

2020 年 4 月 9 日

地素时尚 (603587): 全渠道优化, 业绩表现稳定

审慎推荐 (首次)

纺织服装

当前股价: 21.48 元

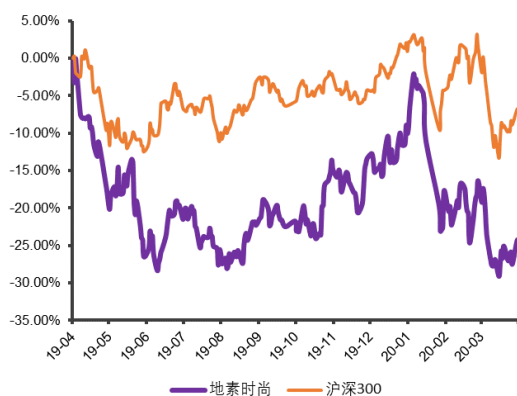
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,378	2,712	3,041	3,357
(+/-)	13.2%	14.0%	12.1%	10.4%
营业利润	802	1,052	1,184	1,313
(+/-)	10.7%	31.2%	12.6%	10.9%
归属母公司	624	946	1,064	1,179
净利润				
(+/-)	8.8%	51.5%	12.5%	10.8%
EPS (元)	1.56	2.36	2.65	2.94
市盈率	13.9	9.2	8.2	7.4

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	40100 / 9500
流通市值 (亿元)	20.6
每股净资产 (元)	8.25
资产负债率 (%)	14.2

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 姚嘉杰

执业证书编号: S1050520020002

电话: (86 21) 64967860

邮箱: yaojj@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (8621) 64339000

网址: <http://www.cfsc.com.cn>

投资要点:

● **四季度营收增长较高, 全年业绩稳定。**公司 2019 年全年实现营业收入 23.78 亿元, 同比增长 13.23%; 归属于上市公司股东净利润 6.24 亿元, 同比增长 8.75%; 扣非后归属于上市公司股东净利润 5.67 亿元, 同比增长 20.55%, 对应 EPS 1.56 元。分季度来看, 第四季度公司实现营收 6.74 亿元, 环比增长 14.5%, 表现强劲。扣非归母净利润增速高于归母净利润增速, 是因为政府补助、投资收益和所得税项导致。总体来看, 报告期内公司业绩表现稳定。

● **线下渠道不断优化, 营收增幅明显。**2019 年公司旗下“DAZZLE”、“DIAMOND DAZZLE”、“d'zzit”、“RAZZLE”四大品牌直营+经销店开店共 213 家, 关店共 171 家, 实现净开店 42 家。通过关闭低效店铺, 增加店铺覆盖, 四大品牌的营收分别增长 11.36%、5.25%、18.82% 和 8.78%。其中, 增速最高的“d'zzit”品牌净开店达 52 家, 占其总数的 11.95%, 增速最低的“DIAMOND DAZZLE”品牌净开店 2 家, 占其品牌总数的 3.6%, 而“RAZZLE”品牌净关店 4 家, 占其 2019 年年末店数的 44%, 营收维持正增长, 其经营效率得到改善。

● **线上销售毛利率提升。**2019 年公司电商收入 3.06 亿, 同比增长 19.86%, 占营业总收入的 12.9%, 比上年提高了 0.7 个百分点。电商毛利率从 76.44% 提高到 78.21%, 上升了 1.77 个百分点。目前, 电商除了主力渠道天猫以外, 还推进了唯品会、网易考拉、小红书等渠道的合作, 提升了品牌用户的留存率, 同时也扩展了新用户, 提升了新品销售占比。我们认为疫情下公司线上销售有望进一步攀升。

● **盈利预测:** 我们预测公司 2020-2022 年实现归属于母公司净利润分别为 9.46 亿元、10.64 亿元、11.79 亿元, 对应 EPS 分别为 2.36 元、2.65 元、2.94 元, 当前股价对应 PE 分别为 9.2/8.2/7.4 倍, 尽管当前估值仍处于历史较低区间, 考

