

谨慎推荐（首次）

地素时尚（603587）深度报告

风险评级：中风险

国内中高端女装龙头 盈利能力突出

2018年7月30日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

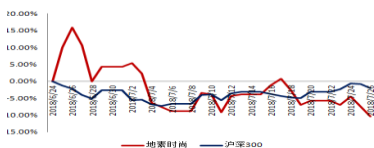
电话：0769-22110925

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

主要数据 2018年7月27日

收盘价(元)	35.73
总市值(亿元)	143.28
总股本(亿股)	4.01
流通股本(亿股)	0.61
ROE(TTM)	16.71%
12月最高价(元)	45.91
12月最低价(元)	33.02

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- 公司定位于中高端女装品牌，实行多品牌运营。公司主营业务为中高端品牌女装的设计、推广及销售。公司实行多品牌战略及差异化定位，目前拥有“DAZZLE”、“DIAMOND DAZZLE”和“d'zzit”和“RAZZLE”等四个自有品牌，其中前三个品牌是公司的核心品牌。公司三大核心品牌定位于18-45岁女性消费群体，分别覆盖中端、中高端和高端女装市场。
- 线下渠道恢复扩张，线上保持快增。渠道模式：直营与经销并重。公司的直营终端主要分布在一二线城市，经销终端主要分布在二三四线城市。截至2018年上半年末，公司在全国共拥有1056个终端门店，其中直营终端门店397家，营收占比45.88%；经销终端门店659家，营收占比42.18%。近几年直营终端保持稳步扩张，2016-2017年直营终端分别净增加22家和23家，2018年上半年净增加2家。经销终端2016年净减少81家；2017年恢复扩张，净增加23家；2018年上半年净增加16家。线上收入保持快增，收入占比不断提高。公司主要通过天猫商城等电商平台进行线上销售。公司近几年线上收入保持较快增长，2015-2017年线上收入年均复合增速约为61%。2018年上半年线上收入1.16亿元，同比增长82%。线上收入占比不断提高，2018年上半年收入占比达到11.94%，较2015年提高约8个百分点。公司未来将加大对电商业务的投入，线上收入有望保持快速，收入占比有望不断提升。
- IPO募投项目-将加大对直营渠道的建设力度。公司拟总投入17.77亿元到营销网络及品牌建设项目。其中在营销网络建设方面将加大对直营渠道的建设。公司计划在四年实施期中在30个城市为三大自有核心品牌共开设318家直营店铺，均为百货店或者购物中心专卖店。其中“DAZZLE”、“DIAMOND DAZZLE”和“d'zzit”四年的开店计划分别为130家、22家和166家。根据开店计划，公司将完善各品牌营销网络布局，巩固“DAZZLE”现有的发展趋势，同时实现“DIAMOND DAZZLE”和“d'zzit”布局进一步完整。
- 投资建议：给予谨慎推荐评级。预计公司2018-2019每股收益分别为1.47元和1.67元，对应估值分别为24倍和21倍。公司是国内中高端女装龙头，盈利能力较为突出；持续推进多品牌战略，核心品牌有望保持稳定增长，渠道拓展有望加速推进，线上有望保持快增。首次覆盖给予谨慎推荐评级。
- 风险提示。终端消费低迷等。

目 录

1. 公司是中高端女装品牌运营商	4
2. 线下渠道恢复扩张 线上保持快增	5
3. 国内中高端女装市场增长较有潜力	7
4. 财务指标	9
4.1 盈利能力分析	9
4.2 偿债能力分析	11
4.3 营运能力分析	12
5. IPO 募投项目-将加大对直营渠道的建设力度	12
6. 投资建议：首次覆盖给予谨慎推荐评级	13

插图目录

图 1：公司 2018 年上半年各品牌营收（亿元）	4
图 2：公司 2018 年上半年各品牌营收占比（%）	4
图 3：公司 2017 年各品牌毛利占比（%）	5
图 4：公司各品牌营收同比增速（%）	5
图 5：公司终端渠道分布图	5
图 6：公司 2017 年各销售区域营收占比（%）	6
图 7：公司重点销售区域近三年营收同比增速（%）	6
图 8：公司近几年终端门店数量（家）	6
图 9：公司直营与经销渠道营收（亿元）	6
图 10：公司各品牌终端门店数量（家）	7
图 11：公司各品牌直营与经销门店数量（家）	7
图 12：公司线上收入及其同比增速（万元，%）	7
图 13：公司线上线下收入占比（%）	7
图 14：我国中高端女装市场规模及其增速（亿元，%）	7
图 15：我国女装市场规模及其同比增速（亿元，%）	7
图 16：我国中高端女装品牌终端渠道数量（家）	8
图 17：公司近几年业绩（亿元）	9
图 18：公司营业收入和归母净利润同比增速（%）	9
图 19：公司毛利率净利率（%）	9
图 20：公司期间费用率（%）	9

