

# 天创时尚 (603608.SH) 研究报告

## 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 增持（首次）

2017 年 7 月 21 日

证券分析师 马莉

执业资格证书号码: S0600517050002

(010) 66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业资格证书号码: S0600517050003

linjch@dwzq.com.cn

研究助理 陈腾曦

chentx@dwzq.com.cn

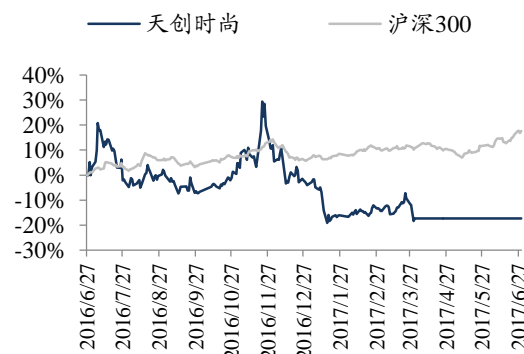
### 投资要点

■ **中端时尚女鞋领导品牌，逐渐向多品牌、多品类时尚集团发展。**公司作为时尚女鞋领域领导品牌，旗下拥有“KISSCAT”（主品牌，职场经典，16 年收入占比 55%）、“ZSAZSAZSU”（都市时尚，16 年收入占比 6%）、“tigrisso”（优雅精致，16 年收入占比 22%）、“KissKitty”（潮趣，16 年收入占比 12%）、“Patrica”（高端商务休闲）五大女鞋品牌，2016 年起独家代理意大利潮流品牌“O BAG”，并同时孵化全品类男装品牌“型录”，并围绕时尚生态圈延展品类和品牌，旨在为用户带来新的消费体验。

■ **主业运转高效，17H1 受益渠道持续优化+公司内部效率提升业绩实现恢复性高增长：**公司 2016 年整体收入/净利润达 15.48 亿/1.18 亿元，旗下门店 1959 家（其中主牌 KISSCAT 门店数量 1085 家，收入规模 8.44 亿元），与其他相近收入规模女鞋企业相比，公司拥有更迅速的存货周转以及良好的经营性现金流水平（16 年 2.12 亿元）。在此基础上，公司 16 年以来致力渠道优化，新开门店选址审慎，并着力关闭位置偏、客流少的长尾门店，16 年直营渠道净关店 163 家背景下同店提升 7.4%，17 年渠道优化仍在持续；同时公司注重内部管理提效，通过加强产品适销性管理及生产提效 17Q1 毛利率同比提升 1.85pp，并通过门店优化及内部人员精简大大提升人均创收，销售、管理费用下降明显，带动业绩提升——公司 17Q1 净利润同比提升 182%，中期业绩预告实现归母净利润 0.84-1.05 亿元，同比增长 60%-100%。

■ **收购小子科技，强强联手实现传统时尚行业营销方式变革：**公司于 6/26 晚间公布收购草案，7/20 晚间公布修订案，拟通过发行股份及支付现金的方式作价 8.78 亿元收购小子科技 100% 股权。小子科技主营移动互联网营销，业务包括移动应用分发与推广、程序化推广，15、16 年度及 17Q1，小子科技营业收入分别为 6,224/17,670/4,618 万元，归母净利润分别为 754/5,344/1,334 万元，保持了高速的发展态势。本次收购中，小子承诺 17/18/19 年实现的扣非后归母净利润不低于 6,500/8,450/10,985 万元。本次收购小子科技，利于公司顺应当前流量来源变化形势、由传统“门店引流”转向“个人引流”，通过小子的用户画像及精准营销技术，在维持已有强产品力的

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	13.91
一年最低价/最高价	13.02/22.51
市净率(倍)	3.72
流通市值(亿元)	1772

### 基础数据

每股净资产(人民币元)	3.74
(2017Q1 转增股本后)	
资产负债率(%)	12.24
总股本(百万股)	392.00
流通 A 股(百万股)	127.40

基础上加强用户获取与留存，实现以用户为导向的产品设计、生产及营销，实现整体营销方式的变革。

- **盈利预测与投资建议：**不考虑小子科技并购，我们预计公司 17/18/19 年净利润分别为 1.71/2.07/2.47 亿元，考虑小子科技并购后（假设 2018 年完全并表），17/18/19 年备考净利润分别为 1.71 亿/2.92 亿/3.57 亿。采取分部估值方法，参照申万服装家纺类（801132.SI）平均市盈率 30.7，我们认为公司主业合理市值在 53 亿水平，参考申万营销服务类（852243.SI）平均市盈率 27.3，我们认为小子科技合理市值在 18 亿元，综上市公司合理市值 71 亿，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**（1）终端零售遇冷，同店恢复不及预期；（2）流行趋势变动、产品吸引力下滑，影响盈利能力；（3）收购未能成功的风险；（4）商誉减值风险。

## 目录

<b>1. 公司概况：中端女鞋领导品牌，多品牌运营较为成功</b>	<b>5</b>
<b>2. 公司特色：管理层稳定充满干劲，生产管理、研发能力出色</b>	<b>6</b>
2.1. 公司管理层经验丰富，年富力强，专注主业	6
2.2. 在管理层努力下，公司生产能力优秀	6
2.3. 公司拥有较强的自主研发能力	7
<b>3. 线下渠道包袱清理完毕，供应链改善、店效提升带动业绩自 16H2 开始逐季复苏</b>	<b>8</b>
3.1. 线下传统渠道受到冲击，清理渠道包袱后店效有所提升	8
3.2. 供应链管理改善、周转率及店效提升带动公司业绩在 16H2 开始逐季复苏	10
<b>4. 拟并购小子科技切入移动互联网营销双轮驱动</b>	<b>11</b>
<b>5. 财务分析：整体效率相较同业处于较高水平，17 年 Q1 毛利率提升费用下降净利润增长明显</b>	<b>14</b>
5.1. 收入端：主品牌近五年规模较为稳定，受渠道调整影响近两年品牌收入略有下降	14
5.2. 毛利率稳中有升，主要与加强产品运营管理有关	16
5.3. 控费稳定、费用率与同业持平，17 年费用率下降明显	17
5.4. 净利润：毛利率提升、费用率下降，17 年 Q1 净利润增长明显	17
5.5. 周转情况：产品策划管理优于同业，周转效率稳中有升	18
<b>6. 盈利预测及投资建议：</b>	<b>18</b>

