

地素时尚 (603587.SH) 买入 (首次评级)

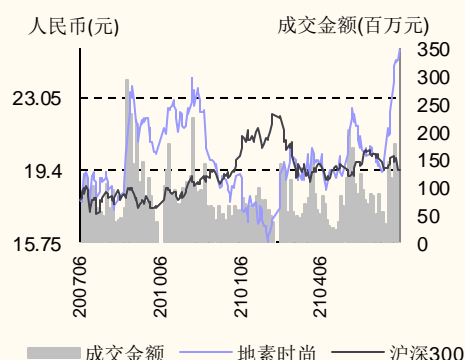
公司深度研究

市场价格 (人民币): 25.52 元

目标价格 (人民币): 30.82 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.81
已上市流通 A 股(亿股)	1.58
总市值(亿元)	122.80
年内股价最高最低(元)	25.52/15.75
沪深 300 指数	5086
上证指数	3534



中高端女装龙头，多品牌矩阵打造时尚集团

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,378	2,564	3,137	3,800	4,522
营业收入增长率	13.23%	7.81%	22.34%	21.14%	18.99%
归母净利润(百万元)	624	630	735	872	1,029
归母净利润增长率	8.75%	0.88%	16.64%	18.72%	17.97%
摊薄每股收益(元)	1.557	1.309	1.527	1.813	2.138
每股经营性现金流净额	1.63	1.34	1.17	1.76	2.09
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.87%	18.31%	19.39%	20.40%	20.91%
P/E	16.30	14.57	16.71	14.08	11.93
P/B	3.08	2.67	3.24	2.87	2.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **深耕中高端女装的龙头公司。**国内中高端女装头部企业，拥有 DA（中高端）、DM（高端）、DZ（中端）三大女装品牌及男装品牌 RA，20 年收入分别占比 57.9%/7.7%/33.8%/0.6%。20 年线上/线下直营/线下加盟渠道收入分别占比 14%/45%/41%，拥有线下门店 1145 家（直营 360 家+加盟 785 家），线上以天猫为主，唯品会、网易考拉和微信私域等为辅。
- **疫情下业绩率先同业复苏。**公司 14 年以前业绩高增长，15-17 年调整，18 年开始回归正增长，20 年疫情期展现较强韧性、以线下渠道为主的营收结构在 20 年仍录得正增长，具体来看：1Q20 受疫情影响较大，2Q20 业绩率先同业复苏、收入净利均同比转正，1Q21 收入、净利分别同增 61%、60%，相较 1Q19 分别增 13%、0.18%，展现较强品牌力。
- **多品牌矩阵、差异化定位确立龙头地位。**1) 主品牌 DA 深耕相对空白的高端休闲时尚女装领域，拥有出色的时尚运营能力。2) 将主品牌 DA 的成功经验复制至中端、高端女装推出 DZ、DM 以及男装品牌 RA，多品牌多梯度协同发展，有助于实现主力人群全覆盖，多点培育分散风险、添加持续动力。RA 表现亮眼，20 年营收增速达 53%。3) 21 年下半年将推出面向年轻人的新品牌，旨在满足年轻群体对生活品质和态度的追求。
- **精耕细作、盈利能力优于同业。**注重门店精细化运营，近年来精简直营店、拓展经销渠道，加大员工激励和引入新零售团队带动店效持续提升，20 疫情下同店仍逆势增 1.72%。盈利能力稳定且优于同业，毛利率水平较高且稳定、控费能力优异带来高于同业的净利率，分红收益率较高且持续稳定。

投资建议

- **投资建议：**短期看，三大女装品牌有望稳健增长、仍处培育期的男装品牌业绩高增印证与市场磨合逐步到位，看好未来加速扩张。长期看，旨在打造中国领先的时尚集团，品类上将向个护、家居日用等拓展，服务于中高端收入、对生活品质有追求的消费群体，未来有望对标 LV。预计 21-23 年 DA/DZ/DM/RA 分别复合增 17%/23%/15%/138%，EPS 分别为 1.53/1.81/2.14 元，给予 22 年 17 倍 PE，目标价 30.82 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**男装品牌和新品牌培育可能不及预期，云峰基金减持，限售解禁，存货周转率下滑，服装消费可能疲软等。

李婕 分析师 SAC 执业编号: S1130520110003
lijie6@gjzq.com.cn

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

内容目录

1、公司概况：多品牌发展，深耕中高端女装市场.....	4
1.1 孵化多品牌矩阵，志在打造中国时尚集团.....	4
1.2 线上、线下多渠道并举.....	5
1.3 家族化管理持股稳定，员工激励提升经营效率.....	7
2、财务分析：渠道调整效果显著，疫情下业绩韧性凸显.....	8
2.1 收入端：18 年渠道调整完成、业绩恢复正增长，疫情下业绩率先同业复 苏.....	8
2.1.1 分品牌：核心品牌稳步增长，男装品牌增速亮眼.....	9
2.1.2 分渠道：线上占比持续提升，17 年渠道调整结束线下好转.....	10
2.1.3 分内生外延：外延内生共同贡献近年线下业绩增量.....	11
2.2 盈利能力：毛、净利率稳中有升，盈利能力较强.....	12
2.2.1 毛利率持续改善.....	12
2.2.2 销售费用增长快，17 年以来期间费用率上升.....	12
2.2.3 成本费用管控得当，净利率总体改善.....	13
2.3 营运：渠道调整影响存货周转，应收账款周转总体向好.....	14
3、竞争优势：差异化战略确立领先地位、盈利能力优于同业.....	14
3.1 多品牌矩阵、差异化定位确立龙头地位.....	14
3.2 精细化运作，员工培训、会员运营提升店效.....	15
3.3 盈利能力优于同业、分红稳定.....	16
4、盈利预测与投资建议.....	17
4.1 盈利预测.....	17
4.2 相对估值.....	19
4.3 投资建议.....	20
5、风险提示.....	20

图表目录

图表 1：地素时尚发展历程.....	4
图表 2：地素时尚旗下品牌及系列简介.....	5
图表 3：2020 年地素时尚各品牌营收占比（%）.....	5
图表 4：2020 年地素时尚各渠道营收占比（%）.....	6
图表 5：地素时尚 1Q21 门店数量及变动情况（家）.....	7
图表 6：地素时尚股权结构（截至 2020 年 12 月）.....	7
图表 7：地素时尚授予的限制性股票的解除限售条件.....	8
图表 8：2012-1Q21 地素时尚总营收、归母净利润及同比（百万元，%）.....	9
图表 9：1Q19-1Q21 地素时尚总营收、归母净利润及同比（百万元，%）.....	9
图表 10：2012-1Q21 地素时尚分品牌营业收入（百万元）.....	9
图表 11：2013-1Q21 地素时尚分品牌营收同比增速（%）.....	9

图表 12: 地素时尚分品牌门店数量 (家)	10
图表 13: 地素时尚线上/线下渠道营收及同比 (百万元, %)	10
图表 14: 2012-1Q21 地素时尚分渠道营业收入占比 (%)	10
图表 15: 2012-1Q21 地素时尚直营/经销营收及同比 (百万元, %)	10
图表 16: 地素时尚门店总数及同比 (家, %)	11
图表 17: 地素时尚平均单店收入及同比 (百万元, %)	11
图表 18: 地素时尚直营/经销平均单店收入及同比 (百万元, %)	11
图表 19: 地素时尚直营/经销门店数及同比 (家, %)	11
图表 20: 2012-1Q21 地素时尚毛利率 (%)	12
图表 21: 2012-1Q21 地素时尚分品牌毛利率 (%)	12
图表 22: 2012-1Q21 地素时尚分渠道毛利率 (%)	12
图表 23: 2012-1Q21 地素时尚期间费用率 (%)	13
图表 24: 2012-1Q21 地素时尚三费率 (%)	13
图表 25: 2012-1Q21 地素时尚净利率 (%)	13
图表 26: 地素时尚存货周转率 (次)	14
图表 27: 地素时尚应收帐款周转率 (次)	14
图表 28: 我国主要女装公司主品牌按年龄、定位、风格分布	15
图表 29: 可比公司毛利率 (%)	16
图表 30: 可比公司净利率 (%)	16
图表 31: 可比公司年度现金分红比例 (%)	17
图表 32: 可比公司分红收益率 (%)	17
图表 33: 营收拆分 (百万元)	18
图表 34: 可比公司估值表	20

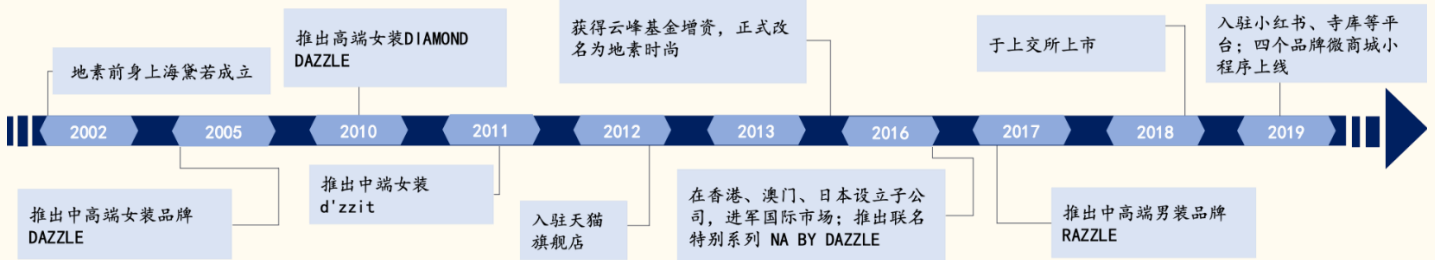
1、公司概况：多品牌发展，深耕中高端女装市场

1.1 孵化多品牌矩阵，志在打造中国时尚集团

公司前身上海黛若于 2002 年 5 月成立，2006 年 6 月更名为地素有限，2013 年地素有限获得云峰基金增资，并正式更名为地素时尚。

公司主营中高端女装，旗下拥有三大核心自有女装品牌，分别为定位中高端主品牌“DAZZLE”、高端品牌“DIAMOND DAZZLE”、中档品牌“d'zzit”，实现中高端女装多维度、深层次的覆盖，2017 年推出中高端男装新品牌“RAZZLE”进入男装领域。2018 年公司于上交所上市，并计划通过自主孵化或者并购的方式扩展商业赛道，促进品牌协同发展，志在打造领先的中国时尚集团。

图表 1：地素时尚发展历程



来源：公司招股说明书，公司定期报告，国金证券研究所

公司主品牌 DA (DAZZLE) 于 2005 年推出，主打独特设计和细腻质感的结合；定位中高端，以 25~40 岁自信独立、追求时尚的都市女性为目标消费人群，与朗姿股份、歌力思等旗下高端主品牌相比定位更低、偏年轻化。





DM (DIAMOND DAZZLE) 品牌为公司 2010 年自主推出的高级时装品牌，定位与朗姿股份、维格娜丝等旗下主品牌相同，目标消费群体为 30~45 岁较为成熟女性。

