

疫情下韧性显著, 首推股权激励计划展现发展信心

——地素时尚点评报告

✍️ 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
☎️ : 联系人: 林骥川、詹陆雨
✉️ : mali@stocke.com.cn

报告导读

上市后首推股权激励计划, 高收入增速目标展现发展信心

投资要点

- ❑ **事件:** 公司披露年报, 2020 年收入 25.64 亿元(+7.8%), 归母净利 6.30 亿元(+1%), 公司计划以现金方式合计分配股利 4.81 亿元, 占归母净利 76%; 2020Q1 公司收入同比增长 61%至 6.56 亿元, 归母净利增长 60%至 1.95 亿元。
- ❑ **电商领跑、直营渠道继续高质量发展、加盟积极展店。** 考虑到新会计准则影响对公司 2020 年收入带来 1.77 亿、21Q1 收入带来 3000-4000 万影响, 剔除后公司 20 年收入同比持平微增, 其中 Q4 收入增长 12%左右, 21Q1 收入则相对 19Q1 收入增长约 7%, 其中:

1) **电商业务:** 增速仍然领跑, 20Q4 收入同比增速达到 19%, 21Q1 则有 20Q1 基数偏高原因电商收入同比 20Q1 增速为 5%, 20H2 开始公司试水与薇娅合作直播效果良好, 提振销售同时有效增加品牌曝光度, 同时剔除会计准则影响后(运费进入营业成本)毛利率也保持稳定。

2) **线下直营:** 剔除会计政策变更影响后公司直营渠道 20Q4 收入同比增长 9%左右, 21Q1 相对 19Q1 增长则达到 15%, 同时渠道数量继续精简至 360 家, 线下客流恢复以及公司本身零售服务能力持续提升(增加导购薪酬中销售提成占比、搭配与话术培训、重视拉新及会员一对一深度交流服务等)带来有效的单店店效提升, 与公司一直以来的渠道质量提升策略一致。

3) **线下经销:** 20Q4 单季度加盟收入同比增长 12%, 21Q1 同比增长 71%, 相对 19 年有 9%左右下滑主要与 19Q1 发货高基数有关, 从门店数量来看, 20 年内公司经销渠道净增 59 家至 783 家, 其中 DAZZLE/d'zzit 分别净增 28/31 家, 21Q1 经销渠道则进一步增加至 785 家, 仍在积极扩张中, 体现了强产品竞争力下渠道的积极展店意愿。

分品牌来看, 20 全年 DAZZLE/d'zzit 收入分别增长 8%/6%, 21Q1 相对 19 年也分别增长 16.4%/7.5%, 展现出健康稳健的增长态势。

- ❑ **疫情下展现高度稳定的盈利水准, 周转表现保持优秀。** 从盈利水准来看, 2020 年全年公司净利润同比增长 0.9%至 6.30 亿元, 与剔除会计准则变化影响后的收入增速高度匹配, 疫情下仍展现稳定的高盈利水准, 21Q1 净利润同比增长 60%至 1.95 亿元, 回到疫情前 2019 年 Q1 水准; 周转方面继续保持高度稳定, 应收账款及存货截至 21Q1 同比 20 年仅增长 7%及 9%, 由此经营性现金流继续保持与净利润的高度匹配, 报表质量优秀。
- ❑ **上市后首推股权激励计划, 与核心员工共享成长红利。** 公司推出 2021 年股权激励计划, 拟以 10 元/股价格授予包括财务总监张俊先生及 101 名核心技术/业务人员合计 510 万股股票, 占公司总股本比例 1.06%, 业绩考核目标需满足以下收入或利润增长条件: 2021/22/23 收入相对 20 年增长不低于 15%/35%/62% (即同比增长 15%/18%/20%), 或归母净利(剔除激励费用)相对 20 年增长不小于 10%/22%/40% (即同比增长 10%/12%/15%), 高复合收入增速目标展现公司长足发展信心, 同时相对温和的净利润增长目标的订立主要包含对公司内部组织调整、人员职级梳理

评级

买入

上次评级 买入
当前价格 ¥ 20.15

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
1Q/2021	0.41
4Q/2020	0.32
3Q/2020	0.37
2Q/2020	0.32



公司简介

地素时尚是一家多品牌运作的服饰时尚集团, 旗下主要品牌 DAZZLE、d'zzit、DIAMOND DAZZLE、RAZZLE。

相关报告

- 1、《地素时尚: 业绩强势转正凸显品牌力, 低估值高分红属性显著》2020-08-26
- 2、《地素时尚: 增长可持续, 估值修复空间充分》2020-09-06
- 3、《地素时尚: Q3 全渠道高质量增长, 展现扎实基本面》2020-10-29

