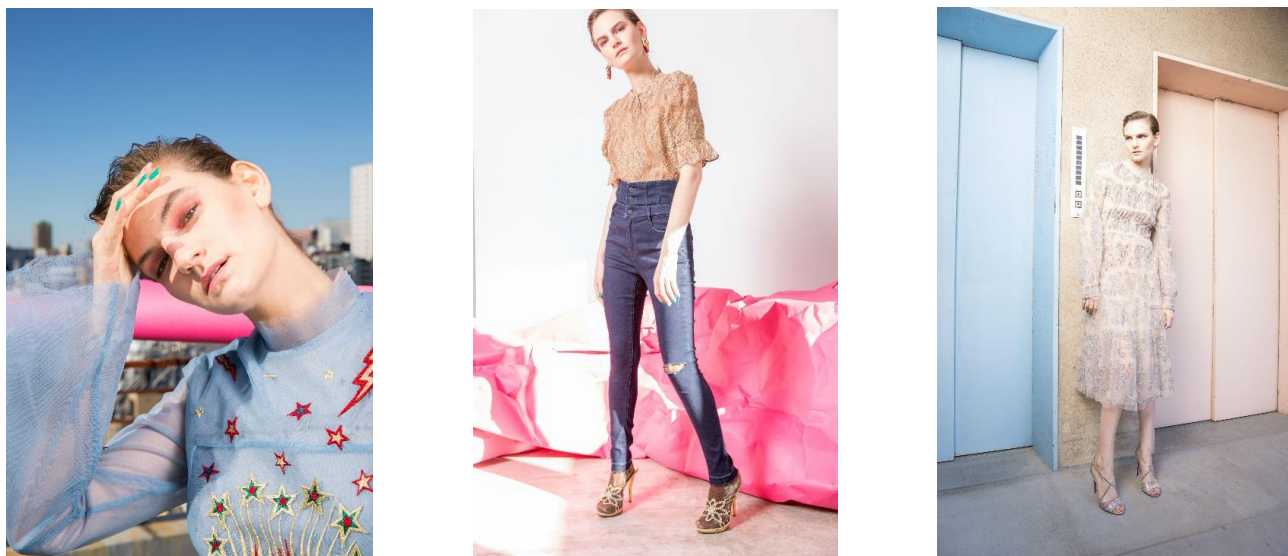


资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

3.2. DIAMOND DAZZLE：定位高端时装的轻奢品牌，进一步提升公司品牌力，引领时尚潮流

DIAMOND DAZZLE 定位高端时装，强调手工、诚意和艺术。2010 年，基于 DAZZLE 品牌的成功运作经验，公司推出针对高端女装市场的 DIAMOND DAZZLE 品牌。该品牌定位于半定制的高级时装品牌，将“极致的工匠精神”作为品牌始终如一的信仰，并致力于打造 21 世纪新女性形象，面向 30-45 岁追求高端、精致、时尚生活的优雅、有一定经济能力的女性，产品单价较 DAZZLE 高出 60%-100%。2014 年底，DIAMOND DAZZLE 入选施华洛世奇品牌精选十大合作时装品牌，参与法国百货老佛爷的精品展。目前 DIAMOND DAZZLE 已入驻国内一线城市的高端百货商场或购物中心。

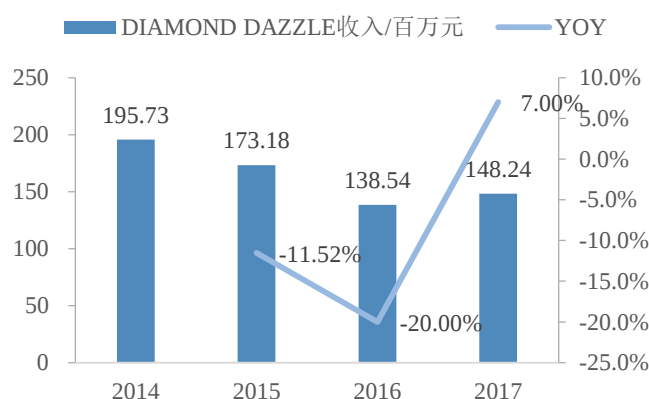
图 21：DIAMOND DAZZLE 品牌 2018 年春夏新品时尚风格



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

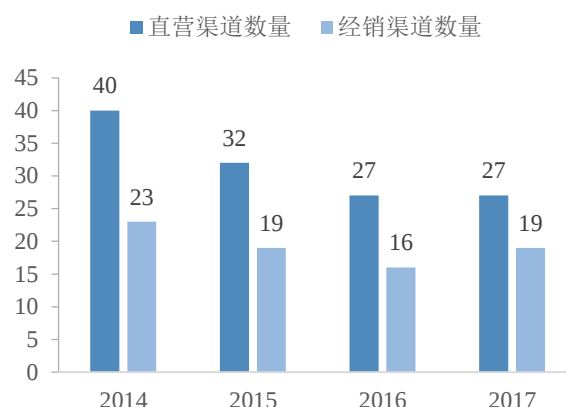
DIAMOND DAZZLE 作为轻奢品牌，营销网络拓展速度较为稳健，收入实现增长。为维护高端女装品牌的形象、营造良好的购物环境和门店形象，公司在选择合作的商业物业方面较为谨慎，对于门店位置的楼层选择较严格，因此该品牌的营销网络拓展速度较为稳健。截至 2017 年 12 月 31 日，品牌的直营终端数量保持为 27 家，经销终端数量为 19 家。受益于渠道调整完成、直营门店稳定及经销门店企稳上升，2017 年该品牌销售收入增长 7.00% 至 1.48 亿元。

图 22：2014-2017 年 DIAMOND DAZZLE 品牌收入及增速



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

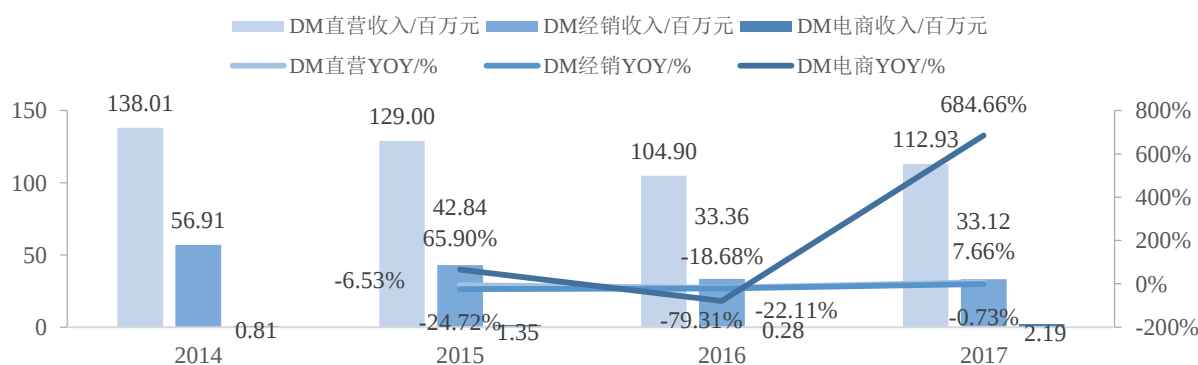
图 23：2014-2017 年 DIAMOND DAZZLE 品牌渠道情况



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

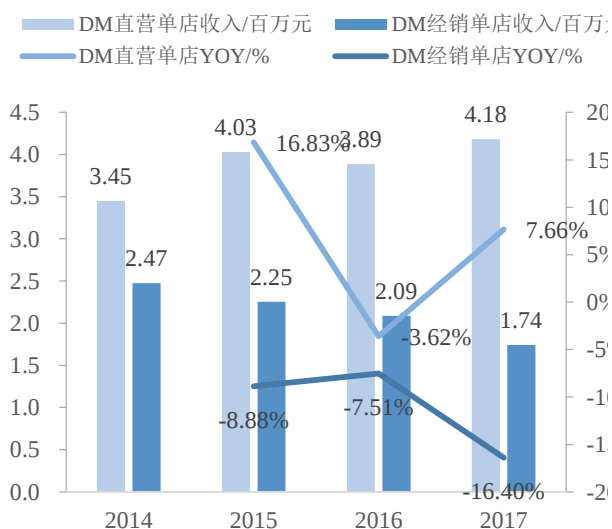
直营为主，毛利率相对较高。不同于 DAZZLE 品牌，DIAMOND DAZZLE 主要采用直营渠道，2017 年直营收入占比 76.18%，其中百货商场店收入占比超 50%；经销收入逐年减少，占比仅有 22.34%；电商收入较上年增长 684.66%，但占比不足 2%，这与人们更乐意在线下专卖店购买轻奢商品的消费习惯相一致。从单店收入来看，2017 年公司新开了 3 家 DIAMOND DAZZLE 经销店，经销渠道单店收入略有下降为 174 万元；而随着市场对公司品牌的认可及公司品牌影响力的提升，DIAMOND DAZZLE 品牌直营渠道收入改善，同时由于 2017 年直营渠道与 2016 年一致，17 年直营收入和单店收入均增长 7.66%，分别为 1.13 亿元和 418 万元。由于 DIAMOND DAZZLE 品牌定位于高端女装，其产品毛利率属于公司最高水平，维持在 80% 以上。