DZ (d'zzit) 品牌于 2011 年创立，定位中档，风格时尚个性富有潮流感，与太平鸟旗下的 PB 女装、日播旗下的 CRZ 较为相近；目标消费群体为 18~35 岁，从年龄层看比 DM、DA 覆盖范围更广。

2017 年下半年推出的 RA (RAZZLE) 品牌为定位中高端的男装，定位与九牧王、安正时尚旗下的安正男装相同；目标消费人群为 25-40 岁善于表达个性和时尚主张的男性，产品时尚潮流、具有鲜明的风格。

此外，公司将于 21 年下半年推出新品牌，目标客群和 DZ 相似，主要面向年轻群体。新品牌将专注于设计工艺，做有创新、有细节、可搭配性强的基础单品，同时不再局限于穿着，更希望满足年轻一代对生活方式、生活品质的追求，有望拓展包括洗护、香氛等品类，围绕能让年轻人放松的理念延展产品。多品牌、多品类的矩阵不断丰富，公司有望朝时尚集团的目标更进一步。

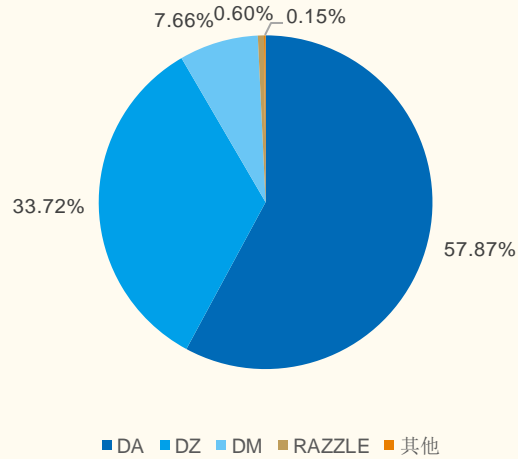
图表 2：地素时尚旗下品牌及系列简介

	DAZZLE (DA)	DIAMOND DAZZLE (DM)	d'zzit (DZ)	RAZZLE (RA)
推出年份	2005	2010	2011	2017 下半年
品牌定位	中高端女装	高端女装	中端潮流女装	中高端男装
目标群体	25-40 岁，自信独立，追求时尚与独立的都市女性	30-45 岁，追求高端，精致，时尚生活的优雅女性	18-35 岁，追求个性和潮流感的女生	25-40 岁善于表达个性和时尚主张的男性
品牌风格	独立率性，略微中性风	独特设计，用料考究，做工细致	潮流混搭，充满个性	时尚个性，风格鲜明
价格区间/倍率	500-3000 元/7-8 倍	1000-5000 元/7-8 倍	200-2000 元/6-7 倍	-
品牌阶段	成熟，核心品牌	成熟，核心品牌	成熟，核心品牌	处培育期，于 2017 年 9 月首次面世
品牌概念展示				

来源：公司招股说明书，公司定期报告，国金证券研究所

从业绩表现来看，2020 年公司实现营收 25.64 亿元、归母净利润 6.30 亿元；2021 年第一季度，公司实现营收 6.57 亿元、归母净利润 1.95 亿元。分品牌来看，2020 年 DA/DZ/DM/RA 分别实现营收 14.84/8.65/1.96/0.15 亿元，占总营收比例为 57.96%/33.77%/7.67%/0.60%。相较 2019 年，核心女装 DA 营收占比上升 2.13pct，DZ 和 DM 营收占比分别下降 0.50pct 和 1.63pct，总体各品牌收入占比相对稳定。

图表 3：2020 年地素时尚各品牌营收占比 (%)

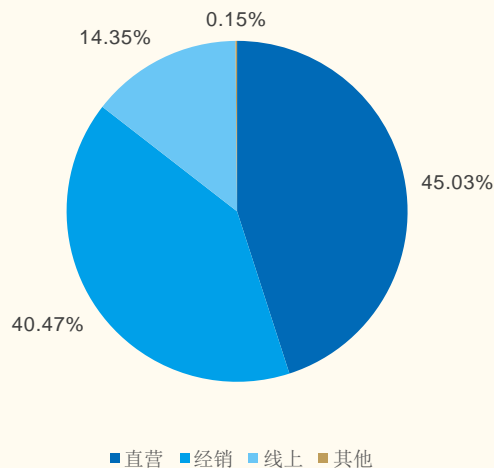


来源：公司定期报告，国金证券研究所

1.2 线上、线下多渠道并举

公司采用线上与线下并举的销售模式。2020 年线上/线下营收分别为 3.68 亿元和 21.92 亿元，占比 14.37%和 85.63%，其中线上销售额占比同比增 20.08pct；线下又分为直营/经销，营收分别为 11.55 亿元和 10.38 亿元，分别占线下销售额的 52.66%和 47.33%，占比同比分别增 10.66pct/增 1.33pct。

图表 4：2020 年地素时尚各渠道营收占比 (%)



来源：公司定期报告，国金证券研究所

线上业务形成以天猫为主，唯品会、网易考拉等电商平台和微信私域同步推进的电商渠道。DA 于 2012 年入驻天猫旗舰店，从 2014 年下半年起，公司在天猫、唯品会、网易考拉等电商平台上发力，销售电商特供款和线下同款，其中天猫旗舰店上新品销售占比 40%，而唯品会主要通过折扣的方式销售库存。2019 年公司积极与寺库、小红书等平台合作，并在同年 8 月推出四个品牌的微商城小程序，利用微信流量打造“社交化购物”。20 年线下渠道受疫情影响大，公司及时调整渠道和营销策略，加速开拓并完善“微商城”渠道、开发“一店一商城”线上销售系统，借助线上直播、社群运营、企业微信、小程序等新渠道；顺应平台新营销趋势，利用粉丝种草、明星互动、KOL+KOC 内容矩阵传播、vlog 广告植入等手段布局多元化品牌营销战略。

2020 年下半年，公司与薇娅等头部主播合作进行直播卖货，提振线上销量；DZ 品牌参与天猫小黑盒超级新品日活动，并通过分阶段预售、微博热搜、小红书穿搭笔记种草一体化营销策划成功登上当日女装天猫品牌店铺成交额榜首，刷新天猫小黑盒女装行业销售记录。

线下渠道方面，公司采用直营与经销相结合的销售模式。直营多分布在一、二线城市百货商场、购物中心，经销多分布在二、三、四线城市，填补直营缺口，形成“一二线城市为核心，三四线城市并举”的全国性营销网络规模。

截至 1Q21，公司在全国拥有 1145 家零售店，其中直营店 360 家、较 20 年底净减少 11 家，DA/DM/DZ 品牌分别净减少 3/2/6 家，RA 不变；经销店 785 家、较 20 年底净增 2 家，其中 DA 净减少 2 家、DZ 净增 4 家、DM 不变。

线下零售店主要位于中高端商业购物中心，采取门面精细化的策略，注重单店增长；2020 年底成立卓越零售支持部，负责培训导购的言行举止、销售技巧、服饰搭配等内容，旨在优化购物体验，综合提升品牌形象。

图表 5：地素时尚 1Q21 门店数量及变动情况（家）

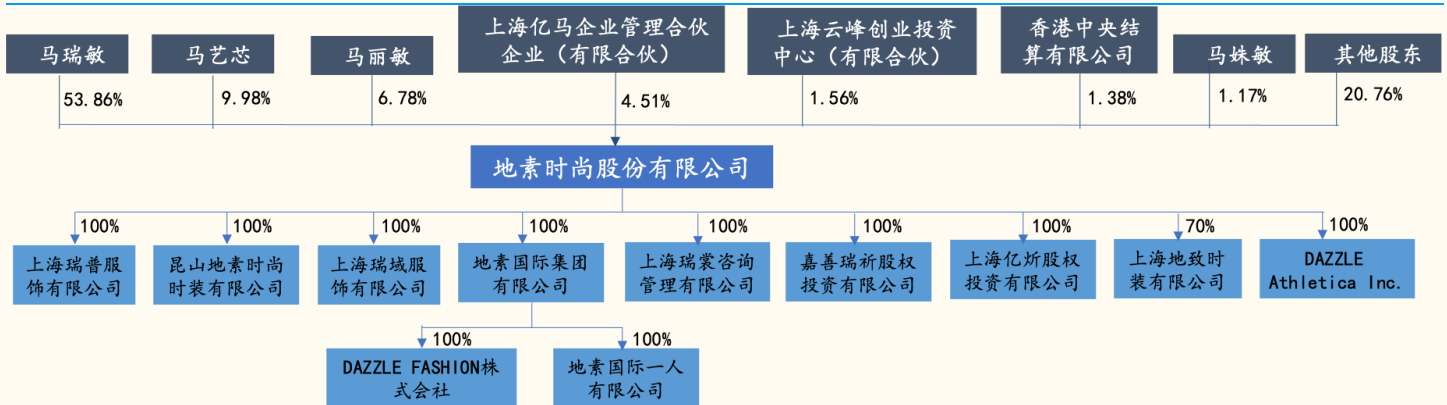
品牌	4Q20 门店数	1Q21 门店数	净变动
直营	371	360	-11
DA	183	180	-3
DM	33	31	-2
DZ	145	139	-6
RA	10	10	0
经销	783	785	+2
DA	444	442	-2
DM	20	20	0
DZ	319	323	+4
总计	1154	1145	-9

来源：公司定期报告，国金证券研究所

1.3 家族化管理持股稳定，员工激励提升经营效率

1) **家族化管理**：地素时尚 2013 年 3 月由地素有限依法整体变更设立。公司控股股东及实际控制人为马瑞敏，持有 53.86% 的股份，股权结构稳定。公司为家族型企业，家族成员持股比例高并担任要职，助力公司长期稳健发展。公司股东中，马艺芯、马丽敏、马姝敏等均为实控人马瑞敏的亲属，家族成员直接/间接持股合计 71.79%；姐妹马丽敏、马姝敏分别担任公司副董事长兼副总经理、董事兼供应链管理中心总监，马姝敏的丈夫江瀛担任公司董事兼法务总监、女儿马艺芯担任 RAZZLE 艺术创意和形象总监。

图表 6：地素时尚股权结构（截至 2020 年 12 月）



来源：公司招股说明书，公司定期报告，国金证券研究所

2) **云峰基金减持**：2013 年云峰基金第一次为公司增资 1.8 亿元，获得公司 10% 股份；截至公司公开发发行时，云峰基金共持有公司 3400 万股，持股比例为 8.48%，截至 2021 年 5 月 11 日，共完成两次减持：截至 2020 年 1 月 8 日，通过集中竞价和大宗交易的方式合计共减持 1600 万股份，占总股本 3.99%；2020 年 12 月 2 日，通过集中竞价和大宗交易方式合计共减持股份 1408.99 万股，占总股本 2.93%，减持总金额 2.71 亿元。两次共减持 2648.99 万股，占总股本 6.92%，目前云峰基金持股 751.01 万股，持股比例 1.56%，公司于 5 月 11 日公告云峰基金将在未来 6 个月内减持其所持有的剩余 1.56% 股份，减持完成后不再持有公司股份。减持行为系约定限售期限满后的正常安排及云峰基金自身资金需要。