表格目录

表 1：公司品牌简况	4
表 2：我国中高端女装 CR10	8
表 3：A 股中高端女装公司业绩（亿元）	9
表 4：公司各品牌毛利率（%）	10
表 5：同行业上市公司盈利能力指标比较	10
表 6：公司偿债能力主要指标	11
表 7：同行业上市公司偿债能力指标比较	11
表 8：公司营运能力	12
表 9：同行业上市公司营运能力指标比较	12
表 10：公司 IPO 募投项目	13
表 11：公司营销网络建设项目经济效益分析	13

表 12：公司盈利预测简表	14
---------------------	----

1. 公司是中高端女装品牌运营商

公司定位于中高端女装品牌，实行多品牌运营。公司主营业务为中高端品牌女装的设计、推广及销售。公司实行多品牌战略及差异化定位，目前拥有“DAZZLE”、“DIAMOND DAZZLE”和“d'zzit”和“RAZZLE”等四个自有品牌，其中前三个品牌是公司的核心品牌。公司于2005年推出“DAZZLE”品牌，2010年及2011年先后推出“DIAMOND DAZZLE”和“d'zzit”品牌，2016年与著名歌手那英携手推出了“NA BY DAZZLE”特别系列，2017年下半年推出了男装“RAZZLE”品牌，进一步丰富了公司的品牌内涵和扩大了覆盖人群。公司三大核心品牌定位于18-45岁女性消费群体，分别覆盖中端、中高端和高端女装市场。

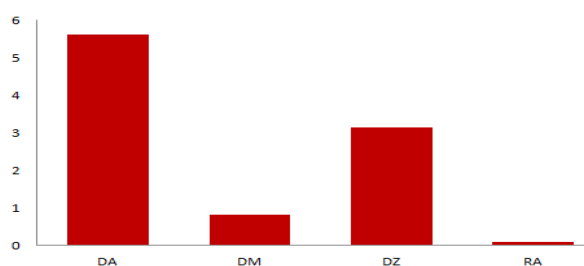
表 1：公司品牌简况

品 种	品牌名称	品牌商标	品牌定位	目标客户	品牌阶段	平均零售价（元）
女 装	DAZZLE	DAZZLE	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	815.88
	DIAMOND DAZZLE	DIAMOND DAZZLE	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	2497.79
	d'zzit	d'zzit	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	540.53
男 装	RAZZLE	RAZZLE	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	1854.03

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所。备注：平均零售价为公司 2017 年直营销售渠道平均零售价（含增值税及百货商场扣点，不包括电商及临时特卖销售的货品）

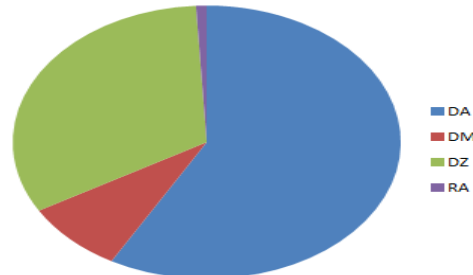
公司核心品牌贡献了九成以上收入。公司核心品牌“DAZZLE”和“d'zzit”贡献了主要收入，其中“DAZZLE”近三年平均营收占比为59.5%，“d'zzit”近三年平均营收占比为32%。“DIAMOND DAZZLE”近三年平均营收占比为8%。目前“RAZZLE”仍在培育期，营收占比不足1%。

图 1：公司 2018 年上半年各品牌营收（亿元）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 2：公司 2018 年上半年各品牌营收占比（%）

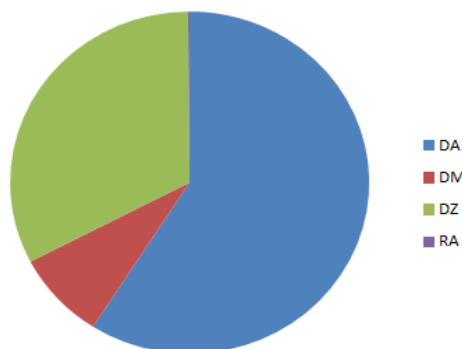


资料来源：公司公告，东莞证券研究所

备注：DA、DM、DZ和RA分别是指公司品牌DAZZLE、DIAMOND DAZZLE、d'zzit和RAZZLE（下同）。

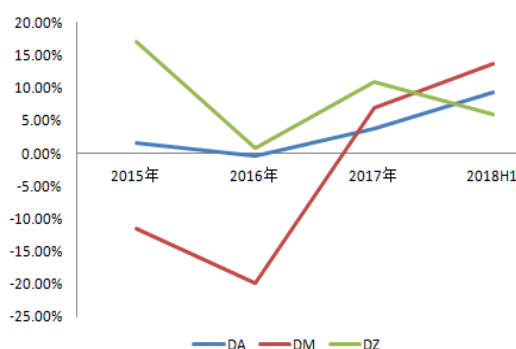
公司近两年核心品牌收入增速有所回升。2016年，公司核心品牌“DAZZLE”和“d'zzit”营收分别同比下降0.33%和20%，主要受终端门店关闭影响；“DIAMOND DAZZLE”营收虽同比增长0.79%，但增速同比下降16.23个百分点。三大核心品牌营收从2017年开始逐步回升，主要原因在于终端门店恢复扩张。2018年上半年“DAZZLE”和“d'zzit”营收分别同比增长9.3%和5.86%，“DIAMOND DAZZLE”营收同比增长13.75%。

