

公司研究/首次覆盖

2020年03月09日

纺织服装/服装 II

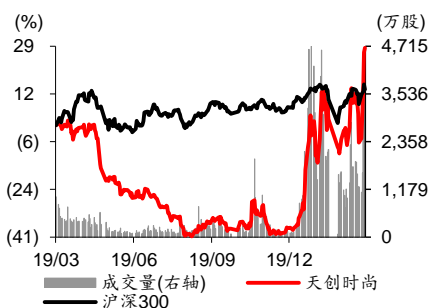
投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 12.93
合理价格区间(元): 14.93~16.37

林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

张萌 执业证书编号: S0570519090004
研究员 021-38476072
zhangmeng016126@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

加速数字化转型, 女鞋龙头再启航

天创时尚(603608)

女鞋主业复苏, 数字营销高增长, 首次覆盖给予“买入”评级

2012-2016年, 女鞋行业进入深度调整期, 公司作为龙头企业之一 2017年业绩率先回暖, 盈利能力与运营效率保持行业领先。伴随全渠道调整到位, 我们预计 2020 年女鞋业绩将重回增长。另一主营业务数字营销在业内拥有良好口碑, 积累了包括 BAT 在内的大量优质客户资源, 2019 年前三季度营收同比增长 29.6%, 经营效率与质量稳步增长。我们预计 2019-2021 年公司 EPS 为 0.58 元/0.64 元/0.71 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

获前阿里云首席科学家旗下基金青睐, 打造女鞋新零售未来可期

鞋履服饰业务在多个环节进行了提效升级: 1) 立足女性不同生活阅历与价值取向, 打造时尚女鞋矩阵, 并积极横向拓展新品类; 2) 渠道调整, 关闭低效门店, 布局优质流量渠道, 并通过数据互通、物流优化、精益运营提升线上流量与转化效率; 3) 通过商品中心化、研发数字化、生产智能化完成供应链的全方位升级, 产销率达 90% 以上。2020 年 3 月引入阿里云首席科学家基金——北高峰资本入股, 公司有望借助其数字化转型经验与数据智能技术, 推动各环节进一步转型升级, 挖掘鞋履服饰业务的成长价值。

小子科技(数字营销)经营质量稳步提升, 预期将超额完成业绩承诺

子公司小子科技于 2017 年 12 月并表, 承诺 2017 年/2018 年/2019 年贡献扣非归母净利润分别不低于 0.65 亿元/0.85 亿元/1.1 亿元。凭借广告主与媒体资源的积累, 传统的移动应用分发、程序化广告投放业务保持高速增长, 新业务拓展了支付宝、今日头条等标杆客户。综合 2019 年前三季度表现, 我们预计小子科技 2019 年业绩承诺完成率将在 112.6%~117.3% 之间。

盈利能力、运营效率同业保持领先

公司鞋履服饰业务规模距达芙妮国际等行业龙头仍有一定差距, 但差距在逐渐缩小。凭借出色的综合运营能力, 公司盈利能力同业保持领先, 2019 年前三季度净利率为 11.5%, 超业务规模相近的星期六 3.2pct; ROE 为 5.9%, 超星期六 3.2pct。此外, 公司的应收账款与存货周转效率也在稳步提升, 位居行业前列。

双业务兼具防御与成长, 通过分部估值法综合评价

鞋履服饰及其他业务: 我们预计 2020 年全渠道调整到位, 当年预计实现归母净利润 1.33 亿元, 参考可比公司 27.1 倍的平均 PE 估值, 给予 26.1~28.1x PE, 合计市值 34.7~37.3 亿元; 数字营销业务: 移动应用分发与程序化数字投放业务发展较快, 我们预计 2020 年将实现归母净利润 1.41 亿元, 参考可比公司 22.8 倍的平均 PE 估值, 给予 21.0~23.5x PE, 合计市值 29.8~33.3 亿元。综上, 我们给出目标价 14.93~16.37 元, 对应 2020E 的 EPS 市盈率分别为 23.5~25.7x, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 疫情影响超预期、渠道优化不及预期、女鞋市场竞争加剧、媒体限制优质资源开放。

公司基本资料

总股本 (百万股)	430.07
流通 A 股 (百万股)	412.45
52 周内股价区间 (元)	5.97-12.93
总市值 (百万元)	5,561
总资产 (百万元)	2,614
每股净资产 (元)	4.93

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,734	2,052	2,117	2,332	2,565
+/-%	12.01	18.37	3.13	10.19	9.96
归属母公司净利润 (百万元)	187.94	242.20	251.26	274.55	307.70
+/-%	60.25	28.87	3.74	9.27	12.07
EPS (元, 最新摊薄)	0.44	0.56	0.58	0.64	0.71
PE (倍)	29.68	23.03	22.20	20.32	18.13

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

投资概要	3
与市场不同的观点	3
深耕女鞋行业 22 载，携手数字营销共建时尚生态圈	4
鞋履服饰主业企稳，数字营销业务保持高增速	5
股权结构稳定，业绩承压不改管理层长期信心	6
时尚女鞋缓慢复苏，程序化广告高速增长	8
时尚女鞋行业缓慢复苏，渠道调整、供应链升级、产品力提升是关键	8
程序化广告投放市场高速发展，行业规模效应显著	9
聚焦女鞋主业，小子科技助力精准营销	12
多品牌运营满足多样化需求，渠道调整逐显成效	12
商品中心化、研发数字化、生产智能化，产效率 90% 以上	14
小子科技经营质量稳步提高，助力主业精准营销	15
财务对比：盈利能力、营运效率同业领先	17
鞋履服饰业务率先回暖，公司盈利能力领先	17
期间费用率控制良好，同比持续改善	18
周转效率提升，资产盈利能力强	18
盈利预测与估值	20
关键假设	20
可比公司估值	22
风险提示	23
PE/PB - Bands	23

投资概要

天创时尚成立于1998年，是我国女鞋行业龙头之一，2017年并购小子科技后，主营业务变更为“鞋履服饰+数字营销”。公司2020年3月引入前阿里云首席科学家旗下VC基金—北高峰资本入局，有望借助其数字化转型经验与数据智能技术，加速公司各环节的数字化升级改造，提升竞争力的同时全面挖掘业务的成长价值。我们对报告的核心观点总结如下：

1) 2017年开始我国女鞋市场进入低速增长阶段，女鞋龙头如达芙妮国际市场份额逐步下降，业绩呈负增长态势，时尚细分赛道市场集中度持续下降。我们认为渠道调整、供应链升级、产品力提升是传统时尚女鞋龙头升级调整的三个重要方向，天创时尚正是凭借这些方面的调整领先竞争对手业绩率先回暖：渠道方面，公司线下渠道进行较大力度调整，2017年/2018年/2019年前三季度分别新开231家/325家/135家门店，关闭了263家/327家/269家门店，主要品牌如tigrisso店效持续改善；供应链方面，公司加速研发数字化、生产智能化进程，2018年首条规模化智能生产线已实现投产，产效率达90%以上；产品力方面，公司升级了商品策略中心与品牌产品小组运营体系，对商品设计进行了中心化的管理，通过大数据分析等技术深度挖掘顾客需求，提高人货匹配程度。基于这三点，我们认为公司鞋履服饰业务的竞争力将进一步提升，业绩有望重回增长。