## 图表目录

图表 1: 天创时尚业绩情况 (百万元) .....	5
图表 2: 天创时尚股权结构 .....	6
图表 3: 同类公司自产产能比较 .....	7
图表 4: 购物中心客流量上行, 百货客流量下降 .....	9
图表 5: 天创时尚收入按渠道划分 (单位: 百万元) .....	10
图表 6: 公司周转情况 .....	10
图表 7: 公司主要经营数据 (百万元) .....	11
图表 8: 小子科技移动应用分发案例 .....	12
图表 9: 小子科技程序化推广案例 .....	13
图表 10: 小子科技业绩情况 (百万元) .....	13
图表 11: 小子科技未来三年业绩承诺 (百万元) .....	14
图表 12: 公司自有品牌矩阵情况 .....	14
图表 13: 分品牌来看公司收入及毛利率 .....	15
图表 14: 天创时尚毛利率情况 .....	16
图表 15: 天创时尚及星期六毛利率比较 .....	17
图表 16: 天创时尚、星期六净利润情况比较 .....	18
图表 17: 天创时尚、星期六周转情况比较 .....	18
图表 18: 主营业务收入预测表 (百万元) .....	19
图表 19: 天创时尚主业可比公司市盈率 .....	20

## 1. 公司概况：中端女鞋领导品牌，多品牌运营较为成功

公司是时尚女鞋行业领先的多品牌运营商之一，主要从事时尚女鞋、包袋及配饰的研发、生产、分销及零售业务，致力于为消费者提供时尚、舒适的鞋履及配套产品和服务。目前公司自主创立了“KISSCAT”、“ZSAZSAZSU”、“tigrisso”以及“KissKitty”四个女鞋自有品牌，并代理西班牙高端品牌“Patricia”，随后又推出了全品类男装品牌“型录”，并代理意大利时尚潮流“O BAG”品牌。通过构建不同消费定位、不同风格的多品牌组合，满足不同生活阅历和价值追求的消费者的差异化需求。2016 年公司收入/净利润分别达到 15.48 亿/1.18 亿水平

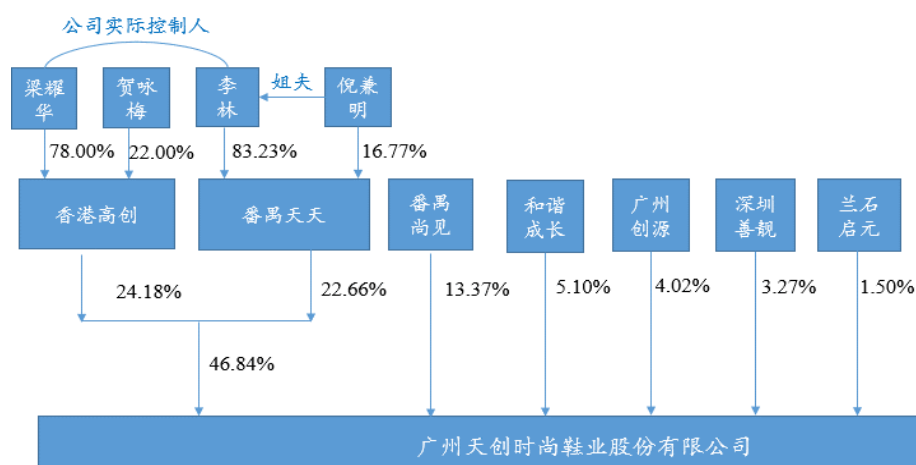
图表 1：天创时尚业绩情况（百万元）

	2014	2015	2016	2017Q1
营业收入	1685.88	1630.67	1547.98	368.01
YOY	11.67%	-3.27%	-5.07%	3.91%
归母净利润	120.11	104.28	118.06	33.26
YOY	15.43%	-13.18%	12.47%	188.47%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**公司股权结构稳定。**董事长梁耀华和总经理李林为一致行动人，合计持有 1.06 亿股，占 46.84%。番禺尚见和广州创源是公司管理人员的持股公司，公司管理层大多在其中持有股份。董事长梁耀华先生长期从事皮鞋皮具行业，是香港鞋业商会荣誉主席，具有丰富的从业经验，公司副董事长李林作为董事长梁耀华的创业合作伙伴，与其均实际持有公司 18.9% 的股权。李林出生于 1963 年，硕士学历，高级经济师。先后担任纺织工业部经济研究中心研究员、纺织工业协会化纤产品研究中心市场部经理、北京兰驰皮革制品工贸有限公司法定代表人；1998 年开始进入公司与董事长开始共同创业，二人作为一致行动人共同为公司未来发展提供合理的规划。

图表 2: 天创时尚股权结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2. 公司特色: 管理层稳定充满干劲, 生产管理、研发能力出色

相较于其他女鞋类上市公司, 天创时尚最大的特点在于其管理团队在稳定、具有丰富经验的同时依旧全心于公司管理; 这使得公司在行业变化迅速的背景下, 依旧保证了出色的生产经营效率。