图 3：公司 2017 年各品牌毛利占比（%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 4：公司各品牌营收同比增速（%）

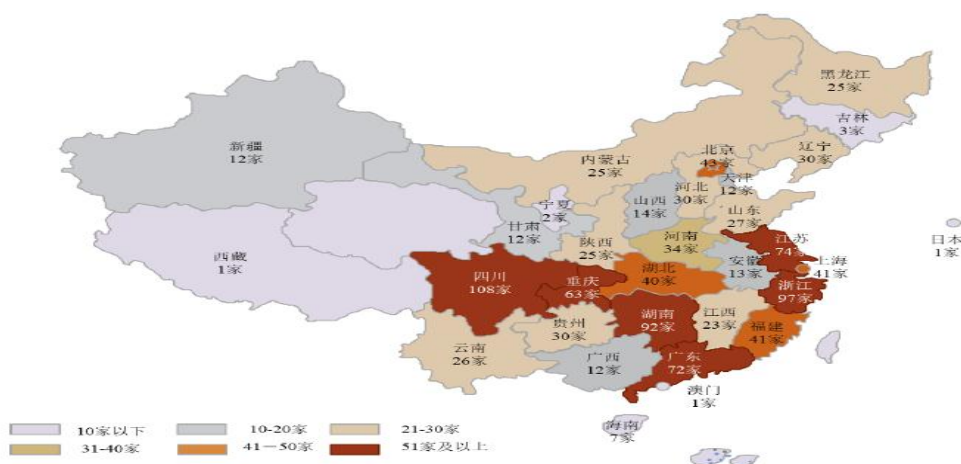


资料来源：公司公告，东莞证券研究所

2. 线下渠道恢复扩张 线上保持快增

公司的销售终端主要位于中高端百货商场、大型购物中心等。公司已与北京SKP（原名新光天地）、久光、王府井、伊势丹、银泰等高端百货及新鸿基、恒隆、华润、万达等在内的商业地产集团建立了合作关系。目前公司的终端渠道覆盖全国绝大部分省、自治区和直辖市，并已在澳门、日本开设了门店。

图 5：公司终端渠道分布图

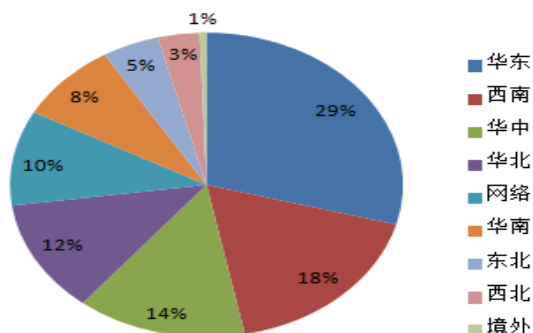


资料来源：公司公告，东莞证券研究所

公司的优势销售区域为华东地区。2015-2017年华东地区营收占比分别达到30.83%、30.46%和29.15%；西南、华中和华北近三年营收占比均维持在10%-20%；华南、东北、

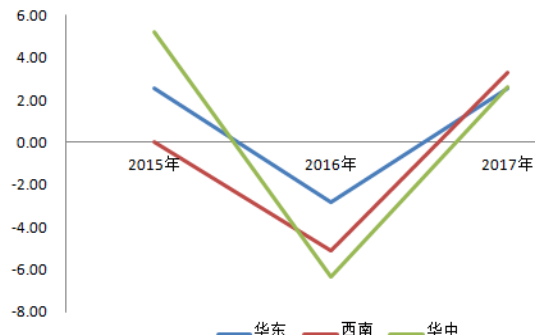
西北近三年营收占比均维持在10%以下。公司各大区域的销售2016年有所下降，2017年逐步回升。重点区域华东、西南和华中地区2017年分别实现营收5.66亿元、3.43亿元和2.72亿元，分别同比增长2.54%、3.31%和2.64%。

图 6：公司 2017 年各销售区域营收占比（%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

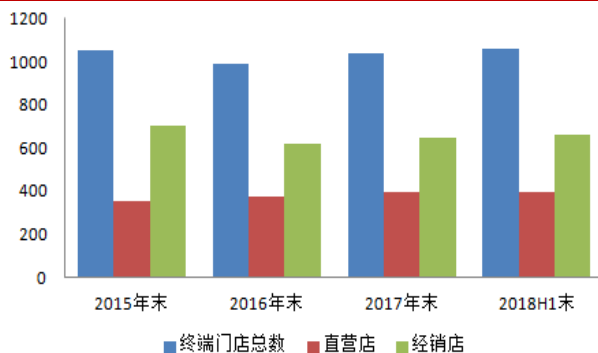
图 7：公司重点销售区域近三年营收同比增速（%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