图 24：地素时尚 2014-2017 年 DIAMOND DAZZLE 品牌各渠道收入及增速（单位：百万元）



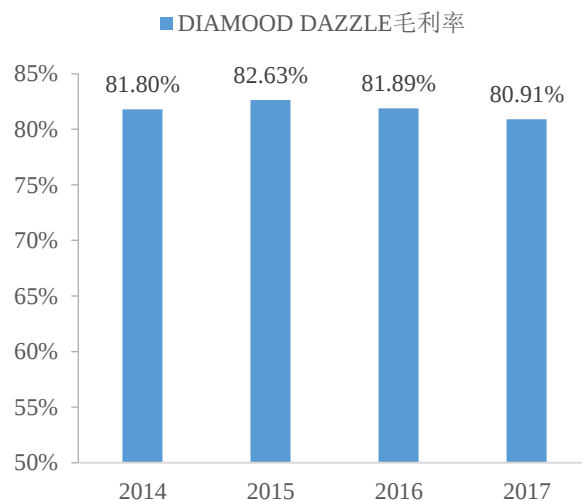
资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 25：2014-2017 年 DIAMOND DAZZLE 品牌单店收入及增速



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 26：2014-2017 年 DIAMOND DAZZLE 品牌毛利率及增速

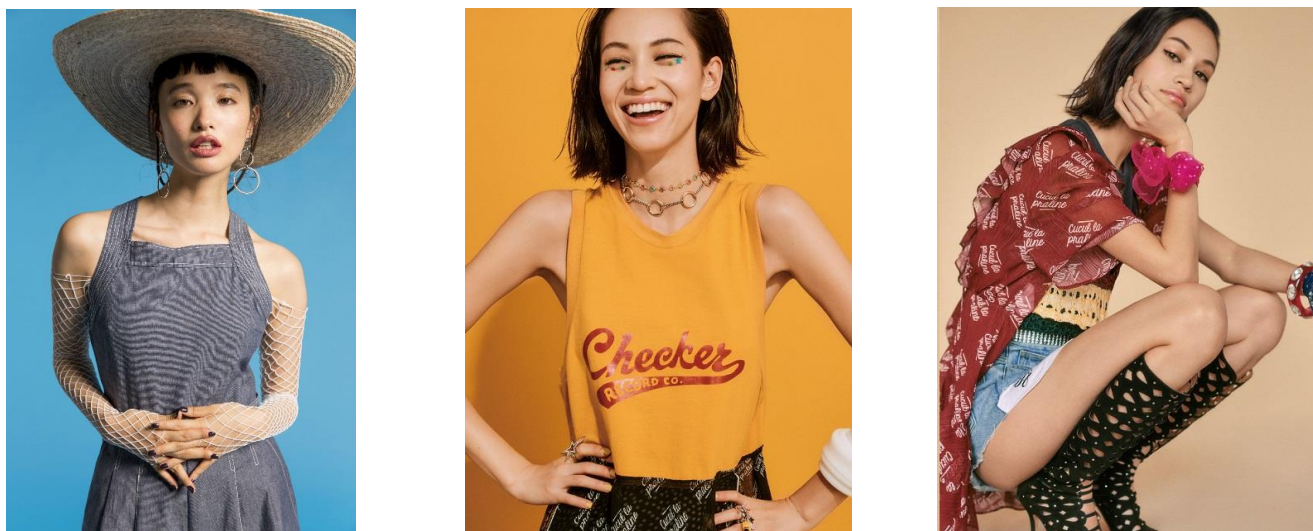


资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

3.3. d'zzit：定位中端潮流女装优质品牌，作为差异化组合的有效补充，成为公司新的快速增长点

d'zzit 定位于终端潮流女装，是时尚、潮流元素的集合体。2011 年，鉴于中端女装市场具有较大的规模，公司推出 d'zzit 品牌，主要针对追求时尚的年轻消费群体，面向 18-35 岁独立个性的潮流引领者，产品时尚程度更高，单价较 DZ 及 DM 品牌更为适中。在品牌推广方面，除了与国内各大媒体杂志合作以外，d'zzit 还推出品牌杂志，解析品牌独立精神与全球个性时尚混搭风格。此外，d'zzit 品牌以独立音乐为主要概念，与纽约的独立乐队合作当季广告大片与微电影，有机融合时尚与独立音乐。2015 年，d'zzit 品牌经上海市名牌推荐委员会推荐为“上海名牌”。

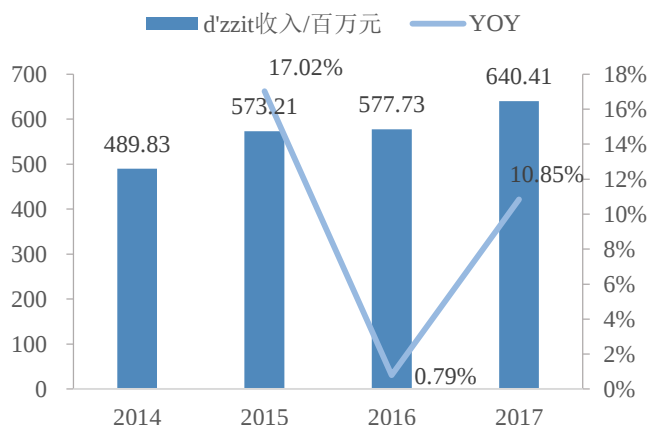
图 27：d'zzit 品牌 2018 年春夏新品，时尚潮流



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

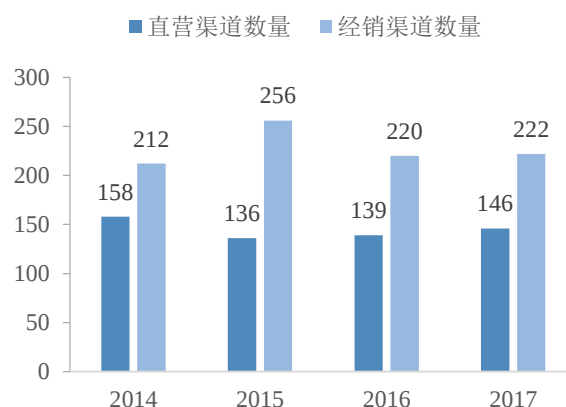
D'zzit 品牌收入稳速增长，成为公司重要增长点之一。受益于公司 DAZZLE 主品牌成功运作经验的复制，经过近几年发展，d'zzit 品牌已进入成熟期，呈现出较好的发展态势以及增长潜力。2014 年-2017 年，d'zzit 销售收入逐年增长。其年均复合增长率达到 9.35%，收入占比也由 2014 年 27.73% 升至 2017 年 33.00%。随着 d'zzit 品牌影响力增强和适销性提升，2017 年，d'zzit 品牌销售收入同比增长 10.85% 至 6.40 亿元，已成为公司重要的增长点之一。

图 28：2014-2017 年 d'zzit 品牌收入及增速



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 29：2014-2017 年 d'zzit 品牌渠道情况



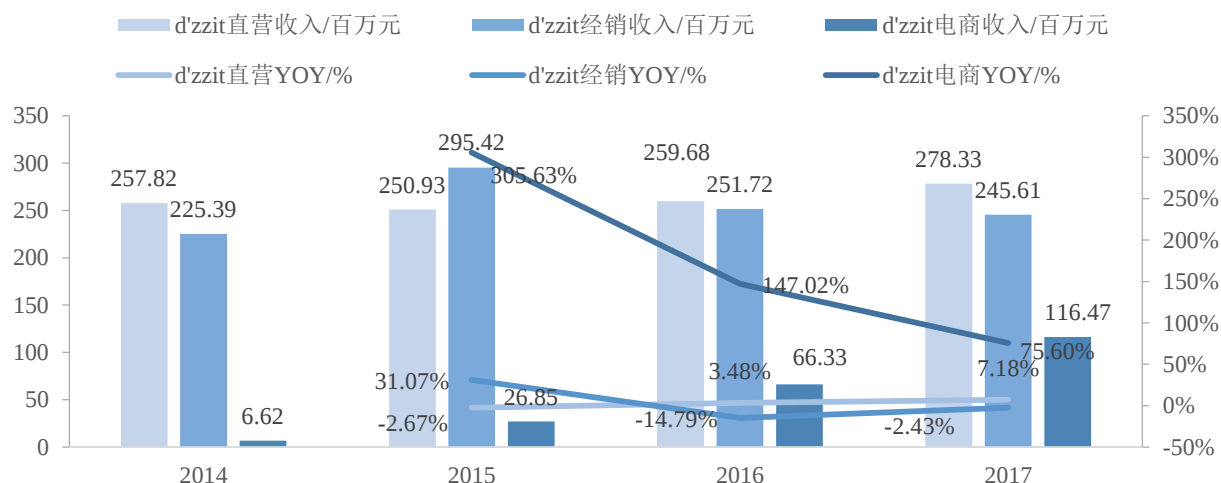
资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

