

零售提效成果逐季体现，亮眼直营表现预示未来增长韧性

买入（维持）

2019 年 04 月 13 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

研究助理 詹陆雨

021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2100.5	2391.8	2684.3	2971.2
同比（%）	7.9%	13.9%	12.2%	10.7%
归母净利润（百万元）	574.1	661.5	743.3	821.1
同比（%）	19.6%	15.2%	12.4%	10.5%
每股收益（元/股）	1.43	1.65	1.85	2.05
P/E（倍）	19.7	17.1	15.2	13.8

投资要点

■ **事件：**公司公布年报及一季报，2018 年全年收入同增 7.9%至 21.0 亿元，归母净利同增 19.6%至 5.74 亿元，分红方面计划每 10 股派发 10 元现金股利，分红比例达到 70%。2019Q1，公司收入同增 13.5%至 5.84 亿元，归母净利同增 32.6%至 1.95 亿元。

■ **分渠道来看：18Q4、19Q1 低迷零售大环境背景下公司线下增长令人惊喜，直营渠道在净关店背景下 18Q4、19Q1 收入高增 12%/17%，零售提效成果显著。**公司 18 年开始发力零售提效，通过：1) 与零售培训专业机构签约为直营导购提供专业培训；2) 加大导购工资中销售提成的比重作为激励；3) 建立 VIP 管理团队，打通全品牌会员提升 VIP 用户体验，会员数量目前已从 17 年底 10 万+增加至 40 万上下，贡献零售销售 60%左右；4) 优化渠道，关闭低效店铺、加强对重点城市优质店铺管控。以上举措的效用在 18Q4 起逐渐体现，公司 18Q4/19Q1 线下收入增长分别达到 13.6%/12.2%，其中直营渠道表现尤其可以直观反映零售增长的强劲——18Q4/19Q1 直营渠道收入增长高达 12%/17%，直营可比同店增长从 18 年上半年的个位数提升至 18Q4 的 10%、19Q1 进一步提升至 10%-15%，在高端女装中表现非常突出。

■ **分品牌来看：1) 主品牌 DAZZLE：**2018 年在公司收入占比仍高达 59%，受益直营表现的强劲，其在 18H2 渠道持续精简的背景下 18Q4 以及 19Q1 的收入增速仍然分别达到 9.5%以及 12.8%，Q1 单季毛利率较去年同期亦有 0.6pp 的提升；**2) 年轻品牌 d'zzit：**2018 年占公司收入比重 33%，与主品牌同样受益直营渠道表现强劲，收入在 Q4 以及 19Q1 增长 14%/15%，毛利率同样有小幅提升。在 2019 年公司给予 d'zzit 更多关注，其不仅将迎来新的海外大品牌设计师，更将在品牌宣传、渠道扩张上得到更多资源，并在价格带上做适当延展，以发挥其增长潜力。**3) 高端品牌 DIAMOND DAZZLE：**作为强调手工、高级感的高端品牌线运用大量创新性面料和工艺，体量尚小但增长始终非常稳定，18 年收入增长 15%至 1.70 亿元。**4) 男装 RAZZLE：**2017 年底上市，18 年拥有 13 家门店/实现 921 万销售收入，2018 年底引进原 DIOR 品牌设计师加入设计研发工作并引进原 HUGO BOSS 营销高管负责营销工作，2019 年发展将进入正轨。

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司 19 年在继续提升单店收入的同时门店数量有望增加 10%(直营 20-30 家/加盟 60-70 家)，我们预测公司 19/20/21 年归母净利同增 15%/12%/11%至 6.6/7.4/8.2 亿元，对应 PE17/15/14X，最近三年平均分红比例高达 74%，高分红稳健女装龙头，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**零售意外遇冷，门店拓展不及预期，小非解禁

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.22
一年最低/最高价	18.53/47.95
市净率(倍)	3.45
流通 A 股市值(百万元)	1721.42