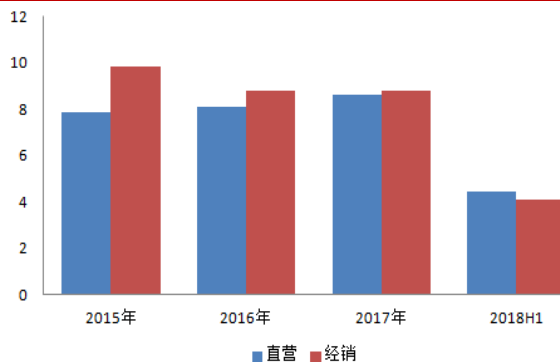
渠道模式：直营与经销并重；2017年经销渠道恢复扩张。公司的直营终端主要分布在一二线城市，经销终端主要分布在三四线城市。截至2018年上半年末，公司在全国共拥有1056个终端门店，其中直营终端门店397家，营收占比45.88%；经销终端门店659家，营收占比42.18%。近几年直营终端保持稳步扩张，2016-2017年直营终端分别净增加22家和23家，2018年上半年净增加2家。经销终端2016年净减少81家；2017年恢复扩张，净增加23家；2018年上半年净增加16家。

图 8：公司近几年终端门店数量（家）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

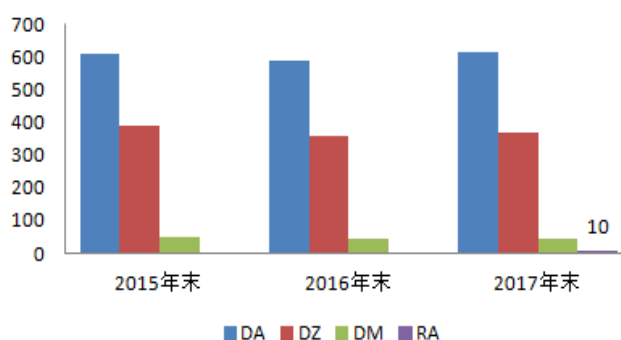
图 9：公司直营与经销渠道营收（亿元）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

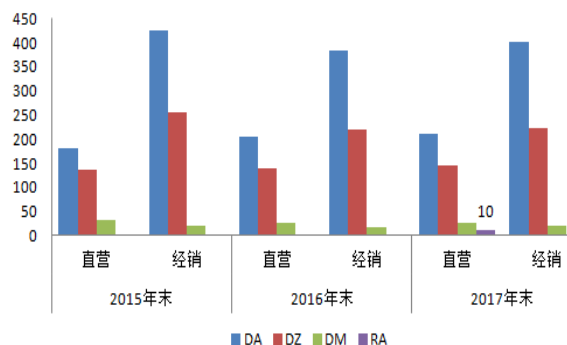
分品牌来看，核心品牌2016年终端门店有所调整，2017年终恢复扩张。公司“DAZZLE”品牌2017年底终端门店总数达到614家，同比净增加24家；其中直营与经销终端分别达到212家和402家，分别净增加6家和18家。“d'zzit”品牌2017年底终端门店总数达到368家，净增加9家；其中直营和经销终端分别达到146家222家，分别净增加7家和2家。“DIAMOND DAZZLE”品牌2017年底终端门店总数46家，净增加3家；其中直营和经销终端分别27家和19家，经销终端净增加3家。“RAZZLE”品牌2017年下半年开始推出，2017年底门店总数达到10家，都是直营店。

图 10: 公司各品牌终端门店数量 (家)



资料来源: 公司公告, 东莞证券研究所

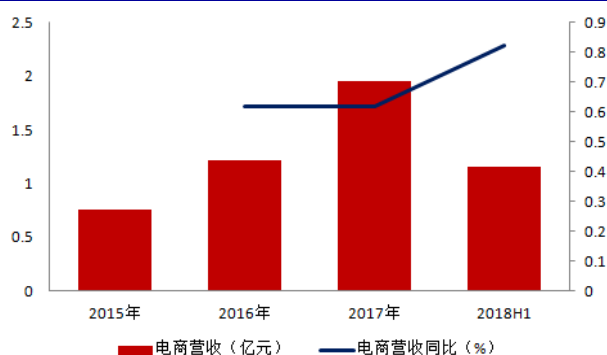
图 11: 公司各品牌直营与经销门店数量 (家)



