

地素时尚：线上发力成亮点，稳健的时尚集团龙头

增持（首次）

2018 年 07 月 17 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	2216.2	2513.0	2834.0
同比（%）	7.2%	13.9%	13.4%	12.8%
归母净利润（百万元）	480.1	583.2	653.8	726.0
同比（%）	-8.1%	21.5%	12.1%	11.0%
每股收益（元/股）	1.41	1.45	1.63	1.81
P/E（倍）	32.7	26.9	24.0	21.6

投资要点

■ **事件：**公司公布半年报，收入同增 8.81%至 9.71 亿元，归母净利同增 23.07%至 3.36 亿元，扣非归母净利同增 1.73%至 2.43 亿元，公司中期拟每 10 股派发 10 元现金股利。

■ **收入端：**18H1 收入同增 8.81%至 9.71 亿元，线上放量成为亮点。

分品牌来看，主品牌 DAZZLE 收入同增 9.30%至 5.63 亿元，仍是拉动公司整体增长的主力品牌，高端品牌 DIAMOND DAZZLE 收入同增 13.75%至 8195 万元，年轻品牌 d'zzit 上半年收入同增 5.86%至 3.14 亿元，三个品牌毛利率较去年同期都有小幅下降，与 18 上半年参与部分商场折扣活动有关。男装新品牌 RAZZLE 于 2017 年创立，目前仍在启动阶段，18H1 贡献收入在 860 万水平。

分渠道来看，线上业务成为 18H1 最大亮点，收入同增 82%至 1.16 亿元，收入占比达到 12%，且受益新品占比的提升，线上毛利率增加 2.07pp 至 78.11%；线下方面，直营收入增长 2.6%至 4.44 亿元，毛利率基本维持稳定；经销收入增长 3.91%至 4.09 亿元，毛利率下降 1.71pp 至 70.58%，主要与给予部分经销商更优惠提货折率有关；总体来看，线下表现基本稳健，门店数量较年初 1038 家净增 18 家至 1056 家，由此我们推算同店提升表现在低单位数水平，预计下半年开店较上半年将有提速。

■ **盈利能力稳健依旧，坏账减值冲回是中期业绩高增的主要原因。**从盈利能力来看，公司毛利率较去年同期略降 0.6pp 至 75.47%，主要与线下参与部分商场活动以及对部分经销商给予更优惠折扣有关，期间费用方面整体上升 1.55pp 至 38.46%，其中销售费用率和管理费用率均略有上升，分别与渠道开拓带来的店铺及人员费用增加，以及研发投入上升有关；资产减值方面，由于此前子公司瑞域服饰向安科公司购买房产已顺利过户，现将 17 年计提的 1 亿元预付款坏账损失进行部分冲回，冲回金额为 7538.1 万元，带动公司归母净利同增 23%至 3.36 亿元。

■ **盈利预测与投资评级：**作为 A 股体量最大的多品牌时尚集团，高辨识度的原创设计（包括设计、版型、面料创新）、高前沿性的品牌宣传方案（DAZZLE 品牌聘请刘雯为代言人，此外品牌模特包括周冬雨、水原希子、虚拟网红等话题性人物 Lil Miquela）、稳健扎实的渠道扩张策略（注重单店单店立体增长、持续提升客户零售体验）带动公司长期稳健增长，看好公司主品牌立体增长及 d'zzit 为代表的多品牌渠道扩张潜力，我们预计公司 18/19/20 年净利润水平达到 5.8 亿/6.5 亿/7.3 亿元，对应 PE27/24/22X，给予“增持”评级。

■ **风险提示：**门店扩张不及预期，零售环境意外遇冷带来的同店表现不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	39.11
一年最低/最高价	33.02/47.95
市净率(倍)	4.83
流通 A 股市值(百万元)	2385.71

基础数据

每股净资产(元)	8.10
资产负债率(%)	11.18
总股本(百万股)	401.00
流通 A 股(百万股)	61.00

相关研究

1、《地素时尚 (603587) 新股报告：原创设计打造下的高品质时尚集团》2018-06-22

■ **事件：**公司公布半年报，2018H1 收入同增 8.81%至 9.71 亿元，归母净利同增 23.07%至 3.36 亿元，扣非归母净利同增 1.73%至 2.43 亿元，公司中期拟每 10 股派发 10 元现金股利。

