

2020 年 04 月 07 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 唐陆雨

执业证号: S0600519070002

021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

亮丽 19 年报, 20 年疫情不改电商及直营渠道持续发力

买入 (维持)

盈利预测预估值	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2378.4	2410.0	2699.5	3015.0
同比 (%)	13.2%	1.3%	12.0%	11.7%
归母净利润 (百万元)	624.4	635.8	728.8	820.1
同比 (%)	8.8%	1.8%	14.6%	12.5%
每股收益 (元/股)	1.56	1.32	1.51	1.70
P/E (倍)	14.0	13.7	12.0	10.7

投资要点

■ **事件:** 公司公布年报, 2019 年收入 23.78 亿 (+13.2%), 扣非归母净利 5.67 亿 (+20.6%), 归母净利 6.24 亿 (+8.8%, 增速慢于扣非利润主要与 18 年一笔非经常性坏账损失转回形成的高基数有关)。具体到 Q4, 公司收入 6.74 亿 (+7.0%), 扣非归母净利 1.35 亿 (+18.2%), 归母净利 1.45 亿 (+16.3%), 较前三季度增长降速主要与 19 暖冬一定程度影响动销有关。分红方面, 19 年公司计划每 10 股派现金股利 10 元 (分红比例 64%) 并转增 2 股。

■ **分品牌来看:** 1) **DAZZLE 主品牌:** 在门店较 18 年末净减 8 家至 605 家的背景下 19 全年/Q4 单季度收入增长 11.4%/7.4%, 充分展现直营提效带来的单店效率提升, 全年毛利率提升 1.6pp 至 75.8%, 反映出优秀产品力带来的零售折扣控制, 小矮人、阿童木等联名产品社交网络热度斐然; 2) **年轻品牌 d'zzit:** 作为公司 19 年以来着力发展的品牌门店较年初净增 52 家至 435 家, 19 全年/Q4 单季度收入增长 18.8%/9.7%, 毛利率提升 0.8pp 至 73.3%, 代言人周冬雨在影视、综艺的活跃也带动品牌认知度进一步提升; 3) **轻奢品牌 DIAMOND DAZZLE:** 19 年聘请的新代言人 Koki (木村光希) 进一步拓展了品牌在年轻消费者中的知名度, 全年收入增长 5.3%; 4) **男装 RAZZLE:** 仍在产品风格调试中, 新设计师产品已于 19 秋上线, 全年收入增长 8.8%。

■ **分渠道来看: 电商高增, 直营体系会员数量攀升, 卓有成效的单店增产。** 2019 年公司电商/直营/经销收入分别增长 19.9%/14.6%/10.2% 至 3.1/10.4/10.2 亿元, 毛利率分别较 18 年提升 1.8/1.6/0.2pp 至 78.2%/79.3%/69.9%, 其中:

1) 电商在严控折扣的同时新品销售占比进一步提升到 50%, 带动盈利能力提升;

2) 直营在门店仅净增 2 家至 380 家的背景下全年收入增长 14.6%, 体现单店提效成果, 直营平均单店零售额增长 11.6% 至 340 万左右, 分品牌来看, DAZZLE/d'zzit/DIAMOND DAZZLE 分别达到 385 万 (+9%) / 300 万 (+19%) / 410 万 (+1%)。单店产出提升的背后是持续增加的会员群体, 2019 年公司直营系统内有消费的会员/VIP 会员分别达到 50 万 (增长接近 30%) / 25 万 (增长 16%-17%, 门槛为一次性消费 3800 元或一年内累计消费满 6000 元), 品牌受众在不断增长。

■ **财务分析: 持续提升的盈利能力, 存货受暖冬及春节备货影响规模略有上升。** 别致设计带来的突出产品力、严格的折扣管控政策、持续提升的单店效率带动公司盈利能力持续提升, 2019 年公司毛利率同比提升 1.1pp 至 75%, 同时期间费用率基本稳定, 由此扣非归母净利增长 20.6%, 显著快于收入增速; 虽然受 19 暖冬一定程度影响动销以及 20 春节提前备货 (影响 3000 万左右) 影响 19 年报存货规模增长 23% 至 3.2 亿, 快于收入增长, 但受益前三个季度的良好管控, 全年经营性现金流仍同比增长 24% 至 7.25 亿元, 展现出高运营质量。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司 19 年交出靓丽答卷, 20Q1 虽受到疫情影响 2、3 月零售面临挑战, 但以此为契直播、小程序等新型零售方式也得以进一步开发, 我们估计 Q1 收入及利润下滑幅度在 20%-30% 之间, 但全年维度来看电商新零售的潜力、直营渠道提效的成果都会继续发挥, 预计 20 全年公司业绩呈现持平微增态势、21 年则有望恢复双位数增长。预计 20/21/22 年归母净利同增 2%/15%/13% 至 6.4/7.3/8.2 亿元, 对应 PE14/12/11X, 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:** 疫情影响超出预期, 新零售拓展不及预期, 小非减持