2) 小子科技主要业务分为移动应用分发与程序化广告投放，前者市场已相对成熟且流量红利期不再，后者行业仍处于高速发展阶段，据eMarketer，2017-2019年中国程序化广告市场规模CAGR达36.7%。小子科技凭借客户与媒体资源的积累、丰富的服务经验在业内拥有良好口碑，且自有DSP、SSP、DMP平台短期具有一定技术与数据壁垒，业务保持较高成长速度。除自身发展，小子科技将对公司的女鞋主业进行赋能：一方面凭借丰富的服务经验以及优秀的大数据分析能力，帮助鞋履业务精准寻找潜在客户群体，并将客户引导至第三方平台完成付费转化；另一方面，运用数据分析、用户画像等技术帮助鞋履业务完善客户关系管理体系，对存量客户进行价值挖掘，提升复购率与用户活跃度，业务协同作用明显。

与市场不同的观点

市场认为时尚女鞋行业门槛低，新兴品牌持续入场将进一步挤压头部份额，但忽视传统女鞋龙头的长期竞争力。我们认为，天创时尚旗下品牌凭借多年耕耘积累了高知名度与高美誉度，拥有出色的渠道与供应链管控能力，盈利能力、运营效率在业内均属前列，尽管短期业绩承压，但长期竞争力不改。





公司数字营销利润贡献已超过总利润40%，市场仍采用单一估值中枢对整体进行估值易出现偏差。2018年数字营销业务贡献了41.4%的归母净利润，且业绩增速、盈利能力与公司女鞋主业都有较大差别。因此我们采取分部估值法，综合鞋履服饰/数字营销行业不同估值中枢，对两大主营业务分别进行估值。

深耕女鞋行业 22 载，携手数字营销共建时尚生态圈

“鞋履服饰+数字营销”业务板块双轮驱动。公司成立于 1998 年，主要从事时尚女鞋的产品设计、生产、分销及零售业务。2017 年全资收购北京小子科技有限公司，开拓互联网数字化营销业务领域。当前公司主要业务分为两大板块：传统的时尚鞋履服饰板块业务，通过多品牌运营模式为消费者提供不同定位的时尚产品；移动互联网数字营销板块，通过移动应用（APP）分发、程序化广告投放等业务模式为广告主提供全方位精准营销服务。

女鞋行业领先的多品牌运营商，逐步开拓新品类丰富产品矩阵。公司旗下有 6 大时尚女鞋品牌，定位中高端，其中 5 个为自有品牌——“KISSCAT”、“ZSAZSAZSU”、“tigrisso”、“KissKitty”、“KASMASE”，1 个为代理西班牙品牌“Patricia”。以女鞋业务为核心，公司积极拓展其他品牌与品类，包括自有男装品牌“型录 MUST HAVE”、代理意大利时尚创意品牌“O BAG”，并通过全资子公司莎莎素国际参投国际化设计师品牌“United Nude”。公司通过打造不同风格、不同定位的多品牌产品矩阵，满足不同消费者的差异化需求。

图表1：天创时尚旗下品牌矩阵

品牌	logo	创立/引入时间	品牌所属	产品定位
KISSCAT		1998 年	自有	舒适时尚
ZSAZSAZSU		2008 年	自有	都市时尚
tigrisso		2010 年	自有	优雅精致
KissKitty		2011 年	自有	潮趣个性
KASMASE		2016 年	收购（65%）	大码时尚女鞋
Patricia		2007 年	代理	高品质时尚
型录		2016 年	自有	轻奢商务休闲
O Bag		2016 年	代理	时尚创意
United Nude		2016 年	间接参投	创意设计

资料来源：公司公告，华泰证券研究所；

旗下移动互联网营销平台——“小子科技”拥有丰富的媒体资源与强大的投放系统研发能力。小子科技主要从事移动应用分发与广告平台业务，拥有丰富的媒体渠道资源与强大的技术研发实力。应用分发业务方面，小子科技拥有国内核心的应用商店资源，是应用宝、百度手机助手、小米商店、PP 助手等主流应用市场的核心代理，也覆盖了苹果商店部分分发业务，包括 ASO、APP 冲榜、新媒体营销等；广告平台业务方面，小子科技自研的“袖子移动营销平台”分设有需求方平台（DSP）、数据管理平台（DMP）、供应方平台（SSP），凭借精准的数据分析技术、科学的投放算法、优质的投放渠道、丰富的广告资源，帮助广告主与媒体获得丰厚收益。

图表2：全资子公司小子科技发展历程

时间	事件	布局重点
2014年10月	北京小子科技有限公司成立	主要围绕移动应用分发业务
2014年12月	成为应用宝全国核心换量代理，服务携程等几十家知名APP	
2015年1月	与百度签订广告代理框架协议，达成CPT/CPA等多样化合作	
2015年4月	与阿里签订核心广告供应商协议，实现BAT全面深度合作	主要围绕程序化广告投放业务
2015年7月	袖子移动-供应方平台(SSP)正式上线	
2015年8月	袖子移动-数据管理平台(DMP)正式上线	
2016年2月	袖子移动-需求方平台(DSP)正式上线	
2017年11月	小子科技被天创时尚全资收购	

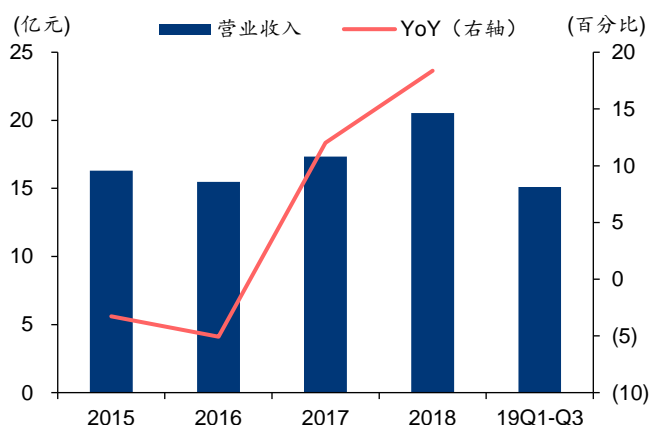
资料来源：小子科技官网，华泰证券研究所

业务互补，共建以客户为本的数字化时尚生态圈。鞋履服饰业务可借助互联网数字营销技术开展精准营销、提升客户转化率并推动客户服务的数字升级，进而推动旗下品牌的零售升级；数字营销业务可借助公司在鞋履服饰产业的积累，开拓更多优质客户资源、积累更全面产业数据。两大业务板块围绕时尚生态圈出发，共同推动时尚品牌零售产业数字化升级。

