

2020年04月10日

地素时尚 (603587.SH)

动态分析

纺织服装 | 高端及奢侈品 III

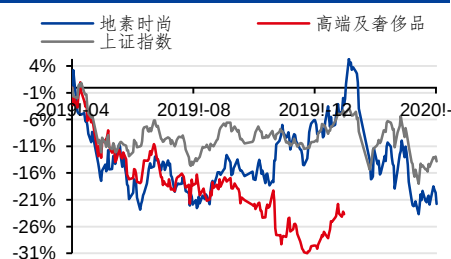
 投资评级 **增持-A(维持)**

股价(2020-04-10) 20.92 元

交易数据

总市值(百万元)	8,388.92
流通市值(百万元)	1,987.40
总股本(百万股)	401.00
流通股本(百万股)	95.00
12个月价格区间	20.19/29.90 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.0	-12.65	-10.61
绝对收益	-10.98	-22.29	-24.28

分析师

 王冯
 SAC 执业证书编号: S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn
 021-20377089

报告联系人

 吴雨舟
 wuyuzhou@huajinsec.cn
 021-20377061

相关报告

地素时尚: 内生外延带动营收稳健增长, 资产减值损失冲减推升利润增速 2019-04-14

内生外延推动品牌扩张, 全年扣非净利较快增长

事件

公司披露年报, 2019 年实现营收 23.78 亿元/+13.23%, 归母净利 6.24 亿元/+8.75%, 扣非净利 5.67 亿元/+20.55%, 每股收益约 1.56 元, 拟每 10 股派息 10 元(含税)转增 2 股。

投资要点

◆ **内生外延推动品牌扩张, 扣非净利较快增长:** 营收端, 公司全年营收增长 13%, 一方面是导购激励、会员管理等推动直营内生增长, 直营门店平均单店销售额增长 11.6%, DAZZLE 品牌增长 11.3%; 另一方面是 d'zzit 品牌受到消费者及加盟商欢迎, 渠道外延推动品牌增长 18.8%。其中 Q4 公司营收增速有所放缓, 主要源于暖冬影响冬装销售。**净利端**, 终端折扣力度减弱等因素推动 DAZZLE、d'zzit 品牌毛利率提升, 全年利润增速低于营收增速主要源于 2018 年上半年的坏账损失冲减形成利润高基数, 2019 年公司扣非净利增长近 21%。

◆ **直营门店零售提质, 电商继续多渠道合作:** 渠道方面, 近年来 d'zzit 品牌推动公司门店数量小幅增长。2019 年公司合计门店数量达 1095 家, 较上年末增长 46 家/4.4%。拆分品牌, 主品牌 DAZZLE 门店持续优化整合, 年末合计门店同比减少 8 家至 605 家, d'zzit 受到消费者及加盟商欢迎, 合计门店净增 52 家至 435 家。

分渠道看, 公司直营门店零售提质, 电商推进多渠道合作。2019 年公司直营、加盟、线上渠道营收占比分别约 44%、43%、13%。其中直营渠道, 公司持续推进 3C 培训落地、优化导购激励方案、优化会员管理系统提升会员粘性, 拉动店效提升, 年内直营门店平均单店销售额增长 11.6%, 推动直营渠道 2019 年营收增长近 15%。全年分销门店收入增长 10%, 一是加盟门店数量增长, 二是加盟门店店均收入增长 4%。电商渠道, 天猫渠道外, 公司同步推进唯品会、网易考拉、小红书等渠道的合作, 从流量运营转化为用户运营, 用户活跃度提升以及渗透更多高价值潜在客户, 共同推动电商渠道取得近 20% 的较快增速。

◆ **主品牌零售提质内生增长, 副品牌增长主要源于外延扩张:** 分品牌看, 2019 年公司 DAZZLE、DIAMOND DAZZLE、d'zzit、RAZZLE 品牌分别占营收约 58%、7.5%、34%、0.4%。其中主品牌 DAZZLE 直营零售提质成果显现, 2019 年店均收入增长近 13%至 227 万元/家, 推动品牌营收增长 11%。DIAMOND DAZZLE 及 d'zzit 全年门店数量分别增长 4%、14%, 渠道外延推动品牌营收分别增长 5%、19%。另有 RAZZLE 品牌全年营收增长 8.7%, 其他业务营收下降 23%。

