

2018年4月3日

天创时尚 17 年报：主业提效业绩同增 60%，携手小子科技发力数字时尚 买入(维持)

事件：

公司公布年报，2017 年收入同增 12.01% 至 17.34 亿元，归母净利同增 60.25% 至 1.88 亿元；具体到 17Q4，收入同增 15.05% 至 5.29 亿元，归母净利同增 43.13% 至 4844 万元。

分红方面，公司宣布每 10 股派发现金红利 2.5 元。

投资要点

全渠道提升品牌力及渠道力，线上高增长，线下门店调整基础上收入回升：2017 年公司通过搭建以 SAP Hana 为核心构建的业务财务一体化平台、和以阿里云及大数据新技术为支撑的全渠道交易平台及商品运营平台，实现了线上线下全网会员通、商品通、库存通、价格通、支付通等业务交易系统平台建设，提升全渠道零售运营效益。在此基础上，公司线上收入同增 56% 至 2.36 亿元，且通过大数据分析快速反应潮流商品同时提高营销准确度，线上毛利率同增 7.64pp 至 56.78%；线下门店调整卓有成效，渠道数量净减少 32 家至 1927 家，但收入同增 5.49% 至 14.67 亿元，其中自营门店单店收入同比增长 6.33%。

图表 1：公司收入增长按渠道拆分（百万元）

	2013	2014	2015	2016	2017
线下					
营业收入	1400.06	1522.04	1478.92	1391.07	1467.46
YOY	9.67%	8.71%	-2.83%	-5.94%	5.49%
占比	92.87%	90.43%	90.94%	90.22%	86.14%
渠道总数	1960	2113	2175	1959	1927
毛利率	54.37%	56.27%	57.49%	58.07%	58.15%
线上					
营业收入	107.64	161.36	147.81	151.34	236.08
YOY	672.17%	49.91%	-8.40%	2.39%	55.99%
占比	7.13%	9.57%	9.06%	9.78%	13.86%
毛利率	46.11%	46.20%	46.72%	49.14%	56.78%
皮革制品和制鞋业收入合计					
营业收入	1507.70	1683.40	1626.73	1542.41	1703.54
YOY	16.83%	11.65%	-3.37%	-5.18%	10.45%
毛利率	53.78%	55.31%	56.51%	57.19%	57.96%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

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

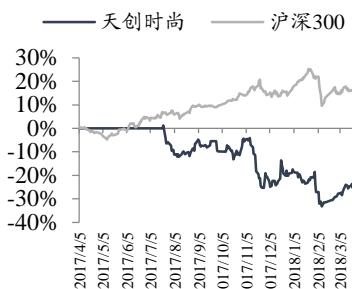
chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号：S0600517050003

linjch@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	10.77
一年最低/最高价	9.13/15.18
市净率（倍）	2.32
流通 A 股市值（百万元）	1,365

基础数据

每股净资产（元）	4.65
资产负债率（%）	28.54
总股本（百万股）	432
流通 A 股(百万股)	127

相关研究

- 天创时尚：主业 17 年业绩高增长，携手小子科技推进数字化经营 -20180125
- 天创时尚：增持传递信心，时尚女鞋品牌探索时尚数字化经营揭开新篇章 -20171129
- 天创时尚三季报：线上增长亮眼，管理提效带动业绩增长，携手小子科技发力数字时尚 -20171029
- 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 -20170815

■ 分品牌来看，收入占比 52%的主品牌 KISSLAT 本年度在门店调整净减 34 家至 1051 家的基础上收入稳健提升 4.5%至 8.82 亿；相较主品牌定价稍高的 ZsaZsaZsu 品牌 2017 年门店净拓张 24 家，销售大增 41%至 1.24 亿元，tigrisso 也在净拓 4 家门店的基础上收入同增 20%至 4.05 亿元；而中报前表现稍显疲软的 KissKitty 下半年表现优秀，全年净减 30 家门店的基础上收入同增 8%至 1.9 亿元。