鞋履服饰主业企稳，数字营销业务保持高增速

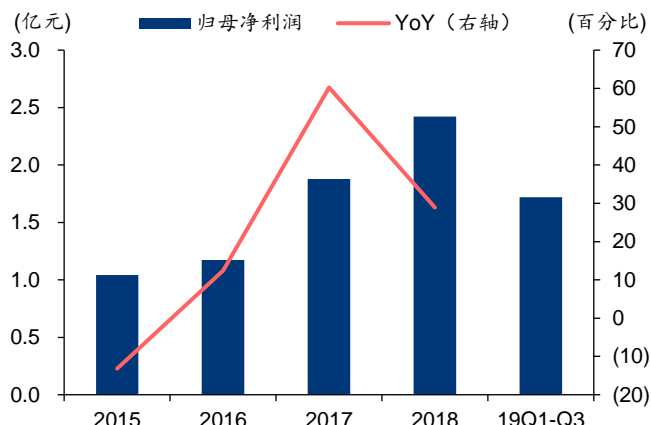
公司业绩自17年开始回暖，2019年前三季度发展整体保持平稳。2019Q1-Q3，公司实现营业收入15.11亿元，同比增长2.89%；归母净利润1.72亿元，同比下降7.88%；扣非归母净利润1.56亿元，同比下降2.98%。

图表3：2015至2019Q1-Q3公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

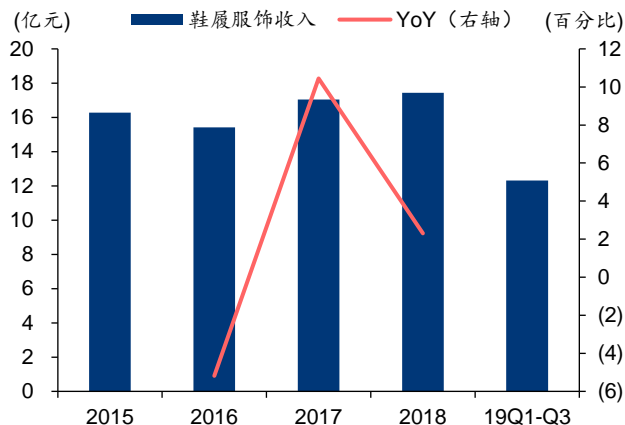
图表4：2015至2019Q1-Q3公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

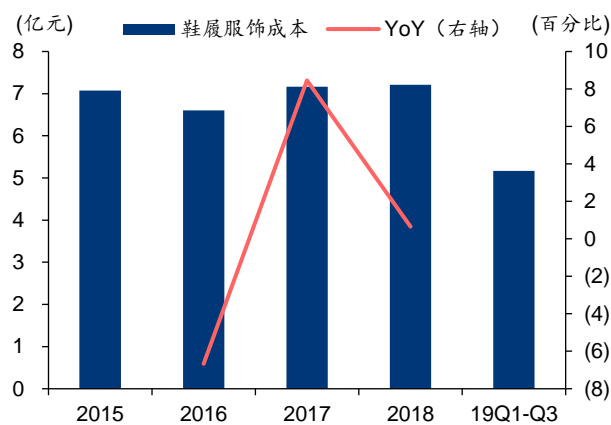
受门店调整影响，鞋履服饰营收有小幅下滑。鞋履服饰业务自2017年开始回暖，2018年至2019年前三季度整体发展趋于平稳，2019Q1-Q3实现12.32亿元，同比下降1.58%，主要系前三季度公司持续调整门店所致；营业成本同比微增0.63%，达5.17亿元，主要系为提升消费者体验对鞋履产品质量升级所致。

图表5：2015至2019Q1-Q3 鞋履服务业务收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

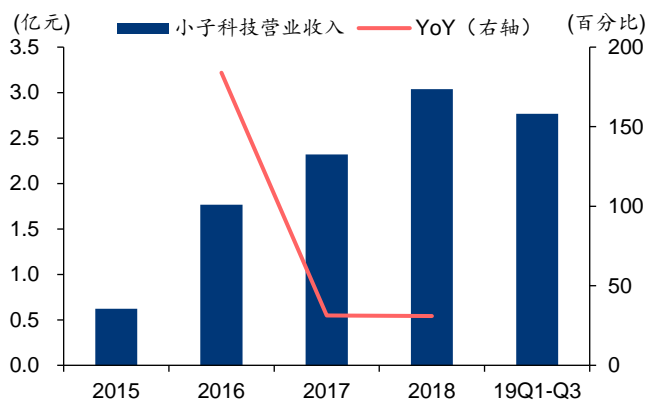
图表6：2015至2019Q1-Q3 鞋履服务业务成本及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

小子科技营收保持较高增速，因 CPA 广告业务占比提升营业成本提高幅度较大。因小子科技财务数据于 2017 年 12 月并入上市公司合并报表，为更好分析数字营销业务发展趋势，我们选择小子科技子公司层面财务数据比较分析。2019 年前三季度，延续 2017、2018 两年增长趋势，同比增长 29.61%至 2.77 亿元，营业成本则因低毛利业务（CPA 移动广告业务）占比提升，同比增加 37.84%至 1.69 亿元。

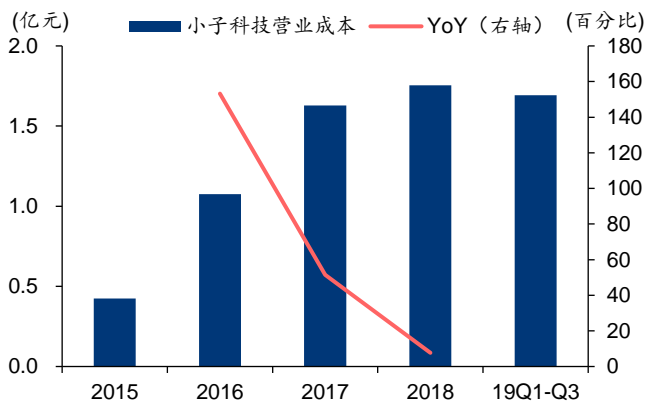
图表7：2015至2019Q1-Q3 小子科技收入及同比增速



小子科技 2017 年 11 月前数据不并入上市公司

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表8：2015至2019Q1-Q3 小子科技成本及同比增速