投资要点

■ **收入端：**18H1 收入同增 8.81%至 9.71 亿元，线上放量成为亮点。

分品牌来看，主品牌 DAZZLE 收入同增 9.30%至 5.63 亿元，仍是拉动公司整体增长的主力品牌，高端品牌 DIAMOND DAZZLE 收入同增 13.75%至 8195 万元，年轻品牌 d'zzit 上半年收入同增 5.86%至 3.14 亿元，三个品牌毛利率较去年同期都有小幅下降，与 18 上半年参与部分商场折扣活动有关。男装新品牌 RAZZLE 于 2017 年创立，目前仍在启动阶段，18H1 贡献收入在 860 万水平。

表 1：分品牌收入情况（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
DAZZLE(主品牌)						
收入	1080.63	1097.40	1093.82	1135.55	514.76	562.63
YOY		1.55%	-0.33%	3.81%		9.30%
毛利率	73.05%	74.42%	75.24%	75.06%	76.18%	75.75%
DIAMOND DAZZLE（高端品牌，比主品牌定价更高）						
收入	195.73	173.18	138.54	148.24	72.04	81.95
YOY		-11.52%	-20.00%	7.00%		13.75%
毛利率	81.80%	82.63%	81.89%	80.91%	82.67%	79.78%
d'zzit（年轻品牌）						
收入	489.83	573.21	577.73	640.41	296.63	314.01
YOY		17.02%	0.79%	10.85%		5.86%
毛利率					74.48%	73.79%
RAZZLE（2017 新创男装品牌）						
收入				2.69		8.6
YOY						-
毛利率				77.47%		86.98%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分渠道来看，线上业务成为 18H1 最大亮点，收入同增 82%至 1.16 亿元，收入占比达到 12%，且受益新品占比的提升，线上毛利率增加 2.07pp 至 78.11%；线下方面，直营收入增长 2.6%至 4.44 亿元，毛利率基本维持稳定；经销收入增长 3.91%至 4.09 亿元，毛利率下降 1.71pp 至 70.58%，主要与给予部分经销商更优惠提货折率有关；总体来看，线下表现基本稳健，门店数量较年初 1038 家净增 18 家至 1056 家，由此我们推算同店提升表现在低单位数水平，预计下半年开店较上半年将有提速。

表 2：分渠道收入情况（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
线上收入	49.87	74.60	120.86	195.46	63.52	115.65
YOY		49.59%	62.01%	61.73%		82.08%
毛利率	64.73%	70.16%	71.58%	74.96%	76.04%	78.11%
直营收入	817.40	785.09	811.57	863.12	433.20	444.46
YOY		-3.95%	3.37%	6.35%		2.60%
毛利率	78.48%	78.76%	79.33%	79.31%	79.70%	79.45%
经销收入	898.92	984.09	878.42	882.22	393.22	408.6
YOY		9.47%	-10.74%	0.43%		3.91%
毛利率	69.93%	71.82%	71.81%	71.00%	72.29%	70.58%
合计收入	1766.19	1843.78	1810.85	1940.80	884.02	968.71
YOY		4.39%	-1.79%	7.18%		9.58%
毛利率	73.74%	74.71%	75.17%	74.96%	76.17%	75.55%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

■ 盈利能力稳健依旧，坏账减值冲回是中期业绩高增的主要原因。

从盈利能力来看，公司毛利率较去年同期略降 0.6pp 至 75.47%，主要与线下参与部分商场活动以及对部分经销商给予更优惠折扣有关，期间费用方面整体上升 1.55pp 至 38.46%，其中销售费用率和管理费用率均略有上升，分别与渠道开拓带来的店铺费用及人员费用增加，以及研发投入上升有关；资产减值方面，由于此前子公司瑞域服饰向安科公司购买房产已顺利过户，现将 17 年计提的 1 亿元预付款坏账损失进行部分冲回，冲回金额为 7538.1 万元，带动公司归母净利润同增 23% 至 3.36 亿元。

表 3：地素时尚重要财务指标（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
营业收入（百万元）	1,773.98	1,851.87	1,815.50	1,945.91	892.21	970.84
YOY	32.73%	4.39%	-1.96%	7.18%		8.81%
毛利率	73.55%	74.54%	75.06%	74.84%	76.07%	75.47%
期间费用率	37.60%	37.56%	35.23%	37.63%	36.91%	38.46%
销售费用(百万元)	523.01	532.35	530.75	609.27	273.27	307.28
销售费用率	29.48%	28.75%	29.23%	31.31%	30.63%	31.65%
管理费用(百万元)	142.60	169.77	133.02	153.68	61.98	72.01
管理费用率	8.04%	9.17%	7.33%	7.90%	6.95%	7.42%
财务费用(百万元)	1.37	-6.53	-24.13	-30.63	-5.94	-5.93
财务费用率	0.08%	-0.35%	-1.33%	-1.57%	-0.67%	-0.61%
资产减值损失（百万元）	16.12	19.63	36.17	129.81	15.19	-54.17
/总收入	0.91%	1.06%	1.99%	6.67%	1.70%	-5.58%
归母净利（百万元）	462.48	503.23	522.34	480.06	272.66	335.56
YOY	59.04%	8.81%	3.80%	-8.09%		23.07%
净利率	26.07%	27.17%	28.77%	24.67%	30.56%	34.56%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

