

地素时尚 (603587): 设计独特、客户粘性强, 引领中高端女装增速

——2019 年半年报点评

2019 年 09 月 02 日

推荐/首次

地素时尚

公司报告

事件: 报告期内, 公司实现营业收入 11.11 亿元, 同比增长 14.42%; 归属于上市公司股东的扣非后净利润 2.96 亿元, 同比增长 21.89%。其中第二季度营业收入增速 15.41%, 扣非归母净利润增速 35.7%, 二季度收入和利润均较一季度有提速。

公司自主孵化品牌的模式初步建立合理的品牌矩阵, 内生增长动力足。公司目前通过自主创立拥有四个品牌, 覆盖多年龄层、价格段并覆盖男装领域, 未来发展可期。上半年主品牌 DAZZLE 实现收入 6.42 亿元, 同比增长 13.85%。第二大品牌 d'zzit 比主品牌定位更年轻, 上半年取得收入 3.71 亿元, 同比增长 18.27%。高端品牌 DIAMOND DAZZLE 和男装 RAZZLE 占比仍低, 发展较为稳健。

零售改革显成效, 零售能力与店效提升明显。公司上半年推出的 3C 培训项目和导购薪酬调整, 使得渠道的效率明显提升, 直营单店店效较去年同期上升 18.7%, 经销商方面亦引入直营化的管理方式。公司上半年净关店 12 家, 收入增长主要靠同店增长贡献。展望全年, 下半年公司开店进程加快, 全年渠道预计有个位数净增长。同店方面, 在零售改革和店铺改造进行下, 零售情况保持乐观, 单店店效将保持两位数的增长率。

设计独特、VIP 贡献率较高, 公司稳健发展。女装行业竞争激烈, 设计能力时女装品牌最重要的竞争能力。公司品牌均为自创品牌, 设计时尚而独特, 培养了一批忠实的用户。截至上半年公司 VIP 用户 41 万左右, 销售占比超 70%, 保持一定的 VIP 销售占比有助于公司在行业发展缓慢期获得稳健增长。公司的设计团队稳定, 对潮流把握的能力强, 未来产品设计会更注重产品的年轻化。VIP 方面, 公司根据品牌特点对 VIP 精准营销。独特的设计和健康的 VIP 消费占比将助力公司穿越周期。

投资建议: 公司作为国内高端女装行业的领军人物, 品牌力强、设计独特, 具备长远的发展动力。预计公司 2019-2021 年实现营业收入 23.79、26.73、30.05 亿元; 归母净利润分别为 6.48、7.14、8.09 亿元, 对应 PE 分别为 13.48X、12.25X、10.80X。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

风险提示: 1、新品牌培育期过长; 2、国内需求持续低迷。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,945.91	2,100.45	2,378.96	2,672.81	3,004.93
增长率 (%)	7.18%	7.94%	13.26%	12.35%	12.43%
净利润 (百万元)	480.07	574.11	648.44	713.71	809.11
增长率 (%)	-8.09%	19.59%	12.95%	10.07%	13.37%
净资产收益率 (%)	36.05%	18.60%	19.76%	20.41%	21.63%
每股收益 (元)	1.41	1.55	1.62	1.78	2.02
PE	15.46	14.06	13.48	12.25	10.80
PB	5.57	2.83	2.66	2.50	2.34

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

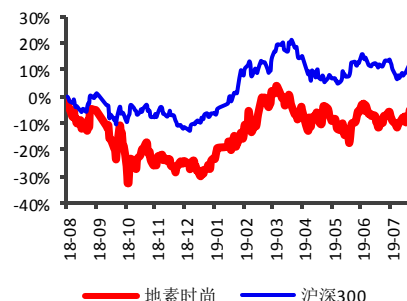
公司简介:

公司是一家多品牌运作的服饰时尚集团, 主营业务为中高端品牌女装相关的设计、推广以及销售。公司围绕中高端品牌定位, 分别创立“DAZZLE”、“DIAMOND DAZZLE”、“d'zzit”和“RAZZLE”四个服装品牌, 形成对时装领域多维度、深层次的渗透。

交易数据

52 周股价区间 (元)	19.35-27.61
总市值 (亿元)	87.42
流通市值 (亿元)	20.71
总股本/流通 A 股 (万股)	40,100/9,500
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	5.1

