

证券研究报告—深度报告

纺织服装及日化

服装 II

地素时尚(603587)
买入

合理估值: 25.9-27.0 元 昨收盘: 21.61 元

(调高评级)

杰立服饰(002563)

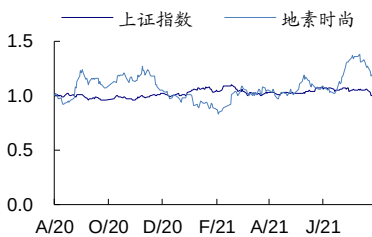
2021年08月03日

买入

深度报告

坚持以长期主义打造多品牌的中高端时装集团

一年该股与上证综指走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	481/158
总市值/流通(百万元)	10,399/3,406
上证综指/深圳成指	3,397/14,473
12个月最高/最低(元)	27.39/15.67

相关研究报告:

《地素时尚-603587-2018 年年报暨 2019 年一季报点评: 营收逐季改善明显, 店效+开店带来高增长确定性》——2019-04-15
 《地素时尚-603587-重大事件快评: 品牌设计优势出众, 渠道内生外延兼具想象空间》——2018-08-16

证券分析师: 丁诗洁

电话: 0755-81981391

E-MAIL: dingshijie@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040004

● 行业分析: 中高端女装成长性较好, 头部品牌发展机会较大

女装占据中国服装市场半壁江山, 人均消费稳步提升。中国的女装行业较为分散, 集中度基本保持平稳。女装行业仍处于成长期, 近年头部中高端女装品牌增速较快、渗透率有稳步提升的趋势, 具有良好的发展机会。

● 公司概况: 多品牌多维度渗透中高端时装市场, 品牌辨识度强

公司旗下共有 DA、DZ、DM、RA 四个自创品牌, 均属于高阶品牌, 对 20~40 岁的时尚中产人群形成多维度的渗透。与其他知名高阶国产品牌相比, 公司的品牌风格明晰、设计感强、客群更为年轻化。公司的财务较为稳健, roe 与利润率较高, 年均派息超过七成。

● 增长动力: 市场扩容、品牌力强劲、数字化赋能

随着中高端女装的消费人群规模不断上升, 消费需求旺盛, 市场有望扩容。公司的设计能力领先, 长期稳定高质量的产品筑就强劲的品牌力, 护城河深厚。此外, 公司的商品运营能力较强, 存货周转和库龄结构优于同行, 有效地保障了品牌力。同时, 公司持续推进数字化建设, 零售和导购赋能、加强内部管理。设计与商品运营方面的核心优势与内部管理的持续增强有望推动公司的店效在未来实现快速提升。

● 风险提示

1. 疫情持续时间过长, 宏观经济与消费需求大幅下行; 2. 市场竞争加剧导致产品销售不及预期; 3. 市场的系统性风险。

● 投资建议: 看好中高端女装龙头的成长潜力, 上调“买入”评级

公司的设计能力和商品运营能力业内领先, 主力品牌已积累较为深厚的品牌资产, 壁垒深厚; 数字化建设将为公司内部管理和零售端赋能, 推动店效的持续快速提升, 我们认为公司在中高端女装赛道中将表现出一定的超额收益。预计未来三年公司的净利润增速分别为 10.3%/13.5%/15.3%, 公司合理估值区间为 25.9-27.0 元, 对应 22 年 18-19 倍 PE, 相对目前股价有 20%-25% 的溢价, 上调“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,564	2,950	3,422	3,988
(+/-%)	7.8%	15.1%	16.0%	16.6%
净利润(百万元)	630	695	789	910
(+/-%)	0.9%	10.3%	13.5%	15.3%
摊薄每股收益(元)	1.31	1.44	1.64	1.89
EBIT Margin	31.4%	27.0%	27.1%	27.5%
净资产收益率(ROE)	18.3%	18.8%	19.9%	21.2%
市盈率(PE)	16.5	15.0	13.2	11.4
EV/EBITDA	13.1	12.9	11.3	9.8
市净率(PB)	3.0	2.8	2.6	2.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明:
独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于客观事实, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

投资摘要

估值与投资建议

我们认为公司具备长期成长的潜力，主要是由于：1) 中高端女装是女装行业中成长较快的子行业，旺盛的需求将推动行业扩容；2) 公司为中高端女装行业中较为领先的企业，品牌力强劲，具有长期持续快速成长的潜力；3) 公司具备业内领先的产品设计能力和商品管理能力，未来数字化建设赋能内部管理和零售，将进一步保障公司的长期成长。我们预计公司 21-23 年每股收益为 1.46/1.68/1.94 元，利润增速分别为 11.5%/14.9%/15.9%。未来一年合理估值区间为 25.9-27.0 元，上调至“买入”评级。

核心假设与逻辑

第一，随着中国经济的蓬勃发展和城镇化的推进，中产家庭数量将快速上升，推动消费进一步升级，中高端女装的需求提升，市场有望实现扩容。

第二，中国的头部中高端女装品牌规模的增速快于行业，渗透率不断提升，随着人均女装消费预算的提升，头部中高端女装具有良好的发展机会。公司的四个自创品牌已经对中高端客群形成了多维度的渗透，品牌力强优势稳固，发展空间较好。

第三，公司的设计能力和商品管理能力业内领先、壁垒深厚，未来进一步加强内部管理后将放大产品优势，使得公司的成长明显快于行业整体的增长。

与市场的差异之处

第一，市场认为公司中高端女装品牌规模天花板较低。我们认为，对比发达国家的头部时尚女装品牌，无论是从规模还是从市占率来看，公司的主品牌仍有 2~5 倍的提升空间。长期来看，中国的人口基数庞大、经济发展迅速，有望带动消费进一步升级，中高端女装品牌具有十分良好的发展土壤。

第二，市场认为时装品牌的设计品质难以保持。我们认为，公司具有较为完备的设计师培养体系，造血能力强、核心设计师团队稳定，可以长期保障公司各品牌的产品设计品质。

股价变化的催化因素

第一，短期内数字化建设强化内部管理、赋能导购，推动全渠道收入的增长；

第二，中长期公司的线下渠道扩张，收入规模快速增长。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，疫情持续时间过长，宏观经济与消费需求大幅下行；

第二，市场竞争加剧使得品牌增长不及预期。

目录

估值与投资建议.....	6
绝对估值: 24.3-27.1 元	6
绝对估值的敏感性分析	6
相对法估值: 25.9-27.0 元	7
投资建议: 看好公司在中高端女装赛道中的出色表现.....	7
行业分析: 中高端女装行业成长较快, 头部品牌发展机会较大.....	8
女装市场规模与人均消费稳步提升, 中高端女装增速快于行业	8
行业集中度较低, 成熟市场有规模较大的品牌.....	8
女装行业处于增长阶段, 头部中高端女装品牌有良好的成长机会	10
公司概况: 多品牌多维度渗透中高端时装市场, 品牌辨识度强.....	12
打造中高端时尚女装品牌矩阵, 定位偏年轻化、潮流化.....	12
业务分析: 公司品牌风格明晰、辨识度高、设计感强.....	14
财务分析: 财务稳健, 年均派息超过七成	20
增长动力: 市场扩容、品牌力强劲、数字化赋能, 将推动公司持续快速提升	25
消费人群规模扩大推升中高端女装市场扩容.....	25
原创设计的产品筑就强品牌力, 营销方面有提升空间	26
商品运营能力较强, 经营效率保持业内领先.....	28
推进数字化提升内部管理, 强化会员体系和零售支持.....	29
线下渠道规模有进一步提升的空间, 潜力较大.....	30
盈利预测	32
假设前提.....	32
未来 3 年盈利预测.....	33
盈利预测情景分析.....	33
投资建议: 看好公司在中高端女装赛道中的出色表现.....	34
风险提示	34
附表: 财务预测与估值.....	36
国信证券投资评级	37
分析师承诺	37
风险提示	37
证券投资咨询业务的说明	37

图表目录

图 1: 2006-2020 中国服装行业市场规模及变化 (亿元)	8
图 2: 2006-2020 中国女装行业市场规模及变化 (亿元)	8
图 3: 2006-2019 中国女装人均消费及变化 (元/年)	8
图 4: 2006-2019 中国女装人均消费与发达国家对比(美元).....	8
图 5: 2011-2020 各国女装行业前五大品牌集中度.....	9
图 6: 2011-2020 年各国女装行业前五大公司集中度	9
图 7: 2011-2020 各国前十大品牌集中度	9
图 8: 2011-2020 各国前十大公司集中度	9
图 9: 中国女装行业发展历程	11
图 10: 2011-2020 头部中高端女装品牌合计收入规模.....	11
图 11: 2012-2020 头部中高端女装品牌合计收入规模增速.....	11
图 12: 2011-2020 年中高端女装品牌渗透率	12
图 13: 女装市场主要品牌及价格分类	13
图 14: 地素时尚四大品牌介绍	14
图 15: Dazzle 潮流时尚, d'zzit 率性多样, Diamond Dazzle 年轻化高定.....	15
图 16: 歌力思产品适合熟龄女性, 风格优雅沉稳	15
图 17: 江南布衣风格浪漫自然, 色彩沉稳雅致	16
图 18: Dazzle 是较为年轻化的品牌, 接近七成的客群在 30 岁以下, 年轻客群购买意愿十分强烈.....	16
图 19: 歌力思八成的客群集中于 20%~40%之间, 相对于行业较为年轻化, 主力客群购买意愿较强.....	17
图 20: 江南布衣六成的客群在 30 岁以下, 20~30 岁之间的顾客购买意愿强烈	17
图 21: 2020 年 6 月 Dazzle 品牌相关词	18
图 22: 2021 年 6-7 月百度搜索指数排行同行对比	18
图 23: Dazzle 与类似品牌衬衫单品对比.....	19
图 24: 地素品牌识别棱镜.....	20
图 25: 2015-2020 年公司营业收入与变化情况.....	20
图 26: 2015-2020 年公司归母净利润与变化情况	20
图 27: 2015-2020 分品牌收入与变化情况.....	21
图 28: 2015-2020 分品牌收入占比与变化情况.....	21
图 29: 2015-2020 年分品牌毛利率	21
图 30: 2015-2020 分渠道收入与变化情况.....	21
图 31: 2015-2020 分渠道收入占比.....	21
图 32: 2015-2020 年公司分渠道毛利率.....	22
图 33: 2017-2020 年 ROE 与 ROA 变化情况.....	22
图 34: 2017-2020 负债率与变化情况	22
图 35: 2015-2020 分渠道收入与变化情况.....	23
图 36: 2017-2020 派息比例与变化情况.....	23
图 37: 同行业服装直营店毛利率对比	23
图 38: 2015-2020 公司分渠道门店数量.....	24

图 39: 2015-2020 公司线下分渠道收入金额 (单位: 亿元)	24
图 40: 2015-2020 公司分品牌直营门店数量	24
图 41: 2015-2020 公司分品牌经销门店数量	24
图 42: 2015-2020 公司直营店店效变化情况	24
图 43: 2020 年分品牌直营店店效 (单位: 万元)	24
图 44: 中国新主流家庭数量和占比变化及预测	26
图 45: Dazzle、d'zzit 等品牌常常与 Hermes、Bottega Veneta、Jimmy Choo 等奢侈品鞋包 进行搭配	26
图 46: 公司设计师成长路径	27
图 47: 2015-2020 年公司的库存周转天数低于同行	29
图 48: 2017-2020 年公司库龄结构变化	29
图 49: 2020 年公司库龄结构与同行对比	29
图 50: 2015-2020 公司分品牌直营店店效变化 (单位: 万元)	30
图 51: 2020 年分品牌经销店店效 (单位: 万元)	30
图 52: 公司与世界知名奢侈品公司经营利润率对比	31
图 53: 公司线下渠道分布、数量与同行对比	31
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	6
表 2: 资本成本假设	6
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	7
表 4: 同类公司估值比较	7
表 5: 地素时尚历年利润增速、PE 值和涨幅表现	7
表 6: 北美与中国中高端女装品牌基本情况介绍	10
表 7: 中国头部中高端女装品牌市占率显著低于国际品牌	10
表 8: 2017-2020 公司直营门店单店模型	25
表 9: 地素各品牌与类似品牌天猫官方旗舰店商品、粉丝数与均价对比	28
表 10: 地素各品牌与类似品牌小红书粉丝互动量与种草数	28
表 11: 盈利预测的主要假设	33
表 12: 盈利预测及市场重要数据	33
表 13: 情景分析	34

