

Q3 增长环比全面提速同时报表质量保持高水准，韧性尽显

买入（维持）

2019 年 10 月 29 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	2432.0	2756.6	3100.9
同比（%）	7.9%	15.8%	13.3%	12.5%
归母净利润（百万元）	574.1	629.8	726.2	820.4
同比（%）	19.6%	9.7%	15.3%	13.0%
每股收益（元/股）	1.43	1.57	1.81	2.05
P/E（倍）	15.4	14.0	12.2	10.8

投资要点

■ **事件：**公司公布三季报，Q1-Q3 收入增长 15.9%至 17.0 亿元，归母净利同增 6.7%至 4.8 亿元，扣非归母净利同增 21.3%至 4.33 亿元；具体到 Q3，收入同增 18.8%至 5.9 亿元，环比 Q2 进一步提速，低迷社零环境中尤为难能可贵，归母净利亦高增 23.0%至 1.4 亿元。

■ **分品牌来看：**1) **DAZZLE 主品牌：**在门店较去年同期净减 28 家的背景下 Q3 收入同比增长仍达到 11%，充分展现直营提效带来的单店效率提升，毛利率同比提升也非常明显，反映出优秀的零售折扣控制；

2) **年轻品牌 d'zzit：**作为公司 19 年以来着力发展的品牌展店顺利，门店较年初净增 33 家，Q3 单季度收入增长高达 32%，较 Q1/Q2 单季度 15%/22%的收入增长进一步提速；

3) **轻奢品牌 DIAMOND DAZZLE：**三季度增长表现同样出色，Q3 单季度收入增长达到 11%，19 年聘请的新代言人 Koki（木村光希）也进一步拓展了品牌在年轻消费者中的知名度；

4) **RAZZLE：**仍在培育期及产品风格调试中，新设计师产品已于 19 秋上线，前三季度收入增长达到 42%。

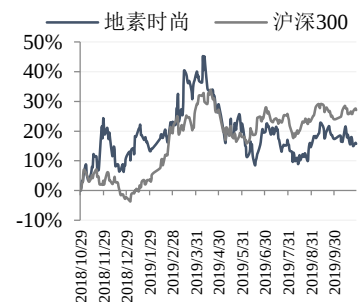
■ **分渠道来看：**直营零售改革卓有成效，Q3 同店维持 10%以上亮眼增长。公司 18 年开始发力直营零售提效，推进零售“3C”培训，通过：1) 与零售培训专业机构签约为直营导购提供专业训练，并通过“神秘访客”项目找出零售端问题；2) 18H2 加大导购工资中销售提成的比重作为激励；3) 建立 VIP 管理团队，打通全品牌会员提升 VIP 用户体验；4) 优化渠道，关闭低效店铺、加强对重点城市优质店铺管控等一系列举措发力直营体系效率提升，在 19H1 直营同店增长 18%的基础上，Q3 仍然维持了 10%以上的直营同店增速，带动直营体系 Q3 单季度收入增速高达 22%。同时，电商/线下加盟的单季度增速也分别达到 33%/14%，Q4 更上线官方微信小程序，小程序数据打通后有望进一步提升客户体验，激发会员消费潜力。

■ **财务分析：**增长环比提速同时报表质量一如既往维持高水准。Q3 单季度来看，公司收入增长 18.8%较前两季度进一步提速，毛利率在良好零售折扣率控制带动下同比上升 1.9pp 至 74.4%，带动毛利润增长 22%，由此虽期间费用率有小幅波动上行，公司营业利润及净利润增长仍高达 23%/23%；业绩快速增长同时，公司 Q3 存货规模与去年同期基本持平，侧面体现周转效率提升；Q3 单季度经营性现金流也增长 25%至 2.13 亿，与业绩增长相匹配。

■ **盈利预测与投资评级：**公司在社零环境整体低迷的背景下 Q3 交出较前期更为亮眼的答卷，各品牌、各渠道都展现出高质量增长，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 10%/15%/13%至 6.3/7.3/8.2 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，小非减持

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.01
一年最低/最高价	17.57/28.69
市净率(倍)	2.80
流通 A 股市值(百万元)	2090.95

基础数据

每股净资产(元)	7.89
资产负债率(%)	14.24
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)：女装龙头零售改革效果显著，运营质量优异》2019-08-28
- 2、《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
- 3、《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