考虑到公司线下销售占比较高，我们判断疫情对第一季度业绩有所影响，首次给予“审慎推荐”评级。

● **风险提示：**疫情导致业绩下滑的风险；原材料价格上升的风险；资本市场系统性风险等。



图表 1: 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2021E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2021E
流动资产:					营业收入	2,378	2,712	3,041	3,357
货币资金	2,624	3,221	3,859	4,597	营业成本	595	699	782	862
应收款	135	151	169	187	营业税金及附加	26	26	26	26
存货	318	388	434	479	销售费用	799	814	912	1,007
其他流动资产	107	118	130	143	管理费用	145	163	182	201
流动资产合计	3,184	3,878	4,592	5,405	财务费用	-59	-53	-64	-76
非流动资产:					费用合计	884	924	1,031	1,133
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	-37	-39	-41	-43
固定资产+在建工程	596	698	809	913	公允价值变动	2	2	2	2
无形资产+商誉	35	37	39	41	投资收益	26	28	29	30
其他非流动资产	109	120	132	145	营业利润	802	1,052	1,184	1,313
非流动资产合计	741	855	980	1,099	加: 营业外收入	47	52	57	63
资产总计	3,925	4,733	5,572	6,504	减: 营业外支出	2	2	2	2
流动负债:					利润总额	848	1,102	1,240	1,374
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	223	157	176	195
应付账款、票据	160	165	174	192	净利润	624	946	1,064	1,179
其他流动负债	430	473	521	573	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	591	638	694	764	归母净利润	624	946	1,064	1,179
非流动负债:									
长期借款	0	0	0	0	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2021E
其他非流动负债	23	26	28	31	成长性				
非流动负债合计	23	26	28	31	营业收入增长率	13.2%	14.0%	12.1%	10.4%
负债合计	614	664	723	795	营业利润增长率	10.7%	31.2%	12.6%	10.9%
所有者权益					归母净利润增长率	8.8%	51.5%	12.5%	10.8%
股本	401	401	401	401	总资产增长率	10.0%	20.6%	17.7%	16.7%
资本公积金	1,589	1,589	1,589	1,589	盈利能力				
未分配利润	1,112	1,776	2,450	3,192	毛利率	75.0%	74.2%	74.3%	74.3%
少数股东权益	2	2	2	2	营业利润率	33.7%	38.8%	38.9%	39.1%
所有者权益合计	3,311	4,069	4,849	5,709	三项费用/营收	37.2%	34.1%	33.9%	33.7%
负债和所有者权益	3,925	4,733	5,572	6,504	EBIT/销售收入	0.0%	40.6%	40.8%	40.9%
					净利率	26.3%	34.9%	35.0%	35.1%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2021E	ROE	18.9%	23.2%	21.9%	20.7%
净利润	624	946	1064	1179	营运能力				
折旧与摊销	66	33	39	46	总资产周转率	60.6%	57.3%	54.6%	51.6%
财务费用	-2	-53	-64	-76	资产结构				
存货的减少	-94	-70	-46	-44	资产负债率	15.6%	14.0%	13.0%	12.2%
营运资本变化	125	-11	-10	0	现金流质量				
其他非现金部分	6	22	24	27	经营净现金流/净利润	1.16	0.92	0.95	0.96
经营活动现金净流量	725	867	1008	1131	每股数据(元/股)				
投资活动现金净流量	-232	-135	-150	-150	每股收益	1.56	2.36	2.65	2.94
筹资活动现金净流量	-401	-135	-220	-243	每股净资产	8.26	10.15	12.09	14.24
现金流量净额	94	597	638	738					

资料来源: 公司公告, 华鑫证券研发部

分析师简介

姚嘉杰：华鑫证券研究员，工商管理学硕士，2020年1月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>