

天创时尚(603608)

天创时尚 17H1 半年报点评：基于消费者用户的渠道+组织提效带动主业快速增长，线上业务快速增长并购小子科技未来前景可期 增持(维持)

2017年08月15日

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002
021-60199793
mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号：S0600517070001
021-60199793
chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号：S0600517050003
021-60199793
linjch@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,547.98	1,627.32	1,793.00	1,999.28
同比(%)	-5.07	5.13	10.18	11.50
净利润(百万元)	117.28	170.53	207.00	246.69
同比(%)	12.47	45.41	21.38	19.18
毛利率(%)	57.16	58.64	58.97	59.48
ROE(%)	9.68	10.71	12.31	13.85
每股收益(元)	0.44	0.44	0.53	0.63
P/E	46.50	31.98	26.34	22.10
P/B	3.51	3.34	3.15	2.98

事件:

公司公布半年报，业绩同比上升 75.57%。2017 年上半年，公司实现营业收入 8.14 亿元，同比增长 9.17%；实现营业利润 1.30 亿元，同比增长 76.73%；归母净利润为 1.01 亿元，同比增长 75.57%。同时公司经营现金流大幅改善，同比提升 94.75%，达到 1.77 亿元。

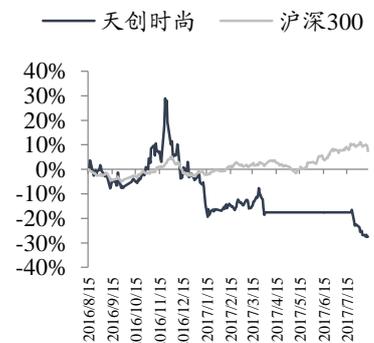
二季度单季，公司收入同比上升 13.94%至 4.46 亿元；归母净利润为 0.67 亿元，同比增长 47.15%。

投资要点

■ 基于消费者（用户）的渠道管理改进+供应链快反升级，带动公司业绩迅速增长

1、公司全渠道零售提效，带动费用降低，助力利润大幅上升。（1）在线下渠道角度，截至 2017 年 6 月 30 日，公司所有品牌店铺数量共 1,909 家，其中直营 1,244 家，加盟 665 家，较 16 年末分别减少 22 家、28 家。公司继续对线下渠道中的低效门店进行调整的同时，通过组织纵向一体化、扁平化调整，划分最小经营单元压缩层级，激发经营单元活力，优化工作流程，提升组织效率和组织效能。通过线下渠道的调整，在单店收入上公司直营门店收入在 17H1 同比上升 11.6%，充分体现出渠道调整带来的优势。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.40
一年最低/最高价	12.10/22.51
市净率(倍)	3.17
流通 A 股市值(百万元)	1,580

基础数据

每股净资产(元)	3.91
资本负债率(%)	16.05
总股本(百万股)	392
流通 A 股(百万股)	127

相关研究

1. 时尚女鞋天创时尚率先企稳 强劲复苏，牵手小子科技探索 数字时尚新路径 -20170721

表：天创时尚直营门店收入情况

	2016H1	2017H1
直营门店收入（百万元）	576.7	605.0
YOY		4.9%
门店数	1323	1244
单店收入（万元）	43.6	48.6
YOY		11.6%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

（2）另一方面，公司也着力于电子商务的发展，积极拓展线上业务。针对线上消费者的消费特性与需求，公司通过大数据分析，在快反供应潮流商品的同时提高营销精准度，实现线上与线下商品策略、营销推广的互补，构建公司立体的全渠道营销体系。17H1 公司线上收入同比大幅提升 51.4%，同时线上业务毛利率提升同样明显。

表：天创时尚线上收入情况

	2014	2015	2016	2017H1
线上营业收入	161.36	147.81	151.34	108.6
YOY	49.9%	-8.4%	2.4%	51.4%
占比	9.6%	9.1%	9.8%	13.4%
毛利率	46.2%	46.7%	49.1%	55.6%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2、供应链快反升级，产品时尚性增强，收入、毛利共同增长。

首先，公司在产品设计上通过对研发系统的数字化升级以及对产品进行集成化研发管理提升设计效率。并通过其大数据系统从终端门店收集市场数据，对流行趋势、消费需求进行综合分析，通过综合考虑市场规模、时尚潮流趋势、各城市群区域特征、季节变换等因素后，公司以用户为中心、市场需求为导向，提供更能满足消费者需求的适销产品。

其次，公司也持续进行供应链体系的改革。围绕研发数字化、供应链柔性化的改造，公司定制生产线正式投产，并经过阶段性试产后实现了柔性化制造与单件流。公司数字化生产线的改造以及较高的自产比例（17H1 达到 58%），使得其能够以多批次、小批量的方式进行柔性生产，同时在公司产品订单周转加快的情况下依旧保持较高的品质。

更加时尚的产品、更快的上新频次，使得公司在产品折扣降低、单价上升的情况下收入获得同比 9.17% 的提升，同时毛利率同比提升 0.61pp，达到 59.25%。同时，在供应链的持续改革下，公司周转水平持续改善，存货绝对值同比下降 7.28%、应收账款绝对值同比下降 8.78%，带动公司现金流大幅好转。

在线上渠道效率全面提升的情况下，公司销售费用率同比下降 0.21pp 至 29.25%（销售费用同比上升 8.4%），管理费用率同比下降 2.74pp 至 13.33%（管理费用同比下降 9.4%）。