### 2.1. 公司管理层经验丰富, 年富力强, 专注主业

公司管理团队普遍在公司任职 10 年以上, 团队经验丰富且稳定, 确保了公司持续稳健的发展。

公司经营核心高管团队均经验丰富。公司总经理倪兼明(李林妻弟, 持有公司股份 5.8%) 1971 年出生, 1998 年加入公司前担任李宁体育用品北京分公司设计师及业务经理、北京兰驰皮革制品工贸公司副总经理、番禺路以得皮鞋皮具厂市场部经理; 公司副总经理王海涛(持有公司股份 2.7%) 1972 年出生, 1998 年加入公司前, 先后担任北京市皮革工业研究所技术员、北京兰驰皮革制品工贸公司市场部经理; 公司副总经理石正久(持有公司股份 3.1%) 1963 年出生, 1998 年加入公司前, 先后担任江都市制鞋厂技术员、扬州市雅都鞋业有限公司生产科长及厂长, 南海平南顺盛鞋厂厂长。

我们看出公司关键位置高管均拥有极强的专业背景知识及技术, 同时大多处于经营公司的黄金年龄, 且拥有公司股权。在目前消费市场迅速变化的情况下, 公司高管目前均仍战斗在一线, 负责公司的日常运营。

### 2.2. 在管理层努力下, 公司生产能力优秀



首先，相较同类上市公司，天创时尚的自产比例相对较高，且计划继续对自有工厂进行投入。公司一直坚持将自产比例超过 60%，在 16 年已接近 70%。预计未来三年将自产比例控制在 65%-75%，并在现有厂房资源的基础上增加高端产品生产线，不断扩大高附加值产品的比例。

图表 3：同类公司自产产能比较

	2012	2013	2014	2015H1	2016
天创时尚	62.8%	64.7%	63.6%	69.4%	68.0%
红蜻蜓	55.2%	55.6%	52.5%		43.7%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

其次，在管理层努力下，公司自有工厂管理优秀效率较高。在自有工厂生产的流程中，公司通过从计划生产、到物流组织、再到生产管理、以及产品质控均进行了严格的管理，在生产管理方面通过以下举措有效提高生产效率和产品品味：

**1、提升现场管理水平：**打造新时代的管理者，创新绩效管理方式，将阿米巴导入制造部各车间，让管理干部人人都是经营者。

**2、提高产品的品质品味及舒适度：**落实工艺标准化作业，加强人员培训培养，精雕产品、细琢工艺。推行全面质量管理，加强质量现场管控、督导，实现人人都是品检员。强化考核，强化成本核算，减少损耗。

**3、优化工艺流程，提高人效：**充分发挥智能制造带来的科技优势，订单实行精准投放，实现单件快速拣配和防错，提高员工的工作积极性和能动性。

**4、整合优化资源，实现供应链的协同：**通过打通 ERP 与 MES 的割据，实现内部协同，降低管理成本，实现供应链快速反应，提升制造整体效益。

此外，公司将继续通过引进先进设备并招募、培育高级技术管理人才，优化工序流程，提高现有产能生产效率；同时也将继续加强数字化在生产制造中的有效运用，推动重点工段智能转型，加快智能制造关键技术装备的应用，实现数字化控制及生产现场状态实时监测和控制，进一步提高制造工艺管理水平，加快产品供应周期管理。

### 2.3. 公司拥有较强的自主研发能力

公司销售的产品绝大多数是为其自主研发。公司借助于先进的女鞋设计理念和设计方法，并通过在环保材料及工艺和女鞋舒适方面的持续研发，其研发和技术能力已处于国内同行业较先进水平。目前，公司每年向市场推出 300 个系列，4,800 个款式新品满足市场需求。

首先，公司通过打造流行资讯平台以迎合消费者需求。公司通过结合国内外相关权威机构及国际展会趋势发布，定期进行内部流行趋势的发布与辅导；同时，通过结合流行趋势分析提出各品牌设计企划改善方向；另外，也会通过整合各类流行资讯，协调供应商，提高新材料的应用性。

其次，天创时尚始终以用户需求为导向。公司以舒适的合脚性，完善的功能性和良好的鞋腔环境作为产品内核的主要研发目标，为消费者打造健康鞋品，同时通过脚型自动化测量设备的不断升级改造，配合符合单件流技术标准的自动化生产流水线的陆续投入使用，这两年公司在个性化产品定制方面也迈出了坚实的一步。

另外，天创时尚努力打造数字化的研发体系。公司研发中心在传承传统制鞋工艺的基础上，潜心精研，总结提炼脚型，楦型和鞋型相互之间的关联规律，内化于心，形成了符合中国鞋码规则的脚步匹配算法，结合脚部及腿部测量设备，逐渐归纳出女鞋八大款式分类的标准化数据，为数字化研发打下了坚实的基础。同时外化于行，利用大数据的积累，结合 3D 和 2D 设计软件及 3D 打印技术的应用，在造型处理、材料组织、技术创新等环节，充分结合标准化数字化研发成果，使得数字化标准化技术和传统精湛制鞋工艺相互结合，从而高效高质量地完成产品研发工作。