分销售渠道看：

(1)线下：直营与经销渠道拓展平稳增长。d'zzit 品牌推出初期因直营终端需要时间建设，经销比例较高；而随直营终端的建设力度加强，直营模式收入占比逐步上升；另一方面，逐步显现的良好品牌运营业绩亦吸引优质经销商，从而进一步拓展直营网络未能覆盖市场，增加覆盖网络。截至 2017 年 12 月 31 日，d'zzit 品牌直营及经销终端数量分别为 146 家及 222 家，分别实现收入 2.78 亿元及 2.46 亿元。其次，d'zzit 品牌线下单店收入表现亮眼，直营单店收入持续增长，经销单店收入持续稳定。受益于公司品牌影响力提升、产品时尚设计元素持续受到市场认可，2014-2017 年，d'zzit 品牌直营单店收入一直在增长；2017 年，d'zzit 品牌直营单店收入增长 2.04% 至 191 万元，经销单店收入保持较平稳水平为 111 万元。

(2)线上：电商渠道表现抢眼，成长潜力大。2014-2017 年，d'zzit 品牌电商收入占该品牌总收入比重从 1.35% 增至 18.19%，占比逐年提高；2017 年，电商实现收入 1.16 亿元，同比增长 75.60%。**d'zzit 品牌毛利率呈上升趋势。**作为针对中端市场的品牌，d'zzit 产品毛利率在维持在 70% 以上；虽然 2011 年才推出，但成长潜力充分，最近三年毛利占比从 30.32% 提升至 32.26%。

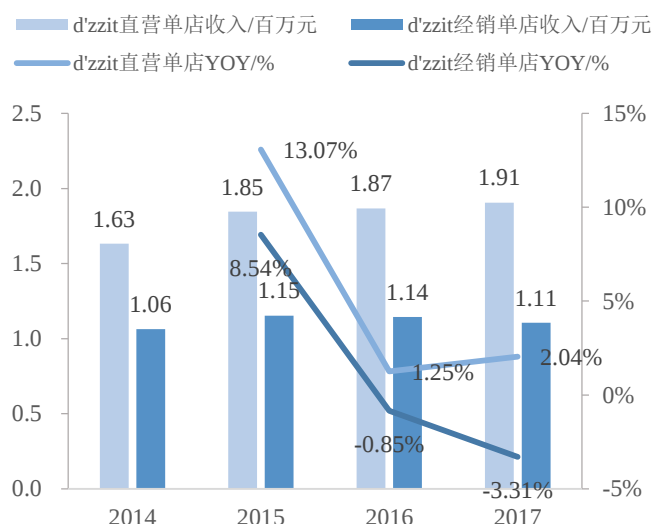
图 30：地素时尚 2014-2017 年 d'zzit 品牌各渠道收入及增速



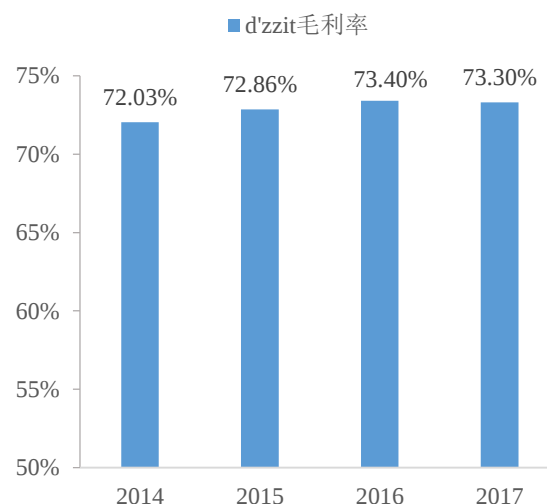
资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 31：2014-2017 年 d'zzit 品牌单店收入及增速

图 32：2014-2017 年 d'zzit 品牌毛利率及增速



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

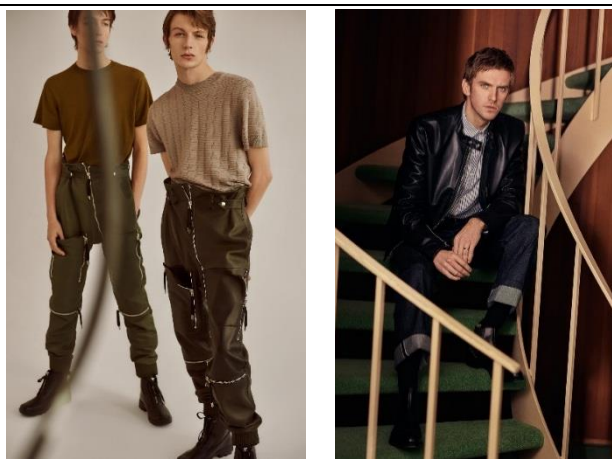


资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

3.4. RAZZLE：定位于中高端男装的潜力品牌，填补男装奢侈品牌与快时尚品牌之间空白，未来的全新增长点

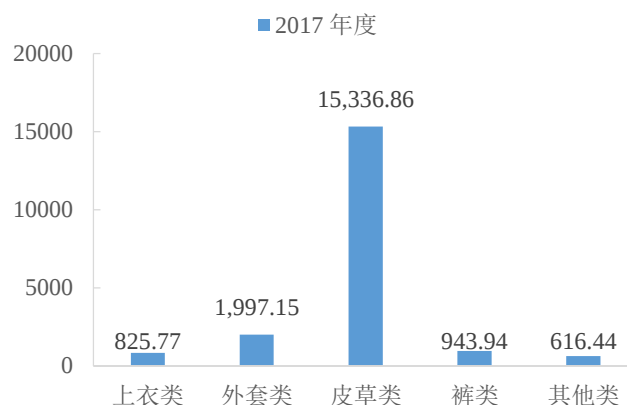
RAZZLE 定位于中高端男装，填补奢侈品牌和快消品牌之间空白，进一步丰富品牌矩阵。RAZZLE 作为公司 2017 年最新推出的中高端男装品牌，致力于解决目前男装市场注重品质但价格昂贵的奢侈品牌与价格低廉但忽略品质的快时尚品牌两极分化严重的问题，适时填补两者之间的市场空白，为公司未来发展带来可预期的全新增长点。该品牌面向 25-40 岁善于表达个性和时尚主张的男性，品牌均价高于 1000 元。主要产品包括上衣类、外套类、皮草类、裤类和其他类五大类，2017 年度平均价格为 1284.4 元/件，皮草类产品均价超过 15000 元/件。

图 33：2018 春季 RAZZLE 风格



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图 34：RAZZLE 各类产品平均单价（单位：元/件）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

作为新推出的男装品牌，毛利率超 77%，是可预期的全新增长点。创立之初，RAZZLE 邀请日本潮流空间之父——国际商业室内空间设计大师片山正通亲自打造了 RAZZLE 全球首家品牌概念店，以颜色、材料、光影、装置展现了 RAZZLE 男装所表达的多元碰撞与融合创新的品牌理念。2017 年 RAZZLE 开设 10 家独立店铺，全部采用直销模式，毛利率达到 77.47%，预计 2018 年收入开始放量。

3.5. NABY DAZZLE 定位于中高端女装的特别系列，借力明星效应，丰富品牌内涵

与明星合作的胶囊系列，定位于中高端女装市场。NABY DAZZLE 是公司于 2016 年与著名歌者那英携手推出的 DAZZLE 特别系列，该系列定位中高端女装，别具一格的那（英）式时髦酷感，代表着女性活力与自信的中国时尚女性新形象。该品牌目标群体为 25-40 岁自信独立、内心强大、追求完美的女性，品牌均价与 DAZZLE 接近。