3) **员工持股平台实施股权激励**：为保持公司管理层及核心员工结构稳定，从整体上提升运营效率，公司以股份支付的形式对员工实施股权激励。上海亿

马为公司员工持股平台。2015年3月5日，控股股东马瑞敏与股东上海亿马签署《股份转让协议》，向上海亿马转让其持有的219万股公司股份，作为管理层股权激励方案的标的，激励对象为公司关键管理人员。2015年5月实施该协议，管理层支付的入股价格为1.38元/股。

2021年4月公司发布限制性股票激励计划草案，计划拟将509.83万股以10元/股的价格授予包括高级管理人员及核心技术/业务人员在内的102人。其中首次授予限制性股票数量441.00万股，占总股本的0.92%，将在授予日起满12个月后分三期解除限售；预留授予限制性股票68.83万股，占总股本的0.14%，将在授予日起12个月后分两期解除限售。

图表 7：地素时尚授予的限制性股票的解除限售条件

解除限售期		业绩考核目标
首次授予的限制性股票	第一个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一： (1) 以2020年营业收入为基数，2021年营业收入增长率不低于15%； (2) 以2020年净利润为基数，2021年净利润增长率不低于10%。
	第二个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一： (1) 以2020年营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于35%； (2) 以2020年净利润为基数，2022年净利润增长率不低于22%。
	第三个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一： (1) 以2020年营业收入为基数，2023年营业收入增长率不低于62%； (2) 以2020年净利润为基数，2023年净利润增长率不低于40%。
预留授予的限制性股票	第一个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一： (1) 以2020年营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于35%； (2) 以2020年净利润为基数，2022年净利润增长率不低于22%。
	第二个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一： (1) 以2020年营业收入为基数，2023年营业收入增长率不低于62%； (2) 以2020年净利润为基数，2023年净利润增长率不低于40%。

来源：公司公告，国金证券研究所

4) 股份回购：公司上市后共进行了一次股份回购，回购股份用于股权激励。公司于2020年5月28日首次实施股份回购，于2021年3月31日完成回购，期间以集中竞价交易方式累计回购股份509.83万股，占总股本1.06%，回购平均价格为20.70元/股，支付资金1.05亿元。

2、财务分析：渠道调整效果显著，疫情下业绩韧性凸显

2.1 收入端：18年渠道调整完成、业绩恢复正增长，疫情下业绩率先同业复苏

公司2014年以前收入与净利润均保持高增长，2012~2014年收入与归母净利润年复合增速分别为40.1%、62.6%。

2015年受到宏观经济放缓影响，公司主动调整关闭低效店铺，收入与净利润增速均呈现放缓态势，16年公司收入首次出现下滑、净利润增速进一步放缓。

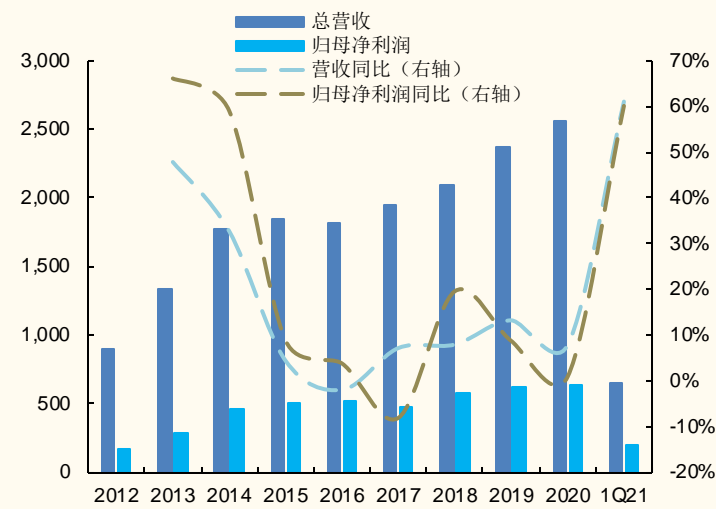
2017年公司渠道调整到位，收入增长提速，但由于房产纠纷，出于谨慎性原则，公司计提1亿元资产减值损失致净利润出现下滑，18年开始公司营收及归母净利润均回归正增长。

面对新冠疫情的冲击，公司业绩展现出强劲的韧性，2020年业绩保持正增长，营业收入与归母净利润规模为25.64亿元、6.30亿元，分别同比增长7.81%、0.88%，其中线下渠道营收同比微增6%，线上渠道实现较快增长、同增20%。分季度看，公司1Q20的经营受疫情影响较大，1Q20营业收入与归母净利润规模为4.08、1.22亿元，同比下降30%、37%，2Q20业绩率先同业复苏、出现强劲的反弹，营业收入与归母净利润规模均恢复同比正增长。

剔除1Q20低基数影响，公司1Q21收入与净利润仍双双实现高增长。随着疫情影响逐步消除，终端消费明显复苏，1Q21收入与归母净利润规模为

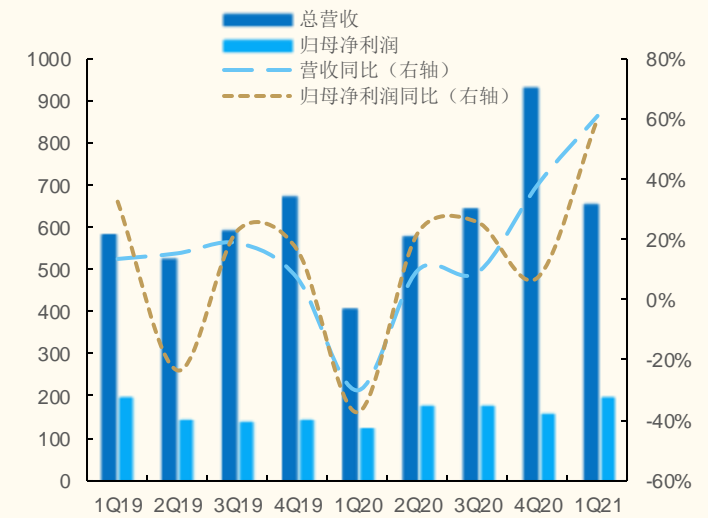
6.57、1.95 亿元，分别同比增长 61.08%、60.14%，即便不考虑 1Q20 业绩低基数，与 1Q19 相比仍分别增长 12.52%、0.18%。

图表 8：2012-1Q21 地素时尚总营收、归母净利润及同比（百万元，%）



来源：公司招股说明书，公司定期报告，国金证券研究所

图表 9：1Q19-1Q21 地素时尚总营收、归母净利润及同比（百万元，%）



来源：公司招股说明书，公司定期报告，国金证券研究所

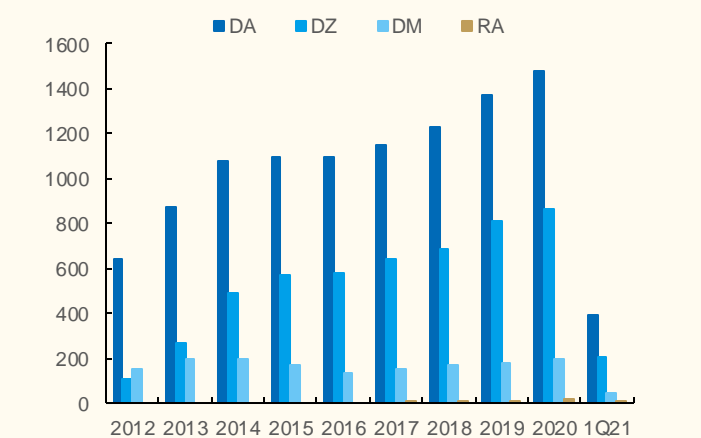
2.1.1 分品牌：核心品牌稳步增长，男装品牌增速亮眼

当前公司拥有 4 个品牌，其中 DA、DM、DZ 为公司核心品牌，贡献主要营收，2020 年占主营业务收入比分别为 58.0%、7.7%、33.8%；RA 品牌于 2017 年 9 月正式推出，面向 25-40 岁追求个性时尚的男性，尚处于培育阶段，体量较小，2020 年占主营业务收入比 0.60%。

从规模来看，DA 品牌发展较为成熟，20 年收入规模 14.84 亿元，门店总数 622 家（截至 1Q21），收入规模在中高档品牌中处于较高水平；DM 定位高端，20 年收入规模 1.96 亿元、51 家门店（截至 1Q21），由于发展较晚、在高端品牌中规模仍处于较低水平；DZ 品牌定位中端，20 年收入规模 8.65 亿元、门店数量 462 家（截至 1Q21）。

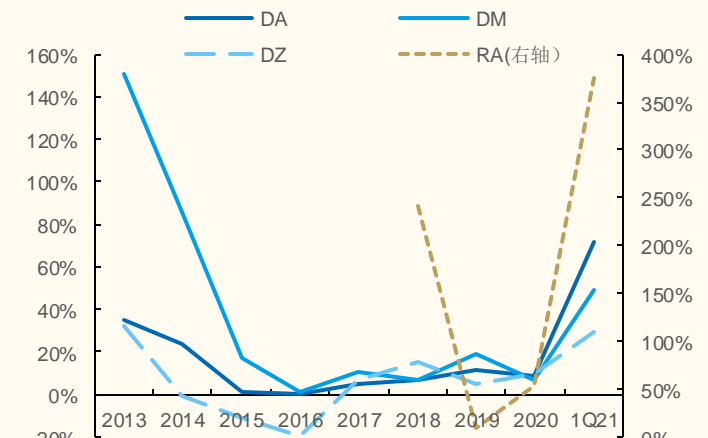
从增速来看，三大核心品牌在经过 2017 年渠道优化调整后，营收增速恢复明显，2020 年即使受疫情影响 DA、DM、DZ 收入增速仍分别达到 8.19%、6.32%、9.69%；同时，男装品牌 RA 业绩表现亮眼，2020 年营收增速达 52.91%。

图表 10：2012-1Q21 地素时尚分品牌营业收入（百万元）



来源：公司招股说明书，公司定期报告，国金证券研究所

图表 11：2013-1Q21 地素时尚分品牌营收同比增长率（%）



来源：公司招股说明书，公司定期报告，国金证券研究所

2.1.2 分渠道：线上占比持续提升，17年渠道调整结束线下好转

线上渠道迅速放量，占比持续提升但收入贡献仍然较低。2014年下半年开始，公司在电商渠道销售电商特供款产品和线下同款，并逐步加大电商渠道的新品投放比例，以注重消费者对品牌的感知和渴望度，2019年电商渠道新品销售额占比已达50%，2020年电商渠道营收规模3.68亿、同比增长20.08%，2014~2020年复合增速为39.5%，占总营收比例由4.0%提升至14.3%。