◆ **投资建议:** 地素时尚是国内具有较强设计能力的女装公司, 内生外延推动 19 年取得较快扣非增长。20 年公司将继续优化渠道布局, 全方位支持零售业绩良性增长。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 1.59、1.84 和 2.06 元。净资产收益率分别为 17.8%、19.1%和 19.7%。目前公司 PE (2020E) 约为 13 倍, 维持“增持-A”建议。

◆ **风险提示:** 疫情影响可选消费上半年表现; 行业去库存压力或影响利润率; 直营零

售改善空间存不确定性。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,100	2,378	2,462	2,792	3,130
YoY(%)	7.9	13.2	3.5	13.4	12.1
净利润(百万元)	574	624	636	736	824
YoY(%)	19.6	8.8	1.9	15.7	12.0
毛利率(%)	73.9	75.0	74.7	75.0	75.1
EPS(摊薄/元)	1.43	1.56	1.59	1.84	2.06
ROE(%)	18.6	18.9	17.8	19.1	19.7
P/E(倍)	14.6	13.4	13.2	11.4	10.2
P/B(倍)	2.7	2.5	2.4	2.2	2.0
净利率(%)	27.3	26.3	25.8	26.4	26.3

数据来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

内容目录

一、内生外延推动品牌扩张，扣非净利较快增长	4
二、直营渠道零售提质，内生外延推动品牌增长	4
（一）直营门店零售提质，电商继续多渠道合作	4
（二）主品牌零售提质内生增长，副品牌增长主要源于外延扩张	6
三、营收及毛利率提升推升扣非净利，暖冬影响存货周转	6
（一）主要品牌毛利率提升，扣非净利快速增长	6
（二）存货周转略有放缓，经营活动现金流增长良好	7
四、盈利预测与投资建议	8
五、风险提示	8

图表目录

图 1：地素时尚年度营业收入情况	4
图 2：地素时尚年度归母净利情况	4
图 3：地素时尚季度营业收入情况	4
图 4：地素时尚季度归母净利情况	4
图 5：地素时尚分品牌门店数量（家）	5
图 6：地素时尚分业态门店数量（家）	5
图 7：地素时尚分业态营业收入（百万元）	5
图 8：地素时尚分业态营收增速	5
图 9：地素时尚分业态店均收入（万元/家）	6
图 10：地素时尚分品牌营业收入（百万元）	6
图 11：地素时尚分品牌营收增速	6
图 12：地素时尚利润率情况	7
图 13：地素时尚费用率情况	7
图 14：地素时尚存货及其占营收比例	7
图 15：地素时尚分库龄库存商品金额（百万元）	7
图 16：地素时尚经营活动现金流量	8
表 1：地素时尚分品牌营业收入及其预测（百万元，%）	8

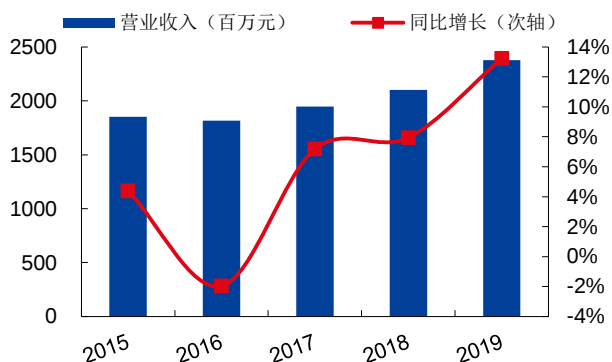
一、内生外延推动品牌扩张，扣非净利较快增长

公司披露年报，2019 年实现营收 23.78 亿元/+13.23%，归母净利 6.24 亿元/+8.75%，扣非净利 5.67 亿元/+20.55%，每股收益约 1.56 元，拟每 10 股派息 10 元（含税）转增 2 股。

营收端，公司全年营收增长 13%，一方面是导购激励、会员管理等推动直营内生增长，直营门店平均单店销售额增长 11.6%，DAZZLE 品牌增长 11.3%；另一方面是 d'zzit 品牌受到消费者及加盟商欢迎，渠道外延推动品牌增长 18.8%。其中 Q4 公司营收增速有所放缓，主要源于暖冬影响冬装销售。