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 刘畅

010-66554032

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517120001

研究助理: 刘田田

010-66554038

liutiantian@dxzq.net.cn

表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	1434.63	2975.60	2671.20	2321.83	2042.21	营业收入	1945.91	2100.45	2378.96	2672.81	3004.93
货币资金	905.13	2530.32	1633.79	1092.12	617.31	营业成本	489.54	548.24	594.74	694.93	781.28
应收账款	55.20	58.67	358.47	402.75	452.80	营业税金及附加	28.78	26.71	17.84	18.04	18.25
其他应收款	66.61	67.80	76.79	86.28	97.00	营业费用	609.27	707.42	820.61	911.08	1030.42
预付款项	150.82	58.58	68.96	81.08	94.71	管理费用	153.68	125.61	135.60	152.35	171.28
存货	254.70	257.65	488.83	571.18	642.15	财务费用	-30.63	-29.58	-20.00	-20.00	-20.00
其他流动资产	2.15	2.58	44.35	88.43	138.25	资产减值损失	129.81	-43.03	20.98	25.92	1.29
非流动资产合计	324.93	593.16	1044.11	1672.19	2163.84	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	15.69	5.54	7.07	9.43
固定资产	187.76	384.34	715.18	1189.20	1653.85	营业利润	565.46	724.51	814.71	897.56	1031.84
无形资产	12.05	9.11	13.65	17.97	22.07	营业外收入	79.89	47.35	56.49	61.24	55.03
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	1.43	2.41	1.79	1.88	2.02
资产总计	1759.56	3568.76	3715.30	3994.02	4206.04	利润总额	643.92	769.46	869.41	956.93	1084.84
流动负债合计	403.84	458.76	411.60	478.32	451.69	所得税	163.85	195.35	220.98	243.22	275.73
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	480.07	574.11	648.44	713.71	809.11
应付账款	47.88	81.89	72.49	76.16	64.22	少数股东损益	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
预收款项	135.43	149.85	146.73	142.53	136.86	归属母公司净利	480.06	574.11	648.43	713.70	809.11
一年内到期的	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	567.35	727.06	910.22	1088.05	1272.75
非流动负债合计	22.67	22.07	19.94	16.74	11.41	EPS (元)	1.41	1.55	1.62	1.78	2.02
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
应付债券	0.00	0.00	-2.13	-5.33	-10.66						
负债合计	426.51	480.83	431.54	495.05	463.10	成长能力					
少数股东权益	1.51	1.51	1.52	1.53	1.53	营业收入增长	7.18%	7.94%	13.26%	12.35%	12.43%
实收资本(或	340.00	401.00	401.00	401.00	401.00	营业利润增长	-14.19%	28.13%	12.45%	10.17%	14.96%
资本公积	67.83	1588.98	1588.98	1588.98	1588.98	归属于母公司净	12.95%	10.07%	12.95%	10.07%	13.37%
未分配利润	753.64	889.10	528.23	181.69	-144.53	获利能力					
归属母公司股	1331.54	3086.42	3282.24	3497.44	3741.41	毛利率(%)	0.00%	74.84%	74.02%	75.00%	74.00%
负债和所有者	1759.56	3568.76	3715.30	3994.02	4206.04	净利率(%)	24.67%	27.33%	27.26%	26.70%	26.93%
现金流量	单位:百万元					总资产净利润	12.19%	27.28%	16.09%	17.45%	17.87%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	36.05%	18.60%	19.76%	20.41%	21.63%
经营活动现金	561.34	584.65	181.00	809.19	828.78	偿债能力					
净利润	480.07	574.11	648.44	713.71	809.11	资产负债率(%)	24%	13%	12%	12%	11%
折旧摊销	32.52	32.13	132.76	222.23	269.62	流动比率	3.55	6.49	6.49	4.85	4.52
财务费用	-30.63	-29.58	-20.00	-20.00	-20.00	速动比率	2.92	5.92	5.30	3.66	3.10
应收账款减少	0.00	0.00	-299.81	-44.28	-50.05	营运能力					
预收帐款增加	0.00	0.00	-3.12	-4.20	-5.67	总资产周转率	1.26	0.79	0.65	0.69	0.73
投资活动现金	-277.48	-142.60	-642.79	-869.16	-753.12	应收账款周转率	35	37	11	7	7
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	42.09	32.37	30.82	35.96	42.81
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
投资收益	0.00	15.69	5.54	7.07	9.43	每股收益(最新	1.41	1.55	1.62	1.78	2.02
筹资活动现金	-40.31	1181.14	-434.73	-481.70	-550.47	每股净现金流	0.72	4.05	-2.24	-1.35	-1.18
应付债券增加	0.00	0.00	-2.13	-3.20	-5.33	每股净资产(最	3.92	7.70	8.19	8.72	9.33
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
普通股增加	0.00	61.00	0.00	0.00	0.00	P/E	15.46	14.06	13.48	12.25	10.80
资本公积增加	0.00	1521.14	0.00	0.00	0.00	P/B	5.57	2.83	2.66	2.50	2.34
现金净增加额	243.56	1623.19	-896.53	-541.68	-474.81	EV/EBITDA	11.47	8.54	7.81	7.03	6.38

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后任职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位, 北京航空航天大学工学、法学双学位。2017 年 11 月加入东兴证券研究所, 负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018 年获得万得 wind 平台综合影响力第一名, 万得 wind 食品饮料最佳分析师第三名, 同花顺 ifind 食品饮料最佳分析师第二名。

研究助理简介

研究助理: 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 曾就任于买方机构, 覆盖大消费行业研究, 2019 年 1 月加入东兴证券研究所, 从事纺织服装行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。