

疫情期间毛利率稳定电商增长良好, 依旧看好未来健康发展

买入 (维持)

2020 年 04 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 陈晨曦

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	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)	13.3	13.1	11.4	10.1

投资要点

- **事件:** 公司公布 2020 年一季度, 2020 年收入 4.08 亿 (-30.1%), 归母净利 1.22 亿 (-37.4%), 利润降幅大于收入主要由于期间费用相对刚性的支出。公司 Q1 经营性现金流净额降幅小于净利润, 表现出较好的运营质量
- **分品牌来看:** 线下客流下降导致收入下滑, 不以折扣换销量, 各品牌均保持毛利率稳定。1) DAZZLE 主品牌: 门店数量与 19 年末基本保持一致, 20Q1 收入下降 32.1%, 但毛利率仍旧获得 1.22pct 的提升; 2) 年轻品牌 d'zzit: 门店数量在 20Q1 增加 3 家至 438 家, 收入同样受到客流下降影响下滑 28.0%, 毛利率同比提升 0.64pct; 3) 轻奢品牌 DIAMOND DAZZLE: 下滑幅度相对较小, 同比下滑 22.1%。
- **分渠道来看:** 疫情下电商收入增长亮眼, 经销渠道则由于发货暂缓收入下滑较大。20Q1 公司电商/直营/经销收入分别增长 24.7%/-28.9%/-46.6% 至 0.88/1.81/1.37 亿元, 毛利率分别较去年同期提升 1.24/0.35/0.25pct 至 75.0%/78.0%/70.5%, 其中:
 - 1) 电商在疫情期间成为重要销售渠道之一, 接近 25% 的增长在行业中处于前列, 表现出公司较强的品牌力和客户的忠诚度;
 - 2) 直营渠道下滑 29% 主要由于线下门店的关闭导致的客流下降; 经销渠道发货暂缓收入下降较大, 但是这也帮助了公司经销商保证现金流的充沛。
- **财务分析:** 毛利率仍有提升, 费用相对刚性导致利润下降较多, 经营性现金流依旧好于净利润。1) 公司 20Q1 并未由于疫情采取较大折扣措施, 整体终端折扣仅下降 5pct 左右, 因此整体毛利率稳中有升。2) 公司并未因疫情大幅下降与未来成长相关的费用, 因此在销售费用降幅有限, 费用率有所提升。但我们认为这样的投入将会在未来终端零售好转之后带给公司更多的销售增长动力。3) 虽然受 19 年暖冬影响公司存货略有上升, 但是经营性现金流净额同比下滑幅度依旧小于净利润降幅。
- **我们认为疫情不改公司目前的发展趋势。**公司在 19 年持续改进的零售能力以及本就优秀的产品力, 叠加更丰富的营销渠道, 让我们对公司未来业绩的恢复依旧具有信心: 1) 公司在 19 年通过导购培训/VIP 精细化运营等零售能力上持续作出努力, 带动直营平均单店零售额增长 11.6%, VIP 人数大幅上升。我们认为由于公司的客户群体收入较高受到疫情冲击影响较小, 在线下客流回暖后收入有望逐步恢复。2) 从疫情期间的折扣控制上, 就能看到公司产品力优势依旧不减; 叠加更多时尚联名款的推出、营销推广方式的多样化以及在更多社群营销上的投入, 公司的产品力有望进一步在年轻消费者中得到认可。
- **盈利预测与投资评级:** 20Q1 虽受到疫情业绩有所下降, 但我们认为公司的业绩有望在下半年零售情况正常后得到恢复。继续维持 20 全年公司业绩呈现持平微增的预测、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 PE13/11/10X, 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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.71
一年最低/最高价	19.71/28.40
市净率(倍)	2.42
流通 A 股市值(百万元)	1967.45

基础数据

每股净资产(元)	8.56
资产负债率(%)	16.27
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): 亮丽 19 年报, 20 年疫情不改电商及直营渠道持续发力》2020-04-08
- 2、《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
- 3、《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

表：地素时尚各品牌单季度运行情况拆分（单位：百万元）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019Q1	2019	2020Q1
总收入	583.52	527.28	593.74	673.88	583.52	2378.42	407.62
YOY	13.53%	15.41%	18.78%	7.00%	13.53%	13.23%	-30.14%
毛利率	73.84%	78.47%	74.40%	73.81%	73.84%	75.00%	74.76%
门店总数	1048	1050	1068	1104	1048	1104	1106
直营门店	365	362	366	380	365	380	375
经销门店	683	688	702	724	683	724	731
DAZZLE 收入	335.23	307.07	334.96	394.32	335.23	1371.58	227.56
YOY	12.83%	15.65%	10.98%	7.40%	12.83%	11.36%	-32.12%
毛利率	74.65%	78.81%	75.56%	74.46%	74.65%	75.75%	75.87%
门店总数	600	596	591	605	600	605	606
直营门店	189	185	187	189	189	189	187
经销门店	411	411	404	416	411	416	419
d'zzit 收入	193.93	177.45	212.24	229.68	193.93	813.29	139.68
YOY	15.09%	21.95%	31.71%	9.72%	15.09%	18.82%	-27.97%
毛利率	72.08%	75.66%	73.27%	72.47%	72.08%	73.28%	72.72%
门店总数	384	393	416	435	384	435	438
直营门店	136	140	138	147	136	147	146
经销门店	248	253	278	288	248	288	292
DIAMOND DAZZLE 收入	48.60	39.71	44.18	46.58	48.60	179.06	37.91
YOY	14.77%	0.28%	10.88%	-3.66%	14.77%	5.25%	-22.01%
毛利率	76.23%	83.21%	79.04%	76.45%	76.23%	78.53%	76.50%
门店总数	53	54	53	55	53	55	53
直营门店	29	30	33	35	29	35	33
经销门店	24	24	20	20	24	20	20
RAZZLE 收入(19Q3 起与其他收入分开披露)	4.60	2.23	0.67	2.53	4.60	10.02	1.70
YOY	0.28%	-44.65%		-35.61%	0.28%	8.78%	-62.92%
毛利率	74.02%	95.29%	31.21%	61.03%	74.02%	72.62%	71.15%
门店总数	11	7	8	9	11	9	9
直营门店	11	7	8	9	11	9	9
经销门店	0	0	0	0	0	0	0

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）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2018 全年	2019 全年	2020Q1
利润表摘要							
营业收入	583.52	527.28	593.74	673.88	2,100.45	2,378.42	407.62
YOY	13.53%	15.41%	18.78%	7.00%	7.9%	13.2%	-30.1%
营业成本	152.67	113.52	151.86	176.48	548.24	594.53	102.87
毛利	430.85	413.76	441.89	497.40	1,552.21	1,783.89	304.75
YOY	13.90%	16.73%	21.89%	8.85%	6.6%	14.9%	-29.3%
毛利率	73.84%	78.47%	74.42%	73.81%	73.90%	75.00%	74.76%
期间费用	204.18	211.21	248.60	285.01	861.56	949.01	170.10

YOY	18.16%	7.74%	22.73%	-0.22%	17.6%	10.1%	-16.7%
期间费用率	35.0%	40.1%	41.9%	42.3%	41.0%	39.9%	41.7%
销售费用	170.47	183.19	200.00	245.24	707.42	798.91	150.74
销售费用率	29.21%	34.74%	33.68%	36.39%	33.68%	33.59%	36.98%
管理费用	27.87	32.29	44.47	39.96	125.61	144.58	25.65
管理费用率	4.78%	6.12%	7.49%	5.93%	5.98%	6.08%	6.29%
研发费用	16.72	17.43	14.66	16.12	58.12	64.93	13.16
研发费用率	2.86%	3.31%	2.47%	2.39%	2.77%	2.73%	3.23%
财务费用	-10.87	-21.70	-10.53	-16.31	-29.58	-59.41	-19.45
财务费用率	-1.9%	-4.1%	-1.8%	-2.4%	-1.4%	-2.5%	-4.8%
资产减值损失	6.70	13.45	3.25	10.73	-43.03	34.13	7.49
其他收益	0.34	0.34	0.35	0.35	1.87	1.38	0.34
投资净收益		10.26	4.97	11.10	15.69	26.34	3.34
营业利润	214.32	193.04	187.94	206.42	724.51	801.72	126.15
YOY	11.66%	-7.78%	23.06%	21.05%	28.1%	10.7%	-41.1%
营业利润率	36.7%	36.6%	31.7%	30.6%	34.5%	33.7%	30.9%
加：营业外收入	46.45	0.00	0.10	0.50	47.35	47.33	44.76
减：营业外支出	0.00	0.00	0.20	1.20	2.41	1.52	2.00
利润总额	260.77	193.20	187.84	205.71	769.46	847.52	168.91
YOY	31.76%	-23.18%	22.59%	23.32%	19.5%	10.1%	-35.2%
减：所得税	65.65	49.10	47.45	60.97	195.35	223.16	46.84
所得税率	25.17%	25.41%	25.26%	29.64%	25.39%	26.33%	27.73%
净利润	195.13	144.10	140.39	144.75	574.11	624.37	122.07
YOY	32.58%	-23.51%	23.01%	16.34%	19.6%	8.8%	-37.4%
净利率	33.44%	27.33%	23.65%	21.48%	27.33%	26.25%	29.95%
归母净利	195.13	144.10	140.39	144.75	574.11	624.37	122.07
YOY	32.58%	-23.51%	23.01%	16.34%	19.6%	8.8%	-37.4%
资产负债表摘要							
应收账款	53.30	61.87	51.26	61.89	58.67	61.89	48.00
YOY	13.59%	5.94%	27.02%	5.49%	6.3%	5.49%	-10.0%
存货	256.71	279.84	306.39	317.86	257.65	317.86	292.59
YOY	-0.74%	3.76%	0.40%	23.37%	1.2%	23.37%	14.0%
现金流量表摘要							
经营活动产生的现金流量净额	184.74	135.02	213.18	192.19	584.65	725.14	144.92
YOY	29.47%	245.17%	25.10%	-17.31%	4.2%	24.0%	-21.6%
/净利润	94.68%	93.70%	151.85%	132.78%	101.84%	116.14%	118.72%
投资活动产生的现金流量净额	-805.75	465.25	-501.19	609.99	-142.60	-231.71	-164.53
筹资活动产生的现金流量净额	0.00	-401.00	0.00	0.00	1,181.14	-401.00	97.72
现金及现金等价物净增加额	-621.26	199.63	-287.54	802.73	1,625.19	93.57	77.24

数据来源：Wind，东吴证券研究所

地素时尚三大财务预测表

[illegible]

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>