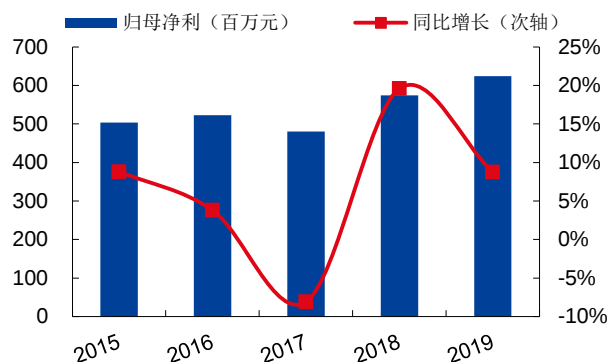
净利端，终端折扣力度减弱等因素推动 DAZZLE、d'zzit 品牌毛利率提升，全年利润增速低于营收增速主要源于 2018 年上半年的坏账损失冲减形成利润高基数，2019 年公司扣非净利增长近 21%。

图 1：地素时尚年度营业收入情况



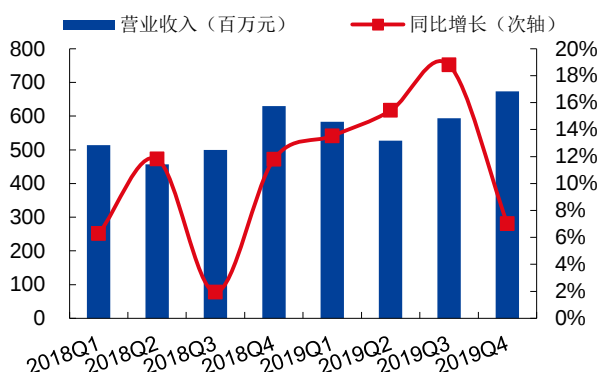
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：地素时尚年度归母净利情况



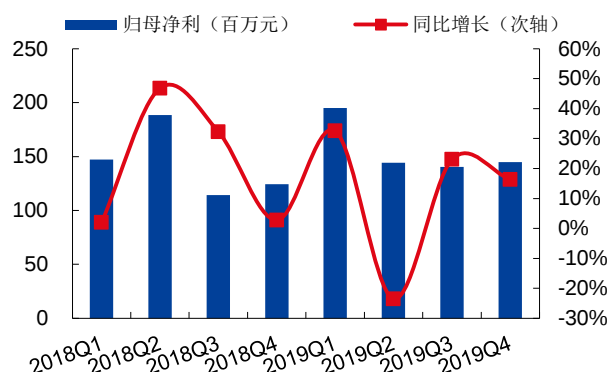
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：地素时尚季度营业收入情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：地素时尚季度归母净利情况



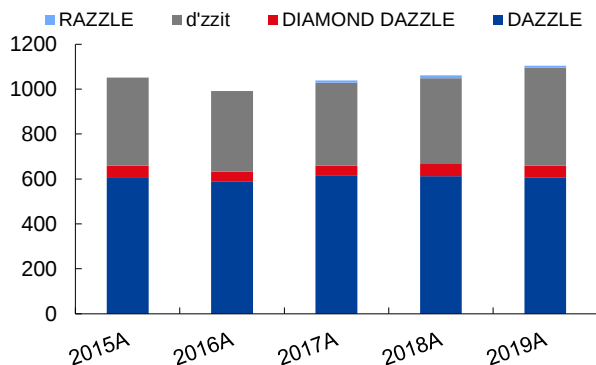
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、直营渠道零售提质，内生外延推动品牌增长

（一）直营门店零售提质，电商继续多渠道合作

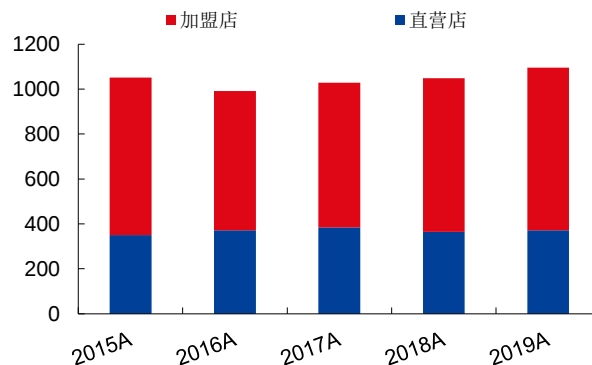
渠道方面，近年来 d'zzit 品牌推动公司门店数量小幅增长。2019 年公司合计门店数量达 1095 家，较上年末增长 46 家/4.4%，其中直营门店增加 6 家至 371 家，加盟门店增加 40 家至 724 家。拆分品牌，主品牌 DAZZLE 门店持续优化整合，年末合计门店同比减少 8 家至 605 家，d'zzit 受到消费者及加盟商欢迎，合计门店净增 52 家至 435 家，另有 DIAMOND DAZZLE 净增 2 家门店，RAZZLE 净减 4 家门店。