资料来源: 公司公告, 东莞证券研究所

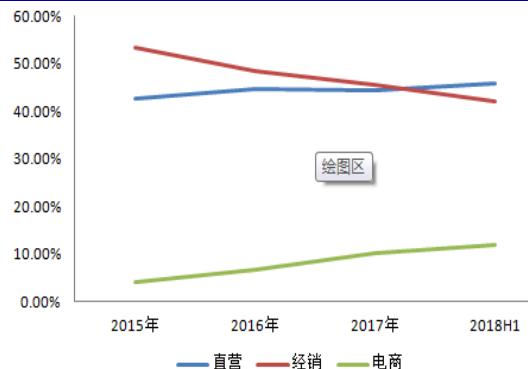
线上收入保持快增, 收入占比不断提高。公司主要通过天猫商城等电商平台进行线上销售。销售之初出售的产品主要以过季商品居多, 一般售价为商品吊牌价的3-5.5折之间。2015年开始, 公司线上推出了部分与线下同步款商品, 其销售折扣与商场保持一致。公司近几年线上收入保持较快增长, 2015-2017年线上收入年均复合增速约为61%。2018年上半年线上收入1.16亿元, 同比增长82%。线上收入占比不断提高, 2018年上半年收入占比达到11.94%, 较2015年提高约8个百分点。公司未来将加大对电商业务的投入, 投入更多的新品在线上销售, 并建立微商城, 实现线上线下联动, 未来线上收入有望保持较快增长, 线上收入占比有望不断提升。

图 12: 公司线上收入及同比增速 (万元, %)



资料来源: 公司公告, 东莞证券研究所

图 13: 公司线上线下收入占比 (%)



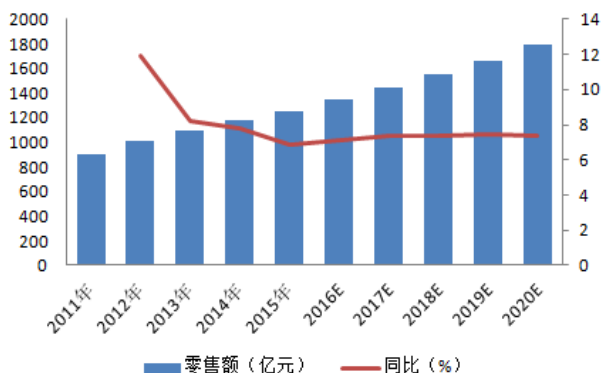
资料来源: 公司公告, 东莞证券研究所

3.国内中高端女装市场增长较有潜力

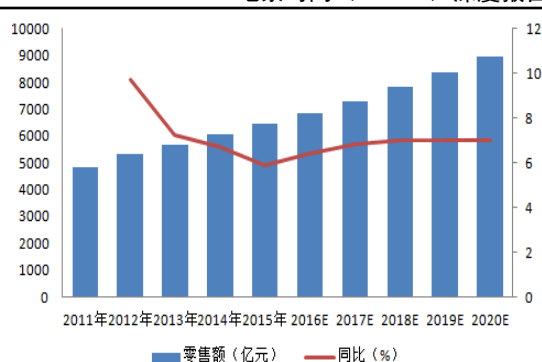
我国中高端女装市场规模保持较快增长。根据Euromonitor 预测, 2015年我国中高端女装市场规模达到1256亿元, 同比增长6.9%; 2011-2015年年均复合增速约为8.7%, 快于同期国内整体女装市场1.3个百分点。未来随着人均收入的提高、中产阶级规模的扩大及消费升级, 预计我国中高端女装市场仍有望保持较快增长。

图 14: 我国中高端女装市场规模及其增速 (亿元, %)

图 15: 我国女装市场规模及其同比增速 (亿元, %)



资料来源：Euromonitor，招股说明书，东莞证券研究所



资料来源：Euromonitor，招股说明书，东莞证券研究所

我国中高端女装市场集中度仍然较低。我国中高端女装企业数量较多，国内主要品牌包括雅莹、玛丝菲尔、地素、宝姿、摩安珂、阿玛施、玖姿、朗姿Y、歌力思、卓雅等，竞争较为激烈。根据Euromonitor的研究，2015年国内中高端女装品牌CR10不足14%。公司核心品牌DAZZLE市场占有率仅为1.54%，列居第三。

表 2：我国中高端女装 CR10

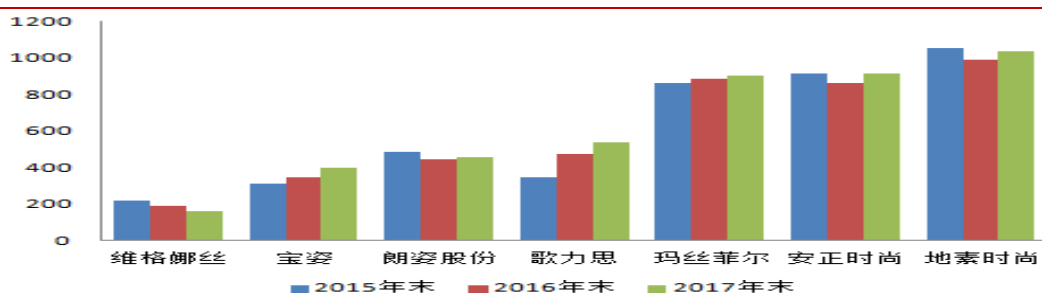
2015年排名	品牌名称	2014年排名	品牌名称
1	雅莹E. P	1	雅莹E. P
2	玛丝菲尔Marisfrolg	2	玛丝菲尔Marisfrolg
3	地素DAZZLE	3	宝姿Ports
4	宝姿Ports	4	地素DAZZLE
5	摩安珂MO&Co.	5	玖姿JZ
6	阿玛施AMASS	6	阿玛施AMASS
7	玖姿JZ	7	摩安珂MO&Co.
8	朗姿LANCY	8	朗姿LANCY
9	歌力思ELLASSAY	9	卓雅JORYA
10	卓雅JORYA	10	维格娜丝V GRASS