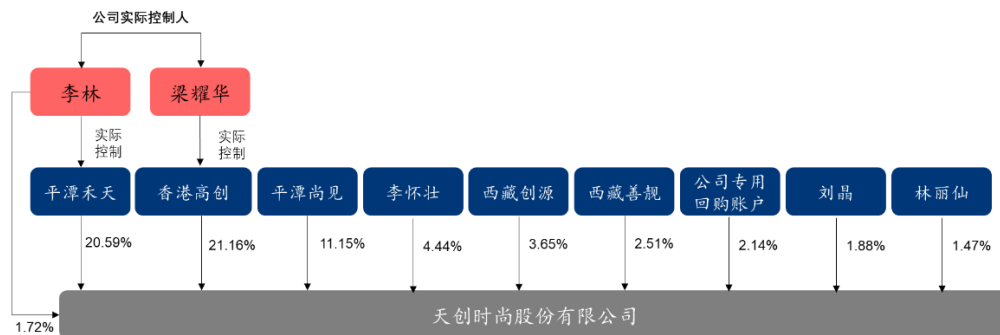
小子科技 2017 年 11 月前数据不并入上市公司

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

股权结构稳定，业绩承压不改管理层长期信心

实控人签订一致行动协议，公司股权结构稳定。公司实际控制人李林（现任董事长）、梁耀华（前任董事长）及公司大股东平潭禾天、香港高创于 2017 年 12 月签订协议，李林与梁耀华二人将一致同比例间接持有公司股权并保持一致行动，协议有效期 5 年，若届满无变更或终止提议则自动续约 5 年。目前协议处于续约期内，公司股权结构稳定。

图表9： 公司股权结构（截至19年三季报数据）



资料来源：公司公告、Wind，华泰证券研究所

新晋大股东的实控人北高峰资本实力雄厚，创始人为前阿里云首席科学家**闵万里**。2020年3月3日，公司大股东香港高创、平潭尚见与Visions Holding签订股份转让协议，拟分别将各自持有的占公司总股本4%与1%的无限售流通股转让与Visions Holdings，每股作价8.64元。Visions Holdings系北高峰资本全资孙公司，后者是一家拥有强大技术实力、丰富产业实践的投资机构，创始人**闵万里**毕业于中科大少年班，先后在IBM、Google从事大数据理论研究与应用算法研发工作，曾任阿里云机器智能首席科学家。通过本次股权调整，上市公司将引入北高峰资本作为长期合作伙伴，借助其数字化转型经验与数据智能技术，推动公司各环节的转型升级，提升公司的整体价值。

限制性股票激励计划彰显长期信心。公司2017年8月18日，向13名公司高管及核心管理/技术/业务人员首次授予限制性股票357万股，授予价格为7.36元/股；向5名公司高管授予预留部分限制性股票35万股，授予价格为6.37元/股。截至2020年1月，首次授予限制性股票一期已解锁；首次授予限制性股票第二个解除限售期及预留授予限制性股票第一个解除限售期因2018年公司业绩未达标，相应部分股票由公司回购注销。

图表10： 公司2017年限制性股票激励计划及执行情况

批次	解锁条件	解锁状态	姓名	职务	数量	元/股
首次	以2016年净利润为基数，若2017/2018/2019年净利润增长不低于12%/28%/50%，则三个解除限售期可分别解除35%、35%、30%	2018年6月因激励对象邓建辉离职，	王海涛	副总经理	39.2万股	7.36
		以7.11元回购注销	石正久	副总经理	26.6万股	
		25.2万股；第二期	王向阳	董事、财务总监	29.4万股	
		解锁条件未达成，	杨璐	董事会秘书	30.8万股	
		2020年1月以6.86元回购注销116.13	核心管理人员、核心技术（业务）人员（9人）		231万股	
		合计			392万股	
预留	以2016年净利润为基数，若2018/2019年净利润增长不低于28%/50%，则两个解除限售期可分别解除50%、50%	第一期解锁条件未达成，2020年1月	李铮	KK事业部总经理	2.8万股	6.37
		以5.87元回购注销	王海涛	副总经理	8.4万股	
		116.13万股	石正久	副总经理	8.4万股	
			朱辉	设计总监	8.4万股	
			王向阳	董事、财务总监	7万股	
		合计			35万股	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

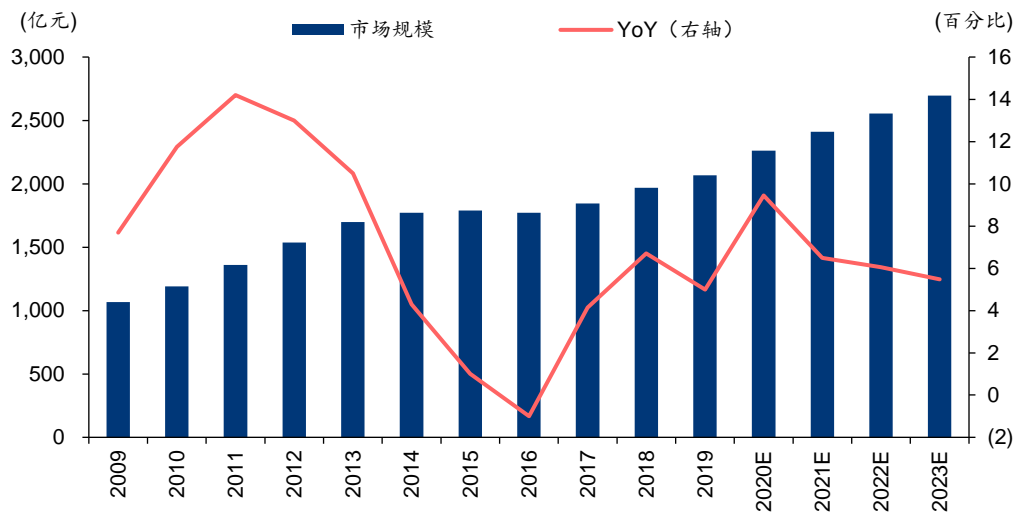
时尚女鞋缓慢复苏，程序化广告高速增长

时尚女鞋行业缓慢复苏，渠道调整、供应链升级、产品力提升是关键

2012-2016年，女鞋行业进入深度调整期。受宏观经济增速放缓、电商渠道崛起、传统百货客流减少影响，2012年开始，女鞋市场增速明显放缓；此外，由于国内女鞋品牌的盲目扩张，同质化竞争日渐家居，女鞋行业进入深度调整期。2016年，女鞋市场同比下降1.0%至1,771.7亿元，时尚女鞋龙头百丽国际、达芙妮国际净利润分别同比下降18.09%、116.19%，行业整体低迷。

2017年起市场缓慢复苏，已进入低速增长阶段。受益终端需求改善，女鞋行业于2017年开始进入缓慢复苏阶段，2017年/2018年/2019年分别同比增长4.1%/6.7%/5.0%。据Euromonitor预计，女鞋市场2019-2023年复合增速将达6.86%，2023年中国女鞋市场规模将达2,695.1亿元。