图表 2：公司收入增长按品牌拆分（单位：百万元）

	2013	2014	2015	2016	2017
KISSLAT					
营业收入	887.06	936.36	896.88	844.05	882.27
YOY	1.55%	5.56%	-4.22%	-5.89%	4.53%
占比	58.76%	55.54%	55.00%	54.53%	51.79%
店铺数量	1197	1195	1085	1051	
+/-		-2	-110	-34	
直营店		752	728	644	643
加盟店		445	467	441	408
ZsaZsaZsu					
营业收入	56.74	73.23	85.55	88.47	124.43
YOY	20.47%	29.06%	16.82%	3.41%	40.64%
占比	3.76%	4.34%	5.25%	5.72%	7.30%
店铺数量	80	89	88	112	
+/-		9	-1	24	
直营店		76	83	83	107
加盟店		4	6	5	5
tigrisso					
营业收入	274.77	337.68	326.54	337.24	405.24
YOY	40.91%	22.90%	-3.30%	3.28%	20.16%
占比	18.20%	20.03%	20.02%	21.79%	23.79%
店铺数量	416	454	414	418	
+/-		38	-40	4	
直营店		291	317	292	301
加盟店		125	137	122	117
KissKitty					
营业收入	177.64	224.7	211.11	179.79	193.90
YOY	118.42%	26.49%	-6.05%	-14.84%	7.85%
占比	11.77%	13.33%	12.95%	11.61%	11.38%
店铺数量	349	358	295	265	
+/-		9	-63	-30	
直营店		254	251	196	179
加盟店		95	107	99	86
其他品牌					
营业收入	111.49	111.41	106.64	92.85	97.70
YOY	19.05%	-0.07%	-4.28%	-12.93%	5.22%
占比	7.38%	6.61%	6.54%	6.00%	5.74%

店铺数量	80	79	77	81
+/-		-1	-2	4
直营店	51	50	51	56
加盟店	29	29	26	25

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

- 受益收入放量、管理提效以及所得税率有效减少，净利润大幅增长。受益前述线上毛利率有效提升，公司整体毛利率提高 0.6pp 至 57.75%，费用方面，受益公司 2017 年发力组织提效、渠道优化、全渠道商品打通及运营一体化，管理费用率下降 1.47pp 至 14.26%，加之期内未发生银行借款利息费用，财务费用大幅下降，带动公司期间费用率下行 1.38pp 至 44.08%。另外，所得税率的有效降低亦为公司带来裨益，归母净利同增 60% 至 1.88 亿元。

图表 3：天创时尚主要财务指标（单位：百万元）

	2013	2014	2015	2016	2017
营业收入	1,509.72	1,685.88	1,630.67	1,547.98	1,733.84
YOY	16.88%	11.67%	-3.27%	-5.07%	12.01%
毛利率	53.81%	55.29%	56.45%	57.16%	57.75%
期间费用率	42.69%	43.40%	46.36%	45.46%	44.08%
销售费用率	28.47%	28.15%	30.37%	29.57%	29.97%
管理费用率	13.23%	14.25%	15.12%	15.73%	14.26%
财务费用率	0.99%	1.00%	0.87%	0.16%	-0.15%
利润总额	143.20	167.66	145.86	163.29	230.38
YOY	5.53%	17.08%	-13.00%	11.95%	41.09%
所得税率	24.48%	26.05%	25.48%	27.70%	19.38%
归母净利	104.05	120.11	104.28	117.28	187.94
YOY	-13.12%	15.43%	-13.18%	12.47%	60.25%
净利润率	6.89%	7.12%	6.39%	7.58%	10.84%

数据来源：Wind、东吴证券研究所

- 受益线上发展，存货周转大幅改善：受益精准营销带来的线上销售在本年的活跃，公司整体周转提升明显，存货周转天数下降 35 天至 201 天。应收账款方面，由于 12 月小子科技的并表，周转天数略有增加。

图表 4：天创时尚周转

	2013	2014	2015	2016	2017
存货周转天数	238.85	226.19	238.55	235.65	200.76
应收账款周转天数	60.46	54.41	55.34	57.68	60.90

数据来源：Wind、东吴证券研究所

- 以 8.78 亿元完成对小子科技 100% 股权收购，12 月已并表。收购对价中 5.14 亿元以 14.37 元/股价格向小子科技股东发行 3573 万股支付，其余 3.64 亿元以现金支付。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。小子科技 17/18/19 年承诺业绩分别为 6500 万/8450 万/1.1 亿元，其 2017 年收入/净利润 2.32 亿元/6791 万元，但由于 12 月并表本期对公司贡献较少，考虑业绩承诺，其并表对公司 2018、2019 年业绩将形成明显增厚。

■ 17Q4以来核心管理层增持不断，体现对公司未来发展充足信心。2017年四季度以来包括实际控制人李林、梁耀民，总经理倪兼明、财务总监王向阳在内的核心高管皆对公司股票进行增持，表达对顺利完成小子科技并购后全面推进数字化经营的天创时尚未来业务前景的信心。