报告撰写人: 马莉

联系人: 林骥川、詹陆雨

优化, 以及下半年新推生活方式品牌的投入的考量。

- **盈利预测及估值:** 公司作为产品力突出、财务质地优秀的高端女装龙头发展前景值得期待, 21 年新生活方式品牌的推出也有望为公司开辟新客群及市场, 打造新增增长点, 我们预计 21/22/23 年归母净利同增 15.6%/15.6%/15.4%至 7.28/8.42/9.72 亿元, 对应 PE13.3/11.5/10.0X, 公司上市以来分红比例保持在 60%以上, 低估值高分红属性显著、当前估值安全边际明显, 继续重点推荐, “买入”评级。
- **风险提示:** 终端销售不及预期, 新品牌拓展不及预期

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	2564.2	2990.1	3450.2	3975.8
(+/-)	7.8%	16.6%	15.4%	15.2%
净利润	629.9	728.4	842.0	971.9
(+/-)	0.9%	15.6%	15.6%	15.4%
每股收益 (元)	1.31	1.51	1.75	2.02
P/E	15.4	13.3	11.5	10.0

表: 地素时尚各品牌单季度运行情况拆分 (单位: 百万元)

	2019Q1	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020 全年	2021Q1	21Q1 相对 19Q1 增长
总收入	583.52	407.62	578.36	647.30	930.89	2564.17	656.58	
YOY	13.53%	-30.14%	9.69%	9.02%	38.14%	7.85%	61.08%	12.52%
毛利率	73.84%	74.76%	76.74%	74.61%	78.93%	76.68%	78.35%	
门店总数	1048	1106	1108	1116	1154	1154	1145	
直营门店	365	375	377	370	371	371	360	
经销门店	683	731	731	746	783	783	785	
DAZZLE 收入	335.23	227.56	343.19	378.22	534.98	1483.94	390.21	
YOY	12.83%	-32.12%	11.76%	12.92%	35.67%	8.19%	71.48%	16.40%
毛利率	74.65%	75.87%	77.85%	76.16%	79.42%	77.68%	79.52%	
门店总数	600	606	609	606	627	627	622	
直营门店	189	187	191	182	183	183	180	
经销门店	411	419	418	424	444	444	442	
d'zzit 收入	193.93	139.68	190.85	224.18	309.95	864.66	208.54	
YOY	15.09%	-27.97%	7.56%	5.63%	34.95%	6.32%	49.31%	7.54%
毛利率	72.08%	72.72%	74.69%	71.76%	75.88%	74.04%	75.69%	
门店总数	384	438	436	448	464	464	462	
直营门店	136	146	144	146	145	145	139	
经销门店	248	292	292	302	319	319	323	
DIAMOND DAZZLE 收入	48.60	37.91	41.04	40.55	76.92	196.42	48.90	
YOY	14.77%	-22.01%	3.36%	-8.21%	65.15%	9.69%	29.01%	0.62%
毛利率	76.23%	76.50%	77.79%	77.70%	85.65%	80.60%	80.82%	
门店总数	53	53	53	52	53	53	51	
直营门店	29	33	32	32	33	33	31	
经销门店	24	20	21	20	20	20	20	

数据来源: 公司公告, 浙商证券研究所

注: 对收入准则调整影响 2020 年收入 1.77 亿元, 带来 20Q4 总收入表观增速高增 37.6%, 剔除后 20Q4 总收入增长 11.3% 对 2021Q1 收入影响 3000-4000 万, 带来 21Q1 相对 19Q1 总收入增长 12.5%, 剔除后 21Q1 总收入相对 19Q1 增长 7% 左右

表：地素时尚各渠道单季度运行情况拆分（单位：百万元）

	2019Q1	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020	2021Q1	21Q1 相对 19Q1 增长
线下收入	511.42	318.40	486.77	565.36	821.96	2192.49	562.79	
YOY	12.21%	-37.74%	8.07%	7.98%	41.18%	6.04%	76.76%	10.04%
毛利率	73.94%	74.79%	76.36%	74.24%	79.52%	76.77%	78.46%	
门店总数	1048	1106	1108	1116	1154	1154	1145	
直营收入	255.05	181.43	224.88	264.90	483.47	1154.68	329.24	
YOY	17.03%	-28.87%	-13.92%	7.52%	72.20%	10.66%	81.47%	29.09%
毛利率	77.69%	78.04%	81.02%	78.58%	86.41%	82.25%	83.07%	
门店总数	365	375	377	370	371	371	360	
经销收入	256.37	136.97	261.89	300.46	338.49	1037.81	233.55	
YOY	7.79%	-46.57%	38.43%	8.39%	12.29%	1.33%	70.51%	-8.90%
毛利率	70.22%	70.47%	72.37%	70.39%	69.68%	70.67%	71.96%	
门店总数	683	731	731	746	783	783	785	
线上收入	70.93	88.45	90.96	80.40	108.04	367.85	92.97	
YOY	24.99%	24.69%	19.64%	17.32%	18.92%	20.08%	5.12%	31.07%
毛利率	73.75%	74.99%	79.15%	78.23%	72.96%	76.13%	78.23%	

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

注：对收入准则调整影响 2020 年收入 1.77 亿元，带来 20Q4 直营表现增速高增 72%，剔除后 20Q4 直营增长 9%左右；

对 2021Q1 收入影响 3000-4000 万，带来 21Q1 相对 19Q1 直营收入高增 29%，剔除后 21Q1 直营收入相对 19Q1 增长 15%左右

表：2021 年股权激励草案业绩考核目标

	2021	2022	2023
收入增速相对于 2020 年不低于	15%	35%	62%
收入 YOY	15%	18%	20%
或			
净利润增速相对于 2020 年不低于	10%	22%	40%
净利润 YOY	10%	11%	15%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	3375	3683	4034	4550	营业收入	2564	2990	3450	3976
现金	1827	2055	2389	2749	营业成本	600	696	804	928
交易性金融资产	1027	1000	1000	1000	营业税金及附加	26	37	43	50
应收账款	66	84	89	110	营业费用	992	1091	1242	1419
其它应收款	80	70	70	70	管理费用	142	164	190	219
预付账款	44	83	63	105	研发费用	66	96	110	127
存货	310	386	418	510	财务费用	(71)	(44)	(55)	(63)
其他	23	5	5	5	资产减值损失	39	46	56	63
非流动资产	723	835	884	922	公允价值变动损益	(5)	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	21	25	25	25
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	10	(0)	0	(0)
固定资产	577	651	695	737	营业利润	797	928	1084	1258
无形资产	33	35	35	34	营业外收支	59	60	60	60
在建工程	9	50	50	50	利润总额	851	983	1139	1313
其他	104	98	104	102	所得税	221	255	297	341
资产总计	4099	4518	4918	5472	净利润	630	728	842	972
流动负债	636	703	747	828	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	630	728	842	972
应付款项	104	174	183	229	EBITDA	754	983	1151	1338
预收账款	143	189	194	203	EPS (最新摊薄)	1.31	1.51	1.75	2.02
其他	389	340	370	395	主要财务比率				
非流动负债	22	19	19	19		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	22	19	19	19	营业收入	7.8%	16.6%	15.4%	15.2%
负债合计	658	723	766	847	营业利润	-0.6%	16.4%	16.8%	16.1%
少数股东权益	2	2	2	2	归属母公司净利润	0.9%	15.6%	15.6%	15.4%
归属母公司股东权益	3439	3795	4152	4626	获利能力				
负债和股东权益	4099	4518	4918	5472	毛利率	76.6%	76.7%	76.7%	76.7%
					净利率	24.6%	24.4%	24.4%	24.4%
					ROE	18.7%	20.1%	21.2%	22.1%
					ROIC	17.9%	20.3%	21.6%	22.6%
					偿债能力				
					资产负债率	16.1%	16.0%	15.6%	15.5%
					净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					流动比率	5.3	5.2	5.4	5.5
					速动比率	4.8	4.7	4.8	4.9
					营运能力				
					总资产周转率	563.2	518.7	492.3	470.4
					应收帐款周转率	40.2	40.0	40.0	40.0
					应付帐款周转率	4.5	5.0	4.5	4.5
					每股指标(元)				
					每股收益	1.31	1.51	1.75	2.02
					每股经营现金	1.51	1.55	1.86	1.94
					每股净资产	7.15	7.89	8.63	9.61
					估值比率				
					P/E	15.4	13.3	11.5	10.0
					P/B	2.8	2.6	2.3	2.1
					EV/EBITDA	12.9	9.9	8.4	7.2

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

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，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>