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	2019Q1	2019Q2	2019Q3	19Q1-Q3
总收入	513.98	456.86	499.85	629.77	583.52	527.28	593.74	1704.54
YOY			1.93%	11.79%	13.53%	15.41%	18.78%	15.90%
毛利率	73.59%	77.76%	72.37%	72.57%	73.84%	78.47%	74.40%	75.47%
门店总数		1056	1063	1062	1048	1050	1068	1068
DAZZLE 收入	297.11	265.53	301.82	367.16	335.23	307.07	334.96	977.26
YOY			0.84%	9.48%	12.83%	15.65%	10.98%	13.05%
毛利率	74.02%	77.69%	73.06%	72.66%	74.65%	78.81%	75.56%	76.27%
门店总数		623	619	613	600	596	591	591
直营门店		209	199	199	189	185	187	187
经销门店		414	420	414	411	411	404	404
d'zzit 收入	168.50	145.51	161.14	209.33	193.93	177.45	212.24	583.61
YOY			0.78%	13.83%	15.09%	21.95%	31.71%	22.83%
毛利率	71.97%	75.90%	71.46%	71.27%	72.08%	75.66%	73.27%	73.60%
门店总数		368	374	383	384	393	416	416
直营门店		145	145	138	136	140	138	138
经销门店		223	229	245	248	253	278	278
DIAMOND DAZZLE 收入	42.35	39.60	39.84	48.35	48.60	39.71	44.18	132.49
YOY			12.18%	18.84%	14.77%	0.28%	10.88%	8.78%
毛利率	77.53%	82.19%	77.73%	78.34%	76.23%	83.21%	79.04%	79.26%
门店总数		53	57	53	53	54	53	53
直营门店		31	34	28	29	30	33	33
经销门店		22	23	25	24	24	20	20

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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	2019Q1	2018Q2	2019Q3	19Q1-Q3
线下收入	455.77	397.30	450.29	536.49	511.42	450.42	523.56	1485.40
YOY			0.76%	13.64%	12.21%	13.37%	16.27%	14.32%
毛利率	73.79%	76.82%	71.75%	72.84%	73.94%	77.83%	74.00%	75.14%
门店总数		1056	1063	1062	1048	1050	1068	1068
直营收入	217.94	226.53	202.32	263.31	255.05	261.24	246.37	762.66
YOY			3.89%	11.95%	17.03%	15.32%	21.77%	17.92%
毛利率	77.70%	81.13%	75.26%	76.72%	77.69%	81.68%	79.28%	79.57%
门店总数		397	391	378	365	362	366	366
经销收入	237.84	170.76	243.95	277.20	256.37	189.19	277.19	722.74
YOY			-1.62%	15.02%	7.79%	10.79%	13.63%	10.76%
毛利率	70.20%	71.11%	69.48%	68.59%	70.22%	72.48%	69.30%	70.46%
门店总数		659	672	684	683	688	702	702
线上收入	56.75	58.90	51.68	88.26	70.93	76.03	68.53	215.49
YOY			12.88%	2.43%	24.99%	29.09%	32.61%	28.75%
毛利率	73.51%	82.54%	77.88%	73.41%	73.75%	83.14%	78.80%	78.67%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表：地素时尚财务摘要（单位：百万元）

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	19Q1-Q3
利润表摘要								
营业收入	513.98	456.86	499.85	629.77	583.52	527.28	593.74	1,704.54
YOY	6.27%	11.82%	1.93%	11.80%	13.53%	15.41%	18.78%	15.90%
毛利	378.26	354.47	362.52	456.96	430.85	413.76	441.89	1,286.49
YOY	5.39%	10.85%	-0.17%	10.23%	13.90%	16.73%	21.89%	17.46%
毛利率	73.59%	77.59%	72.53%	72.56%	73.84%	78.47%	74.42%	75.47%
期间费用	172.81	196.04	202.56	285.64	204.18	211.21	248.60	663.99
YOY	10.25%	13.61%	20.01%	21.95%	18.16%	7.74%	22.73%	16.20%
期间费用率	33.6%	42.9%	40.5%	45.4%	35.0%	40.1%	41.9%	39.0%
销售费用	140.85	166.43	172.43	227.71	170.47	183.19	200.00	553.66
销售费用率	27.40%	36.43%	34.50%	36.16%	29.21%	34.74%	33.68%	32.48%
管理费用	18.22	20.05	32.47	50.37	27.87	32.29	44.47	104.62
管理费用率	3.54%	4.39%	6.50%	8.00%	4.78%	6.12%	7.49%	6.14%
研发费用	15.53	13.70	7.30	21.58	16.72	17.43	14.66	48.82
研发费用率	3.02%	3.00%	1.46%	3.43%	2.86%	3.31%	2.47%	2.86%
财务费用	-1.79	-4.14	-9.64	-14.01	-10.87	-21.70	-10.53	-43.11
财务费用率	-0.3%	-0.9%	-1.9%	-2.2%	-1.9%	-4.1%	-1.8%	-2.5%
资产减值损失	7.87	-62.04	1.96	9.18	6.70	13.45	3.25	23.40
其他收益				1.87	0.34	0.34	0.35	1.03
投资净收益				15.69		10.26	4.97	15.24
营业利润	191.95	209.33	152.72	170.52	214.32	193.04	187.94	595.30
YOY	0.41%	61.88%	86.07%	4.67%	11.66%	-7.78%	23.06%	7.46%
营业利润率	37.3%	45.8%	30.6%	27.1%	36.7%	36.6%	31.7%	34.9%
利润总额	197.92	251.50	153.23	166.81	260.77	193.20	187.84	641.81
YOY	2.86%	45.19%	31.81%	2.95%	31.76%	-23.18%	22.59%	6.50%
所得税率	25.64%	25.09%	25.52%	25.42%	25.17%	25.41%	25.26%	25.27%
净利润	147.18	188.39	114.13	124.42	195.13	144.10	140.39	479.62
YOY	1.96%	46.82%	32.27%	2.71%	32.58%	-23.51%	23.01%	6.65%
净利率	28.63%	41.24%	22.83%	19.76%	33.44%	27.33%	23.65%	28.14%
资产负债表摘要								
应收账款	46.93	58.40	40.35	58.67	53.30	61.87	51.26	51.26
YOY	-14.70%	17 未披露	17 未披露	6.27%	13.59%	5.94%	27.02%	27.02%
存货	258.62	269.71	305.16	257.65	256.71	279.84	306.39	306.39
YOY	11.23%	17 未披露	17 未披露	1.16%	-0.74%	3.76%	0.40%	0.40%
现金流量表摘要								
经营活动现金流量净额	142.70	39.12	170.40	232.43	184.74	135.02	213.18	532.95
YOY	35.28%	-59.61%	-26.93%	84.78%	29.47%	245.17%	25.10%	51.31%
/净利润	96.96%	20.76%	149.31%	186.82%	94.68%	93.70%	151.85%	111.12%
投资活动现金流量净额	-28.53	-32.32	-903.05	821.30	-805.75	465.25	-501.19	-801.70
筹资活动现金流量净额	0.00	1,582.14	-401.00	0.00	0.00	-401.00	0.00	-401.00
现金及现金等价物净增加额	113.38	1,589.77	-1,132.75	1,054.79	-621.26	199.63	-287.54	-709.16