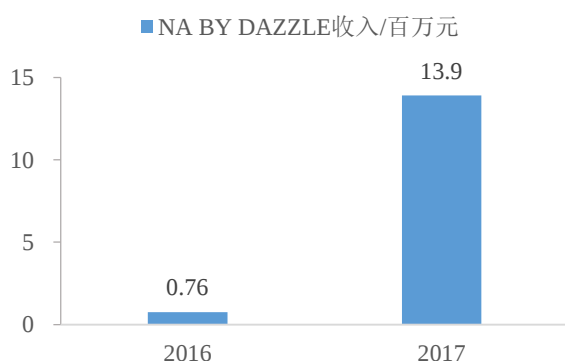
图 35：著名歌者那英亲身演绎的 NABY DAZZLE 特别系列的风格



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

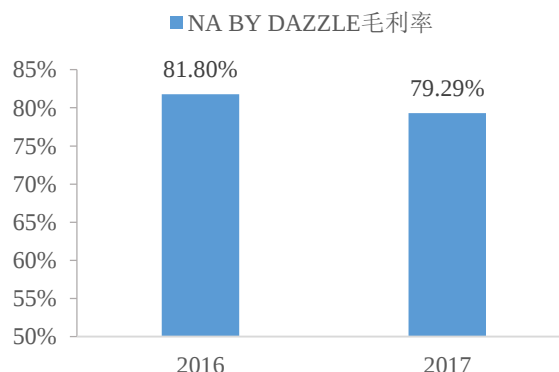
一经推出即形成销售，业绩增长显著。2016 年推出 NA BY DAZZLE 品牌后，当年销售额为 75.8 万元，全部来自直营。2017 年该品牌收入实现大幅增长，达 1390.33 万元；其中，直营贡献 70%，经销贡献 30%。2016 年和 2017 年的毛利率分别为 81.80% 和 79.29%，保持较高水平，与该品牌相对较高的定位相吻合。

图 36: NA BY DAZZLE 销售收入及其增速



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图 37: 2016-2017 年 NA BY DAZZLE 毛利率



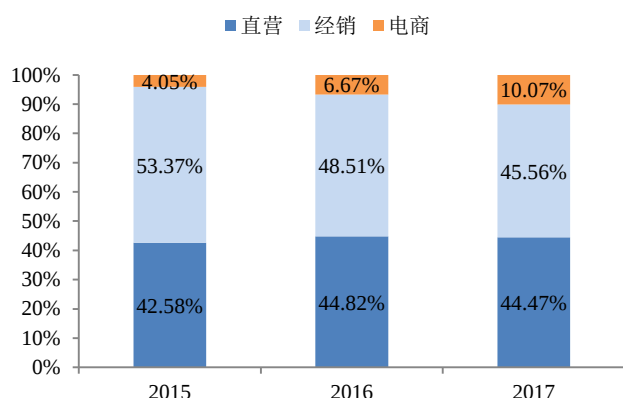
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

总体来看，公司对各品牌差异化定位及目标群体的明确同时不断拓展各品牌产品销售渠道，各品牌均呈现稳健的发展态势。更重要的一点是，公司具有强大的品牌复制能力和发展潜力，这主要体现在公司将 DAZZLE 品牌的成功品牌运作经验应用于 2010 和 2011 年推出的 DIAMOND DAZZLE 和 d'zzit 品牌，既保持高单店收入又实现两个新品牌营收快速增长。未来，强大的品牌基因复制能力和成功运作经验，将促使公司在继续拓展其他新品牌进程中更显优势。

4. 经销与直营双轮驱动，一二线城市为核心辐射至三四线城市，营销网络广覆盖

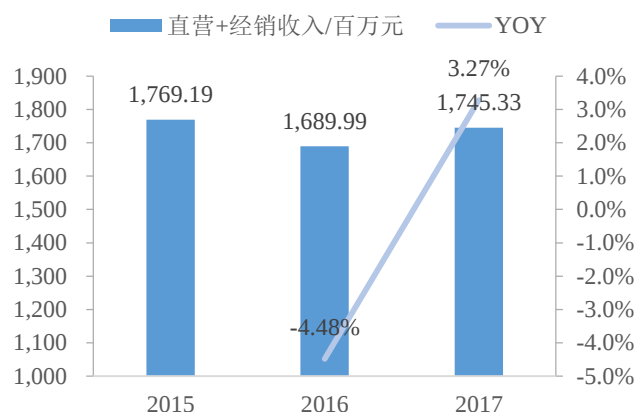
直营与经销并举，重点加强直营渠道建设。公司目前主要采用直营、经销相结合，并辅以电商的销售模式。经过多年的发展，公司已建立 3 个核心品牌互为支撑、资源共享的营销网络体系，与国内主要的高档百货商场、大型购物中心建立了良好的合作关系。近年来，公司直营和电商占比逐渐上升。2017 年，直营和经销模式合计实现收入 17.45 亿元，同比增长 3.27%，占主营收入比重 89.93%；电商实现收入 1.95 亿元，同比增长 61.73%，占比 10.07%。

图 38: 2015-2017 年地素时尚各渠道收入占比



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

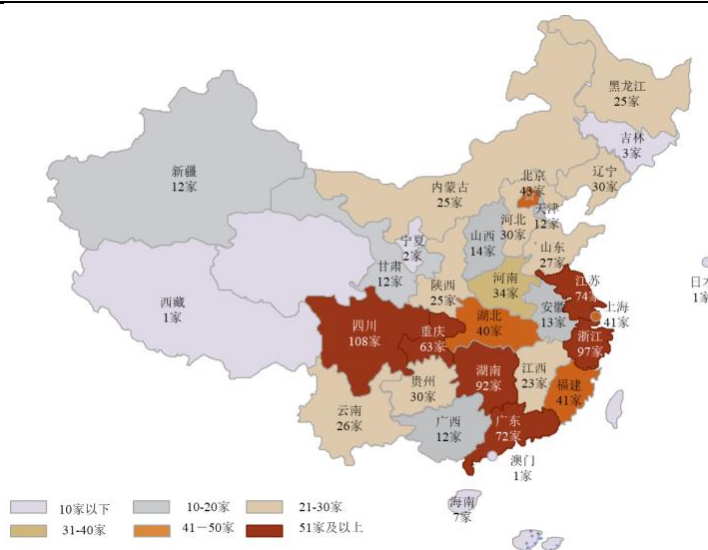
图 39: 2015-2017 年地素时尚直营+经销收入及增速



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

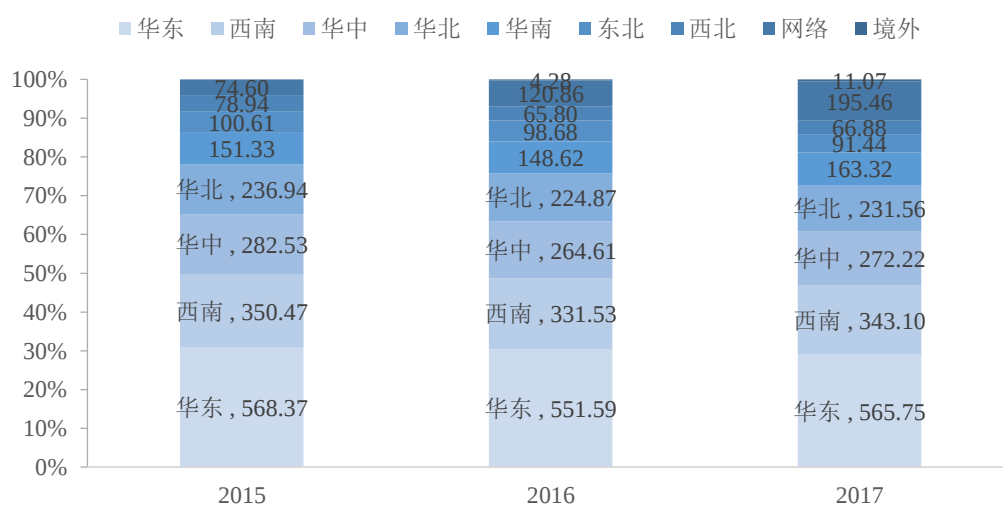
全国性布局营销网络，终端网点覆盖广泛。凭借直营和经销相结合的销售模式，公司的零售终端绝大多数布局于国内各大城市的重要商圈，目前已初步形成了“一二线城市为核心，三四线城市并举”的全国性营销网络，截至 2017 年 12 月 31 日，公司共拥有 1038 家中高端销售终端，其中 DA 品牌终端合计 614 家，DM 品牌终端合计 46 家，DZ 品牌终端合计 368 家，覆盖全国绝大部分省、自治区和直辖市，并已进入港澳台及海外市场，如澳门、日本等。由于重点开拓具有较高消费潜力和需求的城市，公司中高端销售终端网络布局合理、分布广泛，形成了对全国主要发达区域市场全面覆盖的营销网络。根据收入的地域构成看，公司在经济发达地区、南方地区销售收入占比较高。2017 年，公司在华东、西南和华中地区实现收入合计 11.81 亿元，占主营收入比重为 60.86%。随着公司市场开拓能力增强和渠道不断在全国区域扩展，公司在其他地区仍具有较大的发展潜力，未来公司有望凭借广泛的营销网络进一步推广品牌，增强产品在全国的渗透率，提高品牌销售额。