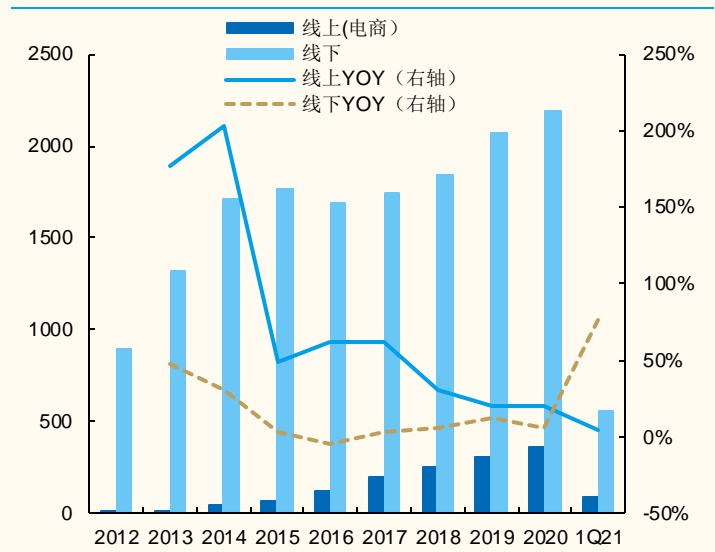
渠道不断优化，2016年优化线下门店，共计净关店59家，其中经销净关店81家、直营净开店22家，直营门店数量占比提升。17年后渠道调整结束，线下营收恢复正增长。2020年公司线下渠道营收21.92亿、同比增长6.0%，1Q21线下渠道营收5.63亿、同比增长76.76%。

图表 12：地素时尚分品牌门店数量（家）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
DA	602	608	590	614	613	605	627
直营	185	182	206	212	199	189	183
经销	417	426	384	402	414	416	444
DZ	370	392	359	368	383	435	464
直营	158	136	139	146	138	147	145
经销	212	256	220	222	245	288	319
DM	63	51	43	46	53	55	53
直营	40	32	27	27	28	35	33
经销	23	19	16	19	25	20	20
RA	0	0	0	10	13	9	10
直营	0	0	0	10	13	9	10
经销	0	0	0	0	0	0	0
合计	1035	1051	992	1038	1062	1104	1154
直营	383	350	372	395	378	380	371
经销	652	701	620	643	684	724	783

来源：公司招股说明书，公司定期报告，国金证券研究所

图表 13：地素时尚线上/线下渠道营收及同比（百万元，%）

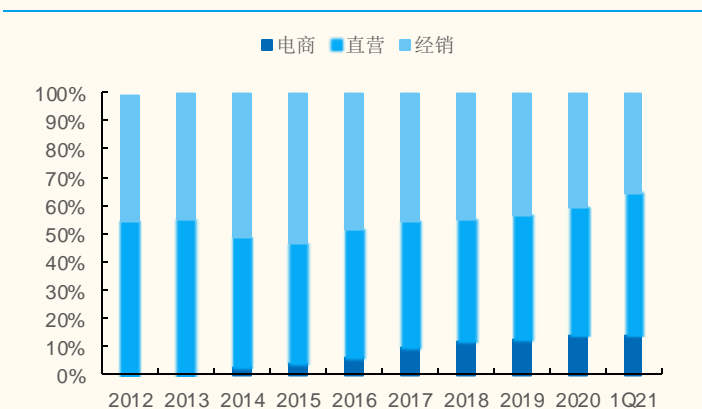


来源：公司招股说明书，公司定期报告，国金证券研究所

线下直营渠道营收增速高于经销渠道，20年直营渠道同比增10.66%、高于同期经销渠道9.33pct，1Q21直营/经销渠道增速分别为81.47%/70.51%、二者相差10.96pct。

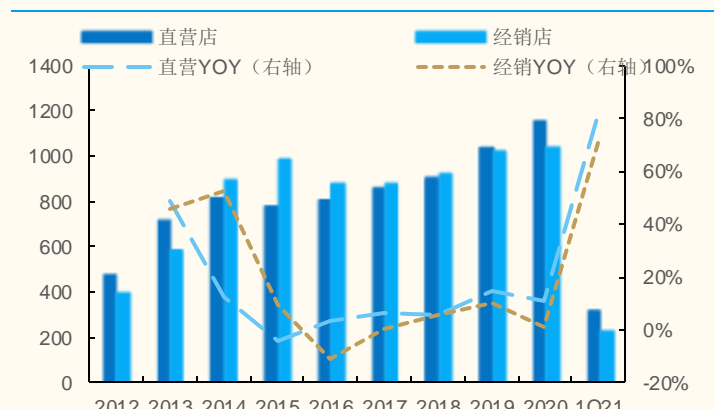
从营收规模来看，2019年开始公司的直营规模超过经销规模，2020年直营/经销占总营收比例为45%/40.5%，1Q21差距进一步拉大，占比分别为50.1%/35.6%。

图表 14：2012-1Q21 地素时尚分渠道营业收入占比（%）



来源：公司招股说明书，公司定期报告，国金证券研究所

图表 15：2012-1Q21 地素时尚直营/经销营收及同比（百万元，%）

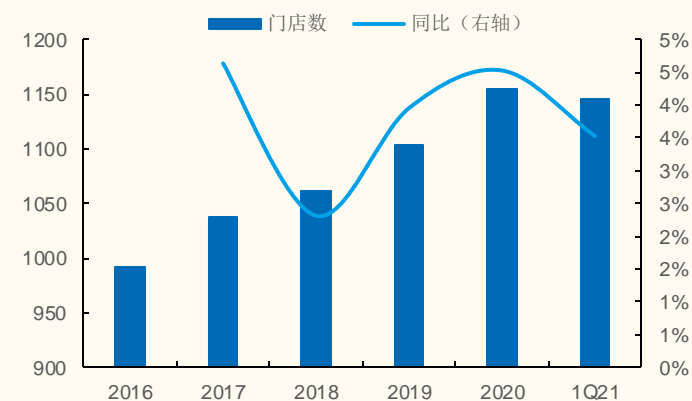


来源：公司招股说明书，公司定期报告，国金证券研究所

2.1.3 分内生外延：外延内生共同贡献近年线下业绩增量

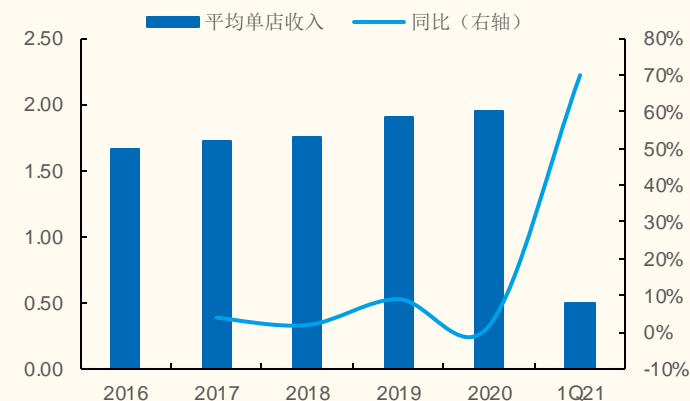
从线下增长情况来看，**同店增长和门店扩展共同贡献了近年来主要业绩增量**。2016-2020年，公司门店总数从992家增至1154家，CAGR4为3.85%；平均单店收入从165万元增至194万元，CAGR4为4.09%。1Q21期末门店数1145家，环比降0.78%、同比增3.53%，平均单店收入49万元，同增69.9%。2020年虽受新冠疫情影响，但公司管理运营线下店铺能力优异、平均单店收入逆势增1.72%，同期门店数量同增4.53%。

图表 16：地素时尚门店总数及同比（家，%）



来源：公司招股说明书，公司定期报告，国金证券研究所

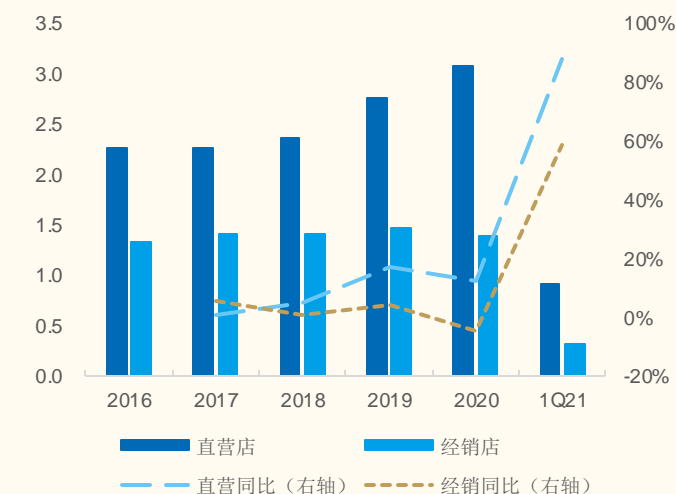
图表 17：地素时尚平均单店收入及同比（百万元，%）



来源：公司招股说明书，公司定期报告，国金证券研究所

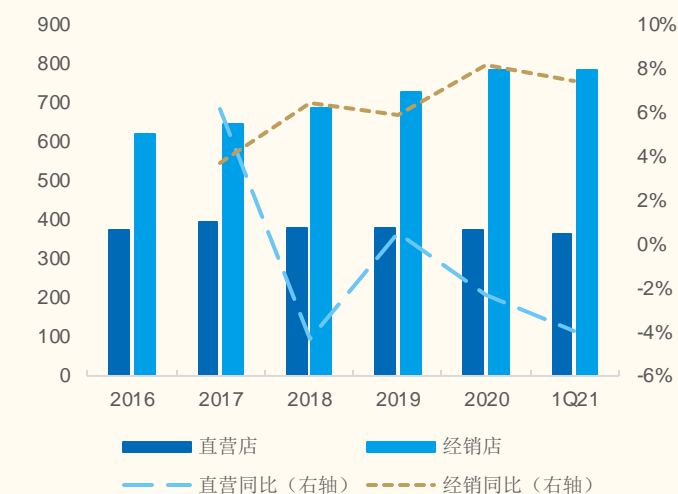
拆分经销和直营来看，增量主要来自直营同店增长和经销拓店：直营门店精减，经销店数量增加；直营店效19年来维持较高增长，经销店效20年受疫情影响有所降低、1Q21修复力度小于直营。2016-2020年直营门店数净减少1家，CAGR4为-0.07%，1Q21相较于20年底减少11家，环比-2.96%、同比-4.00%；平均单店收入CAGR4为8.15%，其中2020年同增11.69%，1Q21单店收入同增87.40%。经销门店数量从2016年的620家增至2020年的783家，CAGR4为6.01%，1Q21期末为785家，环比增0.3%、同比增7.4%；平均单店收入方面16-20年CAGR4为0.88%，低于直营渠道的8.15%，其中20年受疫情影响转负、同降5.33%，1Q21同增58.22%，增速低于直营的87.40%。