公司全面的效率提升使得其毛利率提升、费用率下降，带动公司净利润率同比提升 4.56pp，归母净利润同比大幅上升 75.57%。

■ 并购小子科技，希望精准营销为主业增长持续加码

公司 6/26 晚间公布收购草案。7/20 晚间公布修订案，拟通过发行股份购买资产+现金方式收购精准营销公司小子科技 100% 股权，其中公司以 14.37 元/股价格向小子科技股东发行 3573 万股，作价 5.14 亿，同时募集配套

资金向小子科技股东支付现金 3.64 亿，总作价 8.78 亿。小子科技 17/18/19 年承诺业绩分别为 6500 万/8450 万/1.1 亿元。

小子科技主要盈利模式包括移动应用 APP 分发，和程序化广告推广，其差异化竞争力主要体现在：①小子科技自有 SSP 平台汇集了大量优质媒体流量；②其出色的数据分析能力，通过对用户分析实施精准营销与广告投放，提升了广告转化率，并由此获得利润。该行业目前整体增速较高；同时小子科技创始人来自百度及 360 等公司，专业能力较强，这使得小子科技能够保持快速业绩增长。

公司以女鞋为基石，不断向多品类、多品牌等方向进行外延，围绕时尚生态圈面向更多不同的消费群体，同时其线上销售收入也正在迅速增长，未来公司向全渠道、数字化经营模式转化需要探索品牌与消费者之间更高效的沟通方式。小子科技所处的移动营销/精准营销领域本身处在高速增长期，小子科技作为行业佼佼者，有望为公司探索高效时尚数字化经营模式注入新鲜思维，持续强化公司竞争优势，助力公司破局时尚女鞋产业，进入新的成长周期。

■ 盈利预测与投资建议

我们认为公司品牌力仍在，其 16 年的一系列调整使得公司主业竞争力有所提升，在女鞋行业各公司 16 年 H2 开始同店均有回暖的情况下，天创有望通过供应链及产品设计的改进以及渠道管理的提效在主业上获得稳步增长。同时小子科技的并购也有望在数字化经营上为公司强化竞争优势。

我们维持对公司 17/18/19 年净利润 1.71 亿/2.07 亿/2.47 亿的业绩预期，对应目前 48.6 亿市值 PE32/26/22 倍；考虑小子科技并购后，公司三年备考净利润 2.36 亿/2.92 亿/3.57 亿，备考市值 56.9 亿，对应目前市值 PE 约 24/19/16 倍，继续给予“增持”评级！

■ 风险提示：终端销售遇冷、并购进展不及预期、协同效果不及预期。

天创时尚三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1324.7	1388.6	1545.8	1683.8	营业收入	1548.0	1627.3	1793.0	1999.3
现金	300.8	369.3	397.3	507.9	营业成本	663.2	673.1	735.7	810.2
应收款项	276.8	292.0	334.4	367.0	营业税金及附加	22.2	21.3	24.0	27.2
存货	399.1	389.4	459.3	462.6	销售费用	457.7	462.7	499.9	549.0
其他	347.9	337.8	354.8	346.4	管理费用	243.6	232.9	246.2	271.4
非流动资产	497.5	511.1	505.2	484.5	财务费用	2.5	(3.0)	(3.3)	(4.5)
长期股权投资	0.0	61.8	61.8	61.8	投资净收益	7.0	7.0	7.0	7.0
固定资产	241.0	225.0	212.2	196.8	其他	8.5	9.1	13.2	14.3
无形资产	65.6	66.8	66.1	63.3	营业利润	143.3	224.1	270.3	324.7
其他	190.9	157.6	165.2	162.7	营业外净收支	20.0	11.7	15.2	15.6
资产总计	1822.2	1899.7	2051.0	2168.3	利润总额	163.3	235.8	285.5	340.4
流动负债	268.4	265.6	317.7	335.5	所得税费用	45.2	62.3	75.7	91.5
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.8	3.0	2.7	2.2
应付账款	84.9	107.4	137.8	156.8	归属母公司净利润	117.3	170.5	207.0	246.7
其他	183.5	158.2	179.8	178.7	EBIT	183.5	258.6	311.2	368.7
非流动负债	2.0	2.1	2.0	2.0	EBITDA	232.0	306.9	366.3	427.4
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	2.0	2.1	2.0	2.0	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	270.4	267.6	319.7	337.5	每股收益(元)	0.44	0.44	0.53	0.63
少数股东权益	22.2	25.2	28.0	30.1	每股净资产(元)	5.46	4.10	4.35	4.59
归属母公司股东权益	1529.6	1606.8	1703.4	1800.7	发行在外股份(百万股)	280.0	392.0	392.0	392.0
负债和股东权益总计	1822.2	1899.7	2051.0	2168.3	ROIC(%)	8.6%	11.7%	13.2%	14.7%
					ROE(%)	9.7%	10.7%	12.3%	13.9%
					毛利率(%)	57.2%	58.6%	59.0%	59.5%
					EBIT Margin(%)	11.9%	15.9%	17.4%	18.4%
					销售净利率(%)	7.6%	10.5%	11.5%	12.3%
					资产负债率(%)	14.8%	14.1%	15.6%	15.6%
					收入增长率(%)	-5.1%	5.1%	10.2%	11.5%
					净利润增长率(%)	12.5%	45.4%	21.4%	19.2%
					P/E	46.5	32.0	26.3	22.1
					P/B	3.51	3.34	3.15	2.98
					EV/EBITDA	23.5	17.8	14.9	12.8

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

