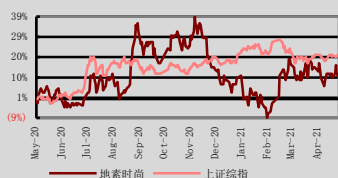


603587.SH
买入

市场价格：人民币 19.15

板块评级：强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(0.2)	(3.0)	13.2	11.7
相对上证指数	1.4	(2.8)	14.3	(8.8)

发行股数(百万)	481
流通股(%)	24
总市值(人民币 百万)	9,215
3个月日均交易额(人民币 百万)	58
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
马瑞敏	54

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以2021年5月4日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

纺织服装: 服装家纺

证券分析师：郝帅

 (8610)66229231
shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521030002

地素时尚

时尚设计创新出众，线上线下提升空间大

人均收入的上升带动了消费的意愿和女装市场结构升级，地素时尚作为以中高端品牌女装相关的设计、推广、销售为主营业务的中国时装公司，在中国时尚界中树立良好品牌形象。公司未来将持续关注全渠道布局、卓越零售支持的推进以及品牌力持续提升等方面工作，市场竞争力预计能够提升。首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

- 公司是一家中高端品牌女装的设计与制造商，业绩稳健。公司拥有“DAZZLE”、“DIAMOND DAZZLE”和“d'zzit”三个自有品牌。2020年公司收入同比增长7.81%，归母净利润同期略增0.88%。由于公司品牌定位高端、运营效率高，2020年公司毛利率、净利率、ROE分别为76.68%、24.56%、18.66%，均超过行业均值。公司营运能力良好，应收账款、存货周转率居行业前列，未来收入有望持续增长。
- 设计研发投入多，不断创新树立良好品牌形象。公司产品设计优势明显并且注重研发，主品牌DAZZLE定位中高端；d'zzit定位中端，是公司未来重点，公司聘请Kenzo设计师对其进行研发设计。并且，公司在设计研发上一直保持较高投入；不断的研发创新使其在中国时尚行业中树立了良好的品牌形象。
- 渠道布局不断优化，线上线下提升空间大。公司全面打通微商城与线下直营会员体系，并借此实现会员线上线下权益共享，推动线上与线下融合。同时，公司通过优化VVIP等级的分层条件和特权，提升了会员运营效率。另外，公司不断拓宽多元化品牌营销方式借助电商直播、社群运营等一系列新渠道，使得线上渠道也保持着高速增长态势。

估值

- 在当前股本下，预计2021至2023年每股收益分别为1.54元、1.74元、1.91元；市盈率分别为12倍、11倍、10倍。

评级面临的主要风险

- 终端销售不及预期、市场竞争加剧，新增店数不及预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	2,378	2,564	2,980	3,350	3,705
变动(%)	13	8	16	12	11
净利润(人民币 百万)	624	630	740	835	918
全面摊薄每股收益(人民币)	1.298	1.309	1.539	1.736	1.907
变动(%)	(9.4)	0.9	17.6	12.8	9.9
全面摊薄市盈率(倍)	14.8	14.6	12.4	11.0	10.0
价格/每股现金流量(倍)	5.5	2.1	13.3	9.0	7.8
每股现金流量(人民币)	3.48	9.26	1.44	2.12	2.46
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.8	9.5	5.8	5.1	4.4
每股股息(人民币)	0.624	0.728	0.855	0.965	1.060
股息率(%)	3.3	3.8	4.5	5.0	5.5

资料来源：公司公告，中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	2,378	2,564	2,980	3,350	3,705
销售成本	(620)	(626)	(725)	(808)	(893)
经营费用	(909)	(1,157)	(1,200)	(1,343)	(1,485)
息税折旧前利润	849	781	1,055	1,198	1,327
折旧及摊销	(63)	(73)	(102)	(113)	(131)
经营利润 (息税前利润)	787	708	954	1,085	1,196
净利息收入/(费用)	120	152	64	68	72
其他收益/(损失)	75	71	67	73	78
税前利润	848	851	1,003	1,132	1,243
所得税	(223)	(221)	(263)	(296)	(325)
少数股东权益	(0)	0	0	0	0
净利润	624	630	740	835	918
核心净利润	636	644	754	850	934
每股收益 (人民币)	1.298	1.309	1.539	1.736	1.907
核心每股收益 (人民币)	1.323	1.338	1.566	1.766	1.940
每股股息 (人民币)	0.624	0.728	0.855	0.965	1.060
收入增长(%)	13	8	16	12	11
息税前利润增长(%)	16	(10)	35	14	10
息税折旧前利润增长(%)	16	(8)	35	14	11
每股收益增长(%)	(9)	1	18	13	10
核心每股收益增长(%)	(9)	1	17	13	10