图表 18：地素时尚直营/经销平均单店收入及同比（百万元，%）



来源：公司招股说明书，公司定期报告，国金证券研究所

图表 19：地素时尚直营/经销门店数及同比（家，%）



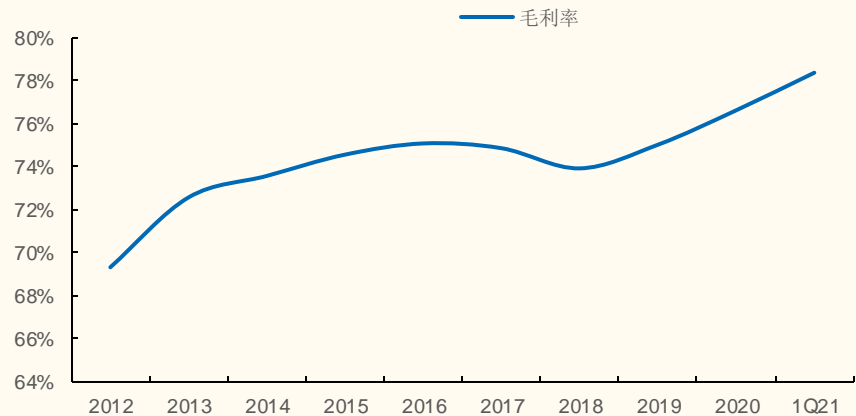
来源：公司招股说明书，公司定期报告，国金证券研究所

2.2 盈利能力：毛、净利率稳中有升，盈利能力较强

2.2.1 毛利率持续改善

公司毛利率总体保持上升态势，一方面因为成本控制得当，直营、经销、电商等渠道毛利率均有改善，带动公司总体毛利率提升；另一方面毛利率更高的直营渠道营收占比增加，从 2018 年的 43.3% 增加至 2020 年的 45.0%，1Q21 直营占比继续提升至 50.1%，带动整体毛利率上行。

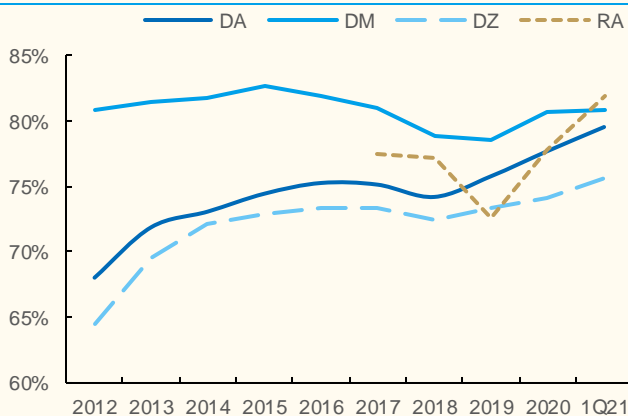
图表 20：2012-1Q21 地素时尚毛利率 (%)



来源：公司招股说明书，公司定期报告，国金证券研究所

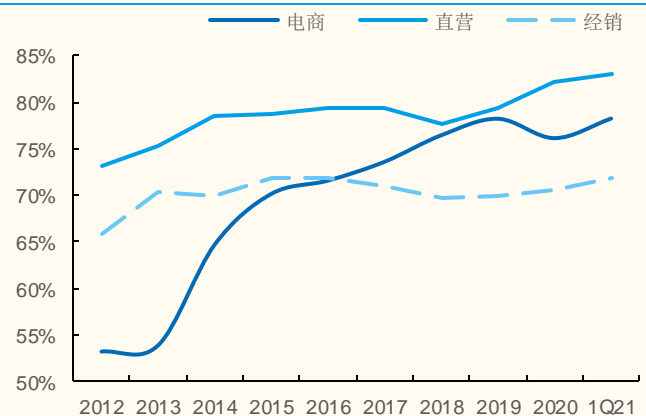
分品牌来看，高端品牌 DM 毛利率最高、2020 年达到 80.60%，中档品牌 DZ 毛利率最低、2020 年为 74.04%；分渠道来看，直营/经销渠道毛利率稳步提升，电商渠道毛利率提升最为明显，由 2012 年的 53.25% 提升至 2020 年的 76.13%，直营渠道毛利率最高，2020 年达到 82.25%，经销渠道毛利率自 2017 年开始成为三者最低，2020 年为 70.67%。

图表 21：2012-1Q21 地素时尚分品牌毛利率 (%)



来源：公司招股说明书，公司定期报告，国金证券研究所

图表 22：2012-1Q21 地素时尚分渠道毛利率 (%)



来源：公司招股说明书，公司定期报告，国金证券研究所

2.2.2 销售费用增长快，17 年以来期间费用率上升

公司 2012-2016 年期间费用率保持下降的态势，主要为经销渠道拓展致收入增速超过费用增速。2017 年开始期间费用率呈增长态势，由 2017 年的 37.6% 提升至 2020 年的 43.7%，主要系销售费用率提升。

2020 年公司期间费用率为 43.66%，较 2019 年提升 3.76pct，主要系执行新收入准则后，商场提成收益计入销售费用，销售费用同比增长 24%、销售费

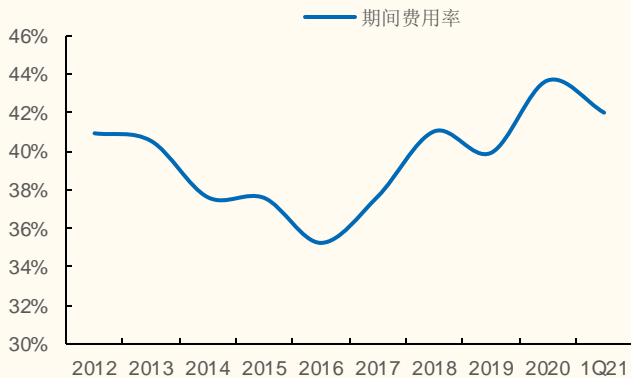
用率增长 5.1pct 至 38.7%。具体来看：

1) 2014 年销售费用率下降较多主要为收入规模增长较快，2015、2016 年销售费用率总体较为平稳，2017-2019 年销售费用率由 31.3% 提升至 33.6%，主要系 2017 年新推出男装品牌 RAZZLE 并举办“IT'S RAZZLE DAZZLE TIME”品牌大秀导致广告及品牌推广费上升，以及直营门店数净增加导致装修费上升、电商模式下收入快速增长带来电商销售费增加所致。2020 年销售费用率上升较多主要为执行新收入准则后，商场提成收益计入销售费用。

2) 管理费用率总体平稳，稳定在 8%-9% 区间，2015 年管理费用率有所上升主要为实施管理层激励、确认以权益结算的股份支付费用 2488.88 万元。2016 年管理费用率有所下降主要为 2015 年股权激励所致的支付费用不再以及部分高薪员工离职、导致 2016 年总体薪酬水平较 2015 年有所下降；2017-2020 年管理费用率基本保持平稳。

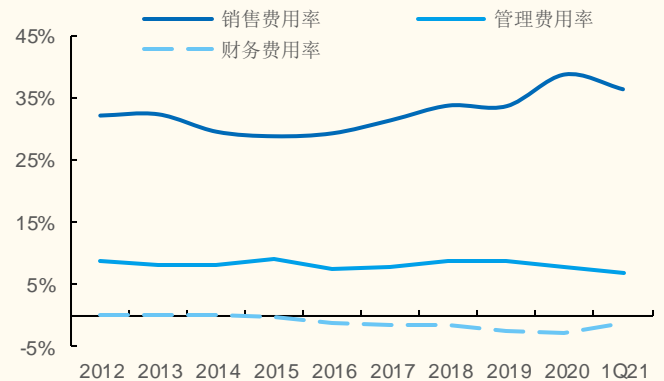
3) 财务费用率不断下降，主要为公司盈利及经营性现金流情况良好并通过增资扩股等方式增强了资金实力，同期银行借款及利息支出规模较小。

图表 23：2012-1Q21 地素时尚期间费用率 (%)



来源：公司招股说明书，公司定期报告，国金证券研究所

图表 24：2012-1Q21 地素时尚三费率 (%)

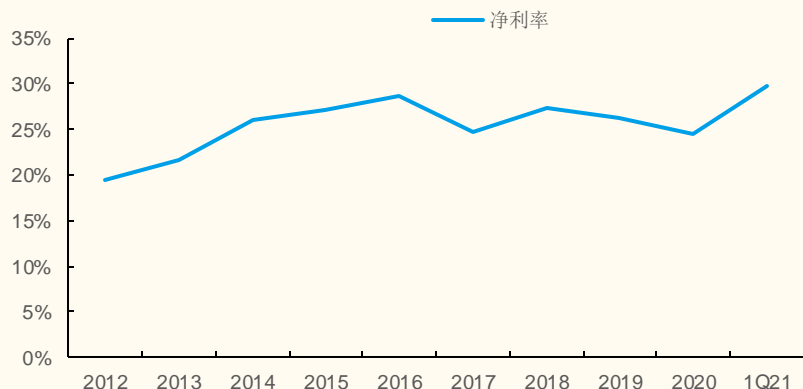


来源：公司招股说明书，公司定期报告，国金证券研究所

2.2.3 成本费用管控得当，净利率总体改善

总体来看，获益毛利率的持续提升及费用率的控制得当，公司盈利能力持续提升，净利率水平稳步提高。其中 2017 年出现波动，净利率下降主要为房屋买卖纠纷涉诉，出于谨慎性原则，计提资产减值损失 1 亿元所致；2020 年受新冠疫情影响，公司净利率微降 1.7pct 至 24.6%。

图表 25：2012-1Q21 地素时尚净利率 (%)



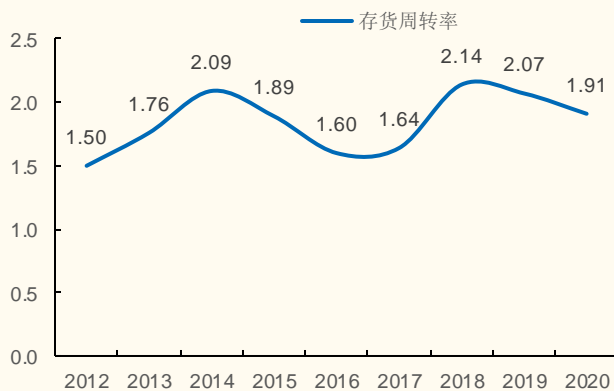
来源：公司招股说明书，公司定期报告，国金证券研究所

2.3 营运：渠道调整影响存货周转，应收账款周转总体向好

渠道布局优化后，公司存货周转速度加快。2014 年以前公司存货周转率获益品牌适销性持续增强、产品销售形势良好，保持增长；2015、2016 年存货周转放缓，主要受到直营渠道优化导致部分商品未能及时销售产生过季库存所致。公司积极通过特卖、电商、奥特莱斯等渠道去化库存，2017 年公司集中处理过季 2 年以上的库存，存货周转率与 2016 年基本持平。随着渠道布局不断优化，2018 年开始库存周转速度加快，2020 年由于疫情下产品售罄率较往年有所下降，存货周转率略低于 19 年同期水平。