基础数据

每股净资产(元)	8.18
资产负债率(%)	11.80
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)：业绩稳健、低估值高分红时尚集团，上调评级至“买入”》2018-12-27
- 2、《地素时尚 (603587) 中报：线上发力成亮点，稳健的时尚集团龙头》2018-07-17
- 3、《地素时尚 (603587) 新股报

事件:

公司公布年报及一季报, 2018 年全年收入同增 7.9%至 21.0 亿元, 归母净利同增 19.6%至 5.74 亿元, 分红方面计划每 10 股派发 10 元现金股利, 分红比例达到 70%。

2019Q1, 公司收入同增 13.5%至 5.84 亿元, 归母净利同增 32.6%至 1.95 亿元。

投资要点:

分渠道来看: 18Q4、19Q1 低迷零售大环境背景下公司线下增长令人惊喜, 直营渠道在净关店背景下 18Q4、19Q1 收入高增 12%/17%, 零售提效成果显著。公司 18 年开始发力零售提效, 通过: 1) 与零售培训专业机构签约为直营导购提供专业培训; 2) 加大导购工资中销售提成的比重作为激励; 3) 建立 VIP 管理团队, 打通全品牌会员提升 VIP 用户体验, 会员数量目前已从 17 年底 10 万+增加至 40 万上下, 贡献零售销售 60%左右; 4) 优化渠道, 关闭低效店铺、加强对重点城市优质店铺管控。以上举措的效用在 18Q4 起逐渐体现, 公司 18Q4/19Q1 线下收入增长分别达到 13.6%/12.2%, 其中直营渠道表现尤其可以直观反映零售增长的强劲——18Q4/19Q1 直营渠道收入增长高达 12%/17%, 直营可比同店增长从 18 年上半年的个位数提升至 18Q4 的 10%、19Q1 进一步提升至 10%-15%, 在高端女装中表现非常突出。

线上方面, 受益线上线下同款新品销售占比提升, 2018 年收入增长 31%同时毛利率提升明显。2018 年公司线上收入较 2017 年增长 31%至 2.56 亿元, 占到整体销售收入的 12%, 且毛利率较 2017 年的 73.6%提升 2.8pp, 主要与线上新品销售占比显著提升有关 (大约从 30%提升到 40%)。

表: 地素时尚各渠道单季度运行情况拆分 (单位: 百万元)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2018	2019Q1
线下收入	455.77	397.30	450.29	536.49	1839.84	511.42
YOY			0.76%	13.64%	5.41%	12.21%
毛利率	73.79%	76.82%	71.75%	72.84%	73.67%	73.94%
门店总数		1056	1063	1062	1062	1048
直营收入	217.94	226.53	202.32	263.31	910.09	255.05
YOY			3.89%	11.95%	5.44%	17.03%
毛利率	77.70%	81.13%	75.26%	76.72%	77.73%	77.69%
门店总数		397	391	378	378	365
经销收入	237.84	170.76	243.95	277.20	929.75	256.37
YOY			-1.62%	15.02%	5.39%	7.79%
毛利率	70.20%	71.11%	69.48%	68.59%	69.70%	70.22%
门店总数		659	672	684	684	683
线上收入	56.75	58.90	51.68	88.26	255.59	70.93
YOY			12.88%	2.43%	30.76%	24.99%
毛利率	73.51%	82.54%	77.88%	73.41%	76.44%	73.75%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

分品牌来看:

1) 主品牌 DAZZLE: 2018 年在公司收入占比仍高达 59%, 受益直营表现的强劲, 其在 18H2 渠道持续精简的背景下 18Q4 以及 19Q1 的收入增速仍然分别达到 9.5%以及 12.8%, Q1 单季毛利率较去年同期亦有 0.6pp 的提升;

2) 年轻品牌 d'zzit: 2018 年占公司收入比重 33%，与主品牌同样受益直营渠道表现强劲，收入在 Q4 以及 19Q1 增长 14%/15%，毛利率同样有小幅提升。在 2019 年公司给予 d'zzit 更多关注，其不仅将迎来新的海外大品牌设计师，更将在品牌宣传、渠道扩张上得到更多资源，并在价格带上做适当延展，以发挥其增长潜力。