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：24.3-27.1 元

我们预计公司在中期 3-5 年有望保持较快的增长，主要是由于公司的产品设计、商品运营能力业内领先，品牌力强劲，目前客群年轻化、购买意愿强烈，未来在数字化赋能之下有望实现收入的稳步快速增长，扩大市场份额。在利润率和费用率方面，20 年会计政策的变更使得公司的毛利率和销售费用率受到影响，预计在 20 年的基础之上，公司的毛利率将随着品牌力的提升有小幅的提升；而在销售费用率方面，由于收入规模将有较快提升，预计销售费用率将比 20 年有小幅的下降。由于公司发布股权激励制度，管理费用率将有所升高。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	7.94%	13.23%	7.81%	15.06%	15.99%	16.56%	13.63%	11.26%	9.13%
毛利率	73.90%	75.00%	76.60%	78.11%	78.22%	78.13%	78.14%	78.14%	78.14%
管理费用/营业收入	5.80%	5.90%	5.49%	8.39%	8.30%	7.76%	7.98%	7.98%	7.98%
销售费用/销售收入	33.68%	33.59%	38.67%	37.4%	37.5%	37.6%	37.6%	37.6%	37.6%
营业税及附加/营业收入	1.27%	1.08%	1.01%	5.29%	5.29%	5.29%	5.29%	5.29%	5.29%
所得税税率	25.39%	26.33%	25.96%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
股利分配比率	69.85%	64.22%	64.43%	64.22%	64.22%	64.22%	64.22%	64.22%	64.22%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	26.00%
无风险利率	2.95%	Ka	11.81%
股票风险溢价	8.05%	有杠杆 Beta	1.10
公司股价（元）	21.61	Ke	11.81%
发行在外股数（百万）	481	E/(D+E)	100.00%
股票市值(E, 百万元)	10399	D/(D+E)	0.00%
债务总额(D, 百万元)	0	WACC	11.81%
Kd	7.00%	永续增长率（10 年后）	26.00%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 24.3-27.1 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 3：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		11.4%	11.6%	11.81%	12.0%	12.2%
永续 增 长 率 变 化	2.3%	27.12	26.54	25.99	25.46	24.96
	2.2%	26.98	26.41	25.87	25.35	24.85
	2.1%	26.84	26.28	25.74	25.23	24.74
	2.0%	26.71	26.15	25.62	25.12	24.63
	1.9%	26.57	26.03	25.51	25.01	24.53
	1.8%	26.44	25.91	25.39	24.90	24.42
	1.7%	26.32	25.79	25.28	24.79	24.32

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对法估值：25.9-27.0 元

我们预计公司近年业绩将实现较快的增长,未来 3 年收入的复合增速约为 16%, 利润的复合增速约为 14%。我们选取与公司业务相近的中高端或奢侈女装零售行业的 A 股和海外公司作比较,包括体量和赛道相近的 A 股上市公司欣贺股份、港股上市公司江南布衣, 体量略小、赛道相近的 A 股上市公司歌力思, 以及海外龙头奢侈品集团开云集团 (Kering), 采用 PE 法估值。开云集团旗下的品牌包括 Gucci、Bottega Veneta、YSL 等, 主营业务包括奢侈品成衣、鞋包配件, 与公司的业务有一定的相似之处。综合比较各公司的当前 PE 以及业绩增速, 同类公司 2021 年平均 PE 在 20.7 倍, 考虑到公司是流通性较好的 A 股市场中时尚女装龙头, ROE 比歌力思和欣贺股份更好, 我们认为给予公司 18-19 倍的 PE 是合理的, 21 年合理的价格区间为 25.9-27.0 元。

表 4：同类公司估值比较

代码	简称	股价 (人民币元)	EPS (人民币元)			PE			PB	总市值 (亿元)
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E		
603587.SH	地素时尚	21.61	1.31	1.44	1.64	16.5	15.0	13.2	3.2	104.0
同类公司:										
3306.HK	江南布衣*	14.12	0.68	0.94	1.07	20.8	15.0	13.2	4.9	73.6
603808.SH	歌力思	14.50	1.27	1.10	1.30	11.4	13.2	11.2	2.0	53.5
003016.SZ	欣贺股份*	12.81	0.44	0.87	1.06	29.1	14.8	12.0	1.9	55.3
KER.PA	Kering*	5,833.77	141.22	180.46	211.56	41.31	32.3	27.6	8.0	7,288.4
均值						25.6	18.8	16.0	4.2	

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和预测

注：“*”盈利预测来自 wind、Bloomberg 一致预期。

表 5：地素时尚历年利润增速、PE 值和涨幅表现

年度	EPS (元)	最高 PE	最低 PE	利润增速	股价涨幅
2018 年	1.55	38.12	13.92	19.59%	-17%
2019 年	1.56	20.22	13.31	8.75%	4%
2020 年	1.31	19.48	12.90	0.88%	-1%
2021 年 E	1.44	17.90	12.24	11.15%	3%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议：看好公司在中高端女装赛道中的出色表现

综合上述几个方面的估值,我们认为公司股票价值在 25.9~27.0 元之间, 2021 年动态市盈率分别为 18-19 倍, 相对于公司目前股价有 20%-25%溢价空间。公司的设计能力和商品运营能力业内领先, 主力品牌已积累较为深厚的品牌资产, 壁垒深厚; 数字化建设将赋能内部管理和零售, 推动店效持续快速提升, 我们认为公司在中高端女装赛道中将有一定的超额收益, 上调“买入”评级。

行业分析：中高端女装行业成长较快，头部品牌发展机会较大

女装市场规模与人均消费稳步提升，中高端女装增速快于行业

女装占据中国服装市场半壁江山，人均消费稳步提升。2019 年中国女装市场规模约为 1 万亿，占据中国服装市场的 50%左右，近十年 CAGR 约为 8%；20 年受疫情影响同减约 10%，预计 21-25 年 CAGR 接近 4%。近年女装人均消费稳步提升，近十年 CAGR 接近 8%。对比美国、日本等国家，中国的女装人均消费预算约为 230 美元/年，是日本的约 1/2 和美国的约 1/4，仍有较大的空间。

图 1：2006-2020 中国服装行业市场规模及变化（亿元）



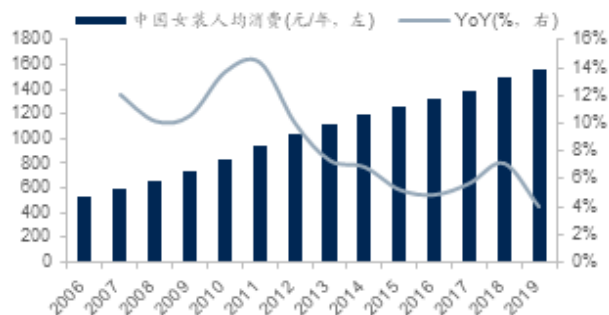
资料来源：中商网、国信证券经济研究所整理

图 2：2006-2020 中国女装行业市场规模及变化（亿元）



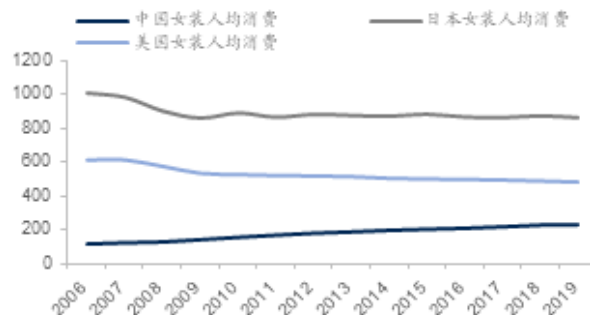
资料来源：中商网、国信证券经济研究所整理

图 3：2006-2019 中国女装人均消费及变化（元/年）



资料来源：中商网、国信证券经济研究所整理

图 4：2006-2019 中国女装人均消费与发达国家对比(美元)



资料来源：中商网、Wind、国信证券经济研究所整理

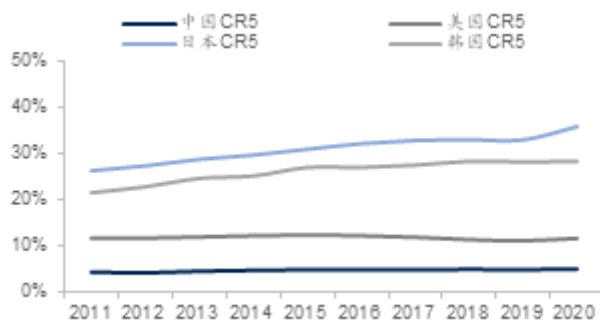
中高端女装市场规模的增速快于女装行业，渗透率逐渐提升。随着居民可支配收入的增长、高净值人群的增加和女性受教育水平的提升，女性对高品质、个性化、时尚化的产品需求更高，中高端女装消费客群有所扩大，近年中高端女装的规模增速快于女装行业。随着城镇化的推进以及三、四线城市商业地产布局加速，消费进一步升级将带动中高端女装在三四线城市的销售，有望打开中高端女装的增长空间。

行业集中度较低，成熟市场有规模较大的品牌

女装行业较为分散，集中度基本保持平稳。由于女性对服装的个性化需求较强，

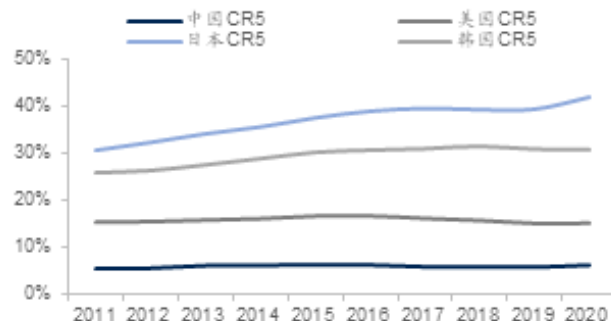
不同风格、不同定位的品牌服装均可分割部分市场，女装呈现出较为分散的市场格局。2020 年中国/美国/日本/韩国女装品牌前十大品牌集中度分别为 8%/18%/44%/35%左右，前十大公司集中度分别为 10%/22%/55%/42%，近年来基本保持稳定。

图 5：2011-2020 各国女装行业前五大品牌集中度



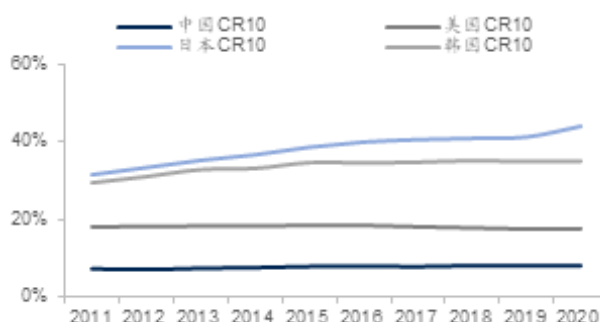
资料来源：前瞻研究院、国信证券经济研究所整理

图 6：2011-2020 年各国女装行业前五大公司集中度



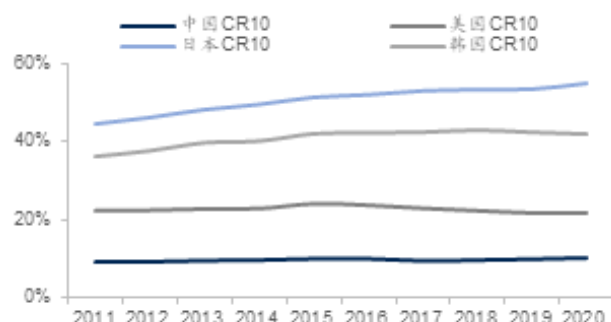
资料来源：前瞻研究院、国信证券经济研究所整理

图 7：2011-2020 各国前十大品牌集中度



资料来源：前瞻研究院、国信证券经济研究所整理

图 8：2011-2020 各国前十大公司集中度



资料来源：前瞻研究院、国信证券经济研究所整理

中国中高端时尚女装品牌在规模和市占率方面，均有较大的提升空间。在规模方面，中国头部时尚女装的 GMV 约为美国的六成。目前，中国规模较大的时尚女装品牌主要包括 Lily、JZ 玖姿、宝姿、珂拉蒂尔和江南布衣，据估算 GMV 在 30 亿元左右，均价在 1000 元以上，定位略有差异。参考北美地区，J Crew、Calvin Klein 等品牌的女装业务在北美的 GMV 约为中国品牌的 1.5~2 倍，而北美地区的人口为 5.4 亿，是中国的约 2/5。随着中国女装市场的发展，中国头部女装品牌具有较大的成长空间。

在市占率方面，法国、美国等多个国家的头部时尚女装品牌市占率可达到 1.5~2%。目前中国头部时尚女装品牌的市占率在 0.3%~0.6%之间，而在意大利、法国、韩国，较多头部女装品牌的市占率在 1%以上。

表 6: 北美与中国中高端女装品牌基本情况介绍

序号	品牌	定位	经营地区	对应地区人口
1	J Crew	商务休闲为主, 均价在 1000 元左右	北美	5.4 亿
2	Calvin Klein	时尚休闲为主, 均价在 1000 元左右	北美	5.4 亿
3	Michael Kors	轻奢为主, 均价在 2500 元左右	北美	5.4 亿
4	Tommy Hilfiger	时尚运动休闲为主, 均价在 1000 元左右	北美	5.4 亿
5	Lily	商务时尚休闲女装, 均价在 1000 元左右	中国	14.1 亿
6	JZ 玖姿	时尚休闲女装, 均价在 1000 元左右	中国	14.1 亿
7	Dazzle	时尚风格化女装, 均价在 1200 元左右	中国	14.1 亿
8	珂拉蒂尔	时尚休闲女装, 均价在 1100 元左右	中国	14.1 亿
9	宝姿	高端轻奢女装, 均价在 2500 元左右	中国	14.1 亿
10	江南布衣	文艺女装为主, 均价在 1200 元左右	中国	14.1 亿