图 40: 地素时尚营销网点地域分布（截至 2017 年 12 月底）



资料来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 41：地素时尚 2015-2017 年分地区收入结构（单位：百万元）



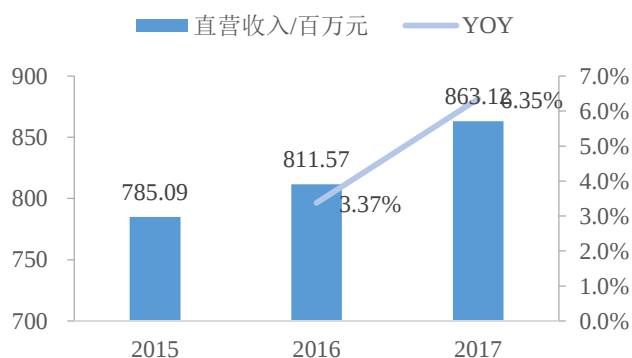
资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

5.1. 直营：一二线城市为主，单店收入稳中有升

加强建设直营终端，确保渠道控制力，提升品牌形象及影响力。公司的直营零售终端主要位于一二线城市，包括百货商场店和购物中心店。根据公司“直营与经销并举，重点加强直营渠道建设”的策略，2015-2017 年公司直营终端数量稳步增长，其中百货商场店和购物中心店数量逐年增长。截至 2017 年 12 月 31 日，公司拥有品牌直营店 395 家，百货店和购物中心店分别为 235 家和 160 家。由于公司 2015-2016 年对持续盈利乏力的直营终端进行优化，在扩店的同时保障了单店收入的稳定增长，直营收入加速增长，2017 年直营收入增长 6.35%至 8.63 亿元。单店收入看，受益于品牌影响力提升，公司百货店单店收入稳中有升，2017 年，百货店单店收入增长 6.02%至 203 万元；购物中心店扩店加速，单店收入保持较稳定水平，2017 年购物中心店单店收入为 236 万元，未来随着新开店培育成熟，店效有望进一步提升。

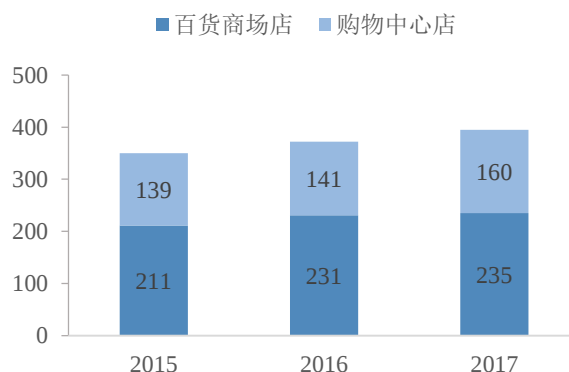
直营毛利率超 75%，稳定增长。受益于各品牌直营毛利率保持平稳增长，公司直营毛利率维持在 75%以上。2017 年公司直营毛利率为 79.31%。

图 42：地素时尚 2015-2017 年直营收入及增速



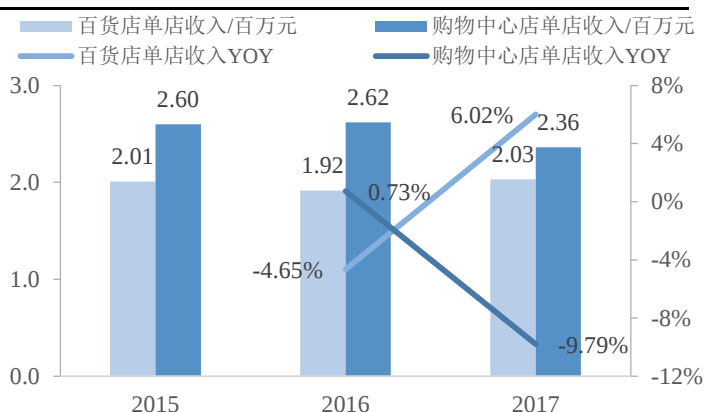
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 43：地素时尚 2015-2017 年直营渠道构成



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

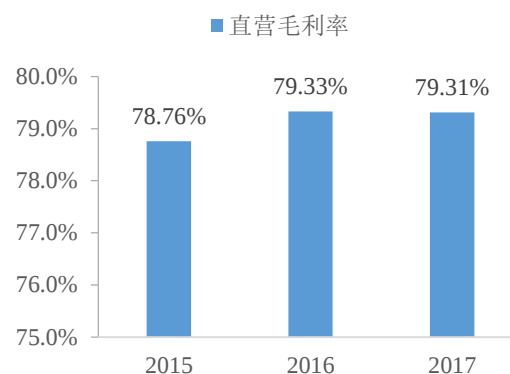
图 44：地素时尚 2015-2017 年直营分渠道单店收入



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

注：单店收入=该渠道收入/年末门店数量

图 45：地素时尚 2015-2017 年直营毛利率



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

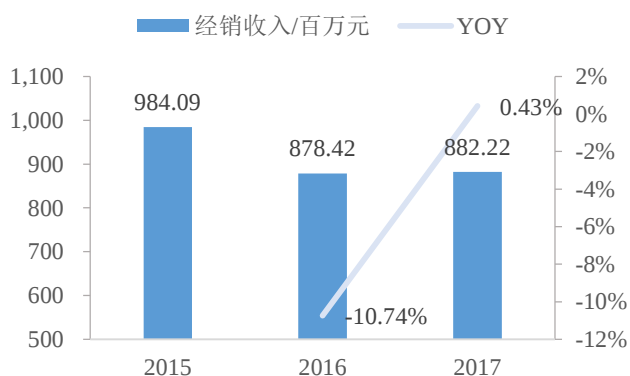
所

5.2. 经销：稳步发展优质经销商，单店收入保持稳定

合理拓展经销渠道，形成对直营的有效补充。在直营渠道基础上，公司亦稳步发展优质经销商，借助优质经销商的资源推广公司品牌、拓展销售网络。公司经销零售终端主要位于我国二、三、四线城市。公司经过 2015-2016 年对渠道的优化调整，2017 年经销门店企稳回升。截至 2017 年底，公司拥有 643 家经销终端门店。2017 年，经销渠道收入小幅上升，同比增 0.43% 至 8.82 亿元。

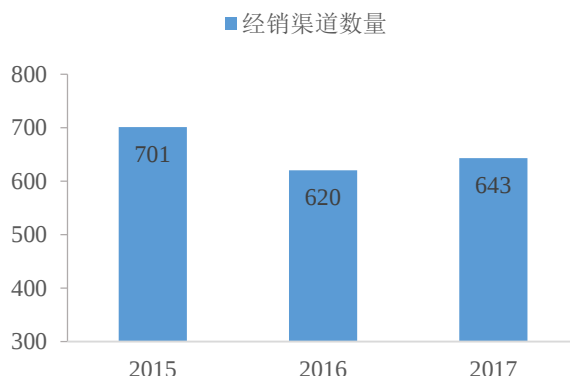
完善的经销商甄选与管理体系助力提升经销模式效率，单店收入保持稳定。公司在拓展经销商网络时，制定从资格认定到仓储物流、店面管理的一系列严格流程，并要求经销商拥有 2 年以上的中高端女装经营经验及一定的市场理解能力。除此以外，统一的分销系统和定期及突击巡查也保证了公司对经销商的了解与控制，使得公司 2015-2017 年经销单店收入保持稳定。2017 年，随扩店力度增大经销单店收入有所下降，为 137 万元，随着新开店成熟，经销单店收入店效将有所增长。另外，经销毛利率总体保持稳定。由于公司产品定位中高端，定价率较高，经销渠道下仍具有较高毛利率，维持在 70% 以上。

图 46：地素时尚 2015-2017 年经销收入及增速



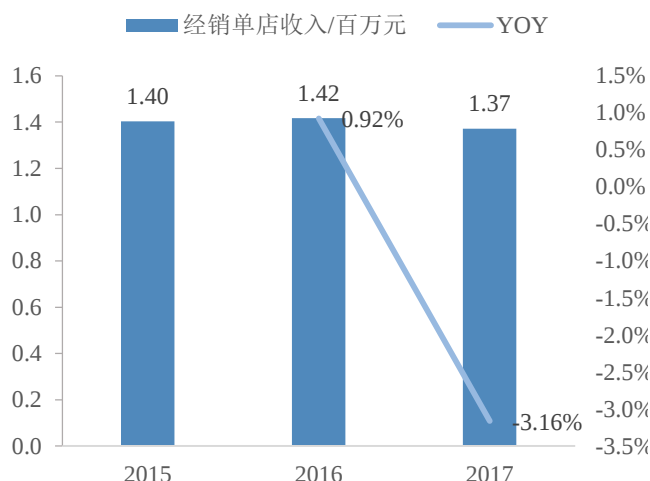
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 47：地素时尚 2015-2017 年直营渠道数量