图表 5：公司高管增持情况

增持时间	增持人	增持均价 (元/股)	增持数量 (万股)	增持金额 (万元)	备注
2017/11/28	李林	10.86	40.03	435	实际控制人
2017/12/15		9.69	700.00	6783	
2017/12/6-12/8	梁耀华	10.54	6.30	66	实际控制人
2017/11/28		10.66	20.20	215	
2017/12/4-2017/12/6	倪兼明	10.53	4.00	42	董事、总经理
2017/11/28		10.59	11.00	116	
2018/2/7-2018/2/9	王向阳	9.32	4.30	40	董事、财务总监

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

■ 盈利预测及投资建议：

我们认为公司作为鞋品领域龙头效率领先同业，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。我们上调对公司业绩预期，2018/2019/2020年净利润分别为2.9/3.4/3.9亿元，对应目前市值PE16/14/12倍，估值对应成长性具有吸引力，维持对公司的“买入”评级！

■ 风险提示：鞋品主业终端销售遇冷、小子科技未达业绩承诺带来商誉减值、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)	2017	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1572.7	1910.3	2272.4	2737.1	营业收入	1733.8	2180.6	2472.7	2775.0
现金	358.7	705.5	953.4	1371.0	营业成本	732.5	969.6	1107.4	1249.0
应收款项	358.1	344.4	392.1	431.8	营业税金及附加	25.4	30.7	35.7	40.1
存货	417.8	433.7	467.4	487.7	销售费用	519.6	550.9	602.3	660.7
其他	438.2	426.7	459.6	446.6	管理费用	247.3	270.2	312.5	347.3
非流动资产	1260.1	1278.4	1244.9	1202.3	财务费用	(2.6)	(6.4)	(9.0)	(13.1)
长期股权投资	17.6	61.8	61.8	61.8	投资净收益	9.4	10.0	10.0	10.0
固定资产	290.2	263.7	245.4	225.9	其他	(26.4)	(6.2)	(5.2)	(4.8)
无形资产	105.6	99.2	92.9	86.5	营业利润	228.8	361.8	419.0	485.8
其他	846.7	853.8	844.9	828.2	营业外净收支	1.6	9.3	8.1	5.2
资产总计	2832.8	3188.7	3517.4	3939.4	利润总额	230.4	371.1	427.1	491.0
流动负债	766.1	836.7	943.7	1044.2	所得税费用	44.6	77.9	89.7	103.1
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	(2.2)	0.2	(0.9)	(1.3)
应付账款	158.8	164.4	204.8	211.6	归属母公司净利润	187.9	293.0	338.3	389.1
其他	607.2	672.4	738.9	832.6	EBIT	234.5	389.9	450.5	518.0
非流动负债	42.4	5.2	6.0	7.0	EBITDA	286.5	454.5	518.5	590.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	42.4	5.2	6.0	7.0	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债总计	808.5	841.9	949.7	1051.2	每股收益(元)	0.44	0.68	0.78	0.90
少数股东权益	16.7	16.9	16.0	14.8	每股净资产(元)	4.65	5.40	5.91	6.66
归属母公司股东权益	2007.6	2329.9	2551.7	2873.5	发行在外股份(百万股)	431.7	431.7	431.7	431.7
负债和股东权益总计	2832.8	3188.7	3517.4	3939.4	ROIC(%)	9.3%	13.1%	13.9%	14.2%
					ROE(%)	10.5%	13.4%	13.8%	14.3%
					毛利率(%)	57.8%	55.5%	55.2%	55.0%
现金流量表(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT Margin(%)	13.5%	17.9%	18.2%	18.7%
经营活动现金流	270.1	459.6	388.1	502.1	销售净利率(%)	10.8%	13.4%	13.7%	14.0%
投资活动现金流	(136.9)	(107.5)	(17.4)	(10.5)	资产负债率(%)	28.5%	26.4%	27.0%	26.7%
筹资活动现金流	(75.5)	(5.3)	(122.7)	(74.0)	收入增长率(%)	12.0%	25.8%	13.4%	12.2%
现金净增加额	57.9	346.8	248.0	417.6	净利润增长率(%)	60.2%	55.9%	15.5%	15.0%
折旧和摊销	52.0	64.6	68.0	72.0	P/E	24.8	15.9	13.8	12.0
资本开支	130.5	20.0	30.0	30.0	P/B	2.32	2.00	1.82	1.62
营运资本变动	37.7	100.5	(14.8)	49.5	EV/EBITDA	16.2	10.2	9.0	7.9
企业自由现金流	409.3	493.1	439.0	560.7					

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、意见及推測不一致的报告。

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>