图 5：地素时尚分品牌门店数量（家）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

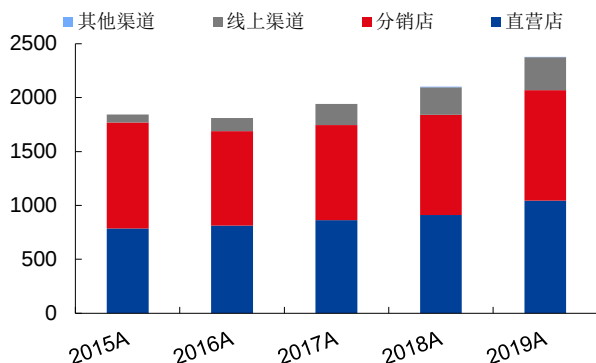
图 6：地素时尚分业态门店数量（家）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

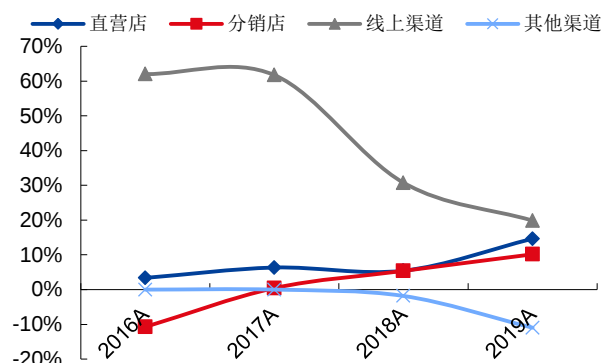
分渠道看，公司直营门店零售提质，电商推进多渠道合作。2019 年公司直营、加盟、线上渠道营收占比分别约 44%、43%、13%。其中直营渠道，公司持续推进 3C 培训落地、优化导购激励方案、优化会员管理系统提升会员粘性（截止年末直营体系会员人数超 50 万名，VIP 会员人数超 25 万名），拉动店效提升，年内直营门店平均单店销售额增长 11.6%（若不考虑暖冬影响下的 Q4，前三季度直营店店均收入增长近 25%），推动直营渠道 2019 年营收增长近 15%。全年分销门店收入增长 10%，一是加盟门店数量增长，二是加盟门店店均收入增长 4%。电商渠道，天猫渠道外，公司同步推进唯品会、网易考拉、小红书等渠道的合作，从流量运营转化为用户运营，用户活跃度提升以及渗透更多高价值潜在客户，共同推动电商渠道取得近 20% 的较快增速。此外，2019 年电商渠道新品占比销售额已达 50%，电商招新效果有所显现。

图 7：地素时尚分业态营业收入（百万元）



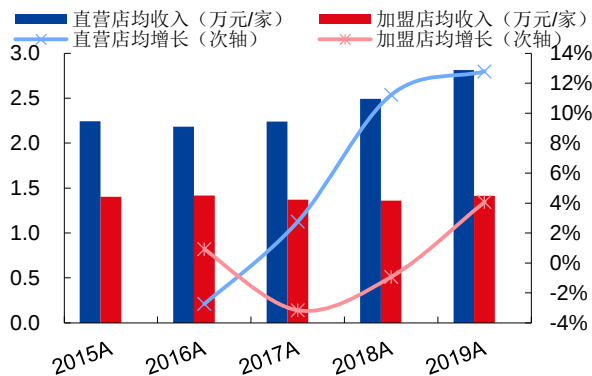
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：地素时尚分业态营收增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 9：地素时尚分业态店均收入（万元/家）