资料来源:公开资料, 国信证券经济研究所整理

表 7: 中国头部中高端女装品牌市占率显著低于国际品牌

序号	品牌	定位	经营地区	市占率
1	Daks	高端轻奢女装为主, 均价在 2000 元以上	韩国	2%左右
2	Time	时尚休闲女装, 均价在 1000 元左右	韩国	接近 1.5%
3	Deco	时尚女装, 均价在 1500 元左右	韩国	超过 1%
4	Ann Taylor	商务时尚休闲女装, 均价在 1000 元左右	美国	超过 1%
5	Caroll	时尚女装, 均价在 1000 元以上	法国	超过 1%
6	Maje	时尚女装, 均价在 1500 元以上	法国	接近 1%
7	Morgan	时尚休闲女装, 均价在 500 元以上	法国	接近 1%
8	COS	商务时尚休闲女装为主, 均价在 800 元以上	法国	接近 1%
9	Twinsset	时尚女装, 均价在 1500 元以上	意大利	超过 1%
10	Max Mara	高端二线奢侈女装, 均价在 5000 元以上	意大利	超过 1%
11	Guess	高阶时尚休闲女装, 均价在 1000 元左右	意大利	超过 1%
12	Elena Mir ò	时尚女装, 均价在 1000 元以上	意大利	接近 1%
13	Pinko	时尚女装, 均价在 1000 元以上	意大利	接近 1%
14	欧时力	时尚女装, 均价在 700 元以上	中国	超过 0.5%
15	Lily	商务时尚休闲女装, 均价在 1000 元左右	中国	接近 0.5%
16	JZ 玖姿	时尚休闲女装, 均价在 1000 元左右	中国	接近 0.5%
17	Dazzle	时尚风格化女装, 均价在 1200 元左右	中国	不足 0.5%

资料来源:公开资料, 国信证券经济研究所整理

女装行业处于增长阶段, 头部中高端女装品牌有良好的成长机会

从行业生命周期的角度来看, 中国的女装行业仍处于增长阶段。从产品端来看, 80-90 年代的女装产品缺乏多样性, 而女性消费者也对新产品保持相对保守的态度; 90 年起随着品牌概念的逐渐增强, 女装企业开始组建自己的设计师团队迎合消费者的需求; 00 年起, 国外品牌的进入和电商的涌现丰富了女装的产品和定位, 加速了女装行业的发展, 优质本土品牌涌现。从需求端来看, 中国女性消费者对品牌的认知越发成熟, 在品牌的选择上更有自己的偏好和选择, 据调查, 约有四分之一的国际品牌消费者表示现在比起一年之前考虑更多的品牌, 消费者对多样性的偏好为国产中高端女装品牌提供了良好的成长土壤。从企业端来看, 本土头部女装企业多数采取多品牌的方式满足不同消费者的需求。

图 9：中国女装行业发展历程



资料来源：frostchina，国信证券经济研究所整理

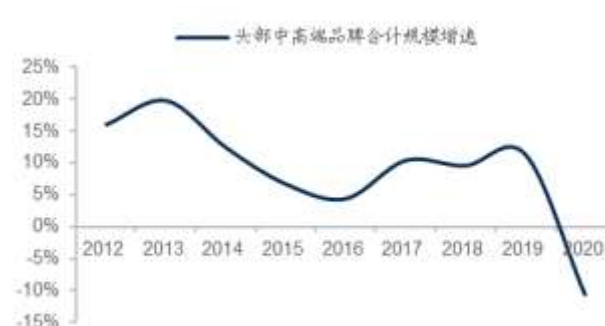
头部本土女装品牌渗透率不断提升、增速较快，未来具有良好的发展机会。我们选取上市公司旗下的头部女装品牌，如玖姿、Dazzle、江南布衣、珂拉蒂尔、dzzit、歌力思等测算头部中高端女装品牌合计零售规模。19 年中国头部女装品牌合计收入已达到 250 亿元以上的零售规模，11-19 年收入 CAGR 约为 11%，增长十分迅速，20 年下跌约 10%，增速快于规模以上女装品牌的合计增速。近年来头部中高端女装品牌在规模以上女装品牌中的渗透率不断提升，从 11 年的 9% 上升至 2020 年 13% 左右的水平，而行业仍处于增长阶段，未来随着人均女装消费预算的持续增加和消费的进一步升级，头部中高端女装品牌将有良好的发展机会，有望实现持续的较快增长。

图 10：2011-2020 头部中高端女装品牌合计收入规模



资料来源：Wind、公开资料、国信证券经济研究所整理

图 11：2012-2020 头部中高端女装品牌合计收入规模增速



资料来源：Wind、公开资料、国信证券经济研究所整理

图 12：2011-2020 年中高端女装品牌渗透率



资料来源:Wind、前瞻研究院, 国信证券经济研究所整理
备注: 头部中高端女装品牌渗透率

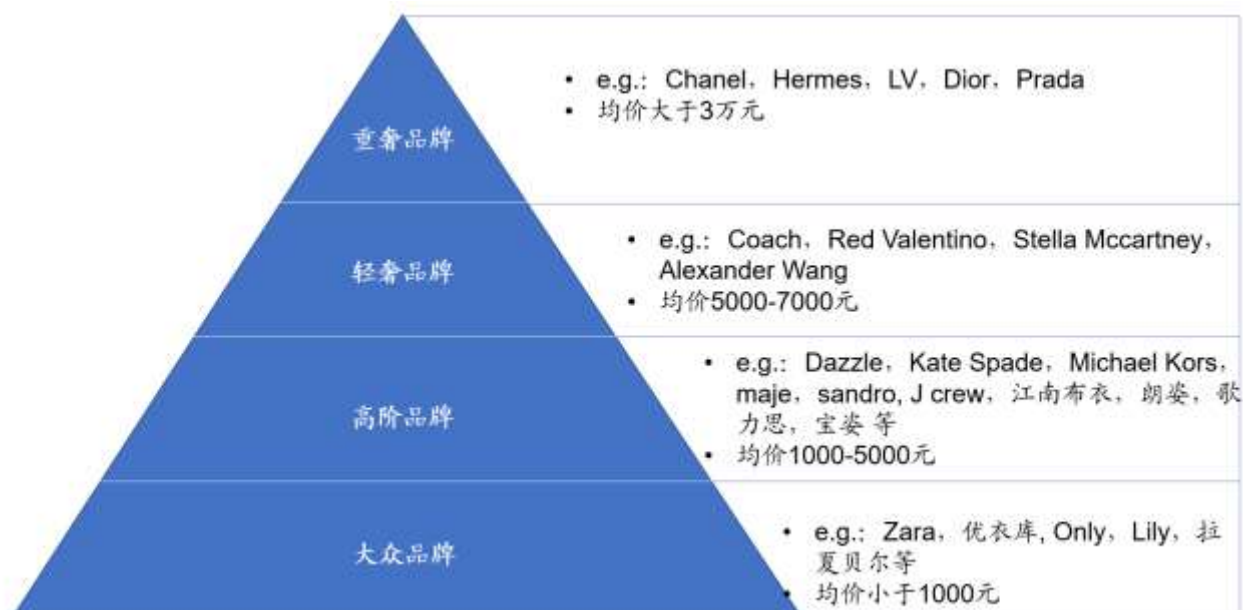
公司概况：多品牌多维度渗透中高端时装市场，品牌辨识度强

打造中高端时尚女装品牌矩阵，定位偏年轻化、潮流化

国内女性时装市场主要可以分为重奢、轻奢、高阶、大众等四类。具体来看：

- 1) 国内女装市场的最高端基本由国际奢侈品牌如 Chanel、Hermes、LV 等占据，均价在 3 万元以上，此类品牌的共同点是创立时间悠久、定价高昂。对于消费者而言，这些品牌可替代程度较低，消费者看重的更多是品牌，因此消费者对品牌的议价能力较低；另一方面，一线奢侈品牌长期以来形成的设计风格难以替代，进入壁垒较高。由此，形成了奢侈品市场寡头竞争的格局。
- 2) 轻奢品牌主要有 Coach、Red Valentino、Stella McCartney、Alexander Wang 等，均价大多在 5000-7000 元之间，是“奢侈品的入门价格”。这些品牌中有历史悠久的国际品牌，也有新兴高端设计师品牌。此类品牌以时尚丰富的产品线、精良的做工和“触手可及的价格”吸引中产及以上的女性消费者。
- 3) 高阶品牌主要有 Dazzle、江南布衣、maje、sandro、朗姿等品牌，均价在 1000-5000 元之间。这个定位中包括了较多的新晋品牌。在高端品牌已经深度扎根的竞争环境下，新晋品牌往往以精准独特的定位、风格化的产品引发消费者的共鸣，占据细分市场。
- 4) 大众品牌主要包括 Zara、优衣库、Only 等国际快时尚品牌和拉夏贝尔等本土快时尚品牌，均价在 1000 元以下。快时尚女装品牌往往以丰富的品类、较高的性价比吸引消费者，拥有广泛的消费者群体，头部快时尚品牌 GMV 往往有较大的 GMV。

图 13: 女装市场主要品牌及价格分类



资料来源: 前瞻产业研究院、第三方咨询报告, 国信证券经济研究所整

目前, 地素时尚旗下总共有“DAZZLE”、“DIAMOND DAZZLE”、“d'zzit”和“RAZZLE”四个知名服装品牌, 形成对时装领域多维度、深层次的渗透。具体来看:

- 1) 公司于 2005 年推出中高端时尚女装品牌 DAZZLE, 2020 年收入规模约为 15 亿元, 占公司收入比重接近六成; 产品均价在 1200 元以上, 是公司定价较高的品牌, 品牌的毛利率在 77.7%。
- 2) 公司于 2011 年推出中高端潮流品牌 d'zzit, 2020 年收入规模约为 8.6 亿元, 占比在三成以上, 产品均价在 750 元以上, 是公司定价较低的品牌, 品牌的毛利率在 74.0%。
- 3) 公司于 2010 年推出高端女装品牌 DIAMOND DAZZLE, 2020 年收入规模约为 2 亿元, 占比不到一成; 产品均价在 2500 元以上, 品质比肩高定时装, 是公司定位最为高端的品牌, 品牌毛利率为 80.6%。
- 4) 公司于 2017 年下半年推出了中高端男士时装品牌 RAZZLE, 2020 年收入规模约为 1532 万元, 占比不足 1%; 产品均价在 1000 元以上, 目标定位与 DAZZLE 较为接近, 品牌毛利率为 77.7%。