数据来源：Wind，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	3185.8	3413.0	3748.9	营业收入	2100.5	2432.0	2756.6	3100.9
现金	2530.3	1713.0	1868.7	2133.5	营业成本	548.2	628.8	712.6	801.7
应收账款	58.7	62.9	74.9	80.1	营业税金及附加	26.7	30.4	34.5	38.8
存货	257.7	289.1	330.6	398.2	销售费用	707.4	822.8	913.3	1011.9
其他流动资产	129.0	1120.7	1138.8	1136.9	管理费用	125.6	117.9	131.2	145.3
非流动资产	593.2	650.2	711.9	769.2	财务费用	(29.6)	(59.9)	(50.1)	(57.3)
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	2.6	38.7	42.9	51.3
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	796.6	926.0	1052.1
其他非流动资产	82.0	64.5	65.4	65.8	营业外净收支	44.9	47.6	47.6	47.6
资产总计	3568.8	3836.0	4124.9	4518.0	利润总额	769.5	844.2	973.6	1099.6
流动负债	458.8	559.1	596.1	652.1	所得税费用	195.3	214.4	247.4	279.3
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	97.8	105.8	123.2	归属母公司净利润	574.1	629.8	726.2	820.4
其他流动负债	376.9	461.4	490.2	528.9	EBIT	719.2	862.5	999.5	1142.0
非流动负债	22.1	22.7	22.1	21.9	EBITDA	661.8	824.9	953.6	1088.0
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	581.9	618.1	674.0					
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	3254.1	3506.7	3844.1					
负债和股东权益	3568.8	3836.0	4124.9	4518.0					
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	646.7	685.5	811.0	每股收益(元)	1.43	1.57	1.81	2.05
投资活动现金流	(142.6)	(1063.0)	(128.9)	(145.1)	每股净资产(元)	7.70	8.11	8.74	9.59
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	(817.3)	155.7	264.9	ROIC(%)	17.4%	19.8%	21.3%	22.2%
折旧和摊销	57.4	37.7	45.9	54.0	ROE(%)	26.0%	19.9%	21.5%	22.3%
资本开支	158.6	84.8	92.7	92.7	毛利率(%)	73.9%	74.1%	74.1%	74.1%
营运资本变动	(0.06)	23.37	(38.31)	(14.96)	销售净利率(%)	27.3%	25.9%	26.3%	26.5%
					资产负债率(%)	13.5%	15.2%	15.0%	14.9%
					收入增长率(%)	7.9%	15.8%	13.3%	12.5%
					净利润增长率(%)	19.6%	9.7%	15.3%	13.0%
					P/E	15.4	14.0	12.2	10.8
					P/B	2.86	2.71	2.52	2.30
					EV/EBITDA	13.34	10.70	9.26	8.11

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>