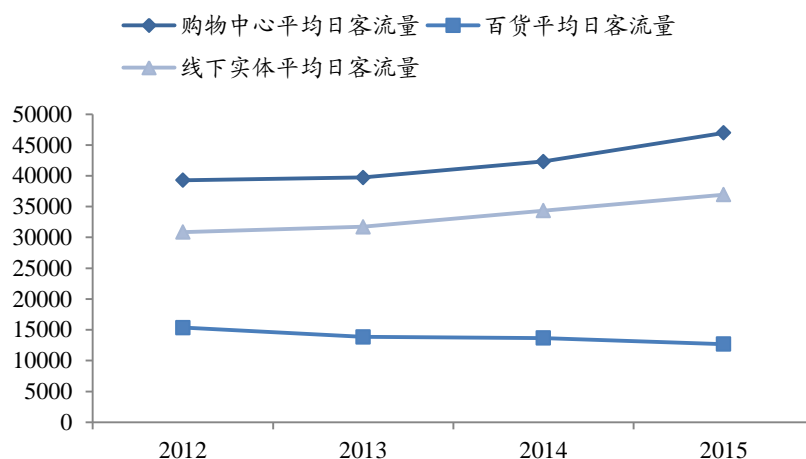
### 3. 线下渠道包袱清理完毕，供应链改善、店效提升带动业绩自 16H2 开始逐季复苏

#### 3.1. 线下传统渠道受到冲击，清理渠道包袱后店效有所提升

天创时尚的销售模式以直营为主，加盟、电商为辅。公司围绕国内中心城市和重点片区进行布局，直营店主要布局于一、二线城市核心商圈的优质百货渠道及购物中心。然而在目前前端消费流量变化较快的情况下，目前包括百货商店在内的各个渠道正在受到冲击。一方面，随着电商逐渐成为主流消费方式，天猫、京东等大型电商向全品类、品牌化转型；另一方面，购物中心等线下渠道的迅速扩张使得商业模式较为传统的百货商场线下客流逐渐减少。



图表 4: 购物中心客流量上行, 百货客流量下降



数据来源: 汇纳科技, 东吴证券研究所

在主要销售渠道人流下滑的背景下, 公司 2015 年同店收入出现下滑, 2016 年起大刀阔斧进行渠道调整, 在去掉包袱之后, 公司店效逐步改善:

(1) 直营渠道: 公司主要销售渠道, 收入占比稳定在 75%, 16 年渠道调整后同店数据回升明显。直营收入在 12-14 年随渠道扩张持续上升, 同店亦处在上行区间, 但至 2015 年在百货式微影响下同店增长出现下滑 (-1.5%), 在此背景下公司 2016 年大力进行渠道调整、关闭低效门店 (当年净关店 163 家), 当年店效呈现明显提升 (+7.4%)。

(2) 加盟渠道: 经销商订货谨慎, 单店出货数据降幅趋缓。公司经销渠道收入同样在 15、16 年经历下滑, 主要与门店数量扩张同时终端销售遇冷, 经销商采取更为审慎进货策略有关, 公司 2016 年同样对经销渠道进行调整 (净关店 53 家), 15/16 年经销渠道单店出货分别下降 18.50%/4.80%, 在此背景下, 经销渠道占整体收入比重在 2016 年下降至 14.10%。

(3) 线上渠道: 占收入比重 9.8%, 全渠道布局下未来与线下商品策略、营销推广互补成为看点。公司线上销售以天猫、淘宝、唯品会为主要渠道, 线上渠道主要针对网上消费群体特性推出满足消费者需求的价格带产品, 并逐步推动全渠道运营。未来公司也将积极分析与洞察线上及移动互联网端用户的消费习惯与消费特征, 大力发展电子商务业务, 通过大数据分析快速反映潮流商品的同时提高营销精准度, 实施线上线下商品策略、营销推广的互补, 构建公司立体的全渠道营销体系。

图表 5: 天创时尚收入按渠道划分 (单位: 百万元)

	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入	<b>1291.68</b>	<b>1509.72</b>	<b>1685.88</b>	<b>1630.67</b>	<b>1547.98</b>
YOY		16.88%	11.67%	-3.27%	-5.07%
主营业务收入	1290.56	1507.7	1683.4	1626.73	1542.41
YOY		16.83%	11.65%	-3.37%	-5.18%
渠道总数	1814	1960	2113	2175	1959
直营渠道收入	<b>1005.04</b>	<b>1153.99</b>	<b>1238.55</b>	<b>1232.03</b>	<b>1172.73</b>
YOY		14.82%	7.33%	-0.53%	-4.81%
占比	77.81%	76.44%	73.47%	75.55%	75.76%
门店数量	1192	1340	1415	1429	1266
单店收入	84.32	86.12	87.53	86.22	92.63
YOY		2.13%	1.64%	-1.50%	7.43%
加盟渠道收入	<b>271.58</b>	<b>246.07</b>	<b>283.39</b>	<b>246.89</b>	<b>218.34</b>
YOY		-9.39%	15.17%	-12.88%	-11.56%
占比	21.03%	16.30%	16.82%	15.14%	14.10%
门店数量	622	620	698	746	693
单店收入	43.66	39.69	40.61	33.1	31.51
YOY		-9.09%	2.32%	-18.49%	-4.80%
线上收入	<b>13.94</b>	<b>107.64</b>	<b>161.36</b>	<b>147.81</b>	<b>151.34</b>
YOY		672.17%	49.91%	-8.40%	2.39%
占比	1.08%	7.13%	9.57%	9.06%	9.78%

资料来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

### 3.2. 供应链管理改善、周转率及店效提升带动公司业绩在 16H2 开始逐季复苏

公司供应链管理改善下, 产品时尚度提升带动收入及毛利率有所提升。公司在产品质量及反应速度上不断改进, 通过对于研发系统以及生产设备一系列的数字化改造, 能够对市场流行趋势、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、季节变换等因素设计出更为市场接受的产品。同时较高的自产比例也使得其能够对各类趋势快速变化下保持较高的产品品质。

同时公司在数字化生产线上的投入, 使得其可以多批次、小批量的柔性生产方式, 灵活快速地满足市场当季需求。这使得公司的存货周转速度持续提升, 并且领先行业。

图表 6: 公司周转情况

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
存货周转天数	254.74	256.48	272.81	235.65	221.57