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.80
一年最低/最高价	20.19/28.69
市净率(倍)	2.64
流通 A 股市值(百万元)	2071.00

基础数据

每股净资产(元)	8.25
资产负债率(%)	15.64
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): Q3 增长环比全面提速同时报表质量保持高水准, 韧性尽显》2019-10-29
- 2、《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
- 3、《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

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	2019Q4	2019
总收入	513.98	456.86	499.85	629.77	583.52	527.28	593.74	673.88	2378.42
YOY			1.93%	11.79%	13.53%	15.41%	18.78%	7.00%	13.23%
毛利率	73.59%	77.76%	72.37%	72.57%	73.84%	78.47%	74.40%	73.81%	75.00%
门店总数		1056	1063	1062	1048	1050	1068	1104	1104
直营门店		397	391	378	365	362	366	380	380
经销门店		659	672	684	683	688	702	724	724
DAZZLE 收入	297.11	265.53	301.82	367.16	335.23	307.07	334.96	394.32	1371.58
YOY			0.84%	9.48%	12.83%	15.65%	10.98%	7.40%	11.36%
毛利率	74.02%	77.69%	73.06%	72.66%	74.65%	78.81%	75.56%	74.46%	75.75%
门店总数		623	619	613	600	596	591	605	605
直营门店		209	199	199	189	185	187	189	189
经销门店		414	420	414	411	411	404	416	416
d'zzit 收入	168.50	145.51	161.14	209.33	193.93	177.45	212.24	229.68	813.29
YOY			0.78%	13.83%	15.09%	21.95%	31.71%	9.72%	18.82%
毛利率	71.97%	75.90%	71.46%	71.27%	72.08%	75.66%	73.27%	72.47%	73.28%
门店总数		368	374	383	384	393	416	435	435
直营门店		145	145	138	136	140	138	147	147
经销门店		223	229	245	248	253	278	288	288
DIAMOND DAZZLE 收入	42.35	39.60	39.84	48.35	48.60	39.71	44.18	46.58	179.06
YOY			12.18%	18.84%	14.77%	0.28%	10.88%	-3.66%	5.25%
毛利率	77.53%	82.19%	77.73%	78.34%	76.23%	83.21%	79.04%	76.45%	78.53%
门店总数		53	57	53	53	54	53	55	55
直营门店		31	34	28	29	30	33	35	35
经销门店		22	23	25	24	24	20	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	2019Q4	2019
线下收入	455.77	397.30	450.29	536.49	511.42	450.42	523.56	582.20	2067.61
YOY			0.76%	13.64%	12.21%	13.37%	16.27%	8.52%	12.38%
毛利率	73.79%	76.82%	71.75%	72.84%	73.94%	77.83%	74.00%	73.36%	74.64%
门店总数		1056	1063	1062	1048	1050	1068	1104	1104
直营收入	217.94	226.53	202.32	263.31	255.05	261.24	246.37	280.75	1043.42
YOY			3.89%	11.95%	17.03%	15.32%	21.77%	6.63%	14.65%
毛利率	77.70%	81.13%	75.26%	76.72%	77.69%	81.68%	79.28%	78.49%	79.28%
门店总数		397	391	378	365	362	366	380	380
经销收入	237.84	170.76	243.95	277.20	256.37	189.19	277.19	301.45	1024.19
YOY			-1.62%	15.02%	7.79%	10.79%	13.63%	8.75%	10.16%
毛利率	70.20%	71.11%	69.48%	68.59%	70.22%	72.48%	69.30%	68.63%	69.92%
门店总数		659	672	684	683	688	702	724	724
线上收入	56.75	58.90	51.68	88.26	70.93	76.03	68.53	90.85	306.34
YOY			12.88%	2.43%	24.99%	29.09%	32.61%	2.93%	19.86%
毛利率	73.51%	82.54%	77.88%	73.41%	73.75%	83.14%	78.80%	77.12%	78.21%