■ 盈利预测及投资建议：

作为 A 股体量最大的多品牌时尚集团，高辨识度的原创设计（包括设计、版型、面料创新）、高前沿性的品牌宣传方案（DAZZLE 品牌聘请刘雯为代言人，此外品牌模特包括周冬雨、水原希子、虚拟网红等话题性人物 Lil Miquela）、稳健扎实的渠道扩张策略（注重单店单店立体增长、持续提升客户零售体验）带动公司长期稳健增长，看好公司主品牌立体增长及 d'zzit 为代表的多品牌渠道扩张潜力，我们预计公司 18/19/20 年净利润水平达到 5.8 亿/6.5 亿/7.3 亿元，对应 PE27/24/22X，给予“增持”评级。

■ 风险提示：

门店扩张不及预期，零售环境意外遇冷带来的同店表现不及预期

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	2964.8	2954.9	3006.2	营业收入	1945.9	2216.2	2513.0	2834.0
现金	905.1	2459.1	2436.1	2379.9	营业成本	489.5	587.8	665.9	751.0
应收账款	55.2	67.9	71.7	85.8	营业税金及附加	28.8	33.2	37.7	42.5
存货	254.7	318.8	330.9	401.9	销售费用	609.3	748.2	808.2	911.4
其他流动资产	219.6	119.0	116.2	138.7	管理费用	153.7	184.4	194.2	216.9
非流动资产	324.9	719.8	870.5	998.8	财务费用	(30.6)	(47.1)	(70.1)	(68.4)
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	129.8	(34.8)	43.7	51.0
固定资产	187.8	521.3	650.8	764.5	加: 投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
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	744.5	833.4	929.6
其他非流动资产	93.2	60.3	62.1	62.2	营业外净收支	78.5	38.4	38.4	38.4
资产总计	1759.6	3684.6	3825.3	4005.0	利润总额	643.9	782.9	871.8	968.0
流动负债	403.8	498.0	519.5	568.8	所得税费用	163.9	199.6	217.9	242.0
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	59.0	62.1	74.5	归属母公司净利润	480.1	583.2	653.8	726.0
其他流动负债	356.0	439.0	457.5	494.3	EBIT	693.4	695.8	844.7	954.7
非流动负债	22.7	27.7	25.0	25.1	EBITDA	651.0	654.4	787.2	882.3
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	525.7	544.6	593.9	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	1.45	1.63	1.81
归属母公司股东权益	1331.5	3158.9	3280.7	3411.1	每股净资产(元)	3.92	7.88	8.18	8.51
负债和股东权益	1759.6	3684.6	3825.3	4005.0	发行在外股份(百万股)	340.0	401.0	401.0	401.0
					ROIC(%)	38.8%	16.4%	19.3%	21.0%
					ROE(%)	43.9%	26.0%	20.3%	21.7%
					毛利率(%)	74.8%	73.5%	73.5%	73.5%
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	24.7%	26.3%	26.0%	25.6%
经营活动现金流	561.3	616.5	695.5	720.7	资产负债率(%)	24.2%	14.3%	14.2%	14.8%
投资活动现金流	(277.5)	92.5	(252.0)	(253.8)	收入增长率(%)	7.2%	13.9%	13.4%	12.8%
筹资活动现金流	(40.3)	845.1	(466.6)	(523.0)	净利润增长率(%)	-8.1%	21.5%	12.1%	11.0%
现金净增加额	241.7	1554.0	(23.1)	(56.1)	P/E	32.7	26.9	24.0	21.6
折旧和摊销	42.4	41.4	57.5	72.4	P/B	11.76	4.96	4.78	4.60
资本开支	277.5	447.6	193.8	184.0	EV/EBITDA	24.09	23.97	19.92	17.78
营运资本变动	(66.38)	75.37	11.23	(61.22)					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>