资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

公司供应链管理改善带来的产品时尚度提升，使得公司收入逐季改善；同时产品周转率的提升，也使得其产品折扣率有所降低，带动公司毛利率提升明显。

另一方面，公司门店的清理，店效的提升也使得其费用率下降明显。公司在百货渠道对低效门店的清理以及在门店管理上的持续改进，使得其销售费用率和管理费用率有明显提升，在效率提升费用下降的情况下，公司净利润也在 16 年下半年开始逐季复苏明显。

图表 7：公司主要经营数据（百万元）

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业总收入	354.16	391.30	342.75	459.77	368.01
YOY	-8.4%	-7.8%	-5.7%	0.7%	3.9%
毛利率	55.2%	61.7%	57.6%	54.6%	57.0%
销售费用率	30.0%	29.0%	28.4%	30.6%	27.8%
管理费用率	17.7%	14.6%	17.5%	13.9%	14.6%
净利润	11.53	45.80	26.10	33.84	33.26
YOY	-11.6%	5.6%	48.4%	11.8%	188.5%
净利率	3.3%	11.7%	7.6%	7.4%	9.0%

资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

#### 4. 拟并购小子科技切入移动互联网营销双轮驱动

6 月 26 日晚间天创时尚发布收购草案、7 月 20 日晚间发布修订案：以 8.78 亿元收购小子科技 100% 股权，其中现金支付 3.64 亿元，股份支付 5.14 亿元，天创时尚本次发行股份的发行价格为 14.37 元/股，发行数量约为 3573.42 万股，同时，天创时尚拟向不超过 10 名投资者发行股份募集配套资金不超过 3.87 亿元，用于支付本次交易的现金对价与发行费用。

小子科技主营业务为移动互联网营销，业务包括移动应用分发与推广、程序化推广。（1）移动应用分发与推广：小子科技根据移动应用广告主的营销需求制定整体营销方案，通过网盟、应用商店等移动互联网媒体渠道为广告主的移动应用进行宣传、推广与分发，进而为广告主获取新的移动应用客户。当互联网访问者打开媒体渠道的移动应用时，相应的广告位将展现出广告主应用产品的广告。公司将根据激活次数、下载量、广告位、投放的价格、时长等指标与广告主结算费用。

小子科技移动应用分发与推广业务的主要客户包括腾讯、百度、奇

虎 360 等大型互联网公司，推广 APP 包括“腾讯视频”、“滴滴打车”、“360 影视”、“百度贴吧”。

图表 8：小子科技移动应用分发案例



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**（2）程序化推广：**小子科技一方面对接了包括百度联盟、腾讯广点通、58 同城、小米广告联盟等多家 DSP/广告网络，**为其及向其投放广告的广告主提供广告程序化投放服务**；同时，将媒体渠道接入小子科技系统，媒体渠道主也获得了良好的移动流量变现渠道。

当用户打开移动应用时，移动媒体渠道会向小子科技发出广告请求，小子科技会根据渠道和用户类型在做出初步分析后向合作 DSP 发送包含广告位基本信息、投放广告类型、投放地域、用户兴趣类型等信息在内的广告请求；DSP 在响应小子科技的广告请求后，筛选出与用户相关性较高的广告并返回至小子科技，小子科技在经过调整后最后投放至移动应用。通过小子科技的数据分析系统，可以有针对性地进行分众营销，提升销售转化率。

凭借行业领先的营销投放技术、丰富的运营管理经验，小子科技已与包括**腾讯、百度、奇虎 360**等众多大型互联网公司建立了长期稳定的合作关系。

图表 9：小子科技程序化推广案例



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司收购小子科技有望分享小子科技目前移动营销整体行业快速增长带来的红利；同时小子科技也能为公司鞋类销售主业开拓移动互联网营销渠道并获取更多的消费者数据。（1）在目前终端流量变化极快的情况下，小子科技所在的移动互联网营销市场需求极大，使其依旧拥有着极大的发展空间；（2）天创时尚在多品牌、多品类的市场布局以及新兴“O BAG”、“型录”品牌具有旺盛的品牌传播需求，小子科技可在移动互联网渠道为天创时尚在品牌传播方面提供有力支持。

**小子科技管理团队结构稳定、经验丰富。**小子科技的管理团队在移动互联网营销行业从业多年，拥有丰富的营销服务经验与资源，其核心成员大多拥有在**百度、完美世界、盛大游戏**等大型互联网公司的工作经历，总经理、创始人刘晶、创始人林丽仙、商务总监曲新臣**均曾任职百度**，且均作了至少 60 个月的任职承诺。

**小子科技业务规模不断增长。**15、16 年度及 17Q1，小子科技营业收入分别为 6,224/17,670/4,618 万元，归母净利润分别为 754/5,344/1,334 万元，保持了高速的发展态势。同时公司的业务领域也从设立之初的移动应用分发与推广拓展至程序化推广。

图表 10：小子科技业绩情况（百万元）

	2015	2016	2017Q1
营业收入	62.24	176.70	46.18
YOY		183.90%	
归母净利润	7.54	53.44	13.34
YOY		608.75%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所



补偿和激励制度确保标的公司未来业绩承诺，上市公司未来盈利提升可期。小子科技承诺 17/18/19 年实现的扣非后归母净利润不低于 6,500/8,450/10,985 万元，三年累计承诺净利润不低于 25,935 万元。

图表 11: 小子科技未来三年业绩承诺 (百万元)

	2017	2018	2019
扣非后归母净利润	65.00	84.50	109.85
YOY		30.00%	30.00%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 5. 财务分析：整体效率相较同业处于较高水平，17 年 Q1 毛利率提升费用下降净利润增长明显