图 14: 地素时尚四大品牌介绍

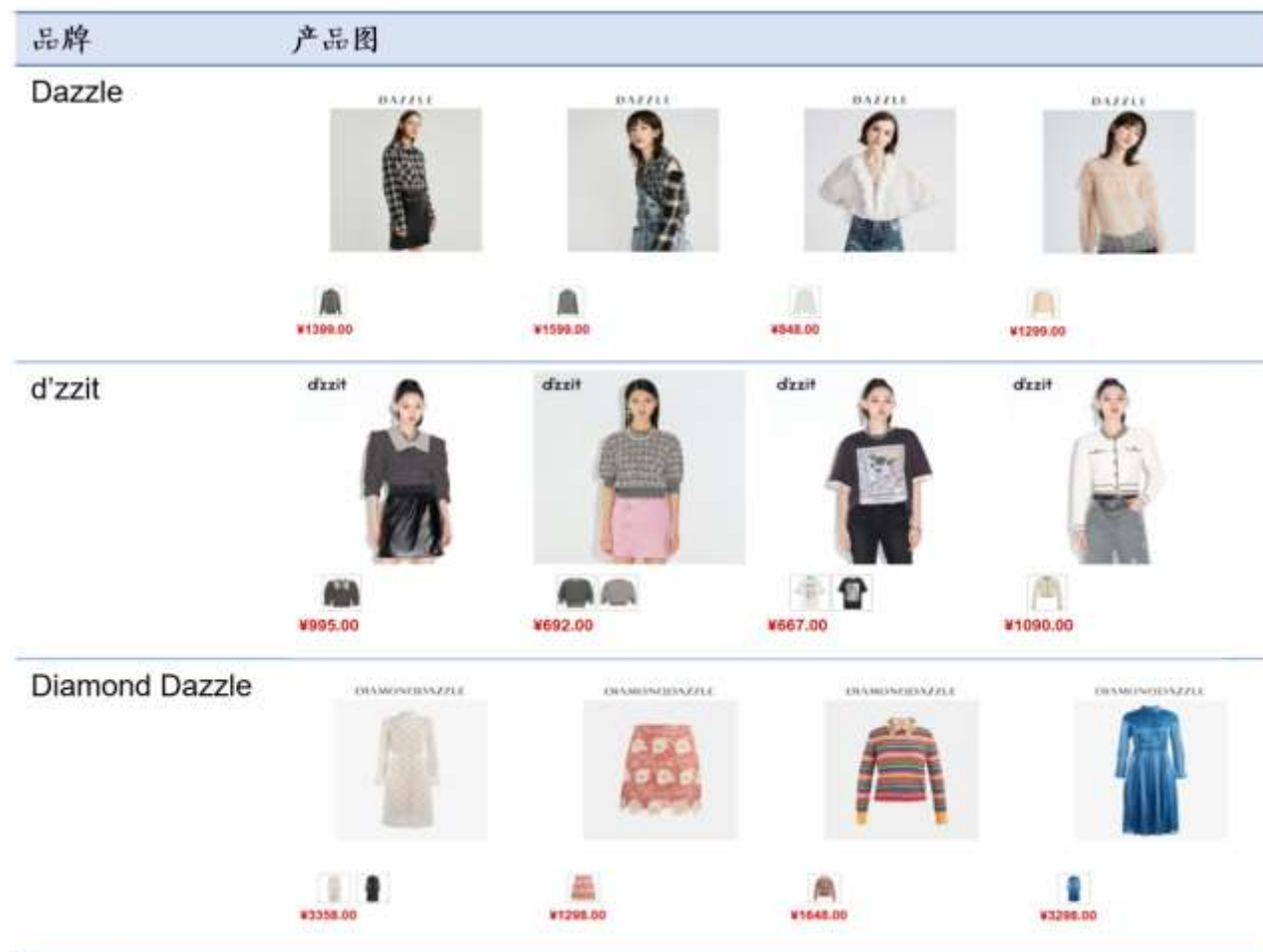
品牌	创立时间	定位	ASP	收入毛利	渠道结构	产品
Dazzle DAZZLE	2005年	在独特的设计和细腻的质感间寻求平衡。为当代新女性提供丰富的着装选择。	约1260元	收入14.9亿元，占比57.9%，毛利率77.7%。	截至21年一季度末，直营/经销店数分别为180/442家。	
D'zzit d'zzit	2011年	古灵精怪，创造出一个想象力丰富的衣柜，鼓励女孩们进行自由有趣的混搭。	约2670元	收入8.6亿元，占比33.7%，毛利率74.0%。	截至21年一季度末，直营/经销店数分别为139/323家。	
Diamond Dazzle DIAMOND DAZZLE	2010年	从艺术中汲取灵感，结合精致手工与优良材质，带来比肩高级定制的年轻时装产品。	约771元	收入2.0亿元，占比7.7%，毛利率80.6%。	截至21年一季度末，直营/经销店数分别为31/20家。	
Razzie RAZZLE	2017年下半年	在潮流与经典之间平衡有度，以精良剪裁和匠心品质，满足当代男性不同场合的着装需求。	约1087元	收入1531.8万元，占比0.6%，毛利率77.7%。	截至21年一季度末，直营店为10家。	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

业务分析：公司品牌风格明晰、辨识度高、设计感强

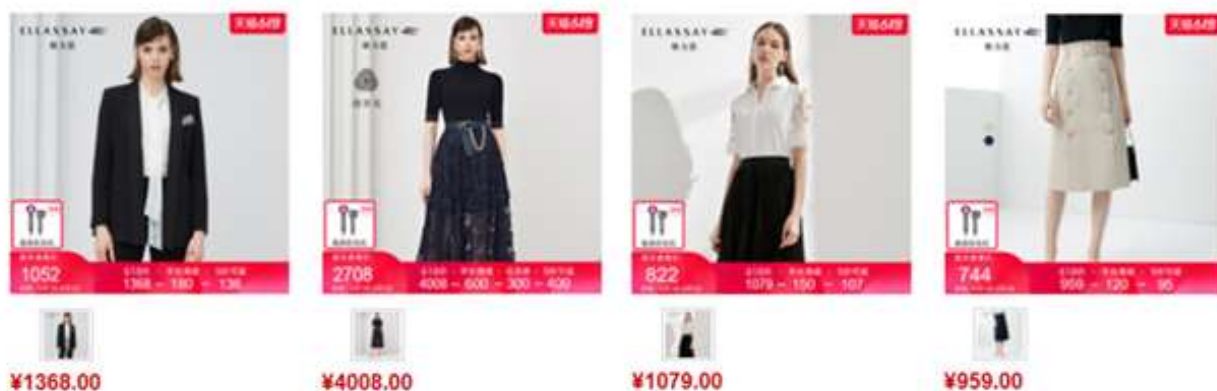
中国女装市场品牌众多，竞争激烈，脱颖而出的品牌往往具有较为清晰的定位、明确的**品牌风格、丰富的产品线（或品牌）**。相比于歌力思和江南布衣，公司的品牌风格较为潮流，设计偏活泼、年轻化。Dazzle 风格潮流时尚、配色鲜明大胆，在大众中彰显个性。d'zzit 是 Dazzle 的姐妹品牌，但与 Dazzle 有明显的区隔。d'zzit 的风格独立率性、古灵精怪，产品方面潮流、多样，具有较强的混搭能力。Diamond dazzle 主打实用主义的奢华，产品做工精致、材质优良，是比肩高级定制的年轻时装产品。总体来说，公司的品牌风格以年轻化、潮流活泼、色彩鲜明、个性设计为特色，辨识度较高。而其他规模较大的女装品牌，如歌力思，风格优雅沉稳、气质独立时尚，致力于为自信独立、聪颖智慧的现代女性塑造优雅含蓄、温柔婉约的形象；江南布衣风格浪漫自然，色彩沉稳雅致。

图 15: Dazzle 潮流时尚, d'zzit 率性多样, Diamond Dazzle 年轻化高定



资料来源: 淘宝网、公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 16: 歌力思产品适合熟龄女性, 风格优雅沉稳



资料来源: 淘宝网, 国信证券经济研究所整理

图 17：江南布衣风格浪漫自然，色彩沉稳雅致

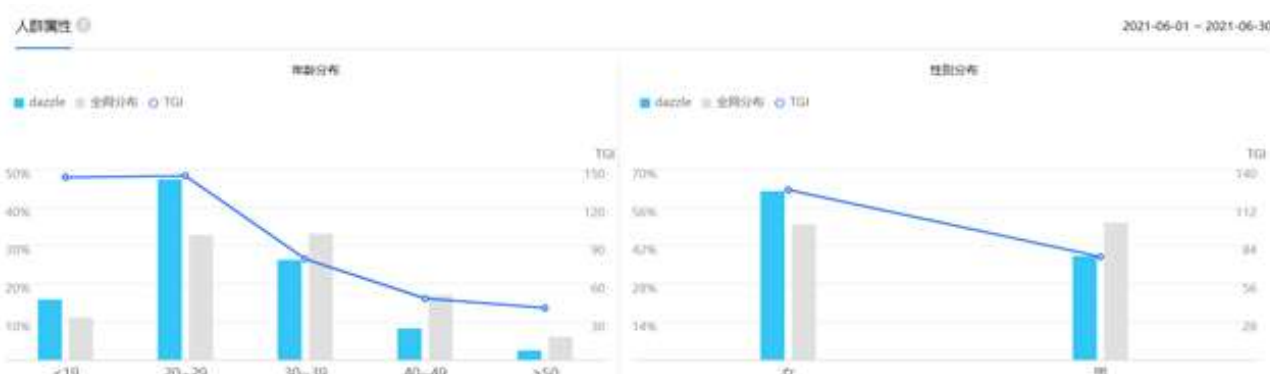


资料来源：淘宝网，国信证券经济研究所整理

从客群方面来看，公司的 Dazzle 品牌客群年轻化特征明显，年轻客群购买意愿强烈。客群年龄分布方面，Dazzle 品牌的客群有接近二成在 20 岁以下，有接近五成在 20 至 29 岁之间，共有接近七成的客群年龄在 30 岁以下；歌力思品牌的客群有约四成在 20~29 岁之间，接近四成的客群分布在 30~39 岁之间，有八成的客群集中在 20~40 岁之间；江南布衣约五成的客群在 20~29 岁之间，约一成的客群在 19 岁及以下，约三成的客群年龄在 30~39 岁之间，共有六成的客群年龄段在 30 岁以下。与其他的本土高阶时尚女装品牌相比，Dazzle 有更多的 20 岁以下的客群，20~30 岁客群占比多于歌力思、与江南布衣相近，30~40 岁客群占比少于歌力思和江南布衣。

从购买意愿上来看，年轻消费者十分偏好购买 Dazzle 品牌。TGI 指数是指 Target Group Index（目标群体指数），如果 TGI 大于 100 表示某个年龄段的人群对某品牌的偏好度较高，反之则较低。Dazzle 在 30 岁以下的年轻客群中的 TGI 接近 150，表明年轻消费者对于 Dazzle 品牌的购买意愿十分强烈；而江南布衣/歌力思在其主力客群中的 TGI 分别为 140/120。

图 18：Dazzle 是较为年轻化的品牌，接近七成的客群在 30 岁以下，年轻客群购买意愿十分强烈



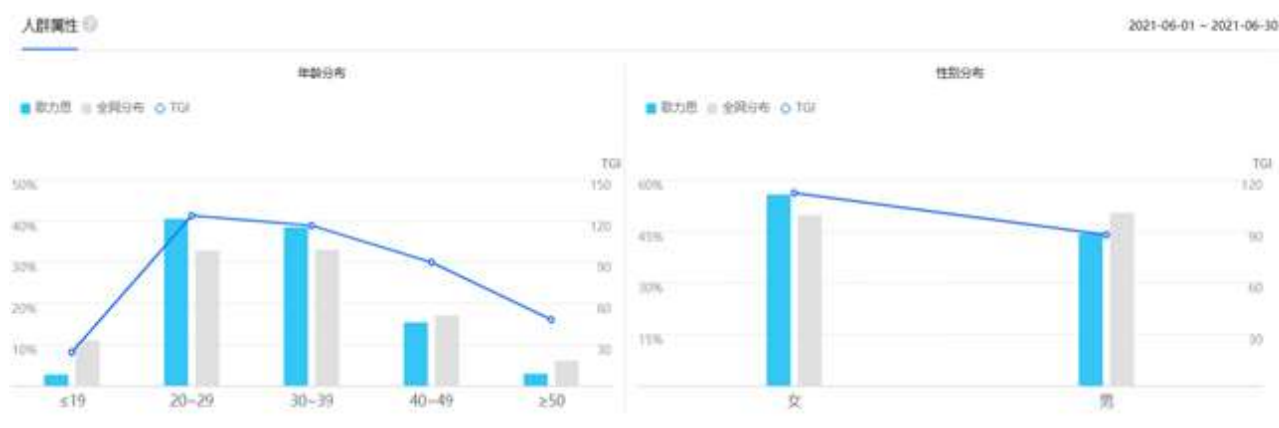
资料来源：百度指数，国信证券经济研究所整理

备注 1：人群属性是指关注该关键词的用户性别、年龄分布

算法说明：根据百度用户搜索数据，采用数据挖掘方法，对关键词的人群属性进行聚类分析，给出用户所属的年龄及性别的分布及排名

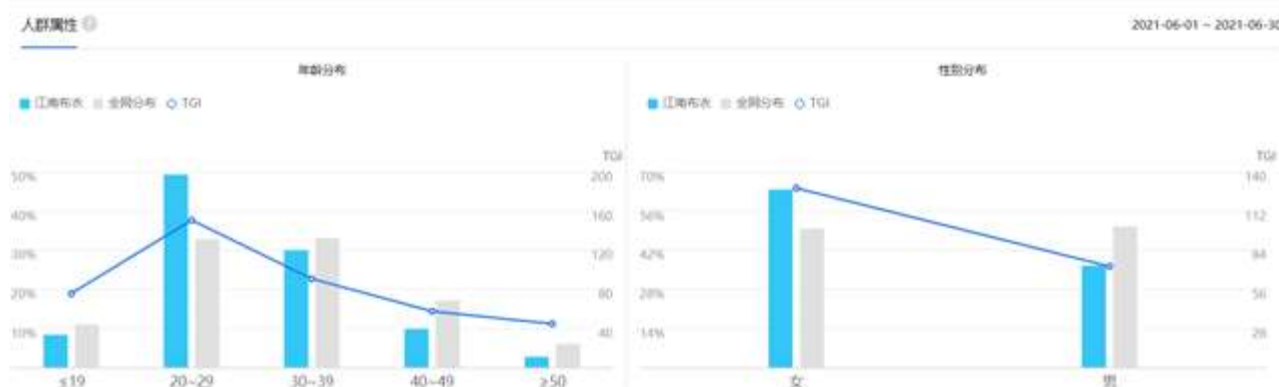
备注 2：TGI 指数 = (目标群体中具有某一特征的群体所占比例 / 总体中具有相同特征的群体所占比例) * 标准数 100。