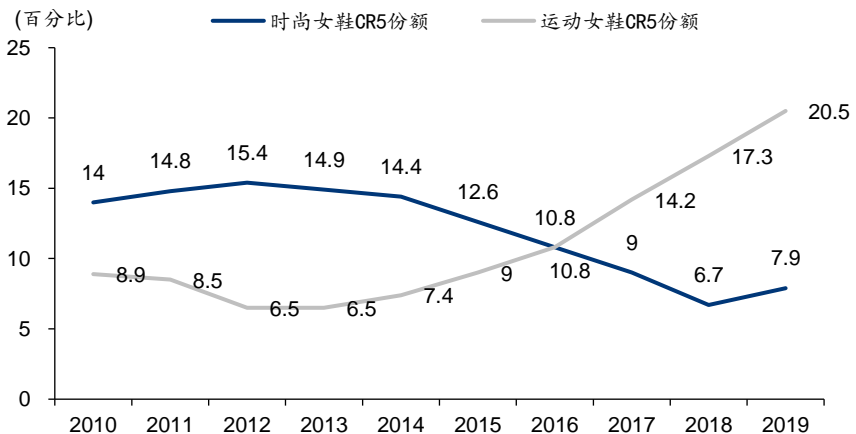
图表11：2009-2023E 中国女鞋市场规模



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

子行业发展分化，运动女鞋持续挤压时尚女鞋市场。受运动休闲风潮兴起，运动女鞋市场份额2012年以来持续增长。运动女鞋品牌CR5市场份额由2012年的6.5%增长至2019年的20.5%。反观时尚女鞋子行业市场份额整体下滑，2018年时尚女鞋品牌CR5市场份额相较2012年下降8.7pct至6.7%。2019年有所改善，CR5份额提升1.2pct至7.9%。

图表12：2010-19年中国时尚/运动女鞋CR5市场份额

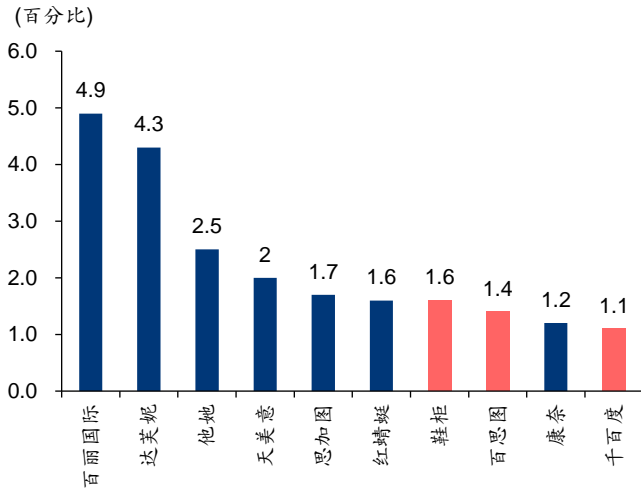


注：以女鞋整体市场规模为分母，计算时尚/运动品类CR5品牌份额

资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

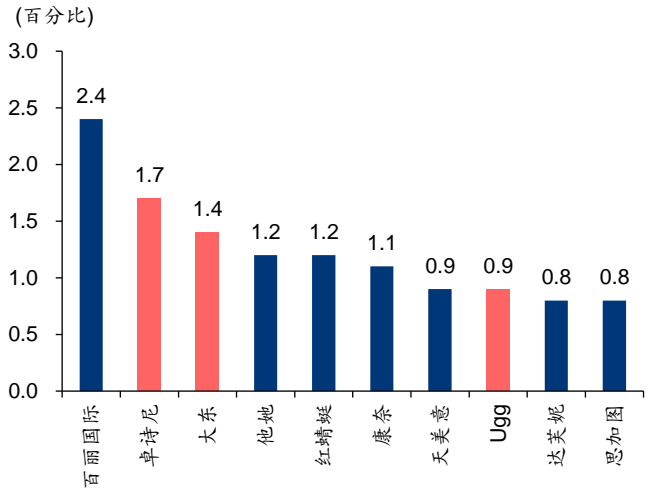
头部时尚女鞋阵营受明显冲击，格局发生变化。头部女鞋企业早期借助线下百货渠道、街边店进行规模化扩张，随着年轻群体成长为消费主力，消费场景逐渐向重体验、多元化的购物中心与城市商业综合体迁徙。时尚女鞋龙头纷纷开始渠道调整，大量关闭传统低效店铺。从2012年至2019年，除时尚女鞋品牌CR10份额普遍下降外，格局也发生变化，2019年卓尼诗、大东、Ugg取代鞋柜、百思图、千百度进入中国时尚女鞋品牌CR10榜单。

图表13：2012年中国时尚女鞋品牌CR10份额情况



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表14：2019年中国时尚女鞋品牌CR10份额情况



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

我们分析认为渠道调整、供应链升级、产品力提升是传统时尚女鞋优势企业升级调整的三个重要方向：

线上渠道持续加码，线下关闭传统低效门店，向购物中心等城市商业综合体布局。据中华商业信息中心统计数据，2019年上半年全国百家重点大型零售企业零售额同比仅增长0.3%，网上实物商品零售额同比增长21.6%，线上线下渠道客流分化明显。同时新中产群体愈发注重线下体验，具有体验感的综合购物中心将是时尚女鞋尤其是中高端品牌的布局重点。

供应链智能化升级，提高快反生产比例。面对消费者多元化的消费需求以及快速变换的潮流趋势，时尚女鞋供应链需不断优化实现柔性化生产，在设计研发、信息技术、生产管理、仓储物流等综合能力上整体提升。

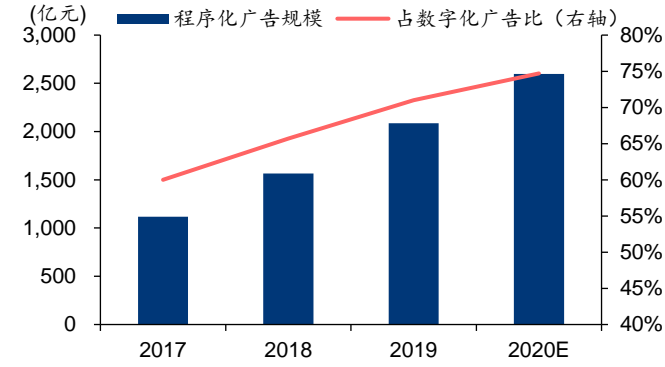
以顾客为中心，着力提升产品品质、品牌美誉。传统时尚女鞋品牌对到店流量的运营深度不足，包括顾客数据的收集、老顾客的关系维护、新顾客的精准匹配等方面。面对网购渠道的冲击，企业应从“渠道运营”向“流量运营”转变，加强用户运营，并通过对顾客需求的精准分析，全面提升产品力。

程序化广告投放市场高速发展，行业规模效应显著

伴随移动互联网蓬勃发展，催生对方共赢的程序化广告投放行业。2014年开始，伴随移动端流量爆发、技术进步及内容优化，移动端程序化广告投放行业开始加速发展。对于广告主：高性价比的精准营销是主要诉求；对于媒体，充分将长尾的广告位最大价值变现是主要诉求；程序化广告供应商通过强大的数据分析能力及丰富的客户服务经验，进行广告的供需匹配，并从中收取相应服务费用。