资料来源：Euromonitor，公司招股说明书，东莞证券研究所

续

公司是A股中高端女装行业的龙头。首先，从渠道规模上看，公司渠道规模最大（与A股中高端女装上市公司维格娜丝、朗姿股份、歌力思及安正时尚，港股上市公司宝国国际及拟上市公司玛丝菲尔进行对比）。其次，从业绩规模上看，公司的净利润规模最大。

图 16：我国中高端女装品牌终端渠道数量（家）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所，备注：图中维格娜丝公司终端渠道数量只包括 VGRASS 品牌，不包括 teenie weenie 品牌。

表 3：A 股中高端女装公司业绩（亿元）

证券代码	证券简称	2017 年营业总收入（亿元）	2017 年归母净利润（亿元）	2017 年营收同比（%）	2017 年归母净利润同比（%）
603587.SH	地素时尚	19.46	4.80	7.18	-8.09
603808.SH	歌力思	20.53	3.02	81.35	52.72
603839.SH	安正时尚	14.21	2.73	17.78	15.69
603518.SH	维格娜丝	25.64	1.90	244.50	89.32
002612.SZ	朗姿股份	23.53	1.88	72.06	14.36
0589.HK	宝国国际	22.64	0.57	21.98	41.28

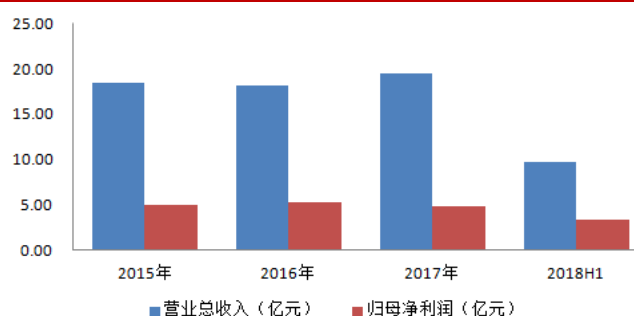
资料来源：公司财报，东莞证券研究所

4. 财务指标

4.1 盈利能力分析

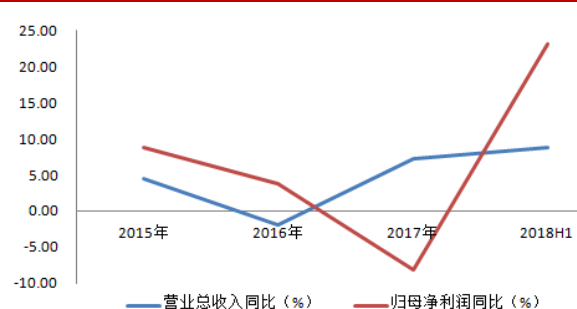
公司业绩自 2017 年开始逐步回升。受终端渠道调整影响，公司 2015-2016 年业绩增速有所下降。2017 年终端渠道恢复扩张，同年营收实现正增长，净利润仍有小幅下降，主要受计提坏账准备同比大幅增加影响所致。2018 年上半年业绩实现较快增长，营业总收入和归母净利润分别同比增长 8.81% 和 23.07%。

图17：公司近几年业绩（亿元）



数据来源：东莞证券研究所，wind

图18：公司营业收入和归母净利润同比增速（%）

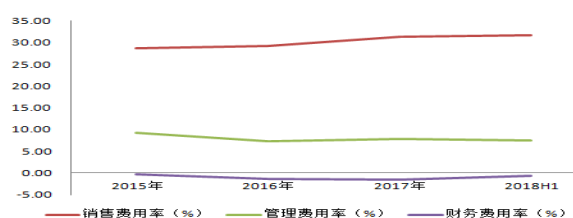
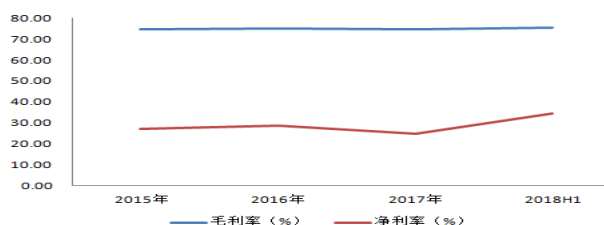