图 19：歌力思八成的客群集中于 20%~40%之间，相对于行业较为年轻化，主力客群购买意愿较强



资料来源：百度指数，国信证券经济研究所整理
备注：同上图

图 20：江南布衣六成的客群在 30 岁以下，20~30 岁之间的顾客购买意愿强烈



资料来源：百度指数，国信证券经济研究所整理
备注：同上图

公司的定位为高端女装品牌集团，产品受到消费者的广泛认可。根据百度指数的需求图谱，消费者心目中，公司主品牌 Dazzle 与欧时力等中高端轻商务女装，以及 Mo&Co、珂拉蒂尔、JORYA 等高阶女装品牌联系密切，与“地素时尚”、“高端女装品牌”等词汇联想密切，说明消费者对 Dazzle 的认知为高端女装品牌，而对地素时尚公司的认知为高端女装品牌集团。从搜索热度方面来看，地素在同类品牌当中的搜索热度排名第三，仅次于线上销售为主的伊芙丽和规模更大的欧时力，说明公司的品牌具有较为强大的粉丝基础，获得了广泛的消费者认可。

图 21：2020 年 6 月 Dazzle 品牌相关词

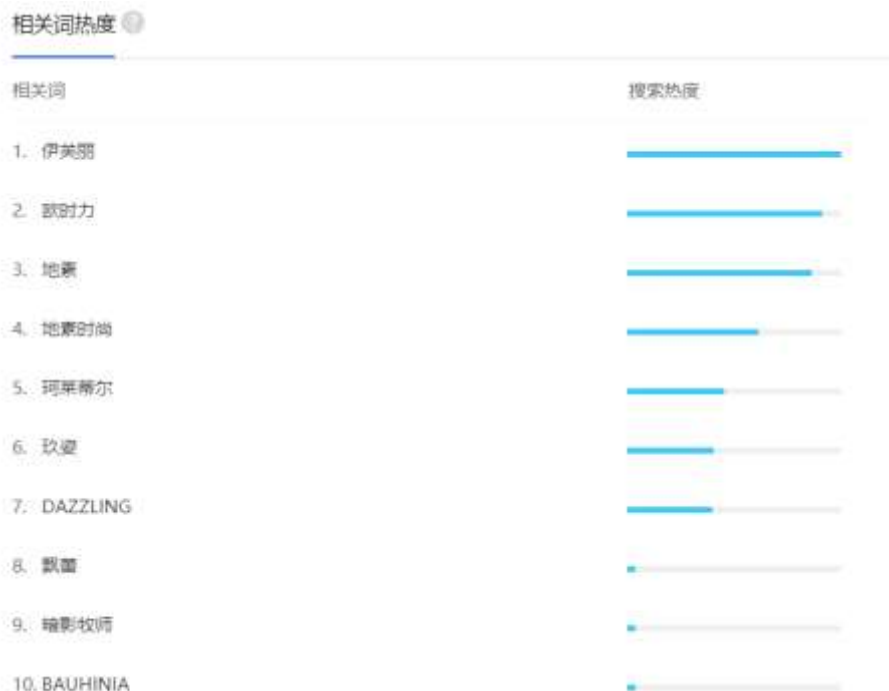


资料来源：百度指数，国信证券经济研究所整理

注：通过用户在搜索该词的前后的搜索行为变化中表现出来的相关检索词需求

算法说明：综合计算关键词与相关词的相关程度，以及相关词自身的搜索需求大小得出。相关词距圆心的距离表示相关词与中心检索词的相关性强度；相关词自身大小表示相关词自身搜索指数大小，红色代表搜索指数上升，绿色代表搜索指数下降

图 22：2021 年 6-7 月百度搜索指数排行同行对比



资料来源：百度指数，国信证券经济研究所整理

备注：算法反映用户在搜索中心相关搜索汇总，并综合计算汇总词的搜索指数，并以此降序排名

与定位较为相近、目标客户相似的品牌相比，公司的产品设计元素丰富，在品牌力方面具有深厚的壁垒。由于销量最高的单品往往可以反映品牌在消费者心目中的定位，因此选取同类品牌在 2021 年 7 月天猫旗舰店中最为热销的衬衫进行对比。与同类品牌的热销衬衫相比，在轮廓、色彩、图案方面，Dazzle 的设计元素丰富许多，在面料的选用方面兼顾了舒适和设计感，形成鲜明的品牌

风格。

1992 年让·诺埃尔·卡普费雷(Jean-Noël Kapferer)发明了第一个解决品牌识别复杂难题的分析工具-品牌识别棱镜,品牌识别棱镜包括六个方面:“物质(外表)”、“关系”和“反映(表达)”是品牌的外部因素,而“个性”、“文化”和“自我形象”是内部因素。公司产品丰富的设计元素不仅向消费者传达了品牌风格,也向消费者传达了品牌“独特、个性、有趣”的品牌个性,在中高端消费者心目中形成了“潮流、轻奢”的形象,从公司品牌搜索热度业内领先可以看出,品牌的粉丝基础深厚,品牌文化内涵获得了较多消费者的认可。由此看来,公司的品牌辨识度较高,在品牌力方面具有较为深厚的壁垒。

图 23: Dazzle 与类似品牌衬衫单品对比

品牌	产品图	价格	轮廓元素	色彩图案元素	主料面料
Dazzle		1199	泡泡袖复古裁剪、后背绑带、收腰设计、V领	多啦A梦联名老花印花	100%棉印花布
欧时力		439	橡皮筋收腰	多种纯色可选	100%聚酯纤维
Mo&Co		1699	非常规领带、廓形 / 裁剪、口袋		100%三醋酸纤维
珂拉蒂尔		709	非常规袖口、暗扣、 / V领		90.9%聚酯纤维+9.1%氨纶
JORYA		859	方领、泡泡袖、后 / 背蝴蝶结		63.2%聚酯纤维+23.5%粘纤+13.3%锦纶

资料来源:淘宝网,国信证券经济研究所整理

图 24：地素品牌识别棱镜



资料来源：公开资料、公司资料，国信证券经济研究所整理

财务分析：财务稳健，年均派息超过七成

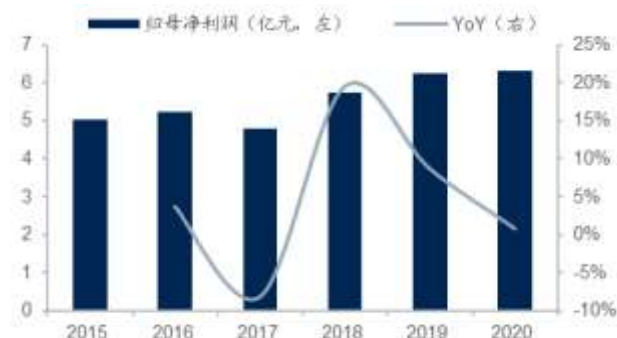
2020 年，公司营业收入 25.6 亿元，同增 7.8%；20 年执行了新的收入准则，将商场提成计入营业收入，预计可比口径下收入持平略增 1-2%；15-19 年收入 CAGR 为 6.5%；归母净利润为 6.3 亿元，同增 0.9%，15-19 年 CAGR 为 5.5%。

图 25：2015-2020 年公司营业收入与变化情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 26：2015-2020 年公司归母净利润与变化情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

分品牌来看，20 年 DA 品牌收入 14.8 亿元，15-19 年 CAGR 为 5.7%，20 年同增 8.2%，占比接近六成；DZ 品牌收入 8.6 亿元，15-19 年 CAGR 为 9.1%，20 年同增 6.3%，占比超过三成；DM 品牌收入 5.8 亿元，15-19 年 CAGR 为 0.8%，20 年同增 9.7%，占比接近一成；RA 品牌目前体量较小，20 年收入规模约为 1532 万元，占比不足 1%。

图 27: 2015-2020 分品牌收入与变化情况



资料来源：第三方咨询公司、国信证券经济研究所整理

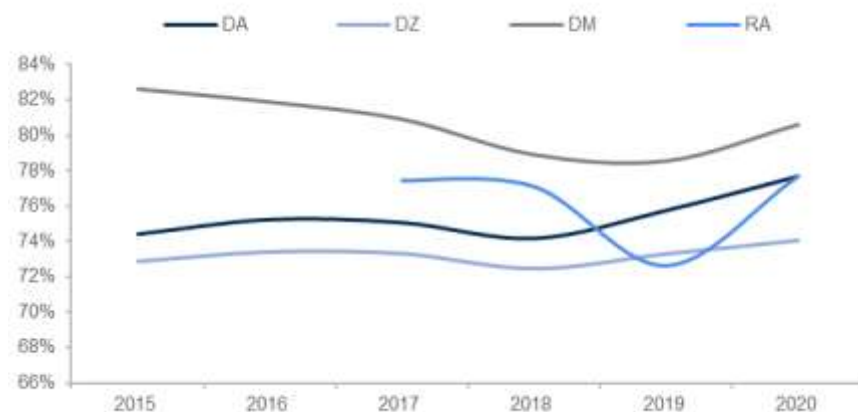
图 28: 2015-2020 分品牌收入占比与变化情况



资料来源：第三方咨询公司、国信证券经济研究所整理

公司的品牌定位较为高端，毛利率均超过 70%。20 年 DA/DZ/DM/RA 的毛利率分别为 77.7%/74.0%/80.6%/77.7%。

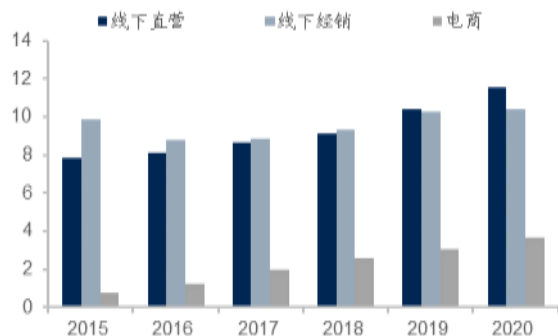
图 29: 2015-2020 年分品牌毛利率



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所

分渠道来看，20 年线下直营/线下经销/电商收入分别为 11.5 /10.4/3.7 亿元，分别占比 45.1%/40.5%/14.4%，毛利率分别为 82.3%/70.7%/76.1%/76.7%。

图 30: 2015-2020 分渠道收入与变化情况



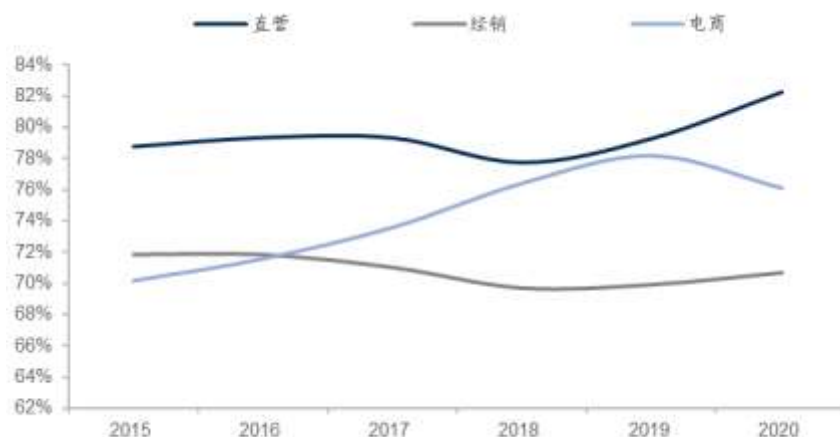
资料来源：第三方咨询公司、国信证券经济研究所整理

图 31: 2015-2020 分渠道收入占比



资料来源：第三方咨询公司、国信证券经济研究所整理

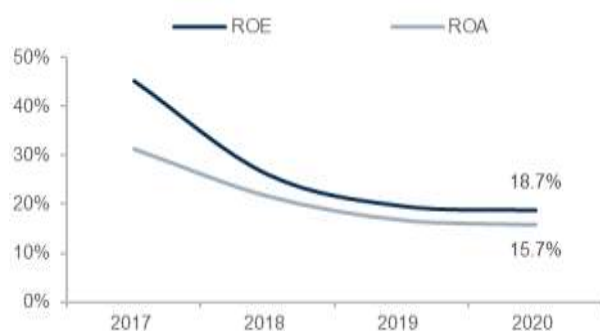
图 32: 2015-2020 年公司分渠道毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