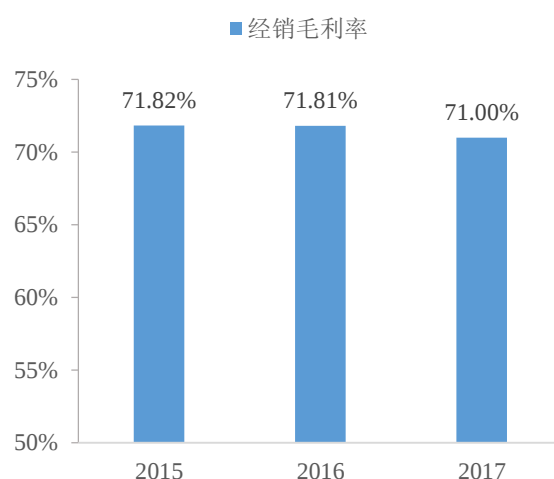
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 48: 地素时尚 2015-2017 年经销渠道单店收入



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所
注：单店收入=该渠道收入/年末门店数量

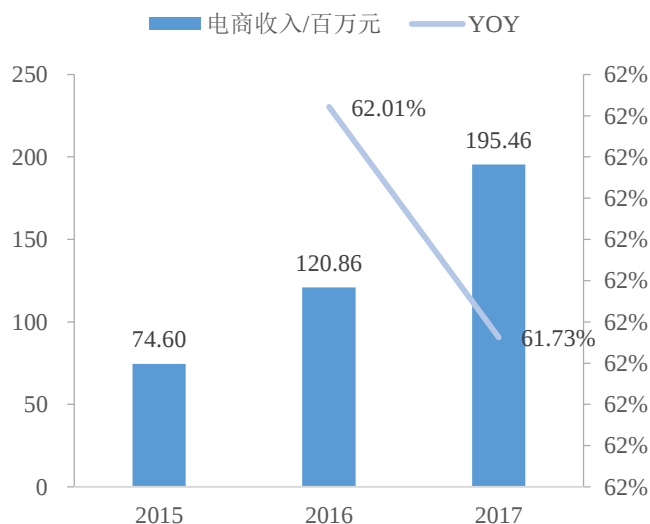
图 49: 地素时尚 2015-2017 年经销毛利率



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

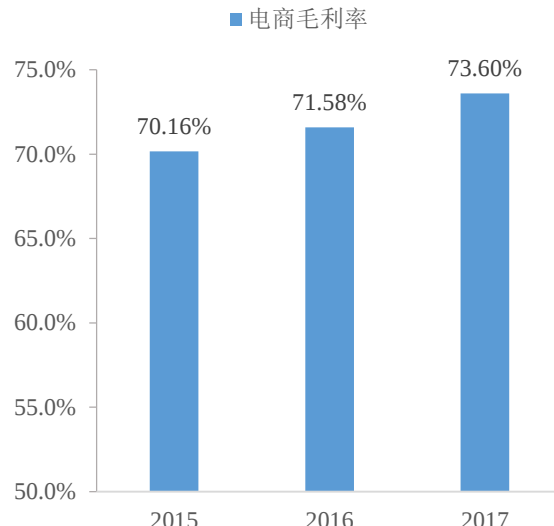
此外，公司也加速拓展电商销售渠道，通过天猫等电商平台上进行过季产品的销售，2015-2017 年电商销售占比显著上升。2017 年，电商实现收入 1.95 亿元，同比增长 61.73%。占比达 10.07%。其次，电商毛利率持续增长。2015 年开始，公司在电商模式也推出了部分同步款商品，随着电商销售同步款新品比例上升，电商模式下毛利率有所上升。2017 年，电商毛利率达到 73.60%，预计未来电商业务仍有较大发力空间。

图 50: 地素时尚 2015-2017 年电商收入及增速



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 51: 地素时尚 2015-2017 年电商毛利率



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

4. 财务分析：内生增长强劲，高毛利率、高 ROE，盈利能力突出

同行业看，公司内生增长强劲，收入和利润复合增速均处于较高水平。根据公司定位于中高端服装市场的特点，我们挑选歌力思、安正时尚、日播时尚、维格娜丝及朗姿股份五家服

装公司作为对比。一方面，公司目前所拥有的品牌均属于自创品牌，通过自有品牌实现目前19.45亿元的收入规模，我们认为公司具有非常强劲的内生造血能力。其次，通过计算2012-2017年的复合年均增长率，我们发现地素时尚过去几年净利润复合增速为22.36%，增速在同行业内居于首位。我们预计，随着公司IPO募资到位以及募投项目落地，公司创收和盈利能力将进一步提升。

表 6：地素时尚与同业公司收入和净利润对比一览

公司名称		2012	2013	2014	2015	2016	2017	五年 CAGR
地素时尚	收入/百万元	903.95	1336.55	1773.98	1851.87	1815.50	1945.91	16.57%
	YOY/%		47.86%	32.73%	4.39%	-1.96%	7.18%	
	净利润/百万元	175.03	290.79	462.48	503.23	522.34	480.06	22.36%
	YOY/%		66.14%	59.04%	8.81%	3.80%	-8.09%	
歌力思	收入/百万元	599.10	710.41	743.95	835.29	1132.06	2053.05	27.93%
	YOY/%		18.58%	4.72%	12.28%	35.53%	81.35%	
	净利润/百万元	122.30	136.65	138.02	159.84	197.95	302.32	19.84%
	YOY/%		11.73%	1.00%	15.82%	23.84%	52.72%	
安正时尚	收入/百万元	1009.49	1140.79	1172.11	1224.89	1206.17	1420.67	7.07%
	YOY/%		13.01%	2.75%	4.50%	-1.53%	17.78%	
	净利润/百万元	247.91	251.96	228.81	243.87	236.04	273.07	1.95%
	YOY/%		1.63%	-9.19%	6.58%	-3.21%	15.69%	
日播时尚	收入/百万元	778.02	929.03	911.08	897.70	948.93	1073.47	6.65%
	YOY/%		19.41%	-1.93%	-1.47%	5.71%	13.12%	
	净利润/百万元	126.06	112.22	82.47	75.12	75.62	83.64	-7.88%
	YOY/%		-10.97%	-26.51%	-8.92%	0.67%	10.59%	
维格娜丝	收入/百万元	597.93	746.25	847.18	824.35	744.32	2564.14	33.80%
	YOY/%		24.81%	13.52%	-2.69%	-9.71%	244.50%	
	净利润/百万元	94.79	135.58	138.28	112.11	100.33	189.94	14.91%
	YOY/%		43.03%	1.99%	-18.92%	-10.51%	89.32%	
朗姿股份	收入/百万元	1117.49	1378.83	1235.44	1144.25	1367.74	2353.27	16.06%
	YOY/%		23.39%	-10.40%	-7.38%	19.53%	72.06%	
	净利润/百万元	231.29	233.74	121.22	74.46	164.02	187.57	-4.10%
	YOY/%		1.06%	-48.14%	-38.58%	120.28%	14.36%	

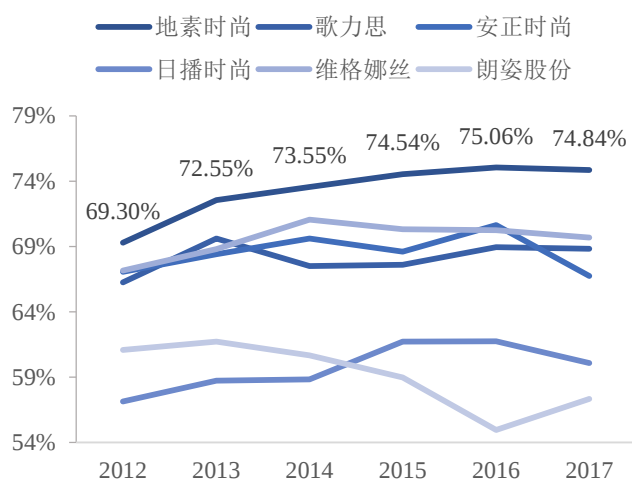
数据来源：wind，东吴证券研究所

轻资产运营+高端定位，毛利率维持在较高水平并稳中有升。一方面，公司专注于设计研发附加值较高的核心业务环节，形成专高效、轻资产业务模式；其次，公司品牌定位较高，且长期保持前沿设计和高品牌附加值并始终坚持自我品牌价值，保证了较高定价基础及较低折扣力度。因此，公司总体毛利率业内领先并一路上行。2017年，公司毛利率为74.84%。