3) 高端品牌 DIAMOND DAZZLE: 作为强调手工、高级感的高端品牌线运用大量创新性面料和工艺，体量尚小但增长始终非常稳定，18 年收入增长 15% 至 1.70 亿元。

4) 男装 RAZZLE: 2017 年底上市，18 年拥有 13 家门店/实现 921 万销售收入，2018 年底引进原 DIOR 品牌设计师加入设计研发工作并引进原 HUGO BOSS 营销高管负责营销工作，2019 年发展将进入正轨。

表：地素时尚各品牌单季度运行情况拆分（单位：百万元）

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2018 全年	2019Q1
总收入	513.98	456.86	499.85	629.77	2100.45	583.52
YOY			1.93%	11.79%	7.94%	13.53%
毛利率	73.59%	77.76%	72.37%	72.57%	73.90%	73.84%
门店总数		1056	1063	1062	1062	1048
直营门店		397	391	378	378	365
经销门店		659	672	684	684	683
DAZZLE 收入	297.11	265.53	301.82	367.16	1231.61	335.23
YOY			0.84%	9.48%	7.15%	12.83%
毛利率	74.02%	77.69%	73.06%	72.66%	74.17%	74.65%
门店总数		623	619	613	613	600
直营门店		209	199	199	199	189
经销门店		414	420	414	414	411
d'zzit 收入	168.50	145.51	161.14	209.33	684.48	193.93
YOY			0.78%	13.83%	6.88%	15.09%
毛利率	71.97%	75.90%	71.46%	71.27%	72.47%	72.08%
门店总数		368	374	383	383	384
直营门店		145	145	138	138	136
经销门店		223	229	245	245	248
DIAMOND DAZZLE 收入	42.35	39.60	39.84	48.35	170.14	48.60
YOY			12.18%	18.84%	14.77%	14.77%
毛利率	77.53%	82.19%	77.73%	78.34%	78.89%	76.23%
门店总数		53	57	53	53	53
直营门店		31	34	28	28	29
经销门店		22	23	25	25	24

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

财务分析：盈利能力、周转、现金流一如既往优秀，18 全年及 19Q1 继续展现高质量报表。从利润表来看，2018 年收入增长 7.9% 至 21.0 亿元，毛利率较去年同期微降 0.9pp（与 18 年参加商场促销等活动较 17 年更多有关），期间费用率也有 3.4pp 上升（主要是渠道更新带来的装修费用及销售人员薪酬增加，以及上市费用），但受益安科房屋纠纷解决后资产减值损失的转回（17 年安科纠纷事件计提 1.01 亿坏账损失，18 年转回 7511 万）归母净利增长仍高达 19.6%。19Q1 来看，收入增长 13.5% 同时毛利率有小幅提升，但由于销售费用仍有提升（同样与渠道升级有关），营业利润增长略慢于收入增长，但仍有 11.7% 增速，叠加政府补贴的确认带来营业收入的显著增长，公司 19Q1 的归母净利高增 32.6% 至 1.95 亿元。

周转来看，应收账款及存货规模控制非常优秀，直营比例持续提升背景下存货规模在 18Q4 及 19Q1 绝对值与去年同期皆未发生明显变化，侧面体现终端优秀售罄情况；经营性现金流健康，18 年及 19Q1 分别增长 4.2% 以及 29.5%，与经营情况吻合。