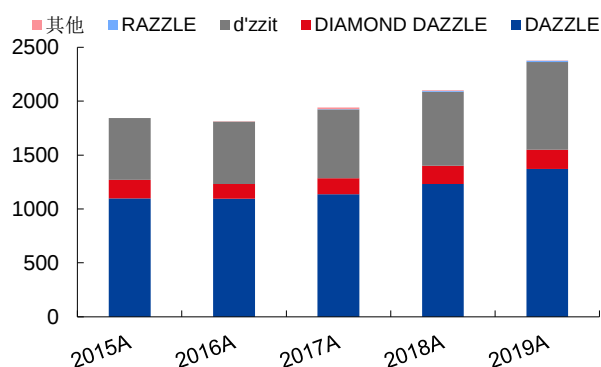
资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）主品牌零售提质内生增长，副品牌增长主要源于外延扩张

分品牌看，主品牌零售提质内生增长，副品牌增长主要源于外延扩张。2019 年公司 DAZZLE、DIAMOND DAZZLE、d'zzit、RAZZLE 品牌分别占营收约 58%、7.5%、34%、0.4%。其中主品牌 DAZZLE 直营零售提质成果显现，2019 年店均收入增长近 13%至 227 万元/家，推动品牌营收增长 11%。DIAMOND DAZZLE 及 d'zzit 全年门店数量分别增长 4%、14%，渠道外延推动品牌营收分别增长 5%、19%。另有 RAZZLE 品牌全年营收增长 8.7%，其他业务营收下降 23%。

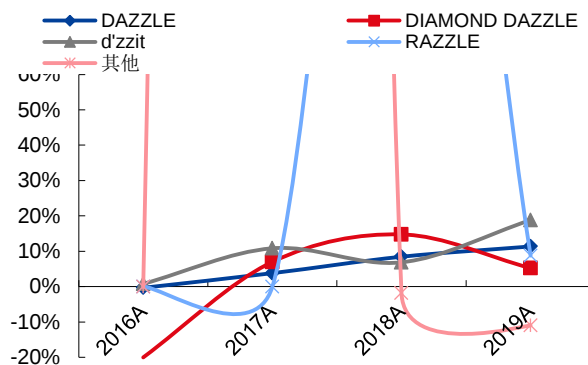
毛利率方面，DAZZLE、d'zzit 品牌营收增速明显高于各自对应销售量增速 1.3%、4.8%，内生增长主要源于终端折扣力度减弱，推动两品牌毛利率提升。另外 DIAMOND DAZZLE 与 RAZZLE 品牌营收增速低于销售量增速。

图 10：地素时尚分品牌营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 11：地素时尚分品牌营收增速



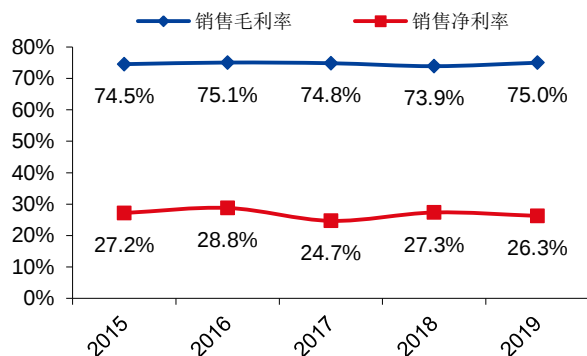
资料来源：公司公告，华金证券研究所

三、营收及毛利率提升推升扣非净利，暖冬影响存货周转

（一）主要品牌毛利率提升，扣非净利快速增长

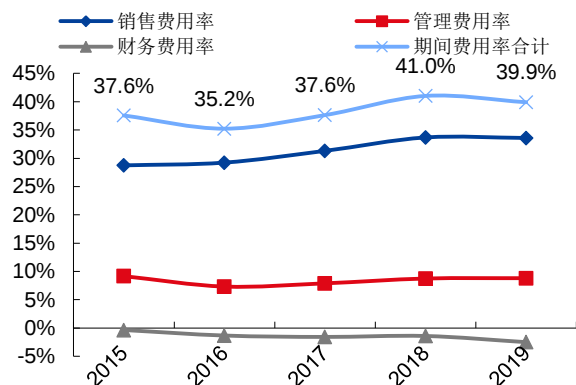
盈利能力方面，占营收比例较高的 DAZZLE 及 d'zzit 品牌毛利率提升带动整体毛利率上升 1.1pct 自 75.0%，公司销售、管理及研发费用率平稳，财务费用率有所降低。最终公司净利率同比降低约 1.1pct 至 26% 主要源于 2018 年上半年坏账损失冲减取得非经常损益 7538 万元，形成利润高基数，2019 年公司扣非后净利润实际增长近 21%。