### 5.1. 收入端：主品牌近五年规模较为稳定，受渠道调整影响近两年品牌收入略有下降

公司自有品牌矩阵对女鞋细分市场形成较全面覆盖：其中主牌 KISSCAT 主打中端市场，2008 及 2010 年陆续推出的 ZsaZsaZsu 及 tigrisso 定价则高于主品牌，更强调时尚感与设计感，2011 年公司推出 KissKitty，主打少女市场，设计更为活泼，价位也更低。除以上自有品牌外，公司于 2007 年起代理经营的西班牙商务休闲女性鞋履品牌“Patricia”、2015 年独家代理意大利潮流品牌“O BAG”，并同时孵化全品类男装品牌“型录”。

图表 12: 公司自有品牌矩阵情况

品牌名称	KISSCAT	ZsaZsaZsu	tigrisso	KissKitty
创立时间	1998	2008	2010	2011
LOGO				
目标客户群体	22-45 岁上班族和职业女性	25-38 岁中高端都市时尚女性	24-45 岁中高端精致生活女性	18-28 岁年轻态生活的潮流女性
产品定位	平衡态职场进化	国际化艺术时尚	时尚化优雅生活	年轻态潮流体验
概念图				
门店数量 (2016)	1085	88	414	295
平均售价 (元) (2014 年披露)	313.29	488.37	491.85	299.17

数据来源：公司招股说明书，2016 年报，东吴证券研究所



分品牌看公司收入变化: 12-14 年收入增长主要由 tigrisso 和 Kisskitty 两大副牌拉动, 15、16 年受渠道调整影响各品牌收入稳中略降。12-14 年, 公司整体收入呈现两位数增长, 主要来自定位中高端、设计感更强的 tigrisso 品牌以及定位中低端的 KissKitty 在渠道扩张下的收入增长。但随着渠道扩张+零售消费环境遇冷, 各品牌单店店效未能有效提升, 15 年出现多个品牌渠道持续扩张但收入下滑的现象, 16 年公司进行渠道结构调整大举关闭低效店铺(主牌 Kisscat、副牌 tigrisso 净关店 10%、KissKitty 净关店 20%, 关店以直营店为主), 实现渠道结构优化, 在此背景下公司整体收入同比略降 5.07% 至 2016 年的 15.48 亿元。

图表 13: 分品牌来看公司收入及毛利率

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Kisscat</b>					
营业收入(百万元)	873.48	887.06	936.36	896.88	844.05
YOY		1.6%	5.6%	-4.2%	-5.9%
占比	67.62%	58.76%	55.54%	55.00%	54.53%
毛利率	52.67%	53.38%	53.38%	55.14%	56.34%
渠道数量			1197	1195	1085
其中: 直营			752	728	644
加盟			445	467	441
<b>ZsaZsaZsu</b>					
营业收入(百万元)	47.10	56.74	73.23	85.55	88.47
YOY		20.5%	29.1%	16.8%	3.4%
占比	3.65%	3.76%	4.34%	5.25%	5.72%
毛利率	53.62%	48.93%	48.93%	57.10%	57.40%
渠道数量			80	89	88
其中: 直营			76	83	83
加盟			4	6	5
<b>tigrisso</b>					
营业收入(百万元)	195.00	274.77	337.68	326.54	337.24
YOY		40.9%	22.9%	-3.3%	3.3%
占比	15.10%	18.20%	20.03%	20.02%	21.79%
毛利率	62.00%	58.54%	58.54%	61.75%	62.59%
渠道数量			416	454	414
其中: 直营			291	317	292
加盟			125	137	122
<b>KissKitty</b>					
营业收入(百万元)	81.33	177.64	224.7	211.11	179.79
YOY		118.4%	26.5%	-6.0%	-14.8%
占比	6.30%	11.77%	13.33%	12.95%	11.61%

毛利率	49.66%	50.77%	50.77%	51.98%	51.65%
渠道数量			349	358	295
其中：直营			254	251	196
加盟			95	107	99
<b>其他品牌</b>					
营业收入（百万元）	93.65	111.49	111.41	106.64	92.85
YOY		19.0%	-0.1%	-4.3%	-12.9%
占比	7.25%	7.38%	6.61%	6.54%	6.00%
毛利率	50.83%	52.46%	52.46%	60.55%	55.87%
渠道数量			80	79	77
其中：直营			51	50	51
加盟			29	29	26
<b>合计</b>					
营业收入（百万元）	1,291.68	1,509.72	1,685.88	1,630.67	1,547.98
YOY		16.88%	11.67%	-3.27%	-5.07%
综合毛利率	53.80%	53.81%	55.29%	56.45%	57.16%
渠道数量	1814	1960	2113	2175	1959
其中：直营	1192	1340	1415	1429	1266
加盟	622	620	698	746	693

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

## 5.2. 毛利率稳中有升，主要与加强产品运营管理有关

受益产品运营管理提升，各渠道毛利率皆稳中有升。公司近年加强产品运营管理有关，适销准确性的提高促进了成交单价的提升，加之有效的成本控制和商场结算率水平控制，共同促进了各渠道毛利率的提升；在此基础上，由于直营渠道毛利率稳步提升以及线上渠道销售占比提升而加盟渠道销售占比下降（前者拥有更高的毛利率），推动了公司综合毛利率的上行。

公司毛利率在 17 年 Q1 上升明显，也与公司在组织结构优化、内部管理效率提升密不可分。

图表 14：天创时尚毛利率情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q1
直营毛利率	56.99%	56.76%	59.03%	60.31%	60.59%	
直营收入占比	77.81%	76.44%	73.47%	75.55%	75.76%	
加盟毛利率	42.45%	43.16%	44.23%	43.40%	44.51%	
加盟收入占比	21.03%	16.30%	16.82%	15.14%	14.10%	
线上毛利率	44.62%	46.11%	46.20%	46.72%	49.14%	
线上收入占比	1.08%	7.13%	9.57%	9.06%	9.78%	
综合毛利率	53.80%	53.81%	55.29%	56.45%	57.16%	57.02%
YOY		0.01%	1.48%	1.16%	0.71%	1.85%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