数据来源：东莞证券研究所，wind

毛利率净利率有所回升。公司 2015-2017 年毛利率分别为 74.54%、75.06% 和 74.84%，维持在较高的水平。2018 年上半年毛利率 75.47%，有所回升。与 A 股可比公司相比，公司的毛利率相对较高，主要是因为公司品牌定位较高、产品价位相对较高、折扣力度相对较低急成本控制能力较好等。公司 2015-2017 净利率分别为 27.17%、28.77%、24.67%。2018 年上半年净利率达到 34.56%，显著回升，主要是受原先计提的坏账准备冲回及毛利率回升影响。与 A 股可比公司相比，公司的净利率相对较高，主要是因为毛利率相对较高及期间费用率相对较低。

图19：公司毛利率净利率（%）

图20：公司期间费用率（%）



数据来源: 东莞证券研究所, wind

数据来源: 东莞证券研究所, wind

表 4: 公司各品牌毛利率 (%)

品牌名称	2018 年上半年	2017 年	2016 年	2015 年
DA	75.75%	75.06%	75.24%	74.42%
DM	79.78%	80.91%	81.89%	82.63%
DZ	73.79%	73.3%	73.4%	72.86%
RA	86.98%	77.47%	--	--

资料来源: 东莞证券研究所, wind

表 5: 同行业上市公司盈利能力指标比较

项目	公司简称	2017 年	2016 年	2015 年
综合毛利率 (%)	朗姿股份	57.35	54.96	58.99
	安正时尚	66.74	70.63	68.61
	歌力思	68.84	68.96	67.61
	维格娜丝	69.69	70.24	70.33
	宝国国际	77.57	78.37	80.43
	地素时尚	74.84	75.06	74.54
	均值	69.11	70.47	71.21
净利率 (%)	宝国国际	2.70	2.38	-4.57
	朗姿股份	8.20	13.44	6.51
	维格娜丝	8.67	13.48	13.60
	安正时尚	19.22	19.57	19.91
	歌力思	17.27	19.64	19.14
	地素时尚	24.67	28.77	27.17
	均值	12.59	16.14	13.65
净资产收益率 (摊薄, %)	宝国国际	2.71	1.98	-3.65
	朗姿股份	7.01	6.66	3.20
	安正时尚	10.62	18.40	21.33
	维格娜丝	11.58	6.87	8.15
	歌力思	14.59	11.39	10.57
	地素时尚	36.05	61.35	63.74
	均值	13.92	15.66	15.30
期间费用率 (%)	地素时尚	37.63	35.23	37.56
	歌力思	42.04	43.72	41.65
	安正时尚	44.44	42.95	40.96
	朗姿股份	50.55	50.77	54.62
	维格娜丝	56.60	54.65	52.81

均值	49.25	48.33	49.59
----	-------	-------	-------

资料来源：东莞证券研究所，wind

4.2 偿债能力分析

从负债结构来看，公司负债基本由流动负债构成，与公司轻资产的运营模式及高流动资产的资产结构较为匹配。公司非流动负债规模较小。公司近几年资产负债率逐年下降；流动比率和速动比率维持在较好的水平，且逐年上升。与 A 股可比上市公司相比，公司偿债能力好。

表 6：公司偿债能力主要指标

财务指标	2018 年上半年	2017 年	2016 年	2015 年
流动比率（%）	8.07	3.55	2.36	2.14
速动比率（%）	7.37	2.92	1.84	1.67
资产负债率（%）	11.18	24.24	35.63	40.02
经营性现金流净额（亿元）	1.82	5.61	4.83	5.42
货币资金（亿元）	26.08	9.05	6.63	6.69

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 7：同行业上市公司偿债能力指标比较

项目	公司简称	2017 年	2016 年	2015 年
流动比率（倍）	朗姿股份	0.73	1.82	2.97
	维格娜丝	1.51	7.35	11.30
	歌力思	1.83	1.69	4.00
	宝国国际	3.47	4.38	3.42
	地素时尚	3.55	2.36	2.14
	安正时尚	4.72	2.30	1.90
	均值	1.55	2.18	3.23
速动比率（倍）	朗姿股份	0.46	1.19	1.93
	维格娜丝	1.04	5.09	8.92
	歌力思	1.37	1.30	3.48
	宝国国际	2.27	2.59	2.19
	地素时尚	2.92	1.84	1.67
	安正时尚	3.69	1.33	0.88
	均值	1.13	1.51	2.36
资产负债（%）	安正时尚	18.40	28.15	29.72
	地素时尚	24.24	35.63	40.02
	宝国国际	27.26	21.73	25.71
	歌力思	33.23	29.60	18.91
	朗姿股份	45.68	26.75	16.63
	维格娜丝	71.97	8.59	8.80
	均值	45.94	26.12	21.52

资料来源：东莞证券研究所，wind

4.3 营运能力分析

公司存货周转效率相对较高。公司 2015-2017 年存货周转时间基本维持在 5-7 个月左右的时间，并有所提高。公司 2017 年加大去库存，通过特卖、电商、奥特莱斯等渠道积极去库存，存货周转效率有所回升。与 A 股可比上市公司相比，公司的存货周转效率相对较高。