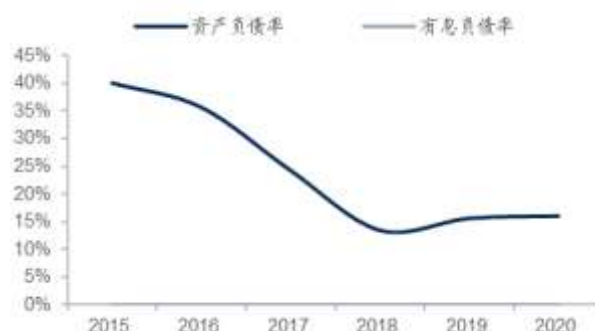
公司的 ROE 水平较高, 近年随负债率的下降而降低。2020 年公司的 ROE 为 18.7%, 在行业内处于较高的水平, 近年来有所降低主要是由于资产负债率的降低。公司的资产负债率近三年在 13-16%, 其中有息负债率为 0%, 处于十分健康的水平。近年公司的存货周转天数维持在 160~180 天左右, 在中高端女装行业中处于较低的水平, 应收账款周转天数为 9~11 天, 应付账款周转天数近年增加至 70 天以上。近年来公司维持较高的派息比例, 17-19 年平均派息比例为 73.5%。

图 33: 2017-2020 年 ROE 与 ROA 变化情况



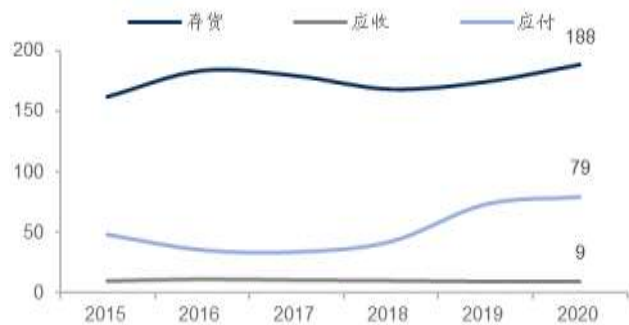
资料来源: 第三方咨询公司、国信证券经济研究所整理

图 34: 2017-2020 负债率与变化情况



资料来源: 第三方咨询公司、国信证券经济研究所整理

图 35: 2015-2020 分渠道收入与变化情况



资料来源: 第三方咨询公司、国信证券经济研究所整理

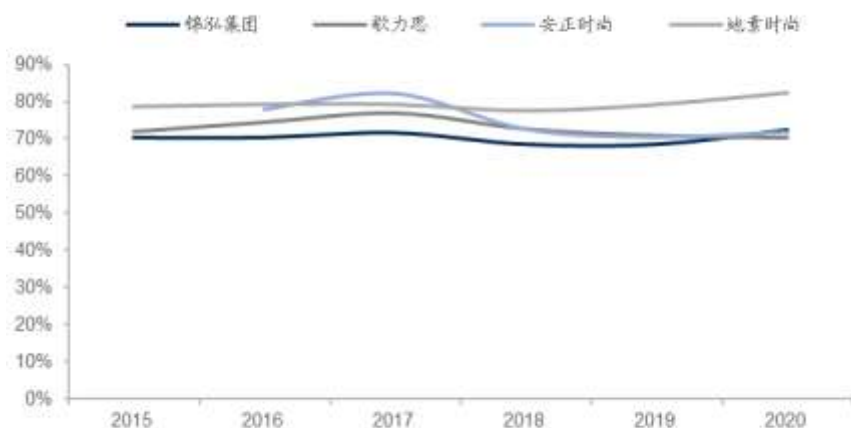
图 36: 2017-2020 派息比例与变化情况



资料来源: 第三方咨询公司、国信证券经济研究所整理

公司产品的毛利率在同行业处于较高水平, 品牌力突出。中国的中高端女装企业在品牌建设、设计研发、渠道管理、供应链管理、专业人才等方面存在较高的壁垒, 此外中国的中高端女装加价倍率普遍较高, 因此毛利率普遍较高。17-20 年, 中高端女装企业线下服装直营店的毛利率大多在 70%以上。

图 37: 同行业服装直营店毛利率对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

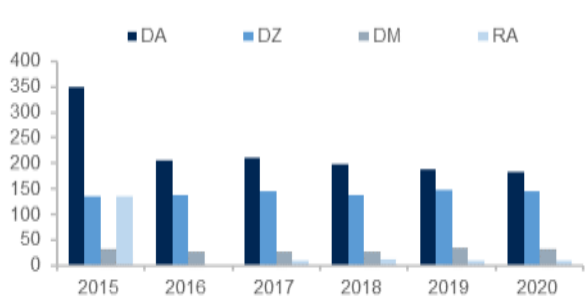
分渠道来看, 公司的直营渠道近年有收缩的趋势但直营渠道收入有所增长, 主要是由于公司侧重店效的增长。而在经销方面, 公司的经销店铺数量稳步提升, 收入增速快于店铺数量增速。

图 38: 2015-2020 公司分渠道门店数量


资料来源: WInd、国信证券经济研究所整理

图 39: 2015-2020 公司线下分渠道收入金额 (单位: 亿元)


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

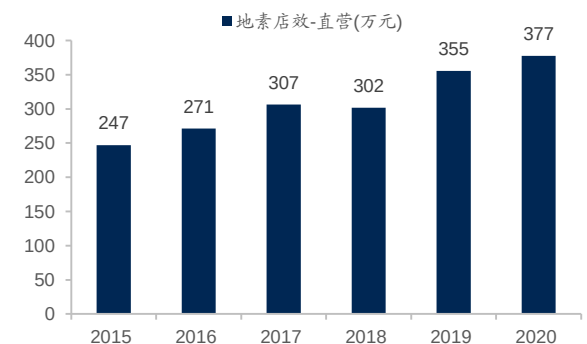
图 40: 2015-2020 公司分品牌直营门店数量


资料来源: WInd、国信证券经济研究所整理

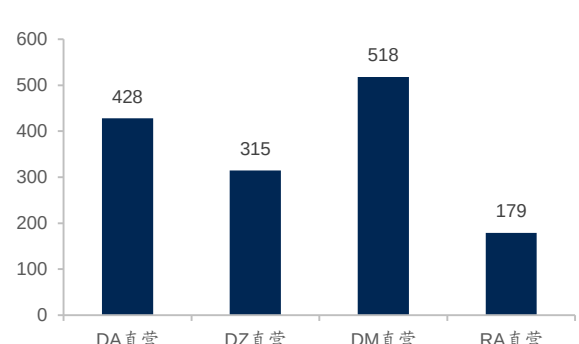
图 41: 2015-2020 公司分品牌经销门店数量


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从店效方面来看, 公司近年的店效稳步提升, 近五年 CAGR 为 9.4%。分品牌看, DA 店效较高且提升较快, 20 年店效为 427 万元, 近五年 CAGR 为 20.9%; 20 年 DZ 的店效为 314 万元, 近五年 CAGR 为 7.1%; 20 年 DM 的店效为 313 万元, 近五年 CAGR 为 1.4%; 新品牌 RA 在 20 年的店效为 153 万元, 近两年 CAGR 为 42.7%。

图 42: 2015-2020 公司直营店店效变化情况


资料来源: WInd、国信证券经济研究所整理

图 43: 2020 年分品牌直营店店效 (单位: 万元)


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

具体看公司的单店模型，直营门店经营利润率较高。近年公司直营门店的毛利率在 80%左右的水平；而包括租金、商场费用和装修在内的固定成本占收入比重的 34%~36%之间；人工占比在 16%~20%之间，近年随着店效提升有下降的趋势；杂项费用占比较低，在 1%以下；其他费用占比在 3%~7%之间，有所上升，主要是由于公司近年推出较多 IP 联名产品产生了较多的品牌使用费。综合来看，公司的门店经营利润率在 16%~22%之间，在行业内处于较高的水平，疫情发生前毛利率（经回溯调整）较高，费用率总体呈下降趋势，经营利润率有提升趋势。

公司的经销门店经营利润率略低于直营门店，主要分布于三四线城市。如果假设终端销售折扣为 88-90 折，固定成本占比约 20~25%，人工占比在 11%~15%，杂项费用占比为 1%，则经营利润率在 10%左右的水平。

表 8：2017-2020 公司直营门店单店模型

单店模型-公司层面	单位	2017	2018	2019	2020
直营门店数量	家	350	375	365	358
门店平均收入	万元	307	302	355	377
店均租金	万元/家/年	93	93	101	111
店均装修	万元/家/年	14	17	19	22
店均商场费用	万元/家/年	88	90	104	120
店均人工	万元/家/年	64	67	69	61
店均杂项	万元/家/年	3	3	4	3
店均其他费用	万元/家/年	10	11	19	24
毛利率		80.7%	79.2%	80.6%	82.3%
固定成本占比		34.2%	35.8%	34.3%	36.5%
人工占比		15.1%	15.4%	14.3%	14.7%
杂项费用		4.6%	5.5%	5.4%	5.8%
其他费用		14.4%	14.9%	14.7%	15.9%
经营利润率		20.7%	22.3%	19.4%	16.2%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

备注: 由于 2020 年公司会计政策有所调整, 商场提成计入收入而商场费用计入销售费用, 计算结果经过回溯调整。

备注 2: 商场店会产生商场费用, 假设商场店占店铺总数的约 50%。

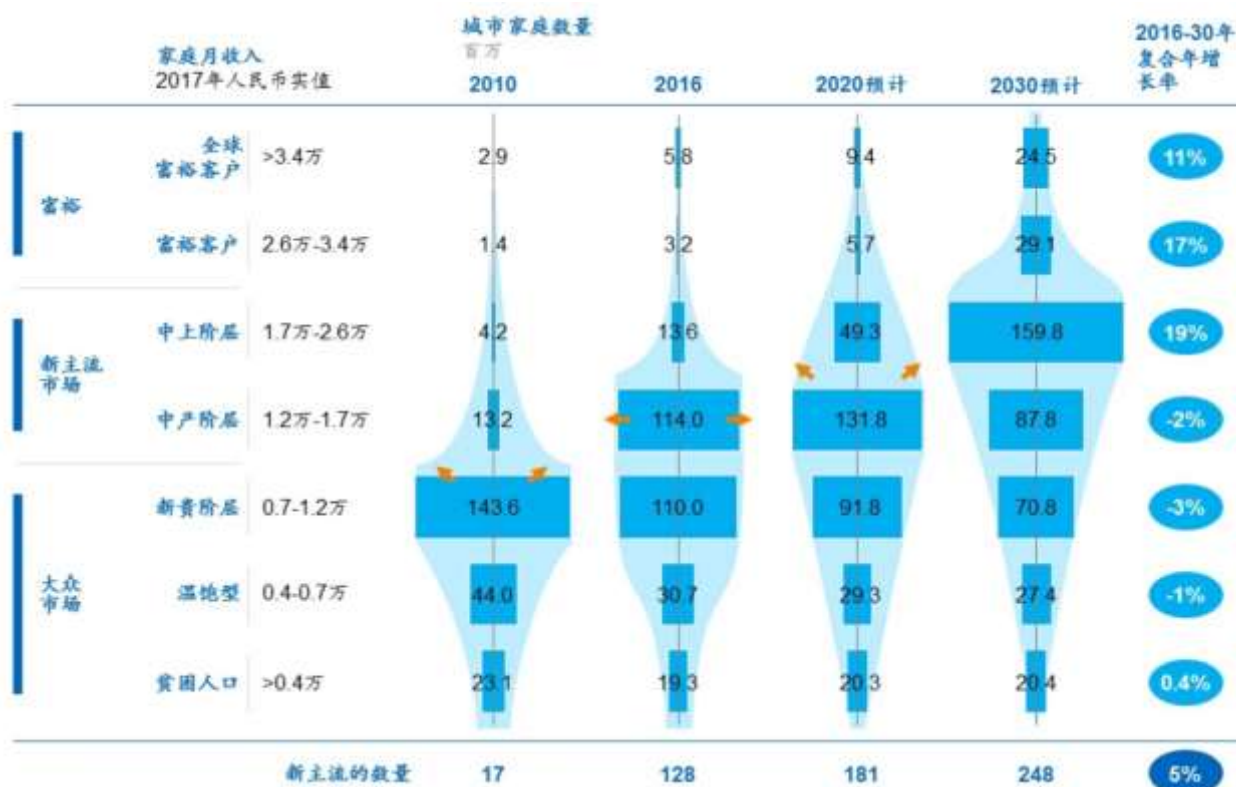
备注 3: 经回溯调整, 统一使用 20 年的会计政策

增长动力：市场扩容、品牌力强劲、数字化赋能，将推动公司持续快速提升

消费人群规模扩大推升中高端女装市场扩容

中高端女装消费人群的规模将不断上升，未来市场增长动力充足。从需求端来看，随着中国的城镇化发展，中产阶级及以上的家庭数量不断攀升。根据麦肯锡咨询的预测，2020 年的中产及以上阶层相比 2016 年将增加约 43.6%（年均增长 9.5%），预计到 2030 年，中产及以上阶层将成为数量最为庞大的人群，消费人群规模的上升将有效拉动中高端女装市场未来的增长。