图 12：地素时尚利润率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 13：地素时尚费用率情况



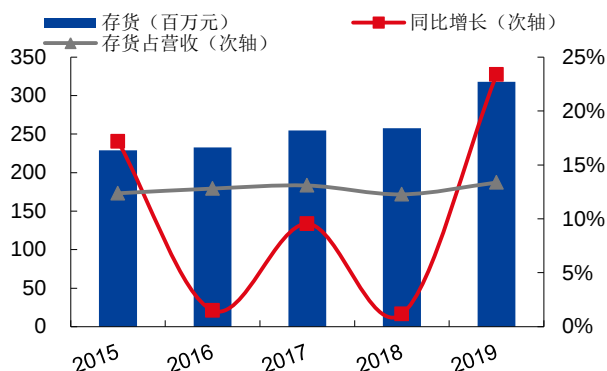
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）存货周转略有放缓，经营活动现金流增长良好

存货方面，2019 年公司存货增长 23.4% 至 3.18 亿元，存货周转略有放缓，周转天数较 2018 年提升 6 天至 174 天。前三季度末公司存货周转天数均同比改善，四季度公司存货周转同比放缓，一方面源于暖冬影响冬品销售表现，另一方面源于春节提前带来的时点变化。库存商品中，2019 年增长较多的主要是 1 年以内的商品，同比增长近 41%，预计主要为春季备货以及冬装库存。目前公司 2 年内库存商品占比达 85%，库存清理有望缓和库存压力。

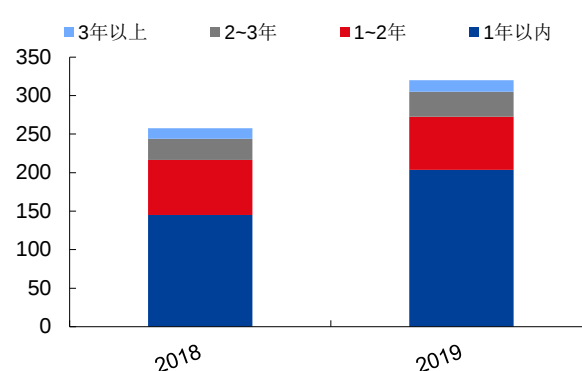
现金流方面，公司主营业务规模增长，叠加主要品牌毛利率提升，2019 年公司经营活动现金净流量同比增加约 24%。

图 14：地素时尚存货及其占营收比例



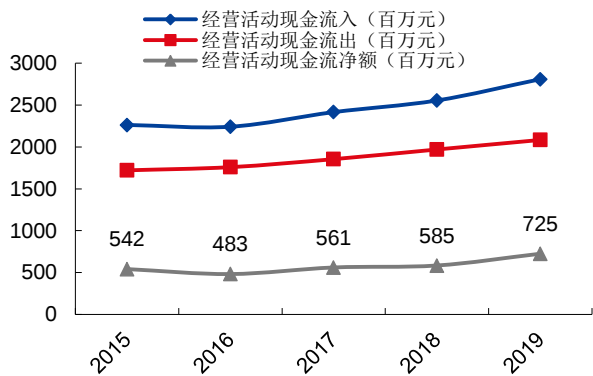
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 15：地素时尚分库龄库存商品金额（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 16：地素时尚经营活动现金流量



资料来源：Wind，华金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

地素时尚是国内具有较强设计能力的女装公司，内生外延推动 19 年取得较快扣非增长。20 年公司将继续优化渠道布局，全方位支持零售业绩良性增长。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 1.59、1.84 和 2.06 元。净资产收益率分别为 17.8%、19.1%和 19.7%。目前公司 PE (2020E) 约为 13 倍，维持“增持-A”建议。