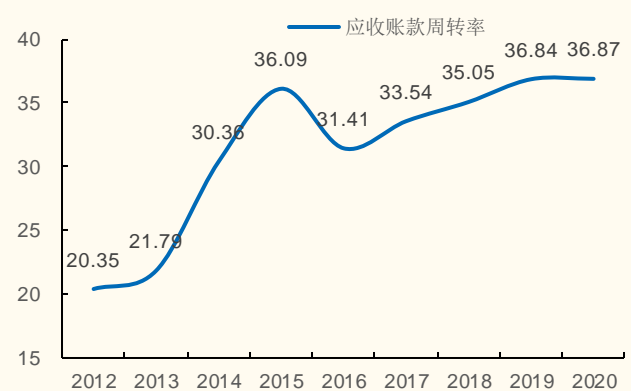
公司应收账款周转率总体持续向好，获益公司收入快速增长（14 年以前），同时公司明确与百货商场的对账要求、加快对账进程及回收速度、控制应收账款规模。2016 年公司应收账款周转率有所回落主要为 2016 年“双十一”期间公司于唯品会电商平台产生了较大金额线上销售收入，对应的应收账款于 2016 年末因处于账期内而尚未完成回款所致。随着公司加强对加盟商回款把控，2017-2020 年应收账款周转率稳步上升。

图表 26：地素时尚存货周转率（次）



来源：公司招股说明书，公司定期报告，国金证券研究所

图表 27：地素时尚应收账款周转率（次）



来源：公司招股说明书，公司定期报告，国金证券研究所

3、竞争优势：差异化战略确立领先地位、盈利能力优于同业

我国中高端女装起步较晚，公司抓住行业机遇，推出主品牌 DA 深耕中高端女装这一相对空白的市场，并在 DA 品牌成功运营经验下，延伸拓展至高端、中档领域，分别推出 DM 及 DZ 品牌，2017 年推出高端男装品牌，多品牌协同发展面向更广客群、分散市场风险、同时为公司未来发展提供持续动力。

在品牌运营成功的背后是公司研发设计能力、准确把握时尚潮流从而提供获得消费者认可的时尚服装，以及公司出色的品牌营销与客户服务能力从而提升消费者对品牌认知度及归属感/粘性。

3.1 多品牌矩阵、差异化定位确立龙头地位

不同女装品牌对应不同定位的目标消费者年龄、产品价位、品牌风格等。按照上述三个维度，我们将我国现在主要女装公司进行分类。其中中高端女装主力客群年龄段多为 30~45 岁、产品风格多为优雅修身，该领域竞争较为激烈。

地素时尚主品牌 DA 深耕相对空白的中高端年轻休闲时尚女装领域。与其同样以 25~35 岁为主力客群、同时产品风格为时尚休闲的中高端女装公司较少。与公司同样定位于年轻休闲时尚人群的有太平鸟、但其产品价位低于公司；与公司同样定位中高端领域的有安正时尚主品牌，但其目标消费客群年龄相较公司较大，同时产品风格偏向优雅修身、亦区别于公司。

图表 28：我国主要女装公司主品牌按年龄、定位、风格分布

主要客群 年龄段	25 岁以下	25~30 岁	30~35 岁	35~45 岁
		DAZZLE (地素时尚)	DAZZLE (地素时尚)	
		PEACEBIRD (太平鸟)		
		broadcast 播 (日播时尚)	broadcast 播 (日播时尚)	
				JZ 玖姿 (安正时尚)
			ELLASSAY (歌力思)	ELLASSAY (歌力思)
				LANCY 朗姿 (朗姿股份)
			VGRASS (锦泓集团)	VGRASS (锦泓集团)
				Koradior (赢家时尚)
			Marisfrolg (玛丝菲尔)	Marisfrolg (玛丝菲尔)
	JORYA (欣贺股份)	JORYA (欣贺股份)	JORYA (欣贺股份)	
定位 (价格带)	中档	中高档	高端	
		DAZZLE (地素时尚)		
	PEACEBIRD (太平鸟)			
	broadcast 播 (日播时尚)			
	JNBY (江南布衣)			
		JZ 玖姿 (安正时尚)		
			ELLASSAY (歌力思)	
			LANCY 朗姿 (朗姿股份)	
			VGRASS (锦泓集团)	
			Koradior (赢家时尚)	
		Marisfrolg (玛丝菲尔)		
		JORYA (欣贺股份)		
风格	都市文艺	时尚休闲	优雅修身	
		DAZZLE (地素时尚)		
		PEACEBIRD (太平鸟)		
	broadcast 播 (日播时尚)			
	JNBY (江南布衣)			
			JZ 玖姿 (安正时尚)	
			ELLASSAY (歌力思)	
			LANCY 朗姿 (朗姿股份)	
			VGRASS (锦泓集团)	
			Koradior (赢家时尚)	
		Marisfrolg (玛丝菲尔)		
		JORYA (欣贺股份)		

来源：公司公告，国金证券研究所

公司多品牌战略有助于实现主力消费人群全覆盖。从年龄段分布来看，公司主品牌 DA 以 25~40 岁自信独立、追求时尚与独立的都市女性为目标消费人群，DM 品牌目标消费群体为 30~45 岁较为成熟女性，DZ 面向消费群体为 18~35 岁，从年龄层看比 DM、DA 覆盖范围更广。中高端男装品牌 RA 定位为“DA 的男朋友”、25-40 岁善于表达个性和时尚主张的男性，产品时尚潮流、具有鲜明的风格。21 年下半年将推出的新品牌则定位年轻一代消费者。

3.2 精细化运作，员工培训、会员运营提升店效

员工培训：成立卓越零售支持部，强激励提升经营效率

20 年下半年公司成立卓越零售支持部，主要职责是培训导购，团队负责人有在国际奢侈品牌 LV、Burberry 的相关工作经验，能够对公司零售门店导购的言行举止、会员服务、服装搭配等多方面进行系统性培训和提升，有助于优化购物体验，提升复购率。

此外，2020 年公司与国际顶级人力资源咨询公司合作，重新设计人才层级体系、晋升体系和长短期激励政策，通过提高员工提成比例、引入第三方机构做线下培训等方式留住人才、助推线下渠道精细化运作。

会员：持续优化会员管理系统，提升客户体验、增强消费粘性

多年来，公司凭借独特大胆的设计风格、精致华美的产品品质培育了一大批忠实的顾客群。为增强公司品牌黏性、回馈忠实顾客、实现精准营销，公司成立了专门的 CRM 团队，针对 VIP 会员的画像进行产品推荐，结合数据中台、数据化建设的改造，实现对 VIP 进行精准服务，增强复购率。

公司设立了具有吸引力的 VIP 会员制度（单笔消费满 3800 元或 3 个月累计消费满 6000 元的会员），为 VIP 会员提供的会员福利包括产品折扣优惠、时装意见、新品上市通知、邀请参与会员活动等。

1) 数量众多的 VIP 会员为公司了解消费者需求、分析消费者行为创造了有利的基础。公司通过销售终端收集消费者行为、消费者偏好等数据，获得消费者对当季产品的最新反馈以及产品需求，从而促进产品设计，并及时修正营销策略。

2) 通过举办 VIP 聚会、积分兑换现金券、赠送精美礼品等方式回馈公司的忠实消费者，并通过微信、微博等新媒体工具与顾客群进行互动，进一步增强品牌与消费者的黏性，提升品牌亲和力与凝聚力。

3) 为了给不同级别 VIP 提供不同层次的产品优惠和活动参与权限，进一步提升消费者对公司品牌的忠诚度，公司推出了 VIP 分层计划，并不断优化 VVIP 登记的分层条件和特权，实现会员分层管理与运营。

公司持续优化会员管理系统，2019 年将各品牌会员权益打通，2020 年又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，配合线上渠道的不断推进，加速品牌全渠道建设。截至 2020 年底，公司会员总数约 60 万人，相较 2018 年的约 40 万人年复合增速 22.5%，相较 2017 年披露的 10.8 万人增长近 5 倍，会员规模持续扩张。

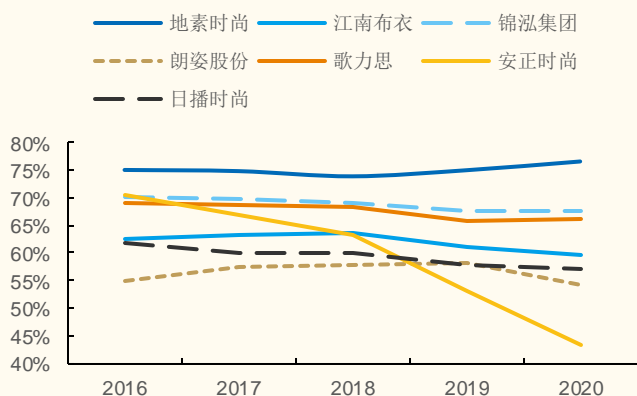
得益于精细化运作，公司各品牌店效均持续改善，未来随着门店数量稳步扩张，有望实现门店数和店效的规模化增长。

3.3 盈利能力优于同业、分红稳定

公司盈利能力稳定且优于同业，主要体现在毛利率水平较高且稳定、控费能力优异带来高于同业的净利率。

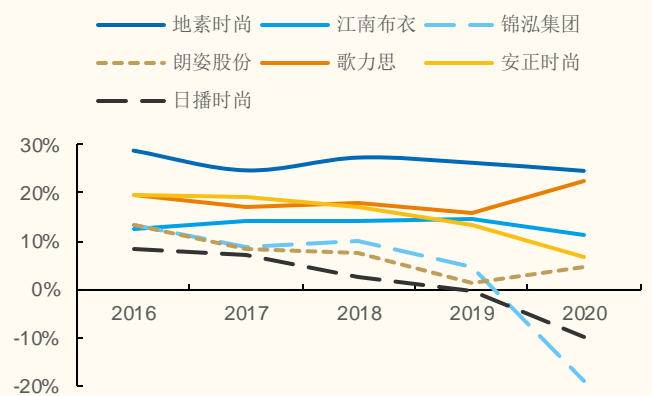
毛利率方面 2018-2019 年持续改善，主要由于公司加强品牌折扣掌控力度，2020 年受疫情影响渠道调整、毛利率更高的直营渠道占比增加。2020 年公司严控费用，净利率相较同业波动较小。毛、净利率领先同业。

图表 29：可比公司毛利率 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 30：可比公司净利率 (%)