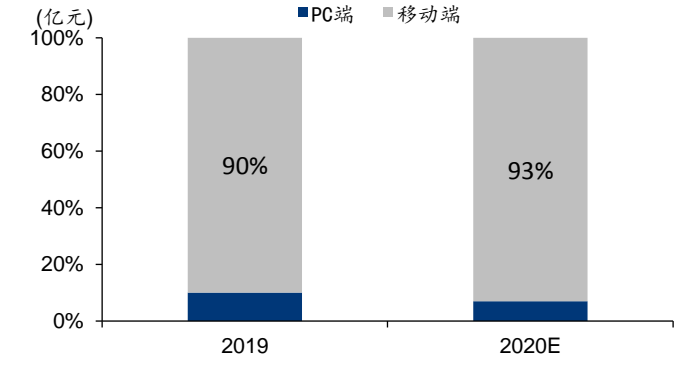
程序化广告行业处于高速发展期，90%程序化广告投放到移动端。据 eMarketer 数据，2017-2019 年，中国程序化广告市场规模年平均增速达 36.7%，2019 年整体规模达 2,086.1 亿元，2020 年预期将同比增长 24.6%至 2,598.5 亿元；据 INMOBI 预计，2020 年 93%的程序化广告将通过移动端投放。

图表15: 2017-2020E 中国程序化广告市场规模情况



资料来源: eMarketer, 华泰证券研究所

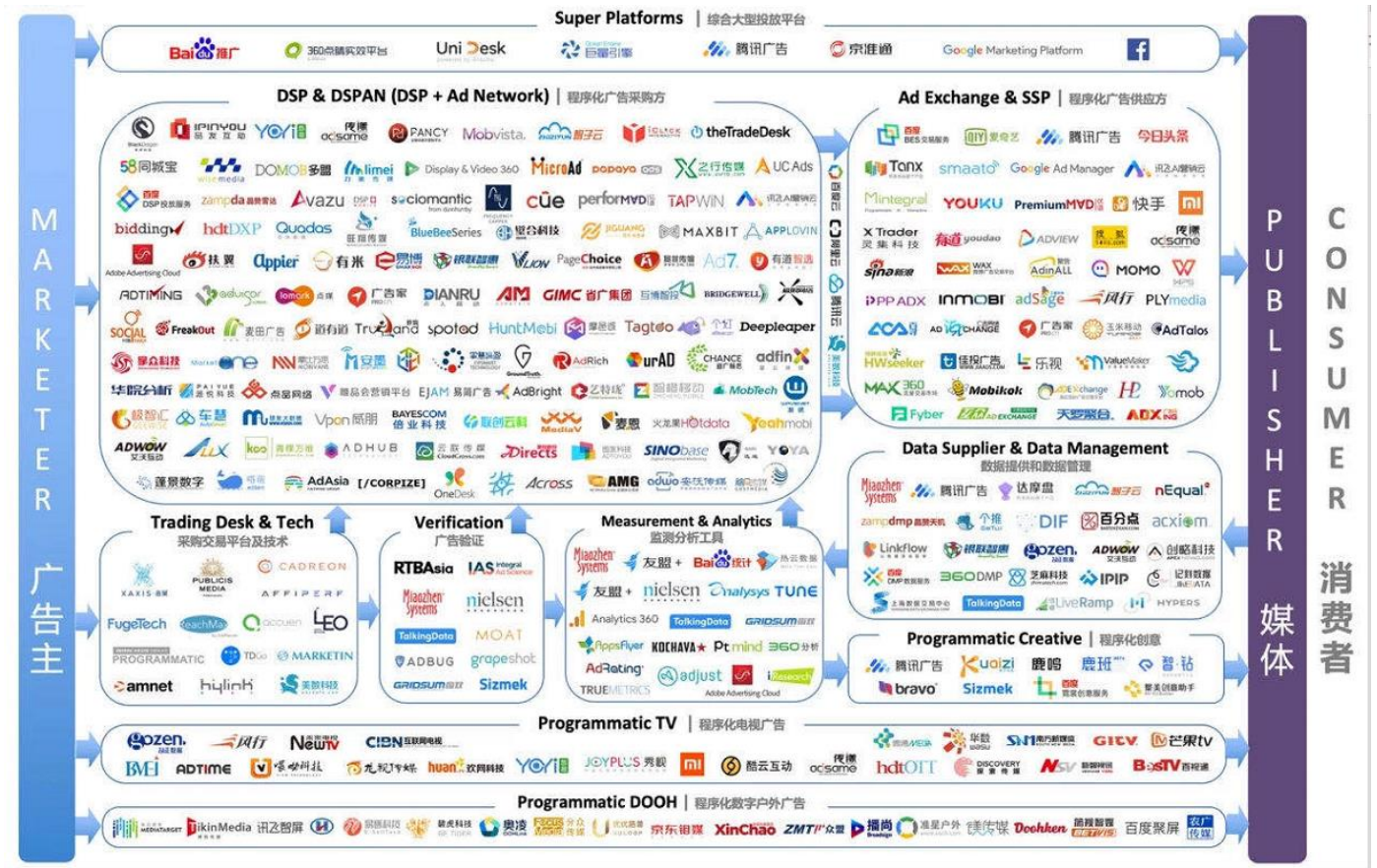
图表16: 2019-2020E 中国程序化广告投放渠道占比



资料来源: INMOBI, 华泰证券研究所

产业链分工明确。程序化购买广告流程较为成熟，一般由广告主委托的广告代理商选择相应的技术服务商，通过集成的 DSP 平台，向广告联盟/广告交换网络/SSP 采购各自接入的不同层级的媒体广告位。

图表17: 2019 中国程序化广告技术生态圈

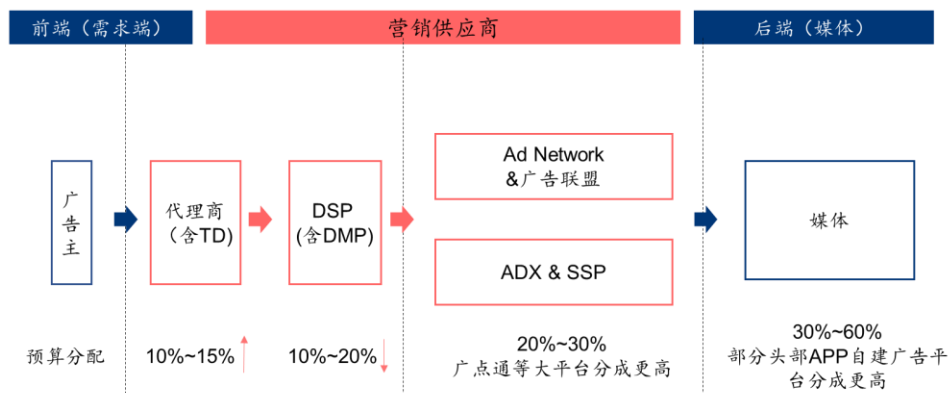


资料来源: RTB China, 华泰证券研究所

产业链两端话语权强，营销供应商受持续挤压。媒体端头部效应明显，新的媒体类型如信息流、短视频不断崛起，流量向头部玩家集中，产业链话语权大；营销供应商各子行业的竞争格局有所不同：广告代理商行业竞争充分，主要玩家为以创意见长的传统4A公司如WPP、奥美，格局较为明朗；营销服务商掌握优质的媒体渠道、客户资源的玩家暂时保持领先地位，字节跳动、腾讯等巨头不断向此环节延伸，挤压服务商利润空间；技术服务商则向不同的技术领域垂直发展，大数据、云、AI为领域的前沿发展方向，Ad Exchange、DMP等领域技术发展相对成熟、商业化程度高。