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	2019Q4	2019
利润表摘要									
营业收入	513.98	456.86	499.85	629.77	583.52	527.28	593.74	673.88	2,378.42
YOY	6.27%	11.82%	1.93%	11.80%	13.53%	15.41%	18.78%	7.00%	13.2%
毛利	378.26	354.47	362.52	456.96	430.85	413.76	441.89	497.40	1,783.89
YOY	5.39%	10.85%	-0.17%	10.23%	13.90%	16.73%	21.89%	8.85%	14.9%
毛利率	73.59%	77.59%	72.53%	72.56%	73.84%	78.47%	74.42%	73.81%	75.00%
期间费用	172.81	196.04	202.56	285.64	204.18	211.21	248.60	285.01	949.01
YOY	10.25%	13.61%	20.01%	21.95%	18.16%	7.74%	22.73%	-0.22%	10.1%
期间费用率	33.6%	42.9%	40.5%	45.4%	35.0%	40.1%	41.9%	42.3%	39.9%
销售费用	140.85	166.43	172.43	227.71	170.47	183.19	200.00	245.24	798.91
销售费用率	27.40%	36.43%	34.50%	36.16%	29.21%	34.74%	33.68%	36.39%	33.59%
管理费用	18.22	20.05	32.47	50.37	27.87	32.29	44.47	39.96	144.58
管理费用率	3.54%	4.39%	6.50%	8.00%	4.78%	6.12%	7.49%	5.93%	6.08%
研发费用	15.53	13.70	7.30	21.58	16.72	17.43	14.66	16.12	64.93
研发费用率	3.02%	3.00%	1.46%	3.43%	2.86%	3.31%	2.47%	2.39%	2.73%
财务费用	-1.79	-4.14	-9.64	-14.01	-10.87	-21.70	-10.53	-16.31	-59.41
财务费用率	-0.3%	-0.9%	-1.9%	-2.2%	-1.9%	-4.1%	-1.8%	-2.4%	-2.5%
资产减值损失	7.87	-62.04	1.96	9.18	6.70	13.45	3.25	10.73	34.13
其他收益				1.87	0.34	0.34	0.35	0.35	1.38
投资净收益				15.69		10.26	4.97	11.10	26.34
营业利润	191.95	209.33	152.72	170.52	214.32	193.04	187.94	206.42	801.72
YOY	0.41%	61.88%	86.07%	4.67%	11.66%	-7.78%	23.06%	21.05%	10.7%
营业利润率	37.3%	45.8%	30.6%	27.1%	36.7%	36.6%	31.7%	30.6%	33.7%
加：营业外收入	5.97	42.18	0.51	-1.31	46.45	0.27	0.10	0.50	47.33
减：营业外支出	0.00	0.00	0.00	2.40	0.00	0.12	0.20	1.20	1.52
利润总额	197.92	251.50	153.23	166.81	260.77	193.20	187.84	205.71	847.52
YOY	2.86%	45.19%	31.81%	2.95%	31.76%	-23.18%	22.59%	23.32%	10.1%
减：所得税	50.74	63.11	39.10	42.40	65.65	49.10	47.45	60.97	223.16
所得税率	25.64%	25.09%	25.52%	25.42%	25.17%	25.41%	25.26%	29.64%	26.33%
净利润	147.18	188.39	114.13	124.42	195.13	144.10	140.39	144.75	624.37
YOY	1.96%	46.82%	32.27%	2.71%	32.58%	-23.51%	23.01%	16.34%	8.8%
净利率	28.63%	41.24%	22.83%	19.76%	33.44%	27.33%	23.65%	21.48%	26.25%
归母净利	147.17	188.39	114.13	124.41	195.13	144.10	140.39	144.75	624.37
YOY	1.96%	46.82%	32.28%	2.71%	32.58%	-23.51%	23.01%	16.34%	8.8%
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	61.89	61.89
YOY	-14.70%	17 未披露	17 未披露	6.27%	13.59%	5.94%	27.02%	5.49%	5.49%
存货	258.62	269.71	305.16	257.65	256.71	279.84	306.39	317.86	317.86
YOY	11.23%	17 未披露	17 未披露	1.16%	-0.74%	3.76%	0.40%	23.37%	23.37%
现金流量表摘要									
经营性现金流	142.70	39.12	170.40	232.43	184.74	135.02	213.18	192.19	725.14