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	848	851	1,003	1,132	1,243
折旧与摊销	63	73	102	113	131
净利息费用	(59)	(71)	(64)	(68)	(72)
运营资本变动	(399)	2,019	287	(71)	159
税金	686	(56)	(263)	(296)	(325)
其他经营现金流	539	1,641	(371)	211	50
经营活动产生的现金流	1,677	4,457	695	1,021	1,186
购买固定资产净值	(45)	(370)	32	59	153
投资减少/增加	54	68	16	16	16
其他投资现金流	(569)	(345)	(142)	(91)	(251)
投资活动产生的现金流	(560)	(647)	(94)	(16)	(82)
净增权益	(300)	(350)	(412)	(464)	(510)
净增债务	(65)	(267)	0	0	0
支付股息	300	350	412	464	510
其他融资现金流	(785)	(1,037)	661	(963)	(921)
融资活动产生的现金流	(849)	(1,304)	661	(963)	(921)
现金变动	267	2,505	1,262	41	183
期初现金	2,530	2,624	1,827	3,088	3,129
公司自由现金流	1,116	3,809	600	1,005	1,103
权益自由现金流	992	3,471	536	937	1,032

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2,624	1,827	3,088	3,129	3,312
应收帐款	62	66	83	84	92
库存	318	310	428	464	517
其他流动资产	50	44	72	47	75
流动资产总计	3,184	3,375	3,785	3,844	4,124
固定资产	596	586	618	677	831
无形资产	35	33	34	33	32
其他长期资产	49	54	54	54	54
长期资产总计	681	674	706	765	917
总资产	3,925	4,099	4,545	4,668	5,106
应付帐款	160	104	252	156	307
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	430	532	581	631	732
流动负债总计	591	636	833	786	1,039
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	23	23	24	26	28
股本	401	481	481	481	481
储备	2,909	3,058	3,206	3,373	3,557
股东权益	3,309	3,439	3,687	3,854	4,038
少数股东权益	2	2	2	2	2
总负债及权益	3,925	4,099	4,545	4,668	5,106
每股帐面价值 (人民币)	6.88	7.15	7.66	8.01	8.39
每股有形资产 (人民币)	6.80	7.08	7.59	7.94	8.32
每股净负债/(现金)(人民币)	(5.45)	(3.80)	(6.42)	(6.50)	(6.88)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	35.7	30.4	35.4	35.8	35.8
息税前利润率 (%)	33.1	27.6	32.0	32.4	32.3
税前利润率 (%)	35.6	33.2	33.7	33.8	33.6
净利率 (%)	26.3	24.6	24.9	24.9	24.8
流动性					
流动比率(倍)	5.4	5.3	4.5	4.9	4.0
利息覆盖率(倍)	n.a.	146.2	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	4.9	4.8	4.0	4.3	3.5
估值					
市盈率(倍)	14.8	14.6	12.4	11.0	10.0
核心业务市盈率(倍)	14.5	14.3	12.2	10.8	9.9
市净率(倍)	2.8	2.7	2.5	2.4	2.3
价格/现金流(倍)	5.5	2.1	13.3	9.0	7.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.8	9.5	5.8	5.1	4.4
周转率					
存货周转天数	169.3	183.0	185.7	201.3	200.4
应收帐款周转天数	9.3	9.1	9.1	9.1	8.7
应付帐款周转天数	18.6	18.8	21.8	22.2	22.8
回报率					
股息支付率 (%)	48.1	55.6	55.6	55.6	55.6
净资产收益率 (%)	19.5	18.7	20.8	22.2	23.3
资产收益率 (%)	15.5	13.1	16.3	17.4	18.1
已运用资本收益率 (%)	4.9	4.7	5.2	5.5	5.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测