横向比较来看，天创时尚毛利率略高于同样定位中端女鞋市场的星期六，主要由于天创时尚较星期六拥有更优的库存结构（新款/过季款比例），从而综合折扣力度更低，在线上、线下渠道较星期六都拥有更高的结算价格。

图表 15：天创时尚及星期六毛利率比较

	2012	2013	2014	2015	2016
天创时尚	53.80%	53.81%	55.29%	56.45%	57.16%
星期六	46.75%	48.10%	51.44%	53.40%	54.89%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

### 5.3. 控费稳定、费用率与同业持平，17 年费用率下降明显

纵向来看，天创时尚控费稳定，期间费用率受的增长主要与 12-14 年渠道扩张下销售费用率提升（尤其是人员薪酬及广告营销费用）有关，管理费用率则因引进电商部门管理部门人员而略有上升，未来随公司推进组织精简及流程简化预计可呈现稳中有降趋势；财务费用率方面，受益公司募资到位，2016 年财务费用率有明显下降。横向比较来看，公司与星期六拥有近似的期间费用率，其中销售费用率低于星期六（与公司直营占比较星期六更低有关）、而管理费用率则高出 7%-8%（主要与公司重视对产品舒适性及美观性上的研发投入，从而研发人员团队较星期六人数更多、薪酬支出更多有关）、财务费用率更低（星期六短期借款规模长期在 2-3 亿）。

2017Q1 公司费用节约明显，带动整体净利润回升。在公司整体运营效率提升明显的情况下，公司 17 年 Q1 销售费用同比下降 3.63%、管理费用同比下降 14.16%，这也带动公司净利润上升明显。

从资产减值损失占营收比重来看，星期六高于天创时尚，主要与其应收账款及存货规模远大于天创时尚有关。两者拥有近似的收入规模（2016 年天创时尚/星期六收入规模分别达到 15.46/14.84 亿元），但应收账款分别为 2.54/7.13 亿元，存货规模分别为 3.99/15.12 亿元，在此背景下星期六计提坏账损失及存货跌价损失绝对值高于天创时尚，对其盈利形成负面影响。

### 5.4. 净利润：毛利率提升、费用率下降，17 年 Q1 净利润增长明显

公司分别在 2013、2015 年出现两次净利润同比下滑，其中 2013 年主要由于当年公司“两年三减半”税收优惠结束，所得税率从 12.5%恢复 25%，导致净利润下降（利润总额仍呈现 5.5%同比增长），2015 则由于公司收入同比下滑的同时渠道扩张导致费用率上行，带来净利润同比下滑。横向比较来看，同期星期六则囿于收入下行叠加费用及资产减值损失走高，净利润持续处于下行通道。

公司 17Q1 净利润在毛利率上升及费用率下降的作用下，公司净利润同比大涨 181.88%。

图表 16：天创时尚、星期六净利润情况比较

	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q1
<b>天创时尚</b>						
净利润（百万元）	122.90	108.15	123.99	108.70	118.06	33.38
YOY	17.12%	-12.00%	14.65%	-12.33%	8.61%	181.88%
净利润率	9.51%	7.16%	7.35%	6.67%	7.63%	9.07%
<b>星期六</b>						
净利润（百万元）	56.57	36.11	38.63	23.91	21.05	11.92
YOY	-43.11%	-36.18%	6.98%	-38.11%	-11.94%	27.61%
净利润率	3.60%	1.96%	2.20%	1.46%	1.42%	3.01%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

### 5.5. 周转情况：产品策划管理优于同业，周转效率稳中有升

上文曾提到，天创时尚和星期六拥有相似的收入规模，但星期六的应收账款及存货规模远高于天创时尚，一方面造成了存货减值损失绝对值的提高，另一方面则带来了整体周转效率上与天创时尚的差距。天创时尚 12-16 年应收及存货周转率稳中有升，同期星期六周转效率持续下降，侧面体现了两者在产品策划管理上的差距。

图表 17：天创时尚、星期六周转情况比较

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>应收账款周转率</b>					
天创时尚	5.95	5.95	6.62	6.51	6.24
星期六	2.75	2.72	2.47	2.29	2.09
<b>存货周转率</b>					
天创时尚	1.41	1.51	1.59	1.51	1.53
星期六	0.91	0.86	0.67	0.54	0.45

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

## 6. 盈利预测及投资建议：

## 1) 盈利预测基本假设:

我们认为在公司经历 2016 年渠道调整后同店有望在 2017 年继续取得恢复性增长; 同时公司优秀的管理水平使得其毛利率稳步上升、费用同步下降, 使得其有望在 17 年迎来净利润的快速增长。

图表 18: 主营业务收入预测表 (百万元)

	2016	2017E	2018E	2019E
直营渠道收入	1173	1237	1336	1454
YOY	-4.8%	5.4%	8.0%	8.9%
毛利率	60.6%	62.0%	62.5%	63.0%
经销渠道收入	218	224	241	263
YOY	-11.6%	2.7%	7.4%	9.3%
毛利率	44.5%	46.5%	47.0%	48.0%
线上渠道收入	151	166	216	281
YOY	2.4%	10.0%	30.0%	30.0%
毛利率	49.1%	50.0%	50.5%	52.0%
合计收入	1542	1627	1793	1999
YOY	-5.2%	5.5%	10.2%	11.5%
综合毛利率	57.2%	58.6%	59.0%	59.5%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