2020年程序化广告营销供应商市场规模或达千亿规模。行业价值链分布侧面可反映产业环节集中度情况，越靠近两端的集中度越高，话语权越强。其中媒体获取了链条上30%~60%的收益，Ad Network&广告联盟、ADX&SSP规模效应明显，获取20%~30%的收益，DSP环节获取10%~20%的收益，因竞争加剧、代理商挤压有下降趋势。根据eMarketer、艾瑞咨询数据综合测算，程序化广告营销供应商市场规模在967亿元~1,692亿元。

图表18：程序化移动营销行业价值链分布情况



2020年程序化广告市场规模*移动端比例*营销供应环节价值占比
=2598.5*93%*40%~70%=**967亿元~1692亿元**

资料来源：艾瑞咨询、eMarketer，华泰证券研究所

程序化广告平台马太效应显著，客户资源与服务经验是壁垒。我们将DSP、Ad Network&广告联盟、ADX&SSP统称为程序化广告平台。程序化广告平台马太效应显著：首先，系统搭建成本高但单次服务边际成本低，规模效应明显；其次媒体给程序化广告平台开放的资源位数量有限，尤其是优质的资源位；最后拥有不同垂直行业服务经验的程序化广告平台能够为客户提供更优质的广告投放策略与数据分析服务。

聚焦女鞋主业，小子科技助力精准营销

多品牌运营满足多样化需求，渠道调整逐显成效

立足女性不同生活阅历与价值取向，公司坚持多品牌策略，打造时尚女鞋矩阵。公司综合考虑体验价值与妆扮价值综合打造品牌，以主创品牌 KISSCAT（接吻猫）为例，品牌满足女性穿着体验的同时设计主张“专业为本，创新偕行”兼顾时尚。通过5个自有品牌与1个代理品牌，公司成功满足了不同生活阅历和价值需求的目标客户群体的差异化需求：主品牌 KISSCAT 主打舒适，定位中端；ZsaZsaZsu 主打设计，定位轻奢；tigrisso 主打优雅，价位与 ZsaZsaZsu 相近，定位轻奢；KissKitty 主打潮流，目标客群是18-28岁年轻女性，定位中端；代理品牌 Patricia 主打商务休闲，定位高端；KASMASE 主打大码女鞋，定位中高端。

以女鞋为基础，积极横向拓展新品类：包括孵化聚焦商务运动、跨界风格定位的男士服饰生活品牌“型录 Must Have”，独家代理倡导环保的意大利都市时尚创意品牌“O Bag”，以及间接参投的融合建筑美感与时尚审美的设计师品牌“United Nude”。

图表19：公司旗下品牌满足不同目标客群多样化需求

品牌	目标客户群体	自我实现的核心需求	价格区间
KISSCAT	22-45岁上班族和职业女性	平衡态职场进化	399-1199元
ZsaZsaZsu	25-38岁中高端都市时尚女性	国际化艺术时尚	749-1758元
tigrisso	24-45岁中高端精致生活女性	时尚化优雅生活	699-1699元
KissKitty	18-28岁年轻态生活的潮流女性	年轻态潮流体验	299-699元
Patricia	30-48岁高品质生活的成熟女性	高品质商务休闲	2144-4932元
KASMASE	38-44码女鞋消费者	大码同样自信美丽	358-1098元
型录 Must Have	22-45岁追求品质的职场男士	生活化休闲时尚	369-849元
O Bag	追求时尚环保的都市女性	时尚化环保穿搭	666-1534元
United Nude	崇尚独特设计的前卫女性	先锋艺术时尚	498-4180元

注：价格选取品牌代表性产品女鞋/男鞋/女包在线上旗舰店折后价格

资料来源：公司公告、微信小程序旗舰店、淘宝旗舰店，华泰证券研究所

核心品牌发展稳定，贡献超90%服饰鞋靴营收。分品牌看，KISSCAT 2018年营收同比下降4.8%至8.40亿元，主要因渠道调整尤其是加盟门店关闭所致；ZsaZsaZsu与tigrisso增速有所放缓，2018年仍分别保持同比23.2%与14.1%的增长；Kisskitty同样也因渠道调整营收下滑14.8%至1.65亿元。其余品牌（不含UN）增长较为明显，整体增长24.6%至1.22亿元。

图表20：2014-18年公司旗下品牌营收情况

百万元	2014	2015	2016	2017	2018
KISSCAT	936.4	896.9	844.1	882.3	840.3
YoY	5.6%	-4.2%	-5.9%	4.5%	-4.8%
ZsaZsaZsu	73.2	85.6	88.5	124.4	153.3
YoY	29.1%	16.8%	3.4%	40.6%	23.2%
tigrisso	337.7	326.5	337.2	405.2	462.4
YoY	22.9%	-3.3%	3.3%	20.2%	14.1%
KissKitty	224.7	211.1	179.8	193.9	165.2
YoY	26.5%	-6.1%	-14.8%	7.8%	-14.8%
其他品牌	111.4	106.6	92.9	97.7	121.7
YoY	-0.1%	-4.3%	-12.9%	5.2%	24.6%

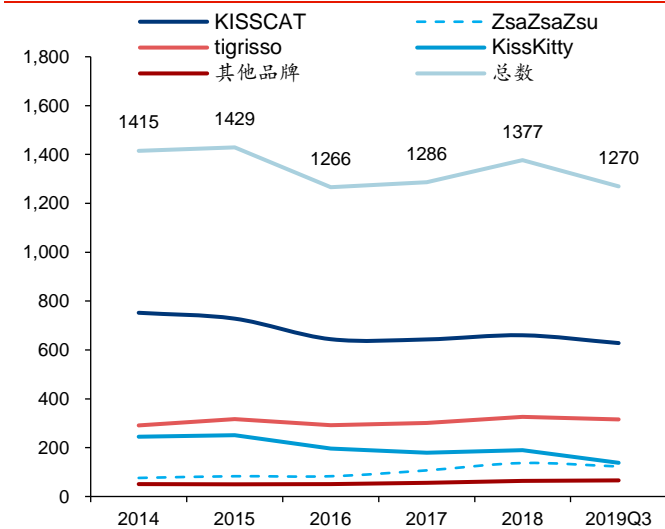
注：分品牌营收数据仅在年报披露，因此数据仅更新至2018

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

线下渠道持续调整。公司对新开店铺审慎决策评估，通过与大型连锁百货企业与商业集团长期稳定合作，围绕国内中心城市与重点商业区布局线下门店，并积极拓展综合购物中心与商业综合体；同时对现有店铺重新盘点、分类与评估，对低效店铺进行优化或关闭。2019年前三季度，公司新开直营店95家、加盟店40家，关闭直营店202家、加盟店67家，整体净关店134家。