图 44: 中国新主流家庭数量和占比变化及预测



资料来源:麦肯锡咨询报告, 国信证券经济研究所整理

近年中高端女装应用场景和客群有所拓宽。除了中高端女装的传统客群, 根据麦肯锡咨询报告, 奢侈品的传统客群也在逐渐调整自己的“购物车”, 在购买高价重奢的基础上, 逐步购入轻奢产品, 以平衡自己衣帽间的品质和价格。明星私服街拍印证了这一趋势, 公司的 Dazzle、d'zzit 等品牌常常与 Hermes、Bottega Veneta、Jimmy Choo 等奢侈品鞋包进行搭配。随着中高端女装的消费人群不断扩大, 将持续推市场规模快速提升。

图 45: Dazzle、d'zzit 等品牌常常与 Hermes、Bottega Veneta、Jimmy Choo 等奢侈品鞋包进行搭配



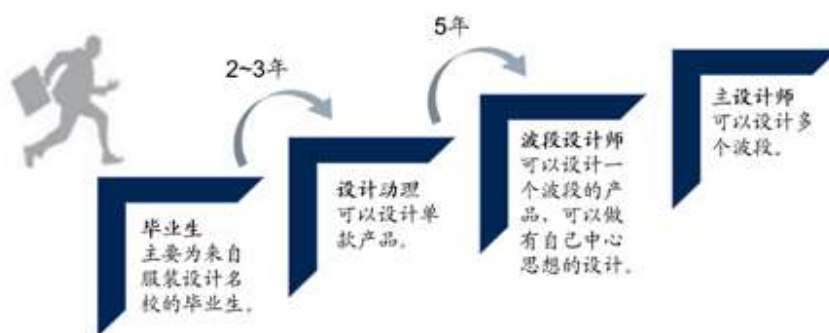
资料来源: 公开资料, 国信证券经济研究所整理

原创设计的产品筑就强品牌力, 营销方面有提升空间

公司的设计团队均为自主培养, 造血能力强, 设计品质稳定。截至 2020 年 12 月 31 日, 公司的设计研发中心共有 191 名成员。公司具有较为完备的设计师培养体系, 注重设计人员的全方面自主培养, 既具有国际时尚触觉, 又深谙

本土化审美。在种子阶段，公司就选择服装设计名校的毕业生，经过 2~3 年的培养成为可以设计单款服装的设计助理，再经过 5 年左右的成长成为波段设计师，最终通过公司的重重考验成为可以设计多个波段的主设计师。公司服装主设计师均在中国时装设计界拥有多年工作经验；公司通过核心设计人员持股、提供相关专业培训等方法保证团队的稳定。未来，公司将持续加大产品研发的投入，用研究的心态、匠人的精神不断提升产品的工艺、功能、设计感，以独特的设计创意、丰富的内涵故事打动人心。

图 46：公司设计师成长路径



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

近年来，公司的产品的设计风格逐渐受到市场的认可。2017-2020 年，公司每季度均设计近千款 SKU，线上天猫旗舰店目前维持每周一次的上新频率，凸显了公司强大的设计能力。而长期累积的产品将沉淀成为宝贵的品牌资产。目前，公司的产品力和品牌力已受到了广泛的认可。公司线下会员数量约为 75 万名，而线上粉丝数为线下会员的 5~6 倍，且呈现稳步增长的趋势，表明公司的品牌力已受到了越来越多消费者的广泛认可。

与类似品牌的天猫官方旗舰店相比，公司的 Dazzle 牌粉丝基础深厚，Dzzit 粉丝数快速提升，具有强劲的增长潜力。公司的 Dazzle 旗舰店粉丝基数较大，超过多数同行，为歌力思/江南布衣/JORYA 的超过 4.3 倍/约 1.5 倍/3.3 倍，为 Ochirly 和 Mo.&Co 的约 70%；均价较低的 Dzzit 旗舰店粉丝基数虽然不属于领先，但粉丝数增速处于十分领先的水平，而销售额方面 Dzzit 基本与 Dazzle 持平。由此看来，公司的 Dazzle 品牌力已受到了较为广泛的认可，而 Dzzit 的品牌力快速提升，随着未来消费的进一步升级和线上消费者对设计师品牌认知能力的提升，公司的线上渠道有望放量。

表 9：地素各品牌与类似品牌天猫官方旗舰店商品、粉丝数与均价对比

店铺名称	线上粉丝数	月均粉丝增速	在售 SKU 数量	平均日销售额	平均售价
Dazzle 官方旗舰店	422 万	10143	1444	106 万元	1162 元
D'zzit 官方旗舰店	219 万	28286	1304	104 万元	843 元
歌力思官方旗舰店	99 万	7041	971	41 万元	1402 元
江南布衣官方旗舰店	275 万	28154	1908	179 万元	742 元
珂莱蒂尔官方旗舰店	148 万	11615	2019	150 万元	1166 元
ochirly 官方旗舰店	633 万	9826	1842	167 万元	488 元
Mo.&Co 官方旗舰店	582 万	30923	1692	291 万元	774 元
JORYA 官方旗舰店	127 万	27692	1670	281 万元	798 元
平均	313 万	19210	1606	165 万元	922 元

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

备注: 平均数据选取 2020 年 6 月至 2021 年 6 月

在营销方面, 公司以往主要采取较为传统的方式, 如大秀、IP 联名、明星代言等, 在新兴的营销方面仍有提升的空间。从小红书种草的方面来看, 公司的 DA 和 DZ 品牌笔记数量分别为 6 万篇和接近 3 万篇, 种草博主总数分别为超过 6000 个和超过 2300 个, 互动数分别约为 6000 次和 600 次, 均明显少于江南布衣、Lily 等零售规模接近的品牌。公司各品牌的粉丝基数较大、品牌调性受到越来越多消费者的广泛认可, 未来加强营销将使得公司强劲的品牌力得到更好的发挥。

表 10：地素各品牌与类似品牌小红书粉丝互动量与种草数

	昨日互动增量	总互动量	总种草博主数	总笔记数
DAZZLE	6,137	176.5w	6,578	6.3w
Dzzit	633	42.5w	2,332	2.8w
JNBY/江南布衣	7,872	441.5w	1.7w	7.9w
Ochirly/欧时力	1,938	215.3w	5,956	1.6w
Lily	3w	721.7w	2.3w	3.9w

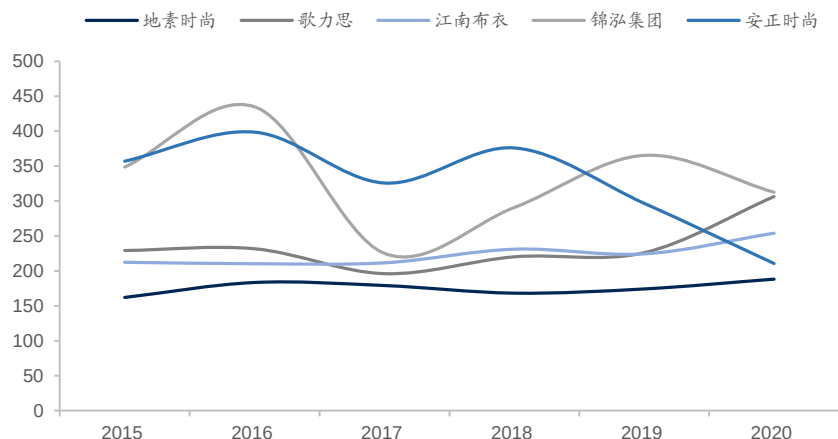
资料来源:蝉妈妈, 国信证券经济研究所整理

商品运营能力较强, 经营效率保持业内领先

公司的商品管理能力较强, 存货低于同行、库龄结构不断优化, 长期来看谨慎的商品管理。具体看:

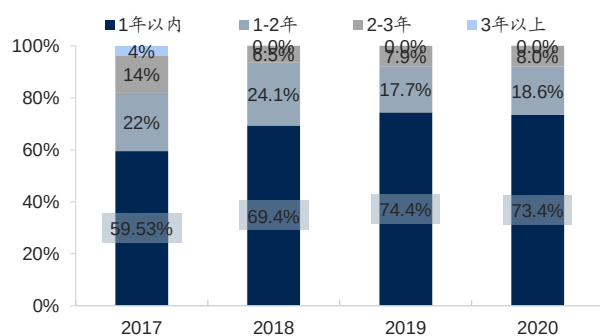
1. 在过去几年, 公司的存货周转天数在 160~180 天左右, 而同行的存货周转天数在 200~300 天之间, 公司近年的存货周转天数明显低于同行。近年来公司的库龄结构不断优化, 至 20 年库存中 1 年以上的旧货占比下降至 20% 以下, 而同行 1 年以上库存的占比接近三成。好于同行的存货周转和不断优化的库龄结构主要得益于公司的供应链管理。
2. 在供应链管理方面, 公司以销定产, 保证合理的下单量, 从源头上减少商品滞销而带来的库存积压风险。此外, 公司还在不影响品牌力的情况下积极清理过季库存, 通过奥莱店、剪标店、抖音等渠道进行消化, 对品牌力形成了较好的保护。

图 47: 2015-2020 年公司的库存周转天数低于同行



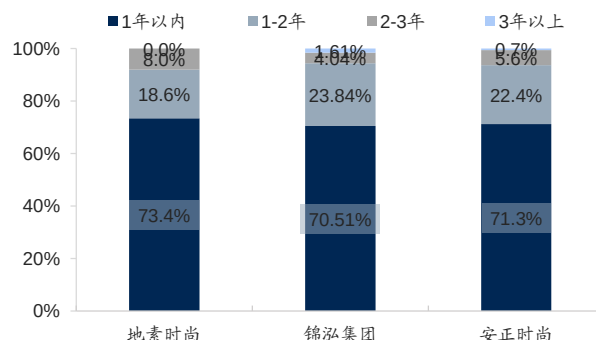
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 48: 2017-2020 年公司库龄结构变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 49: 2020 年公司库龄结构与同行对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

推进数字化提升内部管理, 强化会员体系和零售支持

内部管理方面, 公司将进一步推进数字化, 以提高会员管理能力、强化零售支持、赋能导购。公司从 18-19 年开始建设 CRM 系统, 于 19 年打通了各品牌会员权益, 于 20 年全面打通了微商城与线下直营会员体系。截至 21 年中, 公司的 VIP 会员人数超过 70 万人, VIP 会员主要是指单笔消费满 3800 元或 3 个月累计消费满 6000 元的会员, 其中粘性最高的 VVIP 会员约占二成, 在行业中处于较高的水平。

在会员管理方面, 公司一方面强化 VVIP 等级的分层条件和特权, 吸引更多 VVIP 会员; 另一方面公司借助企业微信及导购 SCRM 工具进行推广。在用户数据更安全有效地沉淀在企业私域的同时, 利用企业微信特有的工具, 进行新会员招募和沉睡会员唤醒, 同时使用会员标签分组等功能, 让导购更清晰地认知、了解、服务客人。

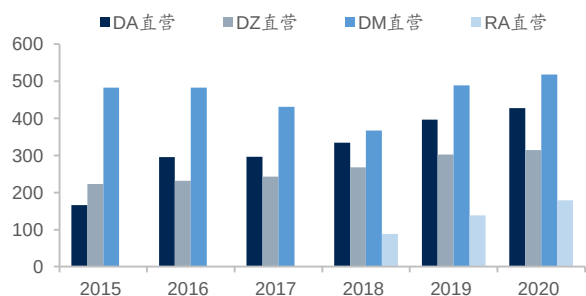
此外，公司还推进“卓越零售项目”，加强精细化管理，提升门店服务和顾客体验。公司将围绕 CRM 系统建设数据中台，采集门店的客流量、成交率和全渠道的客群数据收集和分析，进一步了解消费者，为消费者提供更好的服务和消费体验。

线下渠道规模有进一步提升的空间，潜力较大

公司的线下直营门店店效较高且增长迅速，盈利能力保持较高的水平，成长潜力十分充足。在店效方面，内部管理的加强将放大公司在产品与设计方面的优势，有力推动店效的提升；

1. **DA 店效近年提升迅速，具有进一步提升的空间。**分品牌来看，公司的直营店方面，DA 店效成长迅速，DZ 店效稳健成长，DM 店效基本持平，新品牌 RA 成长迅猛。20 年的 DA/DZ/DM 店效分别为 428/315/518 万元，近五年经回溯调整后的 CAGR 分别为 20.9%/7.1%/1.4%；DA 目前店效较 DM 为低，主要是由于 DM 的单价和定位高于 DA，而近年 DA 店效的增长多数是来自于产品价格和经营能力的提升，在未来有望持续增长。新品牌 RA 在 20 年的店效为 179 万元，近两年 CAGR 为 42.7%，2020 年公司的 RA 品牌已步入良好的成长轨道，而 RA 的定位与近年快速发展的 DA 较为相似，未来有望实现较快的发展。