表 1：地素时尚分品牌营业收入及其预测（百万元，%）

品牌	指标	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
DAZZLE	营业收入	1136	1232	1372	1413	1596	1788
	增长率	3.81%	8.46%	11.36%	3.00%	13.00%	12.00%
	毛利率	75.06%	74.17%	75.75%	75.30%	75.50%	75.70%
DIAMOND DAZZLE	营业收入	148	170	179	181	199	217
	增长率	7.00%	14.77%	5.25%	1.00%	10.00%	9.00%
	毛利率	80.91%	78.89%	78.53%	78.20%	78.20%	78.20%
d'zzit	营业收入	640	684	813	854	982	1110
	增长率	10.85%	6.88%	18.82%	5.00%	15.00%	13.00%
	毛利率	73.30%	72.47%	73.28%	73.00%	73.50%	73.70%
RAZZLE	营业收入	3	9	10	10	11	11
	增长率		241.74%	8.77%	0.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	77.47%	77.12%	72.62%	72.00%	72.50%	72.50%
其他	营业收入	19	5	4	4	4	4
	增长率	251.31%	-73.59%	-10.95%	-10.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	77.25%	73.13%	73.52%	73.50%	73.50%	73.50%
合计	营业收入	1946	2100	2378	2462	2792	3130
	增长率	7.18%	7.94%	13.23%	3.50%	13.43%	12.10%
	毛利率	74.84%	73.90%	75.00%	74.70%	74.97%	75.15%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

五、风险提示

疫情影响可选消费上半年表现；行业去库存压力或影响利润率；直营零售改善空间存不确定性。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2976	3184	3410	3870	4214	营业收入	2100	2378	2462	2792	3130
现金	2,530	2,624	2,839	3,158	3,568	营业成本	548	595	623	699	778
应收票据及应收账款	126	135	148	177	179	营业税金及附加	27	26	27	30	34
预付账款	59	50	88	95	78	营业费用	707	799	763	871	977
存货	258	318	277	383	330	管理费用	126	145	197	223	254
其他流动资产	3	5	5	6	6	研发费用	58	65	66	73	78
非流动资产	593	741	701	679	662	财务费用	-30	-59	-27	-30	-34
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-43	-34	30	10	10
固定资产	384	546	568	572	564	公允价值变动收益	0	2	0	0	0
无形资产	9	35	33	30	26	投资净收益	16	26	20	20	20
其他非流动资产	44	49	52	54	57	营业利润	725	802	803	936	1054
资产总计	3569	3925	4111	4549	4876	营业外收入	47	47	47	47	47
流动负债	459	591	521	663	658	营业外支出	2	2	2	2	2
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	769	848	848	982	1099
应付票据及应付账款	82	160	65	170	117	所得税	195	223	212	245	275
其他流动负债	182	213	224	235	247	税后利润	574	624	636	736	824
非流动负债	22	23	24	26	27	少数股东损益	0	-0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	574	624	636	736	824
其他非流动负债	22	23	24	26	27	EBITDA	716	843	808	941	1056
负债合计	481	614	545	688	685	主要财务比率					
少数股东权益	2	2	2	2	2	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	401	401	401	401	401	成长能力					
资本公积	1589	1589	1589	1589	1589	营业收入(%)	7.9	13.2	3.5	13.4	12.1
留存收益	1097	1320	1575	1869	2199	营业利润(%)	28.1	10.7	0.2	16.6	12.6
归属母公司股东权益	3086	3309	3565	3859	4189	归属于母公司净利润(%)	19.6	8.8	1.9	15.7	12.0
负债和股东权益	3569	3925	4111	4549	4876	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	73.9	75.0	74.7	75.0	75.1
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	27.3	26.3	25.8	26.4	26.3
经营活动现金流	585	725	574	736	868	ROE(%)	18.6	18.9	17.8	19.1	19.7
净利润	574	624	636	736	824	ROIC(%)	154.9	115.0	110.6	113.5	130.0
折旧摊销	57	66	32	34	36	偿债能力					
财务费用	-30	-59	-27	-30	-34	资产负债率(%)	13.5	15.6	13.3	15.1	14.1
投资损失	-16	-26	-20	-20	-20	流动比率	6.5	5.4	6.5	5.8	6.4
营运资金变动	11	55	-47	15	61	速动比率	5.9	4.9	6.0	5.3	5.9
其他经营现金流	-12	65	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-143	-232	-5	-6	4	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
筹资活动现金流	1181	-401	-354	-412	-461	应收账款周转率	16.9	18.2	17.4	17.1	17.6
每股指标(元)						应付账款周转率	32.4	19.6	21.9	23.9	21.9
每股收益(最新摊薄)	1.43	1.56	1.59	1.84	2.06	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	1.46	1.81	1.43	1.84	2.16	P/E	14.6	13.4	13.2	11.4	10.2
每股净资产(最新摊薄)	7.70	8.25	8.89	9.62	10.45	P/B	2.7	2.5	2.4	2.2	2.0
						EV/EBITDA	8.7	8.8	6.7	5.4	4.5

资料来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn