

2021年05月05日

疫情后率先复苏，双位数目标提振市场信心

地素时尚(603587)

事件概述

21Q1 公司收入/净利分别同比增长 61%/60%、较 19Q1 增长 13%/0%，已经恢复至疫情前水平；毛利率 78%、同比增长 3.6PCT、较 19Q1 增长 4.5PCT，主要由于商场提成收益从成本转计入销售费用。

21Q1 收入/净利已恢复至疫情前水平、较 19Q1 分别增长 13%/0%，我们判断主要得益于：1) 公司快速反应，疫情发生后，公司加速完善“微商城”渠道并开发“一店一商城”线上销售系统，全年电商收入同比增长 20%；2) 2020 年公司继 2019 年将各品牌会员权益打通之后，继续将微商城与线下直营会员体系全面打通，实现会员线上线下权益共享，有效提高公司客户体验以及客户粘性。3) 公司品牌折扣控制良好，持续保持中高端品牌调性，疫情期间毛利率同比 2019 年基本持平。

公司推出首次限制性股票激励计划，拟授予包括高管、核心业务/技术人员共 102 人。本次激励计划考核期为 2021-2023 年，授予条件分别为以 2020 年为基数，2021/2022/2023 年收入累计增长不低于 15%/35%/62%（同比增长约为 15%/17%/20%），或以 2020 年为基数，2021/2022/2023 年归母净利润累计增长不低于 10%/22%/40%（同比增长约为 10%/11%/15%）。股权激励计划深度绑定员工，双位数年复合增长率提振市场信心。

投资建议

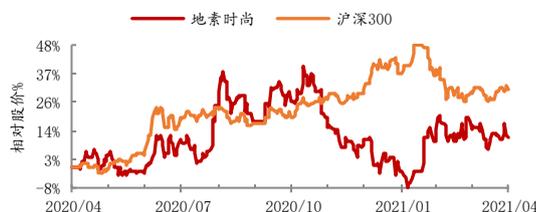
我们分析公司未来成长空间在于 1) 老品牌 DA、DZ、DM2021 有望在疫情后加速开店，叠加店效提升贡献收入快速增长；2) 培育期品牌 RA 品牌逐步成熟后带来店效改善，以及扩展配件品牌带来新的利润增长点；3) 公司打通微商城和线下直营渠道会员体系，新销售有望贡献新增量。我们预计 21/22/23 年收入增速分别为 15%/17%/20%，EPS 分别为 1.53/1.78/2.13 元，对应 21/22/23 年 PE 分别为 13/11/9，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

存货积压风险、线下复苏不及预期、大股东解禁风险、系统性风险。

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	19.15
股票代码:	603587
52 周最高价/最低价:	24.86/15.67
总市值(亿)	92.15
自由流通市值(亿)	21.83
自由流通股数(百万)	114.00



分析师: 唐爽爽
邮箱: tangss@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519090002
联系电话:

研究助理: 朱宇昊
邮箱: zhuyh@hx168.com.cn
SAC NO:
联系电话:

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,378	2,564	2,943	3,435	4,106
YoY (%)	13.2%	7.8%	14.8%	16.7%	19.6%
归母净利润(百万元)	624	630	734	854	1,027
YoY (%)	8.8%	0.9%	16.6%	16.4%	20.2%
毛利率 (%)	75.0%	76.6%	78.0%	78.1%	78.2%
每股收益 (元)	1.30	1.31	1.53	1.78	2.13
ROE	18.9%	18.3%	17.6%	17.0%	17.0%
市盈率	14.76	14.63	12.55	10.78	8.98

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 公司简介：中高端女装品牌，疫情后率先实现复苏	4
1.1. 历史回顾：业绩稳健，专注多品牌战略与差异化定位	4
1.2. 公司业务：多品牌瞄准细分市场	4
1.3. 股权结构：马氏家族持股达 76.3%，云锋有减持压力	8
2. 行业分析：中高端女装市场规模 2023 年有望达到 2661 亿元	9
3. 财务分析：优于同行，盈利能力稳定	9
3.1. 成长能力：净利规模同业中最高	9
3.2. 盈利能力：净利率高于同业	10
3.3. 营运能力：营运能力好于同业，主要由于加盟占比更高	12
3.4. 现金流：充足现金流为外延扩张带来保障	12
4. 投资建议	13
5. 风险提示	14

图表目录

图 1 历年收入、净利及其增速	4
图 2 历年毛利率	4
图 3 近三年收入构成（分品牌）	5
图 4 近三年收入构成（分渠道）	5
图 5 各品牌收入（亿元）	6
图 6 各品牌单店收入（万元）	7
图 7 分渠道收入及其增速（亿元）	7
图 8 分渠道店效（万元）	7
图 9 直营加盟店数及增速	8
图 10 地素时尚股权结构（截至 2020 年 12 月 31 日）	8
图 11 国内女装市场规模及增速	9
图 12 国内中高端女装市场规模及增速	9
图 13 营业总收入及增速（亿元，%）	10
图 14 归母净利及增速（亿元，%）	10
图 15 销售毛利率	10
图 16 销售净利率	10
图 17 存货周转天数	12
图 18 应收账款周转天数	12
图 19 经营现金流及经营现金/净利（亿元，%）	13
表 1 公司四大品牌概况	6
表 2 2020 年同业毛利率拆分对比	11
表 3 同业费用率对比	11
表 4 收入拆分	13
表 5 可比公司估值	14

1. 公司简介：中高端女装品牌，疫情后率先实现复苏

1.1. 历史回顾：业绩稳健，专注多品牌战略与差异化定位

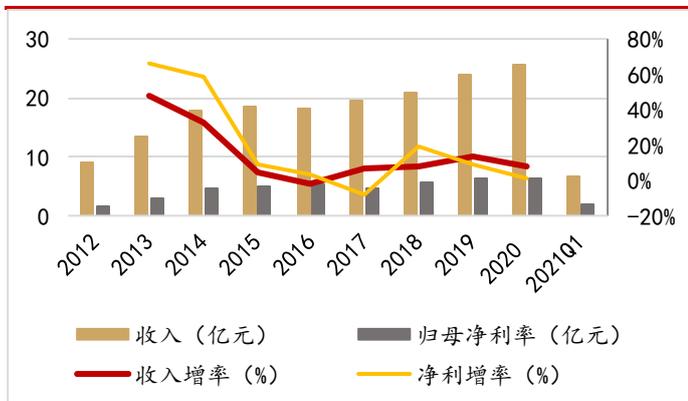
地素时尚 2002 年创立于中国上海，2018 年 6 月上市，公司卡位中高端品牌女装，自成立以来分别创立 DAZZLE、DIAMOND DAZZLE、d'zzit 和 RAZZLE 4 个品牌。公司三大自有核心女装品牌 DA、DM、DZ 分别定位于中高端时装、高端时装、中端潮流女装领域，多维度覆盖 18-45 岁这一服装消费能力最强的女性消费群体，2017 年公司新设立的男装 RAZZLE 品牌定位于个性时尚化中高端男装。

2012-2020 年公司收入/净利 CAGR 为 12%/15%，2020 年收入/净利达 25.64/6.30 亿元、同比增长 7.81/0.88%。2013-2014 年收入高速增长主要得益于开店加快（2013/2014 年分别净开店 42%/24%）以及均价提升（2013 年加盟提价 14%、2014 年直营提价 11%），2015-2016 年收入增速放缓主要受高端、奢侈品行业整体销售不景气的影响。

公司毛利率在 73-78% 波动、净利率在 25-30% 波动。2013 年公司提高倍率使得毛利率有所提升；2012-2016 年净利率提升来自毛利率提升以及费用率改善；2017 年净利率下降 4PCT 至 25%、主要由于相关房产纠纷事项确认资产减值损失 1 亿元。

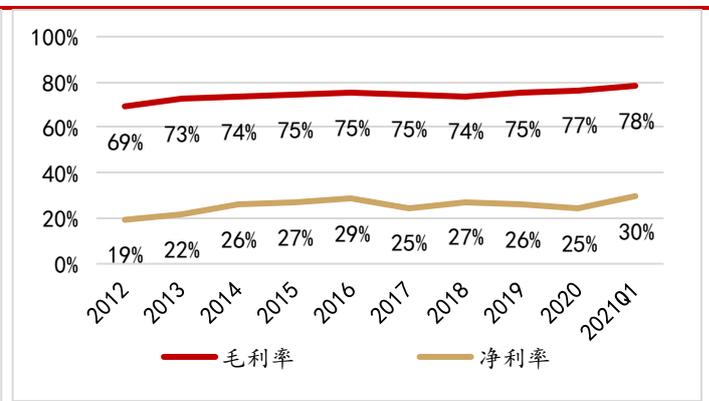
21Q1 公司收入/净利分别同比增长 61%/60%、较 19Q1 增长 13%/0%，已经恢复疫情前水平；毛利率 78%、同比增长 3.6PCT、较 19Q1 增长 4.5PCT，主要由于商场提成收益从成本转入销售费用。

图 1 历年收入、净利及其增速



资料来源：华西证券研究所，wind

图 2 历年毛利率



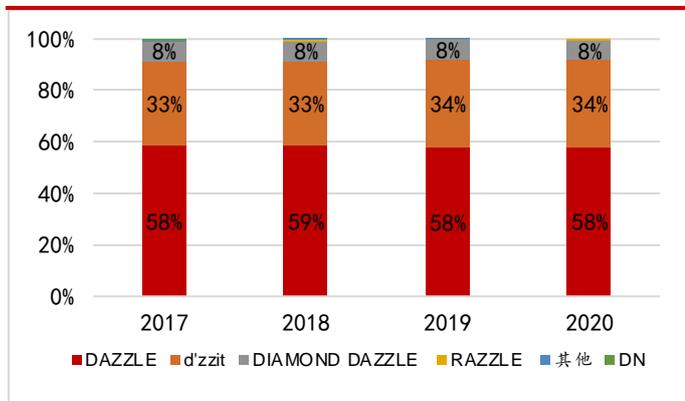
资料来源：华西证券研究所，wind

1.2. 公司业务：多品牌瞄准细分市场

分品牌看，2020 年 DA/DM/DZ/RA 收入为 14.84/1.96/8.65/0.15 亿元、同比增长 8.19%/9.69%/6.32%/52.91%。2017 年至今 DA/DM/DZ 品牌收入占比较为稳定、分别为 58%/8%/34%，其中 DA 同比提高约 1PCT。

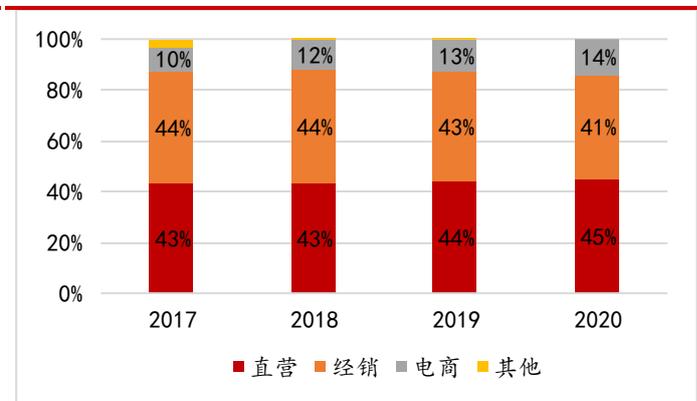
分渠道看，2020年直营/经销/电商收入为11.55/10.38/3.68亿元、同比增长10.66%/1.33%/20.08%。2017年至今直营和电商收入占比分别提升2/4PCT、经销收入占比下降3PCT。

图3 近三年收入构成（分品牌）



资料来源：华西证券研究所，公司公告

图4 近三年收入构成（分渠道）



资料来源：华西证券研究所，公司公告

差异化组合瞄准多个细分市场：

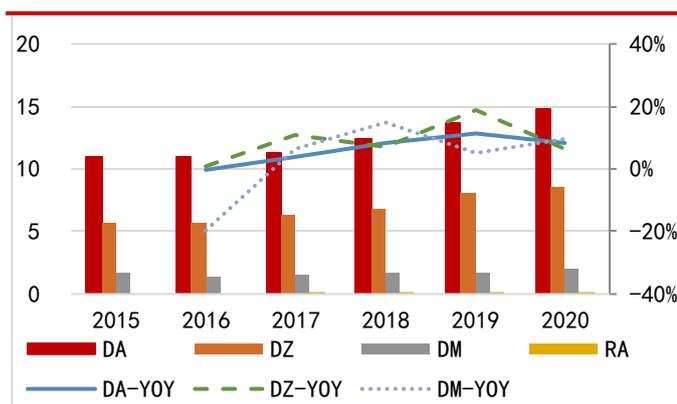
DAZZLE为中高端时装，时尚风格主流，所覆盖顾客年龄、消费水平等均较广，为公司最核心品牌，2020年收入规模达14.84亿元、同比增长8.19%，是公司收入贡献最大的品牌；截止2020年12月31日，DAZZLE共有直营店183家、经销店444家，假设经销出货折扣6折，我们测算单店收入约为330万元。

d'zzit定位于年轻有个性的中端时尚品牌，目标群体较DAZZLE更年轻化。d'zzit于2011年推出、2015年收入规模超过5亿元。截止2020年12月31日，直营/加盟店数分别为145/319家，2020年收入规模达8.65亿元、同比增长6.32%，是公司收入占比第二大品牌；从单店收入来看，假设经销出货折扣6折，我们测算单店收入约为257万元。

DIAMOND DAZZLE 2010年推出、定位于半定制的高级时装品牌，满足更高阶层消费者的需求。2020年DM毛利率高达81%、高于其他三个品牌。2020年DM收入规模为1.96亿元、同比增长9.69%；从店数分布看，2020年底直营/加盟店数分别为33/20家，由于定位更高，DM直营店占比（约为62%）较中端品牌DA、DZ更高（直营占比约为30%）。

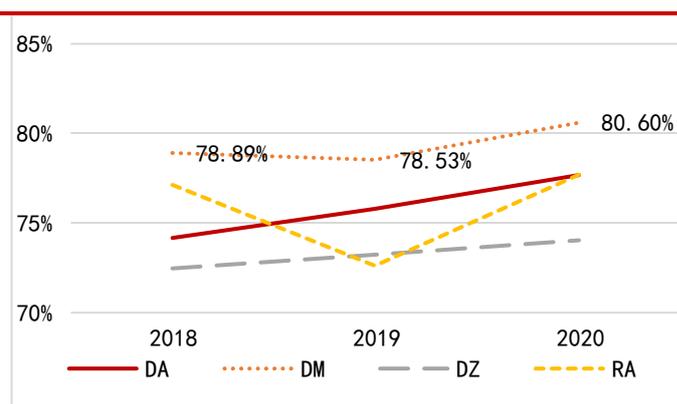
RAZZLE为中高端男装品牌，2017年推出、致力于填补奢侈品牌与低端快时尚品牌间的市场空白，尚处于培育期。2020年收入规模达0.15亿元、同比增长52.91%；截止2020年12月31日，共有直营店10家。2019年秋冬新品发布会上，地素宣布该品牌将增加女装线，同时推出了包括皮具、手袋、鞋品及珠宝在内的配件，2020年RAZZLE联合女装品牌DAZZLE推出的RAZZLEDAZZLE特别系列，未来RAZZLE的品类拓展可能成为公司的利润增长点。此外公司与迪士尼进行品牌IP合作，陆续推出了“小飞象、七个小矮人”等系列产品，未来公司有望进一步联合IP推动销售增长。

图 5 各品牌收入 (亿元)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 各品牌毛利率



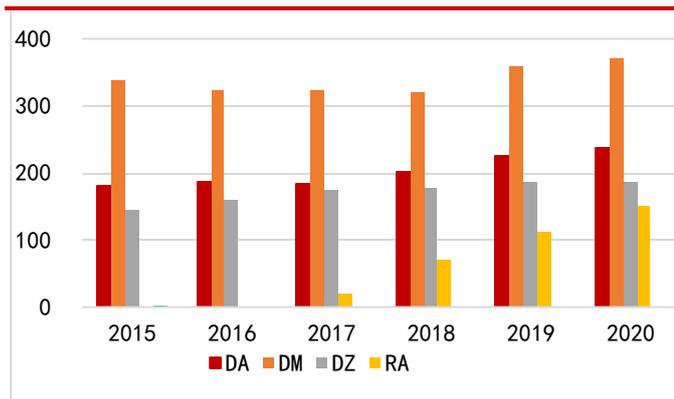
资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 1 公司四大品牌概况

品牌名称	DAZZLE(DA)	DIAMOND DAZZ(DM)	d'zzit(DZ)	RAZZLE(RA)
创立时间	2005	2010	2011	2017
品牌定位	中高端时装	高端时装	中端潮流女装	男装
代言人	刘雯	宋茜	周冬雨	-
价位带 (元)	239-2999	709-6090	89-2620	-
2020 年收入 (亿元)	14.84	1.96	8.65	0.15
17-20 收入 CAGR	6.91%	7.28%	7.82%	49.53%
2020 年店数	627 (直营/加盟 183/444)	53 (直营/加盟 33/20)	464 (直营/加盟 145/319)	10 (直营)
17-20 店数 CAGR	0.53%	3.60%	6.00%	14.19%
单店收入 (万元)	330	436	257	150
毛利率区间	77.68%	80.60%	74.04%	77.70%
核心目标消费群	25-40 岁 自由率性、自信独立、追求时尚与艺术的都市女性	30-45 岁 追求高端、精致、时尚生活的优雅女性	18-35 岁 独立个性，具有颠覆和创新思维的潮流引领者	25-40 岁 善于表达个性和时尚主张的男性
品牌内涵	尖端时髦的产品设计，诠释全方位生活方式	完美结合纯臻艺术感与手工细节，与艺术紧密结合，追求极致和质感	充满奇趣创意，看似天马行空，但始终秉持年轻人特有的独立精神	将品质作为衡量一切事物之首要标准
品牌阶段	成熟，核心品牌	成熟，核心品牌	成熟，核心品牌	培育期，于 2017 年 9 月首次面世

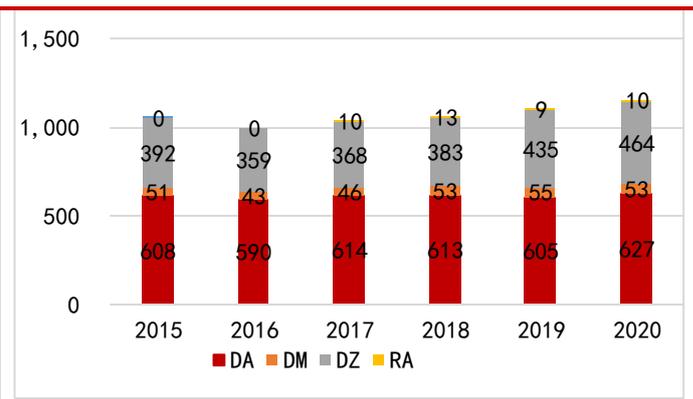
资料来源：招股说明书，华西证券研究所；假设经销商按 6 折出货。

图 6 各品牌单店收入 (万元)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 各品牌门店数量

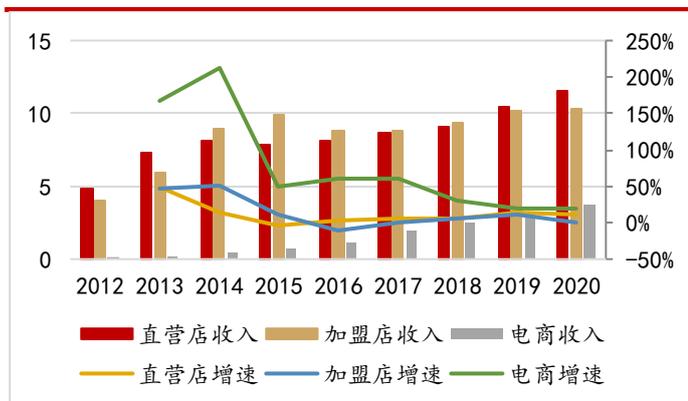


资料来源：公司公告，华西证券研究所

分渠道看，直营店优化店数略有减少，加盟恢复开店。2020 年直营/加盟店分别净开店-9/59 至 371/783 家，同比增加-2.63%/3.04%，由此推测直营店效/加盟单店出货分别提高 37/-8 万元至 311/133 万元。

电商渠道方面，天猫作为公司主要线上渠道外，公司同步推进唯品会、网易考拉、小红书、寺库等线上渠道合作，深化全渠道运营，2019 年电商渠道当年新品销售额占比已达 50%。2019 年 8 月公司四个品牌微商城小程序正式上线，打造更多的“社交化购物”应用场景和玩法，利用小程序流量入口多、打开速度快、应用场景多的特点实现更强大的用户裂变增长。

图 7 分渠道收入及其增速 (亿元)



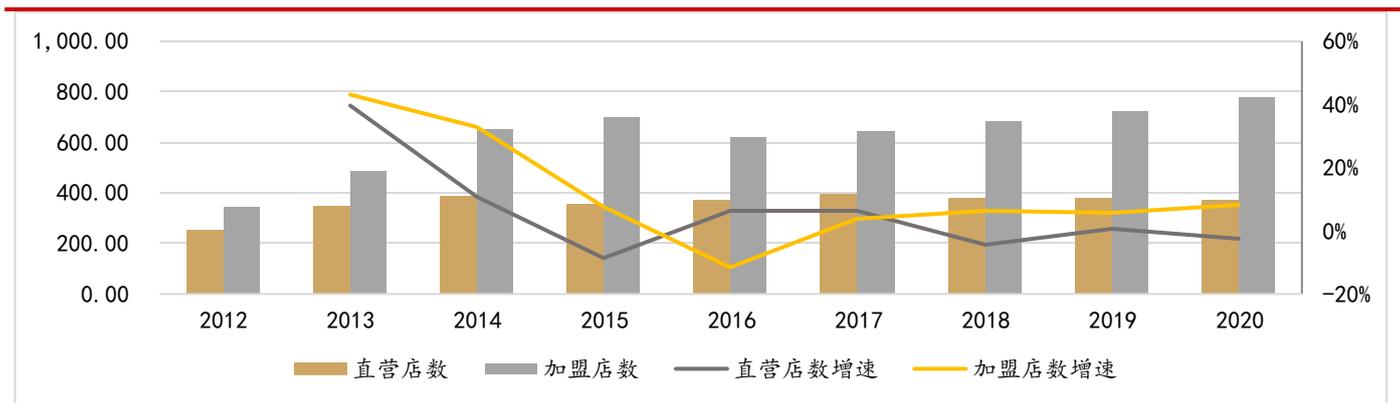
资料来源：wind，华西证券研究所

图 8 分渠道店效 (万元)



资料来源：wind，华西证券研究所

图 9 直营加盟店数及增速

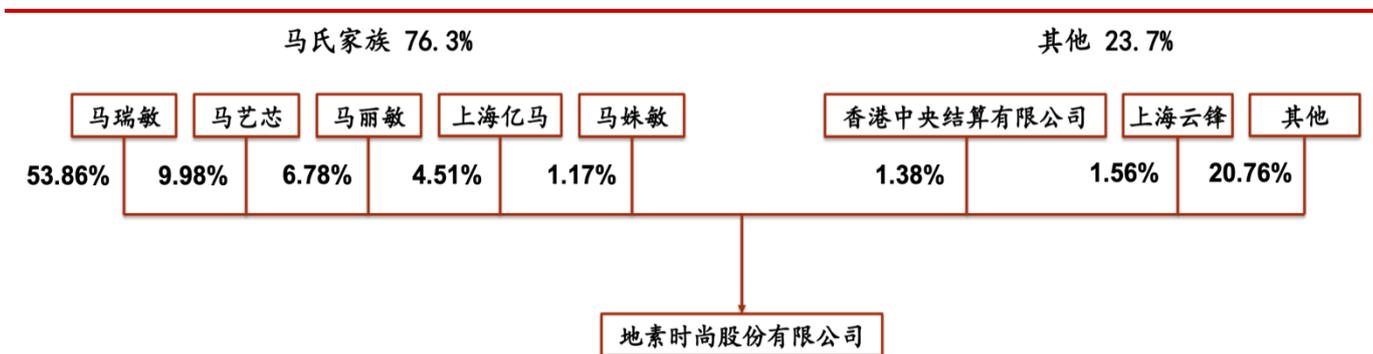


资料来源：wind，华西证券研究所

1.3. 股权结构：马氏家族持股达 76.3%，云锋有减持压力

地素时尚的股权结构表现出显著的家族企业特征，马氏家族合计持股 76.3%，其中公司实际控制人为马瑞敏、直接持股 53.86%；马艺芯和马瑞敏为母女关系、持股 9.98%；马丽敏、马姝敏和马瑞敏为姐妹关系，分别持股 6.78%、1.17%；上海亿马的执行事务合伙人江瀛与马姝敏为夫妻关系、持股 4.51%。云锋基金成立于 2010 年，是由阿里巴巴集团创始人马云和聚众传媒创始人虞锋联合发起的私募股权基金，于 2013 年入股地素时尚，持股比例为 8.48%。2019 年 7 月 22 日至 2020 年 1 月 8 日期间，云锋基金通过集中竞价交易和大宗交易的方式减持至持股 4.49%，2020 年 6 月 5 日至 2020 年 12 月 2 日期间再次减持至持股 1.56%。

图 10 地素时尚股权结构（截至 2020 年 12 月 31 日）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

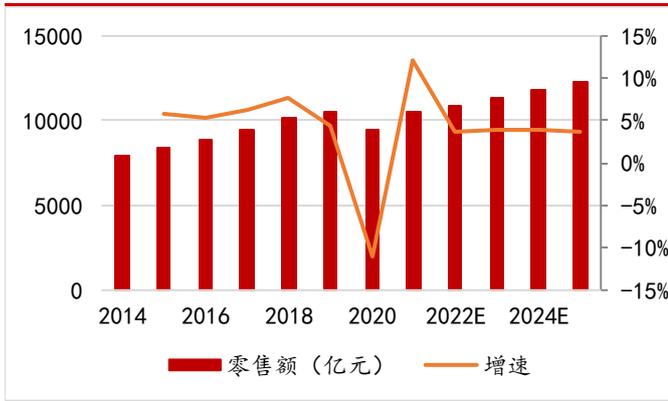
2021 年公司推出首次限制性股票激励计划，拟授予包括高管、核心业务/技术人员 102 人。本次激励计划考核期为 2021-2023 年，授予条件分别为以 2020 年为基数，2021/2022/2023 年收入累计增长不低于 15%、35%、62%（同比增长约为 15%、17%、20%），或以 2020 年为基数，2021/2022/2023 年归母净利润累计增长不低于 10%、22%、40%（同比增长约为 10%、11%、15%）。股权激励计划深度绑定员工，双位数年复合增长率提振市场信心。

2.行业分析：中高端女装市场规模 2023 年有望达到 2661 亿元

根据 Euromonitor 数据库数据显示，2020 年我国女装销售总额为 9407 亿元、2014-2020 年复合增长率为 4.34%，预计 2023 年将达 11373 亿元、2020-2023 年复合增长率为 6.5%。

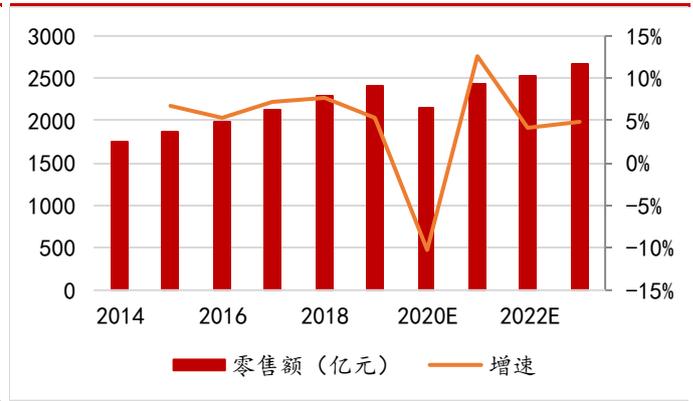
根据 Euromonitor 数据库数据显示，2020 年我国中高端女装零售额约为 2164 亿元，占女装市场份额的比例为 23%，2014-2020 年复合增长率为 5.35%；预计 2023 年将达到 2661 亿元，占女装市场份额比为 23.40%，2020-2023 年复合增长率将达到 7.1%，中高端女装增长率高于整体女装市场增长率。

图 11 国内女装市场规模及增速



资料来源：华西证券研究所，Euromonitor

图 12 国内中高端女装市场规模及增速



资料来源：华西证券研究所，Euromonitor

3.财务分析：优于同行，盈利能力稳定

3.1.成长能力：净利规模同业中最高

2018、2019、2020 年地素时尚收入规模分别为 21、23.78、25.64 亿元，同比增长 8%、13%、8%；从收入年复合增速看，公司仅低于赢家时尚和安正时尚。赢家时尚复合增速高主要由于 2019 年 7 月收购 Keen Reach Holdings Limited（旗下拥有 NAERSI、NEXY.CO 和 NAERSILING 三个高端女装品牌），主品牌 Korador 收入 2017-2020 年复合增长率为 10%；安正时尚收入的年复合增速较高主要来自并表影响以及旗下电商代运营礼尚信息的贡献，主品牌玖姿收入年复合增长率为 9%。

2018、2019、2020 年地素时尚归母净利规模分别为 5.74、6.24、6.3 亿元，同比增长 20%、9%、1%。从净利规模看，地素时尚高于同业，盈利能力更为稳定。2018 年增速较高主要由于 2017 年因房产纠纷计提减值导致低基数所致。

图 13 营业总收入及增速 (亿元, %)



资料来源：华西证券研究所，wind

图 14 归母净利及增速 (亿元, %)

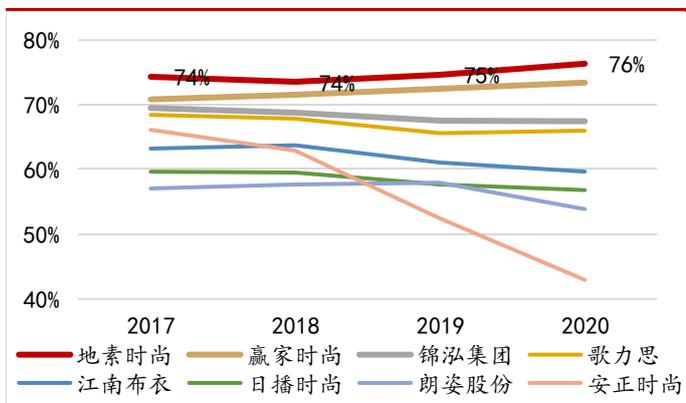


资料来源：华西证券研究所，wind

3.2. 盈利能力：净利率高于同业

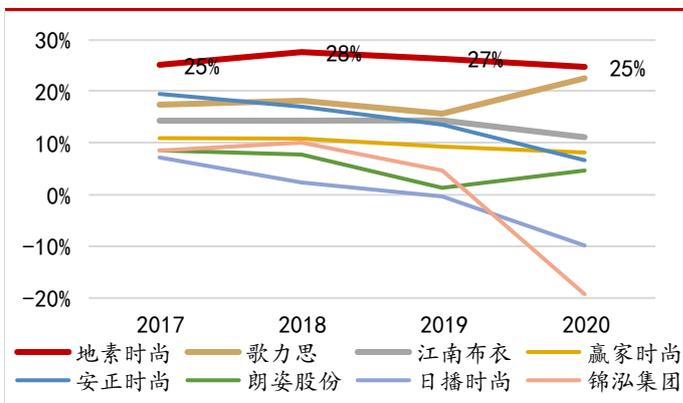
盈利能力稳定、高于同行高端女装品牌公司。2018、2019、2020 年公司毛利率分别为 74%、75%、76%，高于同行可比公司，主要由于公司加价倍率更高。疫情期间，公司适度调低折扣，经济恢复后快速回调折扣，总体折扣控制较为良好。2020 年毛利率提升主要由于收入相关会计准则变动，剔除会计准则变动影响，2020 年公司原口径毛利率较 2019 年持平。

图 15 销售毛利率



资料来源：华西证券研究所，wind

图 16 销售净利率



资料来源：华西证券研究所，wind。

2018、2019、2020 年公司净利率为 28%、27%、25%，高于同行公司，主要得益于：(1) 公司毛利率更高，主要由于公司倍率更高，2020 年公司直营/加盟/电商毛利率分别为 82%/71%/76%、均高于同行水平；(2) 公司具有较强的费用控制能力，从费用率看，赢家时尚、锦泓集团销售费用率较高主要由于其直营占比更高，公司管理费用率较低，主要由于直营占比较低，所以行政、管理、财务人员数量明显少于同行业公司。此外，公司存货周转能力更为健康、减值占比较低。

表 2 2020 年同业毛利率拆分对比

	地素时尚	歌力思	江南布衣	赢家时尚	朗姿股份	安正时尚	日播时尚	锦泓集团
一、服装收入占比	-	-	-	-	-	58.05%	-	-
毛利率	76.68%	67.13%	61.6%	73.43%	53.65%	61.61%	58.36%	67.8%
1、直营收入占比	45.10%	60.51%	41.50%	82.35%	73.24%	-	19.95%	72.07%
直营毛利率	82.25%	70.96%	68.8%			-	74.09%	72.32%
2、加盟收入占比	40.53%	26.34%	44.1%	5.94%	8.91%	-	43.36%	2.77%
加盟毛利率	70.67%	58.50%	55.9%			-	53.34%	53.40%
3、电商收入占比	14.37%	13.15%	14.2%	11.50%	17.84%	-	15.36%	25.15%
电商毛利率	76.13%	66.78%	57.9%			-	55.88%	56.46%
二、其他收入占比	-	-	-	-	医疗美容: 28.25%	电商代运营: 41.95%	-	-
					绿色婴童: 23.63%			
毛利率	-	-	-	-	医疗美容: 54%	18.57%	-	-
					绿色婴童: 55%			

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 3 同业费用率对比

	地素时尚	歌力思	江南布衣	赢家时尚	朗姿股份	安正时尚	日播时尚	锦泓集团
毛利率	77%	66%	59%	73%	54%	43%	57%	68%
-税金及附加费率	1%	1%			1%	1%	1%	1%
-销售费用率	39%	38%	36%	55%	39%	24%	34%	49%
-管理费用率	6%	10%	8%	10%	8%	6%	14%	4%
-研发费用率	2%	3%			3%	2%	3%	2%
-财务费用率	-3%	0%	0%	1%	2%	1%	1%	7%
+减值损失占比	-2%	-5%			0%	-2%	-10%	-23%
+信用减值损失占比	0%	-1%			0%	-1%	-3%	0%
+其他收益占比	1%	18%	1%	2%	4%	2%	-2%	0%
+净营外收入占比	2%	0%			-1%	0%	-1%	1%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

-所得税/收入	9%	4%	5%	2%	0%	2%	-1%	1%
-少股损益占比	0%	0%			0%	1%	-4%	0%
净利率	25%	23%	12%	9%	5%	5%	-6%	-19%

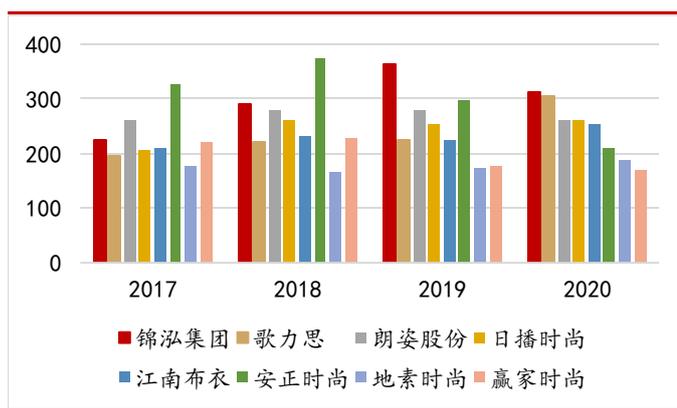
资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.3. 营运能力：营运能力好于同业，主要由于加盟占比更高

2018、2019、2020 年公司存货周转天数分别为 168、174、188 天，好于同行业公司。2020 年受疫情影响存货周转天数有所提升，但我们更关注库龄结构，2020 年公司存货中 1 年以内、1-2 年、2-3 年、3 年以上存货占比分别约为 59%、21%、13%、7%，2019 年分别为 62%、21%、13%、5%，库龄结构并未受到较大影响、仍较为健康。2021Q1 末公司存货为 3.18 亿元、较年初增长 3%，存货周转天数为 199 天，较 20Q1 的 267 天大幅，但仍未恢复疫情前水平（19Q1 为 152 天）。

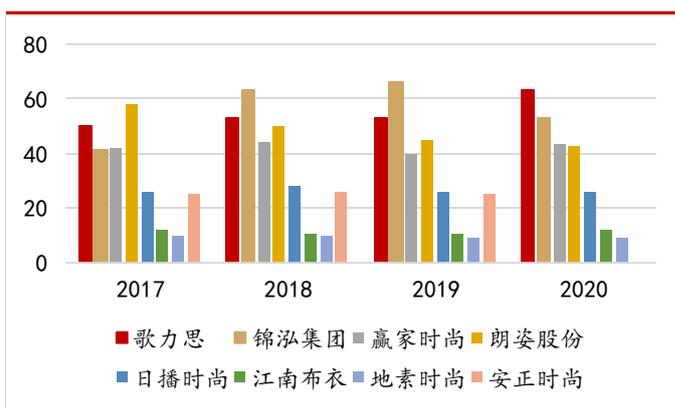
2018、2019、2020 年公司应收账款周转天数分别为 10、9、9 天，应收账款周转天数好于同业且逐年改善。从应收账款结构来看，1 年以内应收账款占比达 99.6%，结构健康。

图 17 存货周转天数



资料来源：华西证券研究所，wind

图 18 应收账款周转天数

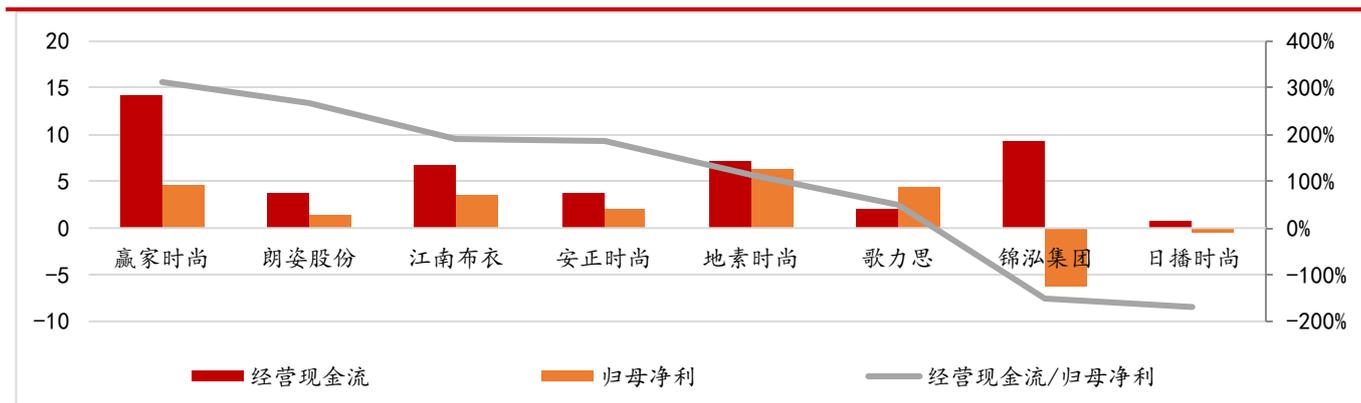


资料来源：华西证券研究所，wind

3.4. 现金流：充足现金流为外延扩张带来保障

2018、2019、2020 年公司经营现金流/净利分别为 102%、116%、115%，公司经营现金流较为稳定，疫情下仍保持和净利匹配的经营现金流，主要得益于公司存货水平较为稳定以及应收账款周转较为健康。

图 19 经营现金流及经营现金/净利 (亿元, %)



资料来源：华西证券研究所，wind

4. 投资建议

我们分析公司未来成长空间在于 1) 老品牌 DA、DZ、DM2021 有望在疫情后加速开店，叠加店效提升贡献收入快速增长；2) 培育期品牌 RA 品牌逐步成熟后带来店效改善，以及扩展配件品牌带来新的利润增长点；3) 公司打通微商城和线下直营渠道会员体系，提高线上消费者购物体验，疫情后线上渗透率持续提升，离店销售有望贡献新增量。我们预计 21/22/23 年收入增速分别为 15%/17%/20%，EPS 分别为 1.53/1.78/2.13 元，对应 21/22/23 年 PE 分别为 13/11/9，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4 收入拆分 (亿元)

	2020	2021E	2022E	2023E
收入	25.64	29.43	34.35	41.06
增速	8%	15%	17%	20%
分品牌				
1、DA	14.84	16.79	19.29	22.63
增速	8.19%	13%	15%	17%
2、DZ	8.65	9.99	11.71	14.02
增速	6%	16%	17%	20%
3、DM	1.96	2.39	2.97	3.77
增速	10%	22%	25%	27%
4、RA	0.15	0.22	0.34	0.60
增速	53%	41%	56%	78%
分渠道				
1、直营	11.55	13.06	14.97	17.49
增速	11%	13%	15%	17%

2、加盟	10.38	11.70	13.54	16.29
增速	1%	13%	16%	20%
3、电商	3.68	4.63	5.79	7.24
增速	20%	26%	25%	25%
净利	6.30	7.34	8.54	10.27
增速	1%	16.5%	16.4%	20.2%
净利率	24.56%	24.94%	24.87%	25.01%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 5 可比公司估值

分类	公司名称	收盘价	2021E EPS	2022E EPS	2023E EPS	2021E PE	2022E PE	2023E PE	2021E 净利增速	2021E PEG
A股	安正时尚	9.50	0.77	0.86	0.98	12.34	11.00	9.72	56%	0.22
	歌力思	15.00	1.09	1.27	1.46	13.76	11.81	10.27	-18.6%	-0.74
港股	江南布衣	15.20	0.14	0.17	0.19	13.63	11.55	9.95	36.95%	0.37
	赢家时尚	12.34	0.12	0.14	0.15	12.21	10.59	9.61	17.48%	0.70
平均值（剔除负值）		-	-	-	-	12.99	11.24	9.89	-	-

资料来源：wind，华西证券研究所注：收盘价和PE数据截至2021年4月30日。港股收盘价单位为港元，A股收盘价为人民币。

5. 风险提示

存货积压风险：存货积压将对公司经营稳定性以及业绩造成不利影响；线下复苏不及预期；大股东解禁风险：2021年6月和12月分别有0.7和2.97亿股解禁；系统性风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,564	2,943	3,435	4,106	净利润	630	734	854	1,027
YoY(%)	7.8%	14.8%	16.7%	19.6%	折旧和摊销	76	41	56	77
营业成本	600	647	752	895	营运资金变动	-10	55	53	77
营业税金及附加	26	28	29	32	经营活动现金流	724	800	927	1,138
销售费用	992	1,121	1,310	1,560	资本开支	-54	-91	-88	-88
管理费用	142	166	196	230	投资	-980	-544	-737	-914
财务费用	-71	-38	-41	-44	投资活动现金流	-1,013	-624	-814	-982
资产减值损失	-39	-41	-43	-45	股权募资	0	0	0	0
投资收益	21	23	27	33	债务募资	0	0	0	0
营业利润	797	944	1,103	1,333	筹资活动现金流	-506	0	0	0
营业外收支	54	48	52	55	现金净流量	-797	176	113	156
利润总额	851	992	1,155	1,387					
所得税	221	258	300	361	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	630	734	854	1,027	成长能力				
归属于母公司净利润	630	734	854	1,027	营业收入增长率	7.8%	14.8%	16.7%	19.6%
YoY(%)	0.9%	16.6%	16.4%	20.2%	净利润增长率	0.9%	16.6%	16.4%	20.2%
每股收益	1.31	1.53	1.78	2.13	盈利能力				
					毛利率	76.6%	78.0%	78.1%	78.2%
					净利率率	24.6%	25.0%	24.9%	25.0%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	15.4%	14.8%	14.3%	14.2%
货币资金	1,827	2,003	2,116	2,271	净资产收益率 ROE	18.3%	17.6%	17.0%	17.0%
预付款项	44	44	46	49	偿债能力				
存货	310	329	370	436	流动比率	5.31	5.38	5.44	5.42
其他流动资产	1,195	1,756	2,515	3,456	速动比率	4.75	4.90	4.99	4.99
流动资产合计	3,375	4,131	5,046	6,212	现金比率	2.87	2.61	2.28	1.98
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	16.1%	15.9%	15.9%	16.2%
固定资产	577	606	600	587	经营效率				
无形资产	33	44	61	74	总资产周转率	0.63	0.59	0.57	0.57
非流动资产合计	723	833	934	1,012	每股指标 (元)				
资产合计	4,099	4,964	5,980	7,225	每股收益	1.31	1.53	1.78	2.13
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	7.15	8.67	10.45	12.58
应付账款及票据	104	192	245	321	每股经营现金流	1.50	1.66	1.93	2.36
其他流动负债	532	576	683	825	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	636	767	928	1,147	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	14.63	12.55	10.78	8.98
其他长期负债	22	22	22	22	PB	2.67	2.21	1.83	1.52
非流动负债合计	22	22	22	22					
负债合计	658	789	950	1,169					
股本	481	481	481	481					
少数股东权益	2	2	2	2					
股东权益合计	3,441	4,175	5,029	6,056					
负债和股东权益合计	4,099	4,964	5,980	7,225					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

朱宇昊：中南财经政法大学经济学硕士、学士，2020年7月加入华西证券纺服&教育团队。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。