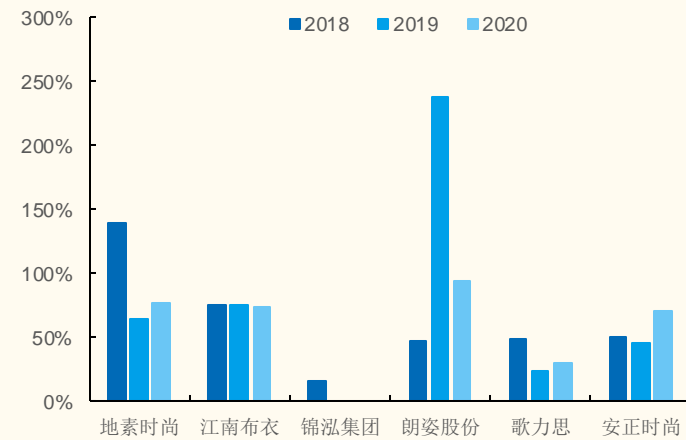


来源：Wind，国金证券研究所

从历年分红来看，公司分红收益率上市以来相较可比公司稳定且较高，2020 年为 61.12%。公司已公告未来三年（2021-2023 年）股东分红回报规划，

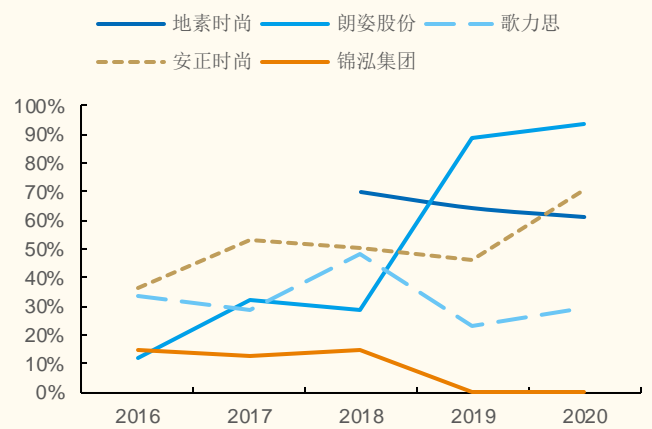
每年向股东以现金形式分配的利润不低于当年实现净利润的 60%，一定程度上保障了利润分配的持续性和稳定性。

图表 31：可比公司年度现金分红比例 (%)



来源：各公司公告，国金证券研究所（注：2020 年江南布衣、安正时尚为实际分红，地素时尚、歌力思、朗姿股份为预计分红，锦泓集团不分红），国金证券研究所

图表 32：可比公司分红收益率 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

收入端：我们预测地素时尚 2021-2023 年营收 31.4/38.0/45.2 亿元，同比增 22.3%/21.1%/19.0%。考虑公司未披露线上/线下的分品牌数据，我们首先预测电商渠道的增速，再考虑各品牌的线上、线下同店/门店数量增长情况。公司积极布局线上，线上新品销售占比增多，加之新品牌将更多铺设线上渠道，预计未来线上增速将高于线下，21-23 年电商整体同增 28%、25%、22%，营收分别为 4.71、5.89、7.18 亿元。目前拥有线上电商渠道的品牌为 DA、DZ、DM，RA 仅直营渠道，假设电商收入在 DA、DZ、DM 的构成比例为 40%/58%/2%，且未来三年保持不变，由此推算出各品牌 21-23 年的电商渠道营收。

分品牌来看， 1) DA：公司主品牌，近年来线下加大直营渠道布局，做精细化管理提升店效，预计开店速度不会过快，同店持续增长，预计 21-23 年营收增速分别为 19.7%、16.9%、14.9%。2) DZ：价格带较其他品牌偏低，更偏商业化模式发展，倾向于开小店加速线下布局，开店速度快于 DA、DM；店效方面受经销商较多影响，2020 全年同降 6.76%，预计 21 年将复苏；预计 21-23 年营收增速分别为 26.6%、23.1%、18.9%。3) DM：和 DA 一样更关注店效提升和精细化管理，门店数量较少，预计 21-23 年营收增速分别为 11.7%、16.4%、16.6%。4) RA：仍处培育期，在经历 18-20 三年的摸索期后逐步明确品牌风格定位，表现在 1Q21 业绩同增 300%+，印证了设计和销售团队改革成效显著，预计未来开店速度、同店增长均将加快。预计 21-23 年营收增速预计分别为 168.4%、155.0%、96.0%。5) 新品牌：预计 22 年开始逐步贡献营收，计入其他收入，预计 21-23 年其他收入同增 70%、160%、90%。

利润端：12-20 年公司毛利率水平整体稳中有升，主要得益于严格的终端折扣控制和渠道把控。预计 21-23 年毛利率维持在 76.5%左右。费用方面，公司近年来加大营销力度，特别是线上渠道营销推广带来的电商平台费用增加。20 年执行新收入准则后，商场提成收益计入销售费用，导致销售费用率上升，且具备可持续性，21 年下半年公司将推出新品牌，品牌建设前期营销推广费用将增加，预测 21-23 年销售费用率小幅上升，分别为 38.7%、38.8%、38.9%；17-20 年管理费用率整体趋于平稳，新品牌推出预计带来管理费用率小幅提升，

预测 21-23 年管理费用率为 5.7%、5.8%、5.8%。综合来看，公司净利率微降，21-23 年分别为 23.4%、23.0%、22.8%。

综上，我们预计公司 21-23 年归母净利润分别为 7.4、8.7、10.3 亿元，对应增速 16.6%、18.7%、18.0%。对应 EPS 分别为 1.53、1.81、2.14 元。

图表 33：营收拆分（百万元）

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1926.89	2095.43	2373.95	2560.34	3130.46	3783.31	4489.66
YOY		8.75%	13.29%	7.85%	22.27%	20.85%	18.67%
毛利率	74.96%	74.01%	75.10%	76.68%	76.54%	76.51%	76.50%
DA 收入	1135.55	1231.6116	1371.579	1,483.94	1775.58	2075.53	2384.46
YOY		8.46%	11.36%	8.19%	19.65%	16.89%	14.88%
占比	58.36%	58.64%	57.67%	57.87%	56.60%	54.62%	52.73%
毛利率	75.11%	74.17%	75.75%	77.68%	77.60%	77.60%	77.60%
电商	76.80	102.23	122.53	147.14	188.34	235.42	287.22
YOY		33.11%	19.86%	20.08%	28.00%	25.00%	22.00%
占比	6.76%	8.30%	8.93%	9.92%	10.61%	11.34%	12.05%
线下	1058.75	1129.38	1249.05	1336.80	1587.24	1840.11	2097.25
YOY		6.67%	10.60%	7.03%	18.73%	15.93%	13.97%
占比	93.24%	91.70%	91.07%	90.08%	89.39%	88.66%	87.95%
门店总数	614	613	605	627	645	660	668
平均单店收入	1.76	1.84	2.05	2.17	2.50	2.82	3.16
单店 YOY		4.67%	11.41%	5.81%	15.00%	13.00%	12.00%
DZ 收入	640.41	684.48	813.29	864.66	1094.45	1347.68	1601.97
YOY		6.88%	18.82%	6.32%	26.58%	23.14%	18.87%
占比	32.91%	32.59%	34.19%	33.72%	34.89%	35.46%	35.43%
毛利率	73.30%	72.47%	73.28%	74.04%	74.00%	74.00%	74.00%
电商	116.47	148.24	177.68	213.35	273.09	341.36	416.46
YOY		27.28%	19.86%	20.08%	28.00%	25.00%	22.00%
占比	18.19%	21.66%	21.85%	24.67%	24.95%	25.33%	26.00%
线下	523.94	536.24	635.61	651.30	821.36	1006.31	1185.50
YOY		2.35%	18.53%	2.47%	26.11%	22.52%	17.81%
占比	81.81%	78.34%	78.15%	75.33%	75.05%	74.67%	74.00%
门店总数	368	383	435	464	505	555	570
平均单店收入	1.44	1.43	1.55	1.45	1.70	1.90	2.11
单店 YOY		-0.92%	8.82%	-6.76%	17.00%	12.00%	11.00%
DM 收入	148.24	170.1369	179.065	196.42	219.31	255.25	297.72
YOY		14.77%	5.25%	9.69%	11.65%	16.39%	16.64%
占比	7.62%	8.10%	7.53%	7.66%	6.99%	6.72%	6.58%
毛利率	80.91%	78.89%	78.53%	80.60%	80.50%	80.50%	80.50%
电商	2.19	5.11	6.12	7.36	9.42	11.77	14.36
YOY		133.33%	19.77%	20.21%	28.00%	25.00%	22.00%
电商占比	1.48%	3.00%	3.42%	3.75%	4.29%	4.61%	4.82%
线下	146.05	165.03	172.94	189.06	209.89	243.48	283.36
YOY		12.99%	4.80%	9.32%	11.02%	16.00%	16.38%
占比	98.52%	97.00%	96.58%	96.25%	95.71%	95.39%	95.18%

门店总数	46	53	55	53	56	60	65
平均单店收入	3.28	3.33	3.20	3.50	3.85	4.20	4.53
单店 YOY		1.58%	-3.94%	9.32%	10.00%	9.00%	8.00%
RA 收入	2.69	9.2092	10.02	15.32	41.12	104.85	205.51
YOY		242.35%	8.78%	52.91%	168.42%	155.00%	96.00%
占比	0.14%	0.44%	0.42%	0.60%	1.31%	2.76%	4.54%
毛利率	77.47%	77.12%	72.62%	77.70%	77.50%	77.50%	77.50%
直营门店	10	13	9	10	20	30	40
平均单店收入	0.27	0.80	0.91	1.61	2.74	4.19	5.87
单店 YOY		197.70%	13.73%	77.05%	70.00%	53.00%	40.00%
其他收入	19.02	5.02	4.47	3.83	6.51	16.93	32.16
YOY		-73.61%	-10.96%	-14.32%	70.00%	160.00%	90.00%
占比	0.98%	0.24%	0.19%	0.15%	0.21%	0.45%	0.71%
总收入	1945.91	2100.45	2378.42	2564.17	3136.97	3800.24	4521.82
YOY		7.94%	13.23%	7.81%	22.34%	21.14%	18.99%
毛利率	74.96%	74.01%	75.10%	76.60%	76.50%	76.46%	76.49%
归母净利润	480	574	624	630	735	872	1,029
YOY		19.59%	8.75%	0.88%	16.64%	18.72%	17.97%
EPS	1.41	1.43	1.56	1.31	1.53	1.81	2.14

来源：公司招股说明书，公司定期报告，国金证券研究所

4.2 相对估值

当前上市公司中定位中高端女装公司有安正时尚、江南布衣（H股）、定位高端女装的有朗姿股份、歌力思、赢家时尚（H股）等，定位中档女装的有太平鸟。下面将参考这些公司估值情况。

考虑到朗姿股份同时还有医美业务，PE 较同业相差较大，可比性不高；除朗姿股份外，目前 A 股中高档及高档女装公司的平均估值水平为 21 年 17.4 倍、22 年 14.7 倍、3 年 CAGR 在 4%-26%，其中歌力思复合增速较低主要因 20 年公司出售百秋网络股权获得一次性收益导致基数较高，安正时尚增速较高主要因其礼尚电商代运营业务增速较快；港股公司的平均估值为 21 年 12.1 倍、22 年 10.4 倍、3 年 CAGR 13%-23%。