表：地素时尚财务摘要（单位：百万元）

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2017 全年	2018 全年	2019Q1
利润表摘要							
营业收入	513.98	456.86	499.85	629.77	1,945.91	2,100.45	583.52
YOY	6.27%	11.82%	1.93%	11.80%		7.9%	13.53%
毛利	378.26	354.47	362.52	456.96	1,456.37	1,552.21	430.85
YOY	5.39%	10.85%	-0.17%	10.23%		6.6%	13.90%
毛利率	73.59%	77.59%	72.53%	72.56%	74.84%	73.90%	73.84%
期间费用	172.81	200.55	202.57	285.64	732.32	861.56	204.18
YOY	10.25%	16.22%	20.01%	21.95%		17.6%	18.16%
期间费用率	33.6%	43.9%	40.5%	45.4%	37.6%	41.0%	35.0%
销售费用	140.85	166.43	172.43	227.71	609.27	707.42	170.47
销售费用率	27.40%	36.43%	34.50%	36.16%	31.31%	33.68%	29.21%
管理费用	33.75	38.26	39.77	71.95	100.75	125.61	27.87
管理费用率	6.57%	8.37%	7.96%	11.42%	5.18%	5.98%	4.78%
研发费用					52.94	58.12	16.72
研发费用率					2.72%	2.77%	2.86%
财务费用	-1.79	-4.14	-9.64	-14.01	-30.63	-29.58	-10.87
财务费用率	-0.3%	-0.9%	-1.9%	-2.2%	-1.6%	-1.4%	-1.9%
资产减值损失	7.87	-62.04	1.96	9.18	129.81	-43.03	6.70
其他收益				1.87		1.87	0.34
投资净收益				15.69		15.69	
营业利润	191.95	209.33	152.72	170.52	565.46	724.51	214.32
YOY	0.41%	61.88%	86.07%	4.67%		28.1%	11.66%
营业利润率	37.3%	45.8%	30.6%	27.1%	29.1%	34.5%	36.7%
加：营业外收入	5.97	42.18	0.51	-1.31	79.89	47.35	46.45
减：营业外支出	0.00	0.00	0.00	2.40	1.4347	2.41	0.00
利润总额	197.92	251.50	153.23	166.81	643.92	769.46	260.77
YOY	2.86%	45.19%	31.81%	2.95%		19.5%	31.76%
所得税率	25.64%	25.09%	25.52%	25.42%	25.45%	25.39%	25.17%
净利润	147.18	188.39	114.13	124.42	480.07	574.11	195.13
YOY	1.96%	46.82%	32.27%	2.71%		19.6%	32.58%
净利率	28.63%	41.24%	22.83%	19.76%	24.67%	27.33%	33.44%
归母净利	147.17	188.39	114.13	124.41	480.06	574.11	195.13
YOY	1.96%	46.82%	32.28%	2.71%		19.6%	32.58%
资产负债表摘要							
应收账款	46.93	58.40	40.35	58.67	55.20	58.67	53.30
YOY	-14.70%	17 未披露	17 未披露	6.27%		6.3%	13.59%
存货	258.62	269.71	305.16	257.65	254.70	257.65	256.71
YOY	11.23%	17 未披露	17 未披露	1.16%		1.2%	-0.74%

现金流量表摘要

经营活动产生的现金流量净额	142.70	39.12	170.40	232.43	561.34	584.65	184.74
YOY	35.28%	-59.61%	-26.93%	84.78%		4.2%	29.47%
/净利润	96.96%	20.76%	149.31%	186.82%	116.93%	101.84%	94.68%
投资活动产生的现金流量净额	-28.53	-32.32	-903.05	821.30	-277.48	-142.60	-805.75
筹资活动产生的现金流量净额		1,582.14	-401.00		-40.31	1,181.14	
现金及现金等价物净增加额	113.38	1,589.77	-1,132.75	1,054.79	241.67	1,625.19	-621.26

数据来源：Wind，东吴证券研究所；18 年单季度数据中将管理费用和研发费用合并显示在管理费用中

盈利预测及投资建议：

作为产品创新独树一帜（189 人国际化设计团队+全品类坚持自主设计+持续的面料创新以及前沿服装制作工艺应用）、品牌运营成熟（18 年新增刘雯/周冬雨担任 DAZZLE/d'zzit 代言人+一年一度大秀+广泛的明星平面及活动露出+社交媒体 KOL 合作）、增长空间充分（对标同业如 Mo&Co、Five Plus 无论门店数量及单店销售水平皆有显著提升空间）的高端女装集团继续推荐，预计公司 19 年在继续提升单店收入的同时门店数量有望增加 10%（直营 20-30 家/加盟 60-70 家），我们预测公司 19/20/21 年归母净利同增 15%/12%/11%至 6.6/7.4/8.2 亿元，对应 PE17/15/14X，最近三年平均分红比例高达 74%，高分红稳健女装龙头，维持“买入”评级。

风险提示：零售意外遇冷，门店拓展不及预期，小非解禁

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)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2975.6	3140.7	3440.8	3698.3	营业收入	2100.5	2391.8	2684.3	2971.2
现金	2530.3	1681.6	1906.6	2116.5	减:营业成本	548.2	617.7	693.5	767.6
应收账款	58.7	60.9	73.3	75.3	营业税金及附加	26.7	29.9	33.6	37.1
存货	257.7	279.5	323.5	374.3	营业费用	707.4	790.1	878.6	966.6
其他流动资产	129.0	1118.7	1137.4	1132.2	管理费用	125.6	116.2	128.2	140.0
非流动资产	593.2	650.2	711.9	769.2	财务费用	(29.6)	(72.1)	(61.0)	(69.7)
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	2.6	37.5	41.9	48.3
固定资产	384.3	470.3	526.4	580.0	加:投资净收益	15.7	21.1	42.0	42.0
在建工程	117.7	100.0	100.0	100.0	其他收益	1.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	9.1	15.3	20.1	23.3	营业利润	724.5	829.0	939.0	1043.1
其他非流动资产	82.0	64.5	65.4	65.8	加:营业外净收支	44.9	57.6	57.6	57.6
资产总计	3568.8	3790.9	4152.7	4467.5	利润总额	769.5	886.6	996.6	1100.6
流动负债	458.8	485.6	580.1	557.1	减:所得税费用	195.3	225.1	253.2	279.5
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	81.9	30.4	95.7	43.9	归属母公司净利润	574.1	661.5	743.3	821.1
其他流动负债	376.9	455.2	484.4	513.2	EBIT	719.2	867.8	984.0	1097.0
非流动负债	22.1	22.7	22.1	21.9	EBITDA	661.8	830.1	938.1	1097.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他非流动负债	22.1	22.7	22.1	21.9					
负债合计	480.8	508.3	602.1	578.9	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	1.5	1.5	1.5	1.5	每股收益(元)	1.43	1.65	1.85	2.05
归属母公司股东权益	3086.4	3282.5	3550.6	3888.6	每股净资产(元)	7.70	8.19	8.85	9.70
负债和股东权益	3568.8	3790.9	4152.7	4467.5	发行在外股份(百万股)	401.0	401.0	401.0	401.0
					ROIC(%)	17.4%	19.7%	20.7%	21.0%
					ROE(%)	26.0%	20.8%	21.8%	22.1%
					毛利率(%)	73.9%	74.2%	74.2%	74.2%
					销售净利率(%)	27.3%	27.7%	27.7%	27.6%
					资产负债率(%)	13.5%	13.4%	14.5%	13.0%
					收入增长率(%)	7.9%	13.9%	12.2%	10.7%
					净利润增长率(%)	19.6%	15.2%	12.4%	10.5%
					P/E	19.7	17.1	15.2	13.8
					P/B	3.66	3.45	3.19	2.91
					EV/EBITDA	17.10	13.63	12.06	10.32
现金流量表 (百万元)									
	2018	2019E	2020E	2021E					
经营活动现金流	584.7	605.1	744.8	740.7					
投资活动现金流	(142.6)	(1052.8)	(118.8)	(129.8)					
筹资活动现金流	1181.1	(401.0)	(401.0)	(401.0)					
现金净增加额	1625.2	(848.8)	225.1	209.9					
折旧和摊销	57.4	37.7	45.9	54.0					
资本开支	158.6	84.8	92.7	92.7					
营运资本变动	(0.06)	(36.53)	15.68	(70.59)					

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>