控费能力良好，净利率业内领先。2017年，公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别

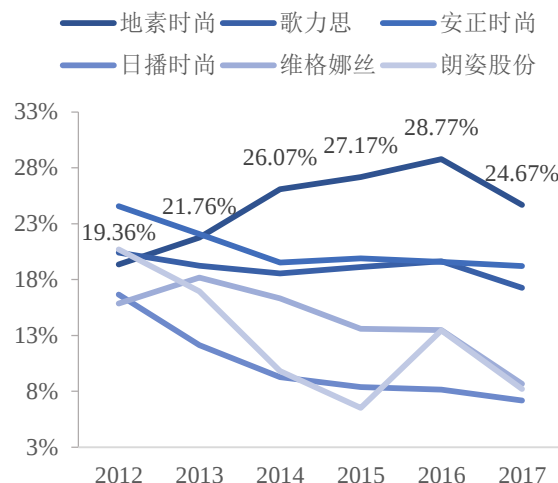
为 31.31%/7.90%/-1.57%，与同行业相比处于较低水平。公司仍在扩展渠道，2017 年销售费用率小幅上涨，主要是广告及品牌推广费、直营门店和电商销售费用增加所致，这与公司加强直营渠道建设的策略相吻合。2015-2017 年，公司财务费用均为负值，主要系公司利息收入大于利息支出。2017 年由于公司计提了高额资产减值，净利率有所下降，但较高的毛利率和良好的控费能力仍使净利率水平处于较高水平。

图 52：地素时尚 2012-2017 年毛利率同业最高



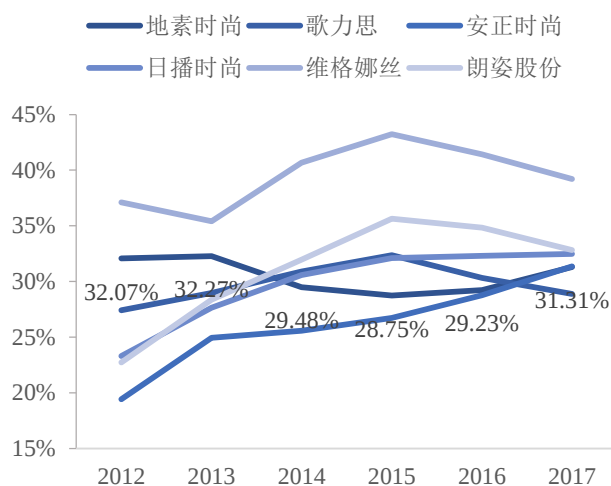
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 53：地素时尚 2012-2017 年净利率同业最高



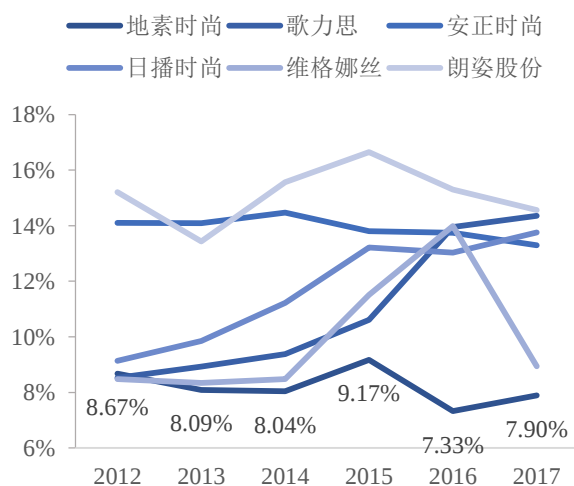
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 54：地素时尚 2012-2017 年销售费用率处于较低水平



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 55：地素时尚 2012-2017 年管理费用率行业最低



数据来源：wind，东吴证券研究所

存货与应收账款周转良好，现金流稳健。对渠道良好的管控力度及通过电商等渠道销售过季商品，公司存货周转能力良好。同时，受益于品牌影响力提升及较强的议价能力，货款回收快。2017 年，公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为 179.14 天和 10.20 天，较 2016 年有所下降。从现金流来看，2012-2017，公司经营性现金流净额基本保持稳定，2017 年经营

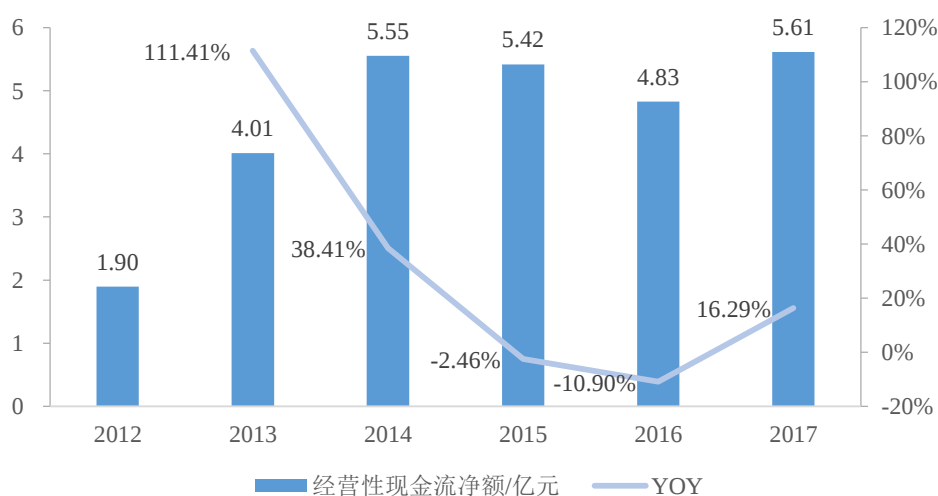
性现金流净额同增 16.29%至 5.61 亿元。

表 7：地素时尚 2012-2017 年存货周转率与应收账款周转率与同业对比情况

		2012	2013	2014	2015	2016	2017
地素时尚	存货周转天数	229.84	179.70	147.55	162.10	183.46	179.14
	应收账款天数	19.19	15.70	11.26	9.47	10.89	10.20
歌力思	存货周转天数	228.43	261.82	251.41	229.21	231.73	196.11
	应收账款天数	37.35	34.15	38.69	43.60	51.99	48.33
安正时尚	存货周转天数	268.52	269.54	325.41	357.00	398.58	325.76
	应收账款天数	29.26	31.92	35.67	37.04	30.89	24.92
日播时尚	存货周转天数	191.91	179.69	193.51	218.27	216.14	208.33
	应收账款天数	29.66	22.23	19.85	24.68	26.69	25.57
维格娜丝	存货周转天数	265.70	250.85	262.74	348.60	434.78	225.15
	应收账款天数	19.70	17.67	19.34	25.26	28.79	41.06
朗姿股份	存货周转天数	338.25	385.15	421.94	400.62	335.76	259.67
	应收账款天数	26.55	28.96	32.61	32.21	61.28	56.98

数据来源：wind，东吴证券研究所

图 56：地素时尚 2012-2017 年经营活动现金流稳健



数据来源：wind，东吴证券研究所

高净利率+高资产周转率，ROE 水平高于可比公司。2012-2017 年，由于未上市，净资产收益率未摊薄，分别为 68.38%、68.03%、76.43%、71.85%、63.67%和 43.98%。其中，净利率维持高位，权益乘数稳定，总资产周转由于加强店铺拓展带来存货增长及内源资金增长略有下降，ROE 仍保持在较高水准。

表 8：地素时尚 2012-2017 年 ROE 与同业对比情况及其杜邦分解

		2012	2013	2014	2015	2016	2017
地素时尚	ROE	68.38%	68.03%	76.43%	71.85%	63.67%	43.98%
	净利率	19.36%	21.76%	26.07%	27.17%	28.77%	24.67%

	总资产周转率	1.74	1.77	1.69	1.53	1.37	1.26
	权益乘数		1.77	1.73	1.73	1.61	1.41
歌力思	ROE	28.24%	25.34%	22.22%	14.73%	12.18%	15.87%
	净利率	20.41%	19.24%	18.55%	19.14%	19.64%	17.27%
	总资产周转率	1.02	0.98	0.91	0.62	0.51	0.67
	权益乘数	1.36	1.34	1.31	1.25	1.36	1.61
安正时尚	ROE	40.10%	32.10%	24.51%	22.82%	19.46%	14.17%
	净利率	24.56%	22.09%	19.52%	19.91%	19.57%	19.22%
	总资产周转率	1.16	1.02	0.85	0.79	0.71	0.58
	权益乘数	1.41	1.42	1.47	1.45	1.41	1.28
日播时尚	ROE	44.05%	34.41%	20.68%	17.24%	16.38%	11.80%
	净利率	16.66%	12.13%	9.26%	8.38%	8.15%	7.17%
	总资产周转率	1.33	1.56	1.48	1.38	1.35	1.15
	权益乘数		1.83	1.54	1.49	1.52	1.32
维格娜丝	ROE	27.42%	29.90%	15.38%	8.42%	7.08%	12.25%
	净利率	15.85%	18.17%	16.32%	13.60%	13.48%	8.67%
	总资产周转率	1.42	1.41	0.87	0.57	0.48	0.62
	权益乘数	1.22	1.17	1.09	1.08	1.10	2.65
朗姿股份	ROE	10.47%	10.13%	5.28%	3.25%	6.85%	7.30%
	净利率	20.70%	16.95%	9.81%	6.51%	13.44%	8.20%
	总资产周转率	0.45	0.53	0.45	0.40	0.38	0.41
	权益乘数	1.14	1.12	1.18	1.24	1.51	2.21