## 2) 收购小子科技备考利润:

不考虑小子科技并购, 我们预计公司 17/18/19 年净利润分别为 1.71/2.07/2.47 亿元, 对应停牌前市值 54.5 亿元 PE32/26/22 倍; 在考虑小子科技并购后 (假设 2018 年完全并表), 17/18/19 年备考净利润分别为 1.71 亿/2.92 亿/3.57 亿, 考虑增发后按停牌前 13.91 元/股计算总市值约为 63 亿元, 对应 PE 约 32/22/18 倍。

		2016	2017E	2018E	2019E
天创时尚	净利润 (百万元)	117.3	170.5	207.0	246.7
	YOY	12.5%	45.4%	21.4%	19.2%
	PE	46.5	32.0	26.3	22.1
小子科技	净利润/承诺净利润 (百万元)	53.4	65.0	84.5	109.9
	增速	717.3%	21.6%	30.0%	30.0%
备考净利润	净利润(百万元)		170.5	291.5	356.5
(假设 2018 年完全并表)	YOY		45.4%	70.9%	22.3%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

## 3) 分部估值:

(1) 主业方面，公司目前在同类女鞋企业中估值相对较低，参照申万服装家纺类（801132.SI）平均市盈率 30.7，以及我们预计公司主业净利润在 2017 年将达到 1.71 亿元，我们认为公司主业部分合理市值在 53 亿元。

图表 19: 天创时尚主业可比公司市盈率

证券代码	证券简称	2016	2017E	2018E	2019E
603608.SZ	天创时尚	46.5	32.0	26.3	22.1
002291.SZ	星期六	191.6	102.4	79.4	64.8
603958.SH	哈森股份	48.8	62.2	56.9	49.5

数据来源：东吴证券研究所测算,WIND 一致预期

(2) 小子科技方面，由于移动互联网精准营销企业未有单独上市，主要在新三板挂牌，估值水平参考性较弱，因此我们参考申万营销服务类（852243.SI）平均市盈率 27.3，考虑小子科技 17 年承诺净利润 0.65 亿，对应合理市值在 18 亿元。

综上，我们认为并购小子科技完成后，公司合理市值水平应在 71 亿元，首次覆盖给予“增持”评级。

#### 风险提示：

**(1) 终端零售遇冷，同店恢复不及预期：**公司渠道调整仍在进行中，且受百货人流量下滑影响。

**(2) 流行趋势变动、产品吸引力下滑，影响盈利能力：**女鞋潮流变化较为迅速，如果不能有效捕捉需求变化导致公司产品适销性下降，可能导致毛利率降低及存货增加，从而影响公司盈利能力。

**(3) 收购小子科技未能成功的风险：**公司发布了交易草案，尚未成功，存在审批或者交易暂停、终止、取消的风险。

**(4) 商誉减值风险：**收购小子科技后若其未达业绩承诺，可能对公司造成商誉减值损失。



## 财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>1324.7</b>	<b>1388.6</b>	<b>1545.8</b>	<b>1683.8</b>	<b>营业收入</b>	<b>1548.0</b>	<b>1627.3</b>	<b>1793.0</b>	<b>1999.3</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>497.5</b>	<b>511.1</b>	<b>505.2</b>	<b>484.5</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>143.3</b>	<b>224.1</b>	<b>270.3</b>	<b>324.7</b>
其他	190.9	157.6	165.2	162.7	营业外净收支	20.0	11.7	15.2	15.6
<b>资产总计</b>	<b>1822.2</b>	<b>1899.7</b>	<b>2051.0</b>	<b>2168.3</b>	<b>利润总额</b>	<b>163.3</b>	<b>235.8</b>	<b>285.5</b>	<b>340.4</b>
<b>流动负债</b>	<b>268.4</b>	<b>265.6</b>	<b>317.7</b>	<b>335.5</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>118.1</b>	<b>170.5</b>	<b>207.0</b>	<b>246.7</b>
其他	183.5	158.2	179.8	178.7	EBIT	183.5	258.6	311.2	368.7
<b>非流动负债</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	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					
<b>负债总计</b>	<b>270.4</b>	<b>267.6</b>	<b>319.7</b>	<b>337.5</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
少数股东权益	22.2	25.2	28.0	30.1	每股收益(元)	0.44	0.44	0.53	0.63
归属母公司股东权益	1529.6	1606.8	1703.4	1800.7	每股净资产(元)	5.46	4.10	4.35	4.59
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1822.2</b>	<b>1899.7</b>	<b>2051.0</b>	<b>2168.3</b>	发行在外股份(百万股)	280.0	392.0	392.0	392.0
					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%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EBIT Margin(%)	11.9%	15.9%	17.4%	18.4%
经营活动现金流	212.4	236.5	204.5	311.1	销售净利率(%)	7.6%	10.5%	11.5%	12.3%
投资活动现金流	(401.7)	(71.1)	(61.5)	(45.7)	资产负债率(%)	14.8%	14.1%	15.6%	15.6%
筹资活动现金流	303.1	(96.9)	(115.0)	(154.8)	收入增长率(%)	-5.1%	5.1%	10.2%	11.5%
现金净增加额	113.8	68.5	28.0	110.5	净利润增长率(%)	12.5%	45.4%	21.4%	19.2%
折旧与摊销	48.5	48.4	55.1	58.7	P/E	46.5	32.0	26.3	22.1
资本开支	159.0	40.3	40.0	40.0	P/B	3.51	3.34	3.15	2.98
营运资本变动	19.5	4.7	(78.5)	(14.5)	EV/EBITDA	23.5	17.8	14.9	12.8
企业自由现金流	359.7	283.7	245.3	353.8					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 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>