YOY	35.28%	-59.61%	-26.93%	84.78%	29.47%	245.17%	25.10%	-17.31%	24.0%
/净利润	96.96%	20.76%	149.31%	186.82%	94.68%	93.70%	151.85%	132.78%	116.14%
投资性现金流	-28.53	-32.32	-903.05	821.30	-805.75	465.25	-501.19	609.99	-231.71
筹资性现金流	0.00	1,582.14	-401.00	0.00	0.00	-401.00	0.00	0.00	-401.00
现金及等价物净增加	113.38	1,589.77	-1,132.75	1,054.79	-621.26	199.63	-287.54	802.73	93.57

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)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3184.0	3284.1	3547.5	3888.4	营业收入	2378.4	2410.0	2699.5	3015.0
现金	2623.9	2694.1	2902.7	3183.1	营业成本	594.5	640.8	702.8	785.2
应收账款	61.9	75.8	78.4	93.9	营业税金及附加	25.7	30.1	33.7	37.7
存货	317.9	322.9	379.9	405.3	销售费用	798.9	765.2	862.5	948.2
其他流动资产	180.3	191.2	186.5	206.2	管理费用	144.6	120.4	130.0	143.1
非流动资产	740.6	799.0	847.0	894.8	研发费用	64.9	77.1	86.4	96.5
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	财务费用	(59.4)	(52.0)	(72.6)	(78.1)
固定资产	545.9	617.1	664.3	709.0	资产减值损失	34.1	39.0	50.8	51.3
在建工程	50.2	50.0	50.0	50.0	加: 投资净收益	26.3	18.0	18.0	18.0
无形资产	35.5	37.2	37.4	36.2	资产处置收益	2.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	109.0	94.7	95.2	99.6	营业利润	801.7	807.5	923.9	1049.2
资产总计	3924.6	4083.1	4394.5	4783.2	营业外净收支	45.8	48.5	58.5	58.5
流动负债	590.6	579.3	636.4	688.1	利润总额	847.5	856.0	982.3	1107.6
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	所得税费用	223.2	220.2	253.6	287.5
应付账款	160.3	160.0	174.6	199.2	归属母公司净利润	624.4	635.8	728.8	820.1
其他流动负债	430.3	419.3	461.8	488.8	EBIT	840.4	883.7	1004.2	1138.6
非流动负债	23.2	21.0	20.4	20.3	EBITDA	774.2	832.4	944.8	1070.9
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他非流动负债	23.2	21.0	20.4	20.3					
负债合计	613.8	600.3	656.8	708.3	重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	1.5	1.5	1.5	1.5	每股收益(元)	1.56	1.32	1.51	1.70
归属母公司股东权益	3309.2	3482.8	3737.7	4074.8	每股净资产(元)	8.25	7.24	7.77	8.47
负债和股东权益	3924.6	4083.1	4394.5	4783.2	发行在外股份(百万股)	401.0	481.2	481.2	481.2
					ROIC(%)	18.7%	18.8%	19.9%	20.7%
					ROE(%)	19.5%	18.7%	20.2%	21.0%
					毛利率(%)	75.0%	73.4%	74.0%	74.0%
					销售净利率(%)	26.3%	26.4%	27.0%	27.2%
					资产负债率(%)	15.6%	14.7%	14.9%	14.8%
					收入增长率(%)	13.2%	1.3%	12.0%	11.7%
					净利润增长率(%)	8.8%	1.8%	14.6%	12.5%
					P/E	14.0	13.7	12.0	10.7
					P/B	2.64	2.51	2.34	2.15
					EV/EBITDA	11.29	10.50	9.25	8.16
现金流量表 (百万元)									
	2019	2020E	2021E	2022E					
经营活动现金流	725.1	620.3	752.1	829.6					
投资活动现金流	(231.7)	(149.1)	(142.6)	(148.2)					
筹资活动现金流	(401.0)	(401.0)	(401.0)	(401.0)					
现金净增加额	93.6	70.2	208.6	280.4					
折旧和摊销	66.2	51.3	59.5	67.6					
资本开支	208.1	93.4	92.7	92.7					
营运资本变动	30.58	(31.39)	1.42	(12.13)					

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>