公司应收账款周转效率相对较高。公司不断加强应收账款管理力度，明确对账流程、缩短对账时间，加快货款的回收速度。与 A 股可比上市公司相比，公司的应收账款周转效率相对较高。

表 8：公司营运能力

	2018 年上半年	2017 年	2016 年	2015 年
存货（亿元）	2.70	2.55	2.33	2.29
应收账款（亿元）	0.58	0.55	0.55	0.55
存货周转天数（天）	198.22	179.14	183.46	162.10
应收账款周转天数（天）	10.53	10.20	10.89	9.47

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 9：同行业上市公司营运能力指标比较

项目	公司简称	2017 年	2016 年	2015 年
存货周转率天数（天）	地素时尚	179.14	183.46	162.10
	歌力思	196.11	231.73	229.21
	维格娜丝	225.15	434.78	348.60
	朗姿股份	259.67	335.76	400.62
	安正时尚	325.76	398.58	357.00
	宝国国际	566.22	695.92	844.87
	均值	237.3	305.04	298.29
应收账款周转天数（天）	地素时尚	10.20	10.89	9.47
	安正时尚	24.92	30.89	37.04
	维格娜丝	41.06	28.79	25.26
	宝国国际	46.22	39.83	41.55
	歌力思	48.33	51.99	43.60
	朗姿股份	56.98	61.28	32.21
	均值	38.1	35.3	26.7

资料来源：东莞证券研究所，wind

5.IPO 募投项目-将加大对直营渠道的建设力度

IPO募投资拟投向四大项目。公司于2018年6月22日成功上市，发行价27.52元/股，募集资金总额16.79亿元，主要投向营销网络及品牌建设项目、信息化系统升级项目、研发中心建设项目及补充其他与主营业务相关的营运资金，拟分别投入募集资金10.46亿元、0.96亿元、0.4亿元和4亿元。

表 10：公司 IPO 募投项目

序号	将	项目名称	投资总额（万元）	拟使用募集资金（万元）
1	加	营销网络及品牌建设项目	177664	104623.91
2	大	信息化系统升级项目	9579.32	9579.32
3	对	研发中心建设项目	4011	4011
4	直	补充其他与主营业务相关的营运资金	50000	40000
	营	合计	241254.32	158214.23

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

将加大对直营渠道的建设力度。公司拟总投入17.77亿元到营销网络及品牌建设项目。其中在营销网络建设方面将加大对直营渠道的建设。公司计划在四年实施期中在30个城市为三大自有核心品牌共开设318家直营店铺，均为百货店或者购物中心专卖店。其中“DAZZLE”、“DIAMOND DAZZLE”和“d'zzit”四年的开店计划分别为130家、22家和166家。根据开店计划，公司将完善各品牌营销网络布局，巩固“DAZZLE”现有的发展趋势，同时实现“DIAMOND DAZZLE”和“d'zzit”布局进一步完整。公司将主要选择三线及以上的城市或者同等水平的沿海四线城市作为新开店的目标城市。公司将优化升级现有直营店铺。公司计划在四年实施期中对242家“DAZZLE”店铺、46家“DIAMOND DAZZLE”店铺和212家“d'zzit”店铺进行优化升级。营销网络项目顺利实施后，公司核心品牌的营销网络将更加优质和完善，能够及时抢占稀缺的店铺资源，同时迅速提升新兴品牌的覆盖率和影响力。

表 11：公司营销网络建设项目经济效益分析

序号	名称	指标
1	项目总投资	177664万元
2	销售收入（建设期第四年）	86549万元
3	总成本费用（建设期第四年）	63435万元
4	利润总额（建设期第四年）	21816万元
5	项目投资回收期（含建设期）	6.9年
6	项目投资财务内部收益率	22.3%
7	项目投资财务净现值（i=10%）	55951万元

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

6.投资建议：首次覆盖给予谨慎推荐评级

预计公司 2018-2019 每股收益分别为 1.47 元和 1.67 元，对应估值分别为 24 倍和 21 倍。公司是国内中高端女装龙头，盈利能力较为突出；持续推进多品牌战略，核心品牌有望保持稳定增长，渠道拓展有望加速推进，线上有望保持快增。首次覆盖给予谨慎推荐评级。

风险提示：终端消费低迷等。

表 12：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	1,946	2,140	2397	2,757
营业总成本	1,380	1,415	1575	1,808
营业成本	490	535	587	662
营业税金及附加	29	32	36	41
销售费用	609	674	758	882
管理费用	154	171	192	221
财务费用	-31	-8	-10	-12
其他经营收益	0	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	565	725	822	949
加 营业外收入	80	70	70	70
减 营业外支出	1	2	2	2
利润总额	644	793	890	1017
减 所得税	164	202	223	254
净利润	480	591	668	763
减 少数股东损益	0	0	0	0
归母公司所有者的净利润	480	591	668	763
基本每股收益(元)	1.20	1.47	1.67	1.90
PE（倍）	29.85	24.24	21.45	18.78

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn