

女装龙头零售改革效果显著，运营质量优异 买入（维持）

2019年08月28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

证券分析师 詹陆雨

执业证号：S0600519070002
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	2392.0	2692.1	3001.7
同比（%）	7.9%	13.9%	12.5%	11.5%
归母净利润（百万元）	574.1	627.4	722.9	811.8
同比（%）	19.6%	9.3%	15.2%	12.3%
每股收益（元/股）	1.43	1.56	1.80	2.02
P/E（倍）	15.1	13.8	12.0	10.7

投资要点

■ **事件：**公司公布 19H1 半年报，19H1 公司实现收入 11.1 亿，同增 14.4%；归母净利 3.39 亿，同增 1.1%；扣除非经常损益公司归母净利同增 21.9%。2019Q2，公司收入同增 15.4%至 5.27 亿元，归母净利下降 23.5%至 1.44 亿元，剔除去年 Q2 收到坏账冲回 7538 万影响，营业利润增长 44%。

■ **分渠道来看：**在 19Q2 宏观波动较大的情况下，直营零售改革效果显著。公司 18 年开始发力直营零售提效，推进零售“3C”培训，通过：1）与零售培训专业机构签约为直营导购提供专业训练，并通过“神秘访客”项目找出零售端问题；2）18H2 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；4）优化渠道，关闭低效店铺、加强对重点城市优质店铺管控。**公司 19H1 直营平均单店零售额较上年同期增长 18.7%，19Q2 公司线下直营收入在门店数量下降的情况下，同增 15%至 2.61 亿，成为带动线下零售增长的重要动力。**同时，公司线下加盟收入在 19Q2 同增 10.8%，增长正常。

■ **分品牌来看：**主品牌 DAZZLE 和年品牌 d'zzit 保持良好增长势头。1) 公司主品牌 DAZZLE：DAZZLE 在 19Q2 收入占比仍高达 58%，虽然门店数在 19Q2 持续下滑，但是该品牌收入增速依旧在 19Q2 达到 15.7%，Q2 单季毛利率较去年同期亦有 1.13pp 的提升；2) 年轻品牌 d'zzit：d'zzit 继续保持高速增长，门店数量较 19Q1 增长 9 家至 393 家，其收入同增 22%至 1.77 亿，收入占比 33.7%。公司希望对 d'zzit 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 和男装 RAZZLE 依旧处于调整中，但是公司在 19H1 签约日本年轻偶像木村光希成为 DIAMOND DAZZLE 代言人，并委托日本知名设计师片山正通设计各品牌店铺的全新形象，RAZZLE 和主品牌 DAZZLE 店铺新形象已推出，另两个品牌的新形象店铺预计在下半年推出。

■ **毛利率提升剔除非经常损益后营业利润率有所提升，周转、现金流表现良好。**1) 19Q2 公司毛利率在主品牌 DAZZLE 的带动下提升 0.72pct 至 78.47%，同时公司销售/管理费用率保持稳定，带动公司在剔除 18Q2 坏账冲回影响后的营业利润同增 44%。2) 公司 19H1 经营性现金流同增 75.9%至 3.2 亿，存货和应收账款周转天数均较去年同期改善，整体报表质量健康，运营效率持续改善。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.58
一年最低/最高价	17.78/28.69
市净率(倍)	2.86
流通 A 股市值(百万 元)	2050.10

基础数据

每股净资产(元)	7.54
资产负债率(%)	13.04
总股本(百万股)	401.00
流通 A 股(百万股)	95.00

相关研究

- 1、《地素时尚 (603587)：零售提效成果逐季体现，亮眼直营表现预示未来增长韧性》2019-04-14
- 2、《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
- 3、《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

■ **盈利预测与投资评级：**公司在宏观环境波动较大的 19H1 依旧交出了令人满意的答卷，尤其直营零售改革效果显著。我们认为公司直营改革带来的红利有望继续，预计 19/20/21 年归母净利同增 9%/15%/12%至 6.3/7.2/8.1 亿元，对应 PE14/12/11X，最近三年平均分红比例高达 74%，作为高分红、运营效率持续改善的女装龙头，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

图 1：地素收入按渠道拆分

(单位：百万元)	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
线下收入	455.77	397.30	450.29	536.49	511.42	450.42
YOY			0.76%	13.64%	12.21%	13.37%
毛利率	73.79%	76.82%	71.75%	72.84%	73.94%	77.83%
门店总数		1056	1063	1062	1048	1050
直营收入	217.94	226.53	202.32	263.31	255.05	261.24
YOY			3.89%	11.95%	17.03%	15.32%
毛利率	77.70%	81.13%	75.26%	76.72%	77.69%	81.68%
门店总数		397	391	378	365	362
经销收入	237.84	170.76	243.95	277.20	256.37	189.19
YOY			-1.62%	15.02%	7.79%	10.79%
毛利率	70.20%	71.11%	69.48%	68.59%	70.22%	72.48%
门店总数		659	672	684	683	688
线上收入	56.75	58.90	51.68	88.26	70.93	76.03
YOY			12.88%	2.43%	24.99%	29.09%
毛利率	73.51%	82.54%	77.88%	73.41%	73.75%	83.14%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：地素各品牌拆分

(单位：百万元)	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
DAZZLE 收入	297.11	265.53	301.82	367.16	335.23	307.07
YOY			0.84%	9.48%	12.83%	15.65%
毛利率	74.02%	77.69%	73.06%	72.66%	74.65%	78.81%
门店总数		623	619	613	600	596
d'zzit 收入	168.50	145.51	161.14	209.33	193.93	177.45
YOY			0.78%	13.83%	15.09%	21.95%
毛利率	71.97%	75.90%	71.46%	71.27%	72.08%	75.66%
门店总数		368	374	383	384	393
DIAMOND DAZZLE 收入	42.35	39.60	39.84	48.35	48.60	39.71
YOY			12.18%	18.84%	14.77%	0.28%
毛利率	77.53%	82.19%	77.73%	78.34%	76.23%	83.21%
门店总数		53	57	53	53	54

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

地素时尚三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2975.6	3174.3	3401.4	3718.3	营业收入	2100.5	2392.0	2692.1	3001.7
现金	2530.3	1715.1	1864.7	2128.5	营业成本	548.2	617.7	695.6	775.9
应收账款	58.7	60.9	73.7	76.4	营业税金及附加	26.7	29.9	33.7	37.5
存货	257.7	279.5	325.3	380.0	销售费用	707.4	809.3	886.6	973.5
其他流动资产	129.0	1118.7	1137.7	1133.3	管理费用	125.6	116.2	125.9	135.3
非流动资产	593.2	650.2	711.9	769.2	财务费用	(29.6)	(59.9)	(50.1)	(57.2)
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	2.6	37.5	42.2	49.0
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	783.4	911.5	1030.6
其他非流动资产	82.0	64.5	65.4	65.8	营业外净收支	44.9	57.6	57.6	57.6
资产总计	3568.8	3824.5	4113.3	4487.5	利润总额	769.5	841.0	969.1	1088.2
流动负债	458.8	549.8	589.7	634.4	所得税费用	195.3	213.6	246.2	276.4
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	94.6	104.1	117.6	归属母公司净利润	574.1	627.4	722.9	811.8
其他流动负债	376.9	455.2	485.6	516.9	EBIT	719.2	848.8	984.1	1117.0
非流动负债	22.1	22.7	22.1	21.9	EBITDA	661.8	811.1	938.2	1063.0
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	572.5	611.8	656.3					
少数股东权益	1.5	1.5	1.5	1.5					
归属母公司股东权益	3086.4	3251.9	3501.5	3831.2					
负债和股东权益	3568.8	3824.5	4113.3	4487.5					
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	584.7	647.4	678.4	806.9	每股收益(元)	1.43	1.56	1.80	2.02
投资活动现金流	(142.6)	(1061.6)	(127.9)	(142.1)	每股净资产(元)	7.70	8.11	8.73	9.55
筹资活动现金流	1181.1	(401.0)	(401.0)	(401.0)	发行在外股份(百万股)	401.0	401.0	401.0	401.0
现金净增加额	1625.2	(815.2)	149.5	263.8	ROIC(%)	17.4%	19.5%	21.0%	21.8%
折旧和摊销	57.4	37.7	45.9	54.0	ROE(%)	26.0%	19.8%	21.4%	22.1%
资本开支	158.6	84.8	92.7	92.7	毛利率(%)	73.9%	74.2%	74.2%	74.2%
营运资本变动	(0.06)	27.64	(41.40)	(8.34)	销售净利率(%)	27.3%	26.2%	26.9%	27.0%
					资产负债率(%)	13.5%	15.0%	14.9%	14.6%
					收入增长率(%)	7.9%	13.9%	12.5%	11.5%
					净利润增长率(%)	19.6%	9.3%	15.2%	12.3%
					P/E	15.1	13.8	12.0	10.7
					P/B	2.80	2.66	2.47	2.26
					EV/EBITDA	13.08	10.67	9.22	8.14

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>