考虑公司 3 年 CAGR 17.8%，且自主培育中高端、高端、大众女装品牌及男装品牌布局多层次赛道，主品牌领先优势已经确立、多品牌增长可期，享受一定估值溢价，给予 22 年 17 倍估值，对应目标价 30.82 元/股。

图表 34：可比公司估值表

市场	公司 名称	收盘价 (元)	EPS (元)					PE					3 年 CAGR	PEG 21 年	市值 亿元
			19	20	21E	22E	23E	19	20	21E	22E	23E			
A 股	安正时尚	9.64	0.8	0.5	0.8	0.9	1.0	17.4	20.0	12.5	11.2	9.9	26%	0.48	39
	朗姿股份	51.94	0.1	0.3	0.6	0.8	0.9	72.0	76.7	88.0	64.1	57.7	41%	2.14	230
	歌力思	15.67	1.1	1.3	1.1	1.3	1.5	13.9	9.9	14.3	12.1	10.5	4%	3.74	52
	太平鸟	50.88	1.2	1.5	2.0	2.5	2.9	13.3	20.1	25.5	20.8	17.3	25%	1.01	243
	A 股平均 (除朗姿)		-	-	-	-	-	14.8	16.6	17.4	14.7	12.5	-	1.74	-
港股	赢家时尚	8.91	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0	13.7	18.2	11.9	10.3	9.4	13%	0.90	63
	江南布衣	11.20	0.9	0.7	0.9	1.1	1.3	13.5	10.6	12.4	10.5	9.0	23%	0.53	58
	港股平均		-	-	-	-	-	13.6	14.4	12.1	10.4	9.2	-	0.72	-
平均数								14.3	15.7	15.3	13.0	11.2	-	1.3	
中位数								13.7	18.2	12.5	11.2	9.9	-	0.9	
地素时尚		25.52	1.56	1.31	1.53	1.81	2.14	16.3	14.6	13.7	11.7	10.2	18%	0.79	123

来源：Wind，国金证券研究所

注：1、朗姿股份采用国金证券预测值，其他可比公司的盈利预测使用 Wind 一致预期（A 股公司使用最近 30 天内一致预测，港股公司使用最近 180 天内一致预测）；

2、港股公司股价、EPS、市值均使用 2021 年 7 月 5 日即期汇率转换为人民币；

3、股价更新至 2021 年 7 月 5 日。

4.3 投资建议

公司作为国内中高端女装头部企业，差异化深耕年轻中高端女装领域、实现多品牌梯度发展，拥有出色的时尚运营能力。我们看好其：

1) 主品牌定位年轻中高端女装领域，风格时尚休闲区别于其他中高端女装品牌，差异化把握细分市场、提升品牌价值，领先优势已经确立。

2) 将主品牌 DA 的成功经验复制至中端、高端女装市场推出 DZ、DM 以及男装品牌 RA，多品牌、多梯度协同发展，多点培育分散风险、添加持续动力。

3) 品牌成功的背后离不开出色的运营能力，公司严控终端折扣力度，毛利率稳定且持续优于同业。费用管控优异、净利率保持领先地位。

4) 公司分红收益率在同业中较优，2020 年为 61.12%。公司已公告未来三年（2021-2023 年）股东分红回报规划，每年向股东以现金形式分配的利润不低于当年实现净利润的 60%，利润分配的具备持续性和稳定性。

短期来看，主品牌 DA、DZ、DM 有望继续保持稳健同店增长，叠加经销渠道拓宽和电商渠道引流贡献营收主要增量；仍处培育期的男装品牌 1Q21 业绩高速增长印证与市场磨合逐步到位，看好未来加速扩张。长期来看，多品牌矩阵覆盖更广客群、品牌定位逐渐清晰，不止于服装，也将拓展个护、家居日用等新品类，服务于中高端收入、对生活品质有追求的消费群体，未来有望对标 LV、朝中国时尚集团的方向发展。

我们预计公司 2021-2023 年营收分别同增 22.3%、21.1%、19.0%；归母净利润分别同增 16.6%、18.7%、18.0%。预计 EPS 分别为 1.53、1.81、2.14 元；相对估值法下，参考与公司定位相同标的估值水平，给予公司 22 年 17 倍估值，对应目标价 30.82 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

5、风险提示

新品牌培育不及预期：男装品牌 RA 仍在培育期、新品牌尚未推出。未来新品牌若无法受到市场欢迎，将导致前期品牌建设投入无法及时回本、拖累整体业绩表现。

存货周转率可能放缓：公司 19/20 年存货周转率持续放缓，若存货管理不及时调整，周转率有持续放缓可能。

云峰基金减持：公司 5 月 11 日公告云峰基金将在未来 6 个月内减持其所持有的剩余 1.56% 股份，减持完成后不再持有公司股份，减持行为可能造成公司股价波动。

限售解禁：公司 6 月 22 日有 6972.46 万股限售股解禁，占公司总股本 14.49%，解禁股东为 RAZZLE 艺术创意和形象总监马艺苾和上海亿马。限售股解禁可能带来短期股价波动风险。

服装消费疲软：服装市场品牌众多，消费者选择面广，微商、微店等对私域流量把控强，未来若消费趋势转变，中高端市场消费疲软将拖累公司业绩。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	2,100	2,378	2,564	3,137	3,800	4,522	货币资金	2,530	2,624	1,827	1,938	2,390	2,997
增长率		13.2%	7.8%	22.3%	21.1%	19.0%	应收账款	126	135	146	171	205	243
主营业务成本	-548	-595	-600	-737	-895	-1,063	存货	258	318	310	384	466	553
%销售收入	26.1%	25.0%	23.4%	23.5%	23.5%	23.5%	其他流动资产	61	107	1,093	1,104	1,116	1,129
毛利	1,552	1,784	1,964	2,400	2,906	3,459	流动资产	2,976	3,184	3,375	3,597	4,177	4,922
%销售收入	73.9%	75.0%	76.6%	76.5%	76.5%	76.5%	%总资产	83.4%	81.1%	82.4%	81.9%	83.8%	85.7%
营业税金及附加	-27	-26	-26	-31	-38	-45	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	502	596	586	675	701	725
销售费用	-707	-799	-992	-1,214	-1,474	-1,759	%总资产	14.1%	15.2%	14.3%	15.4%	14.1%	12.6%
%销售收入	33.7%	33.6%	38.7%	38.7%	38.8%	38.9%	无形资产	47	95	83	69	58	49
管理费用	-126	-145	-142	-179	-220	-262	非流动资产	593	741	723	794	808	823
%销售收入	6.0%	6.1%	5.6%	5.7%	5.8%	5.8%	%总资产	16.6%	18.9%	17.6%	18.1%	16.2%	14.3%
研发费用	-58	-65	-57	-85	-99	-118	资产总计	3,569	3,925	4,099	4,391	4,985	5,746
%销售收入	2.8%	2.7%	2.2%	2.7%	2.6%	2.6%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	634	750	748	891	1,074	1,275	应付款项	127	221	189	190	230	274
%销售收入	30.2%	31.5%	29.2%	28.4%	28.3%	28.2%	其他流动负债	332	369	447	387	453	526
财务费用	30	59	71	39	45	56	流动负债	459	591	636	577	683	800
%销售收入	-1.4%	-2.5%	-2.8%	-1.2%	-1.2%	-1.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	43	37	39	0	0	0	其他长期负债	22	23	22	24	24	24
公允价值变动收益	0	2	-5	0	0	0	负债	481	614	658	601	707	824
投资收益	16	26	21	15	15	15	普通股股东权益	3,086	3,309	3,439	3,789	4,276	4,920
%税前利润	2.0%	3.1%	2.5%	1.5%	1.3%	1.1%	其中：股本	401	401	481	481	481	481
营业利润	725	802	797	945	1,134	1,346	未分配利润	889	1,112	1,308	1,658	2,145	2,789
营业利润率	34.5%	33.7%	31.1%	30.1%	29.8%	29.8%	少数股东权益	2	2	2	2	2	2
营业外收支	45	46	54	48	45	45	负债股东权益合计	3,569	3,925	4,099	4,391	4,985	5,746
税前利润	769	848	851	993	1,179	1,391	比率分析						
利润率	36.6%	35.6%	33.2%	31.6%	31.0%	30.8%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-195	-223	-221	-258	-306	-362	每股指标						
所得税率	25.4%	26.3%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	每股收益	1.432	1.557	1.309	1.527	1.813	2.138
净利润	574	624	630	735	872	1,029	每股净资产	7.697	8.252	7.147	7.874	8.886	10.225
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.458	1.631	1.342	1.167	1.763	2.093
归属于母公司的净利润	574	624	630	735	872	1,029	每股股利	1.000	1.000	1.000	0.800	0.800	0.800
净利率	27.3%	26.3%	24.6%	23.4%	23.0%	22.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	18.60%	18.87%	18.31%	19.39%	20.40%	20.91%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	16.09%	15.91%	15.37%	16.73%	17.50%	17.91%
净利润	574	624	630	735	872	1,029	投入资本收益率	15.32%	16.66%	16.07%	17.37%	18.56%	19.15%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	14	32	37	55	58	60	主营业务收入增长率	7.94%	13.23%	7.81%	22.34%	21.14%	18.99%
非经营收益	-4	-33	-12	-59	-60	-60	EBIT 增长率	-4.56%	18.19%	-0.27%	19.15%	20.55%	18.71%
营运资金变动	0	31	-10	-169	-22	-22	净利润增长率	19.59%	8.75%	0.88%	16.64%	18.72%	17.97%
经营活动现金净流	585	654	646	562	848	1,007	总资产增长率	102.82%	9.97%	4.44%	7.13%	13.52%	15.26%
资本开支	-158	-208	-54	-82	-27	-30	资产管理能力						
投资	0	-50	-980	0	0	0	应收账款周转天数	9.9	9.3	9.1	9.0	8.9	8.8
其他	16	26	21	15	15	15	存货周转天数	170.6	176.7	190.9	190.0	190.0	190.0
投资活动现金净流	-143	-232	-1,013	-67	-12	-15	应付账款周转天数	43.2	74.4	80.5	50.0	50.0	50.0
股权募资	1,582	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	66.8	83.8	82.2	74.1	64.3	54.8
债权募资	0	0	0	2	0	0	偿债能力						
其他	-399	-400	-509	-385	-385	-385	净负债/股东权益	-81.94%	-80.82%	-82.92%	-78.22%	-79.86%	-81.74%
筹资活动现金净流	1,183	-400	-509	-383	-385	-385	EBIT 利息保障倍数	-21.4	-12.6	-10.5	-22.9	-24.0	-22.9
现金净流量	1,625	23	-876	112	451	607	资产负债率	13.47%	15.64%	16.06%	13.68%	14.19%	14.34%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	10	21	37	59
增持	0	4	8	13	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.29	1.28	1.26	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402