数据来源：wind，东吴证券研究所

6. 盈利预测

本次公司 IPO 以 27.52 元/股价格发行 6100 万股用于以下募投项目：

1) 营销网络建设及品牌建设。其中前者包括新建直营店铺（4 年于 30 个核心城市为三大自有核心品牌开设 318 家直营店铺，其中 DAZZLE、DIAMOND DAZZLE、d'zzit 开店计划分别为 130、22、166 家，主要选择三线及以上城市或者同等水平的沿海四线城市作为开店目标城市，截至 2017 年已完成 144 家直营门店的开设）、优化升级现有直营店铺（4 年改造 DAZZLE 店铺 242 家、DIAMOND DAZZLE 46 家、d'zzit 212 家，截至 17 年底已经优化 175 家直营店面）并在北京、上海、深圳、成都以购置形式开立四家品牌旗舰店；后者包括配套以专业时尚杂志、品牌推广会、产品代言等多元化品牌推广活动及影视文化领域品牌跨界合作。

2) 信息化系统升级项目。包括经营决策平台、协同管理平台、业务运营平台、基础支持平台建设，包括数据中心、灾备中心建设及现有信息化系统改造（包括现有 ERP 系统升级实现财务、供应链一体化、新建服装设计资料管理相关的产品生命管理系统以及新增企业内部即时通讯工具 RTX 等）。

3) 研发中心建设。于公司总部建设集研发、交流、培训等一体化的多功能研发中心，为地素时尚的新产品研发、信息技术、新工艺应用、技术人员的培养提供良好的技术平台，该研发中心将成为公司展示面料创新、设计创意的主要阵地，将通过广告拍摄、季度订货会、时装发布会等活动发布公司最新产品。

表 9：公司 IPO 募投项目

序号	项目名称	投资总额（亿元）	拟使用募集资金（亿元）
1	营销网络及品牌建设项目	17.77	10.46
2	信息化系统升级项目	0.96	0.96
3	研发中心建设项目	0.40	0.41
4	补充与其他主营业务相关的营运资金	5.00	4.00
合计		24.13	15.82

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

根据公司招股说明书募投项目中关于品牌渠道建设的规划，公司拟 4 年建设 318 家直营店（截至 17 年已完成 144 家），该等直营店将辐射周边区域加盟体系，从而完成整体销售网络的扩张（尤其向三线城市）。总体来看：1) 我们预计主品牌 DAZZLE 及单价稍低、设计更为活泼的 d'zzit 品牌仍将是公司拓展营销网络的主力品牌，预计两者门店都将以每年 30/40 家的净增加速度展开品牌扩张（包括直营和经销）。2) 定偏高端的 DAIMOND DAZZLE 将保持温和的门店扩张，预计渠道每年增长在低个位数水平。3) NABY DAZZLE 维持温和增长。4) 男装 RAZZLE 品牌经历 2017 年启动后预计现有门店将在 2018 年销售发力。总体来看，我们预计 18/19/20 年公司收入增长 14%/13%/13%至 22.2/25.0/28.1 亿元，实现净利润同比增长 20%/14%/11%至 5.8/6.6/7.3 亿元，按照 27.52 元/股发行价计算 PE 为 19/17/15X，作为纺服领域报表质量非常优秀、拥有较好增长前景的多品牌时尚集团，建议积极关注。

表 10：驱动因素拆分（单位：百万元）

	2017	2018E	2019E	2020E
DAZZLE				
收入	1135.55	1266.33	1395.65	1536.23
渠道数量	614	649	684	719
毛利率	75.06%	74.00%	74.00%	74.00%
DAIMOND DAZZLE				
收入	148.24	172.74	198.94	226.96
渠道数量	46	52	58	64
毛利率	80.91%	75.00%	75.00%	75.00%
d'zzit				
收入	640.41	751.41	870.16	1005.31
渠道数量	368	408	448	488
毛利率	73.30%	72.00%	72.00%	72.00%
NABY DAZZLE				
收入	13.90	18.07	23.50	30.55
毛利率	79.29%	78.00%	78.00%	78.00%
RAZZLE				

收入	2.69	8.08	12.13	15.76
渠道数量	10	10	12	15
毛利率	77.47%	75.00%	75.00%	75.00%
合计				
收入	1940.80	2216.63	2500.37	2814.82
YOY	7.18%	14.21%	12.80%	12.58%
毛利	1454.81	1627.81	1835.92	2066.51
综合毛利率	74.96%	73.44%	73.43%	73.42%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

7. 风险提示

- 1、零售环境遇冷：宏观经济意外下滑，导致消费热情下降、零售环境全面遇冷
- 2、未能把握流行趋势造成产品滞销的风险：作为商业女装公司产品，公司产品对目标消费者需求的把握需要较为精准，如果未能把握时尚潮流及时做出产品创新，将面临滞销风险，带来库存压力
- 3、门店扩张不及预期的风险：如果缺乏地段、定位合适的商铺或当地消费情况有所改变，可能将延缓门店扩张计划

地素时尚三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1434.6	2948.9	3012.6	3154.1	营业收入	1945.9	2216.6	2500.4	2814.8
现金	905.1	1941.9	1997.6	2028.4	减:营业成本	489.5	588.8	664.4	748.3
应收账款	55.2	67.9	71.0	85.4	营业税金及附加	28.8	33.2	37.5	42.2
存货	254.7	319.8	328.5	401.6	销售费用	609.3	706.0	801.4	902.2
其他流动资产	219.6	619.3	615.6	638.8	管理费用	153.7	175.6	197.3	221.4
非流动资产	324.9	719.8	870.5	998.8	财务费用	(30.6)	(39.4)	(55.8)	(56.6)
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	129.8	40.7	43.4	51.0
固定资产	187.8	521.3	650.8	764.5	加:投资净收益	0.0	10.0	20.0	20.0
在建工程	31.9	100.0	100.0	100.0	其他收益	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	12.1	38.2	57.5	72.1	营业利润	565.5	721.6	832.1	926.3
其他非流动资产	93.2	60.3	62.1	62.2	加:营业外净收支	78.5	48.5	48.5	48.5
资产总计	1759.6	3668.7	3883.1	4152.9	利润总额	643.9	770.2	880.6	974.9
流动负债	403.8	498.2	517.1	567.5	减:所得税费用	163.9	192.5	220.2	243.7
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	47.9	59.2	61.6	74.4	归属母公司净利润	480.1	577.6	660.5	731.2
其他流动负债	356.0	439.1	455.5	493.1	EBIT	693.4	746.2	837.2	943.0
非流动负债	22.7	27.7	25.0	25.1	EBITDA	651.0	704.8	779.7	870.6
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他非流动负债	22.7	27.7	25.0	25.1					
负债合计	426.5	526.0	542.1	592.7	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	1.5	1.5	1.5	1.5	每股收益(元)	1.41	1.44	1.65	1.82
归属母公司股东权益	1331.5	3142.8	3340.9	3560.3	每股净资产(元)	3.92	7.84	8.33	8.88
负债和股东权益	1759.6	3668.7	3883.1	4152.9	发行在外股份(百万股)	340.0	401.0	401.0	401.0
					ROIC(%)	38.8%	17.8%	18.8%	19.9%
					ROE(%)	43.9%	25.8%	20.4%	21.2%
					毛利率(%)	74.8%	73.4%	73.4%	73.4%
					销售净利率(%)	24.7%	26.1%	26.4%	26.0%
					资产负债率(%)	24.2%	14.3%	14.0%	14.3%
					收入增长率(%)	7.2%	13.9%	12.8%	12.6%
					净利润增长率(%)	-8.1%	20.3%	14.3%	10.7%
					P/E	23.0	19.1	16.7	15.1
					P/B	8.28	3.51	3.30	3.10
					EV/EBITDA	17.0	15.7	14.2	12.7
现金流量表 (百万元)									
经营活动现金流	561.3	683.0	698.6	715.7					
投资活动现金流	(277.5)	(1084.4)	(469.7)	(486.7)					
筹资活动现金流	(40.3)	1438.1	(173.3)	(198.1)					
现金净增加额	241.7	1036.8	55.7	30.8					
折旧和摊销	42.4	41.4	57.5	72.4					
资本开支	277.5	447.6	193.8	184.0					
营运资本变动	(66.4)	74.3	13.7	(63.3)					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所预测, 市值采用发行价及发行后总股本计算

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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>