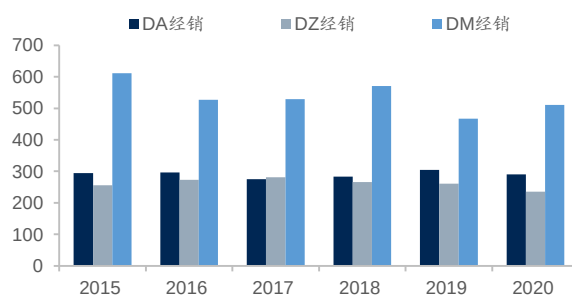
图 50：2015-2020 公司分品牌直营店店效变化（单位：万元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

备注：经回溯调整

图 51：2020 年分品牌经销店店效（单位：万元）

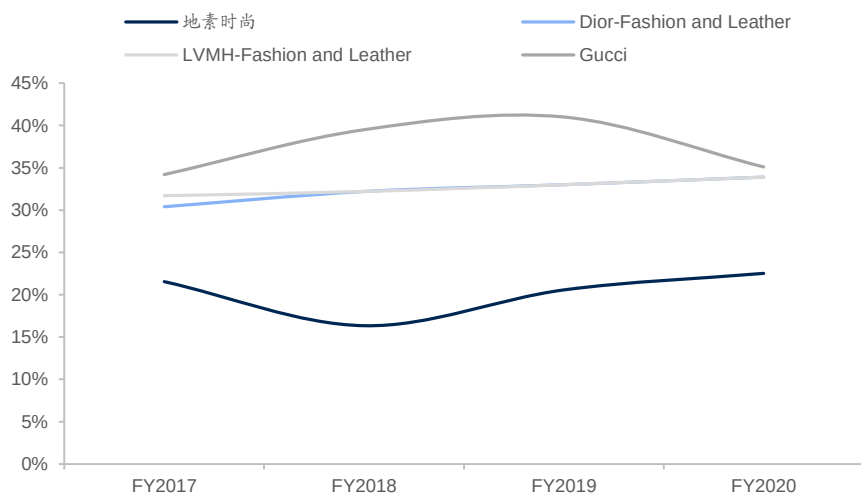


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

备注：经回溯调整

2. **公司的盈利能力较强，但仍有提升空间。**根据测算，公司直营门店的经营利润率为 20~25%，在行业内处于较高的水平。而观察海外轻奢和奢侈品牌，如 Gucci、LV、Dior 等品牌，直营门店的经营利润率可以达到 30%~40%。未来随着公司毛利率的增加、店效的提升和固定成本的摊薄，公司的经营利润率有望实现持续提升。

图 52: 公司与世界知名奢侈品公司经营利润率对比



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

3. 从渠道方面来看, 公司的店铺主要分布于一二线城市, 各品牌的店铺数量有进一步拓展的空间。截至 2020 年底, 公司的 DA、DZ 店铺数量分别为 627/464 家, 而类似品牌的店铺数量在 300~1000 家之间。公司目前的渠道布局以一二线城市开直营门店、三四线城市开经销门店为主, 布局较为均衡, 与其他女装同行较为类似。长远来看, 公司的 DA、DZ 店铺有望继续扩张, 达到 1000 家左右的水平。

图 53: 公司线下渠道分布、数量与同行对比

	Dazzle	D'zzit	歌力思	江南布衣	珂莱蒂尔	欧时力
一线	16.2%	9.8%	19.9%	13.4%	14.6%	19.3%
新一线	25.9%	25.0%	31.5%	27.3%	29.5%	24.5%
二线	20.1%	22.0%	14.5%	20.9%	19.2%	16.4%
三线	16.0%	19.7%	18.7%	17.7%	14.0%	17.1%
四线	11.9%	14.4%	8.3%	12.8%	13.0%	15.0%
五线	8.5%	9.1%	6.2%	6.9%	8.1%	7.5%
店铺数量	627	464	289	914	308	849

资料来源: 公司公告、百度地图, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

- 1) 收入方面，由于公司在疫情期间强化了自身经营能力，预计未来 3 年公司的 DA、DZ、RA、RZ 品牌将实现年均 15% 左右的增长，而刚刚步入正轨的新品牌 RA 将实现每年超过 50% 的快速增长，促使整体收入增长在 15%~17% 的区间。
- 2) 毛利率方面，由于公司的会计政策在 20 年发生调整，旧会计政策下 20 年以前的毛利率偏低。随着公司品牌力的提升，各品牌的毛利率将较 20 年有所提升，预计 DA 的毛利率将提升至 79.0%-79.1% 左右的水平，定位相似的 RA 预计毛利率与之相近；预计定位最高的 DM 毛利率维持在约 80.6%，而定位稍低的 DZ 毛利率在 76%~76.5%。
- 3) 费用支出方面，由于 20 年会计政策的调整，旧会计政策下 20 年以前的销售费用率偏低。由于疫情进入新常态化且公司的收入端恢复情况良好，公司将扩大销售费用进行品牌建设，预计销售费用率将在 37%~38% 左右的水平。在管理费用率方面，由于公司在未来 3 年将对高管进行股权激励，预计管理费用率将增加至 6% 左右的水平。预计未来 3 年公司的研发和财务费用率维持在以往的正常水平。
- 4) 所得税方面，假设未来三年的所得税率维持在 26% 左右的水平。

表 11: 盈利预测的主要假设

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入（百万元）					
DA 营收	1371.6	1483.9	1696.7	1957.0	2266.9
YoY	11.4%	8.2%	14.3%	15.3%	15.8%
占比	57.7%	57.9%	57.5%	57.2%	56.8%
DZ 营收	813.3	864.7	1000.2	1163.9	1360.3
YoY	18.8%	6.3%	15.7%	16.4%	16.9%
占比	34.2%	33.7%	33.9%	34.0%	34.1%
DM 营收	179.1	196.4	225.7	260.9	302.9
YoY	5.2%	9.7%	14.9%	15.6%	16.1%
占比	7.5%	7.7%	7.6%	7.6%	7.6%
RA 营收	10.0	15.3	24.2	37.0	55.5
YoY	8.8%	52.9%	57.9%	52.9%	50.0%
占比	0.4%	0.6%	0.8%	1.1%	1.4%
合计营收	2378.4	2564.2	2950.3	3421.9	3988.4
YoY	13.2%	7.8%	15.1%	16.0%	16.6%
毛利率					
DA	75.8%	77.7%	79.0%	79.1%	79.0%
DZ	73.3%	74.0%	76.3%	76.4%	76.3%
DM	78.5%	80.6%	80.6%	80.6%	80.6%
RA	72.6%	77.7%	79.0%	79.1%	79.0%
费用率					
销售费用	33.6%	38.7%	37.4%	37.5%	37.6%
管理费用	6.1%	5.6%	6.2%	6.1%	5.6%
研发费用	2.7%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
财务费用	-2.5%	-2.8%	-2.8%	-2.8%	-2.8%
其他					
营业利润率	33.7%	31.1%	30.6%	29.7%	29.6%
所得税率	26.3%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
净利润					
归母净利润	624.4	629.9	700.1	788.9	918.6
YoY	8.8%	0.9%	11.1%	12.7%	16.4%
净利率	26.3%	24.6%	23.7%	23.1%	23.0%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理预测

未来 3 年盈利预测

综合以上分析假设, 我们预计公司 21-23 年收入分别为 29.5/34.2/39.9 亿元, 分别同比 15.1%/16%/16.6%; 归母净利润分别为同比 10.3%/13.5%/15.3%, EPS 分别为 1.44/1.64/1.89, 当前股价对应 PE 分别为 15x/13.2x/11.4x。

表 12: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,564	2,950	3,422	3,988
(+/-%)	7.8%	15.1%	16.0%	16.6%
净利润(百万元)	630	695	789	910
(+/-%)	0.9%	10.3%	13.5%	15.3%
每股收益(元)	1.31	1.44	1.64	1.89
EBIT Margin	31.4%	27.0%	27.1%	27.5%
净资产收益率 (ROE)	18.3%	18.8%	19.9%	21.2%
市盈率 (PE)	16.5	15.0	13.2	11.4
EV/EBITDA	13.1	12.9	11.3	9.8
市净率 (PB)	3.0	2.8	2.6	2.4

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理预测

盈利预测情景分析

我们根据乐观、中性、悲观三种情景假设，得到以下盈利预测结果：1）乐观假设下，公司 21-23 年净利润分别为 7.5 亿、8.6 亿、10.0 亿元；2）中性假设下，公司 21-23 年净利润分别为 7.0 亿、7.9 亿、9.1 亿元；3）悲观假设下，公司 21-23 年净利润分别为 6.4 亿、7.2 亿、8.3 亿元。

表 13: 情景分析

情景分析	2020	2021E	2022E	2023E
乐观预测				
营业收入(百万元)	2,564	2,962	3,450	4,038
(+/-%)	7.8%	15.5%	16.5%	17.1%
净利润(百万元)	630	753	859	996
(+/-%)	0.9%	19.6%	14.1%	15.8%
摊薄 EPS	1.31	1.57	1.79	2.07
中性预测				
营业收入(百万元)	2,564	2,950	3,422	3,988
(+/-%)	7.8%	15.1%	16.0%	16.6%
净利润(百万元)	630	695	789	910
(+/-%)	0.9%	10.3%	13.5%	15.3%
摊薄 EPS(元)	1.31	1.44	1.64	1.89
悲观预测				
营业收入(百万元)	2,564	2,939	3,394	3,939
(+/-%)	7.8%	14.6%	15.5%	16.1%
净利润(百万元)	630	638	721	827
(+/-%)	0.9%	1.3%	12.9%	14.8%
摊薄 EPS	1.31	1.33	1.50	1.72
总股本(百万股)	2,564	2,939	3,394	3,939

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

投资建议：看好公司在中高端女装赛道中的出色表现

综合以上分析，我们认为公司具备以下投资价值：1）公司处于中高端女装行业，行业市场有望扩容，公司各品牌有望打开成长的天花板；2）公司的设计能力和商品运营能力业内领先，主力品牌已积累较为深厚的品牌资产，壁垒深厚；3）数字化建设将为公司的内部管理和零售端赋能，推动店效的持续快速提升。疫情进入新常态之后公司有望实现持续快速增长，而公司所在的中高端女装行业总体估值处于服装行业中较低的水平。我们认为给与公司 2022 年 18-19 倍的 PE 是合理的，对应估值区间在 25.9-27.0 元，上调至“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 25.9-27.0 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.9%、风险溢价 8.1%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10

年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2021 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司增发的因素、公司成长性，对行业平均动态 PE 进行修正，最终给予公司 18-19 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

1、宏观经济风险：公司处于服装消费行业，与宏观经济相关性较高，在本次疫情中受到冲击。现在虽然国内疫情已经得到控制，但是公司休闲服饰品牌森马的消费群体为收入中等大众人群，存在消费能力恢复不及预期的风险，从而使公司的零售端业务不及预期，进而影响公司营业收入的增长。

2、市场风险：中高端女装行业市场竞争较为激烈，头部时尚女装企业众多。此外，国际轻奢时尚女装品牌开始进入中国市场，可能导致竞争加剧，可能存在品牌扩张不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1827	2332	2656	3036	营业收入	2564	2950	3422	3988
应收款项	146	168	194	227	营业成本	600	646	745	872
存货净额	310	387	451	531	营业税金及附加	26	156	181	211
其他流动资产	67	77	89	104	销售费用	992	1103	1283	1499
流动资产合计	3375	3991	4417	4924	管理费用	145	249	286	311
固定资产	586	315	291	252	财务费用	(71)	(75)	(90)	(102)
无形资产及其他	33	32	30	28	投资收益	21	32	32	32
投资性房地产	104	104	104	104	资产减值及公允价值变动	(44)	(10)	(35)	(61)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(53)	2	2	2
资产总计	4099	4442	4842	5308	营业利润	797	895	1015	1170
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	54	44	51	59
应付款项	104	130	152	179	利润总额	851	939	1066	1230
其他流动负债	532	600	697	810	所得税费用	221	244	277	320
流动负债合计	636	730	849	989	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	630	695	789	910
其他长期负债	22	22	22	22					
长期负债合计	22	22	22	22	现金流量表 (百万元)				
负债合计	658	753	871	1011		2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	2	2	2	2	净利润	630	695	789	910
股东权益	3439	3688	3970	4296	资产减值准备	2	252	(24)	(38)
负债和股东权益总计	4099	4442	4842	5308	折旧摊销	40	65	69	72
					公允价值变动损失	44	10	35	61
					财务费用	(71)	(75)	(90)	(102)
					营运资本变动	37	237	(9)	(25)
					其它	(2)	(252)	24	38
					经营活动现金流	751	1006	884	1018
					资本开支	17	(54)	(54)	(54)
					其它投资现金流	(975)	0	0	0
					投资活动现金流	(958)	(54)	(54)	(54)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(406)	(446)	(507)	(584)
					其它融资现金流	222	0	0	0
					融资活动现金流	(590)	(446)	(507)	(584)
					现金净变动	(797)	506	324	380
					货币资金的期初余额	2624	1827	2332	2656
					货币资金的期末余额	1827	2332	2656	3036
					企业自由现金流	690	838	693	804
					权益自由现金流	912	893	759	880

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032