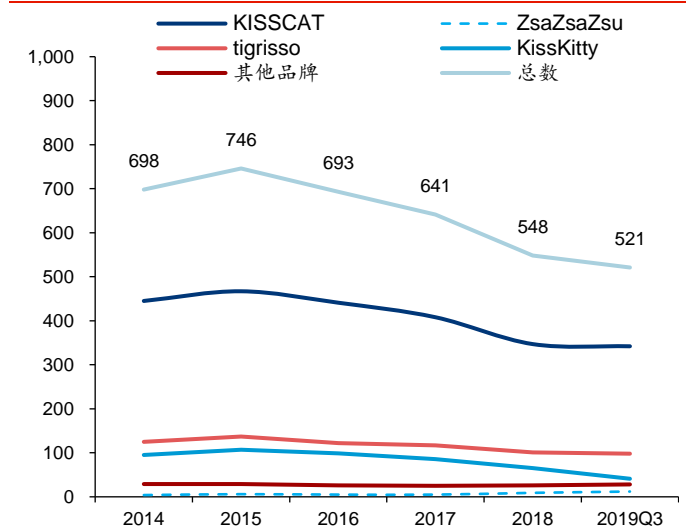
门店店效明显提升，尤其是加盟店店效2019年前三季度同比增长12.6%。线下渠道的积极调整逐显成效，尤其是加盟门店，2019Q1-Q3单店店效同比有两位数转正增长，单店营收达28.13万元。直营店经营发展趋稳，2019年前三季度同比小幅下滑2.3%至68.27万元。分品牌看，除ZsaZsaZsu、KissKitty店效有小幅下滑，自有品牌中tigrisso店效最高，2018年达77.3万元/店/年。整体看，公司旗下门店平均店效自2015年起持续稳步提升，效果显著。

图表21: 2014-2019Q3末公司旗下各品牌直营门店数量



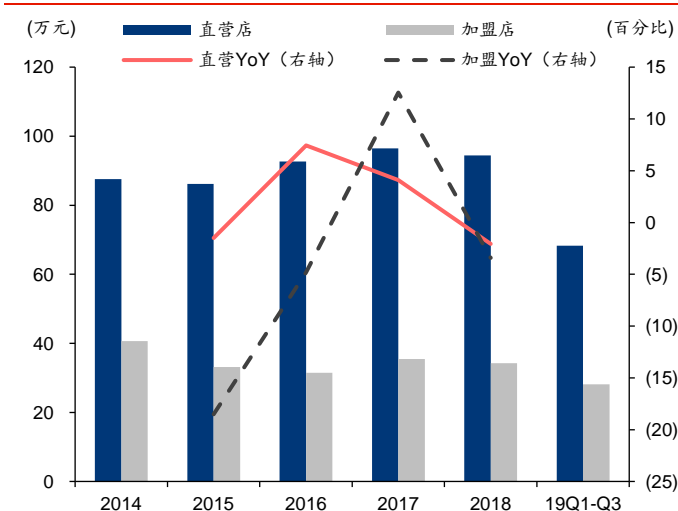
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表22: 2014-2019Q3末公司旗下各品牌加盟门店数量



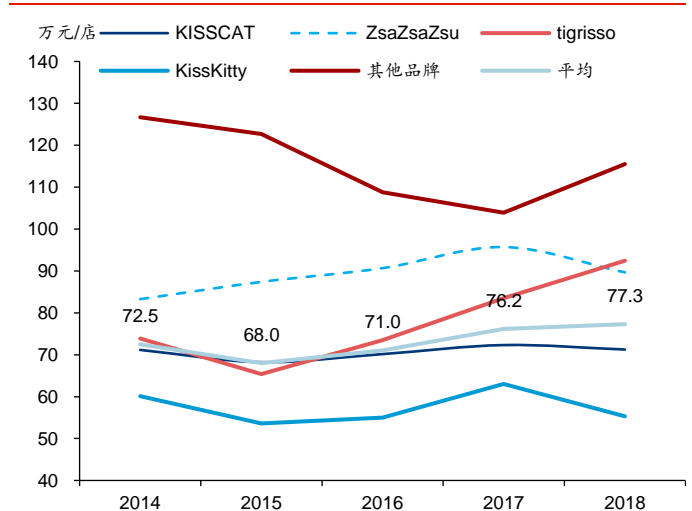
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表23: 2014至2019Q1-Q3直营/加盟店店效



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表24: 2014-2018公司旗下各品牌门店店效



注: 按历年鞋履服饰业务线上线下收入占比测算得出

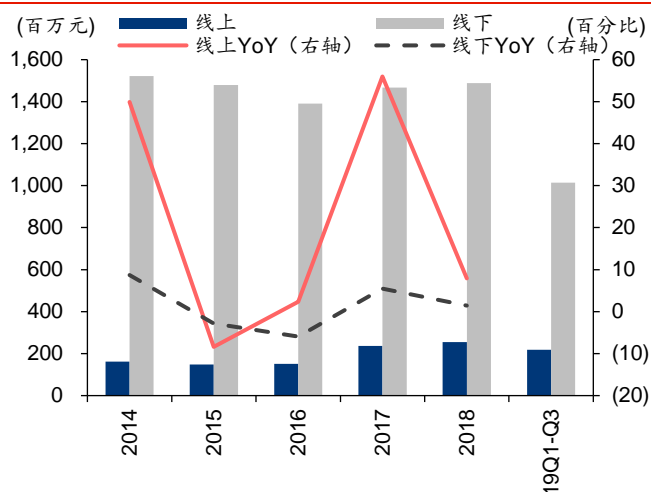
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

多维度发力线上，通过数据互通、物流优化、精益运营，有效提升转化率。线上销售主要通过天猫、唯品会及微信小程序等主流电商渠道进行，依托以阿里云为支撑的全渠道交易平台及商品运营平台，实现线上线下的库存、商品、会员、支付、价格全面打通。得益于

数据的打通，公司可采取中央商品决策的全渠道一体化运营模式，由总部协调六大区域平行仓运行，实现全渠道商品仓储、配送、退换货一体化运作，配送效率显著提升 30%，有效提升网购顾客购物体验；公司也可针对线上消费者差异化特征进行数据分析，实现货品的精准选品、迅速上架、及时补货，并通过对公（私）域流量的精益运营，有效提升转化率。

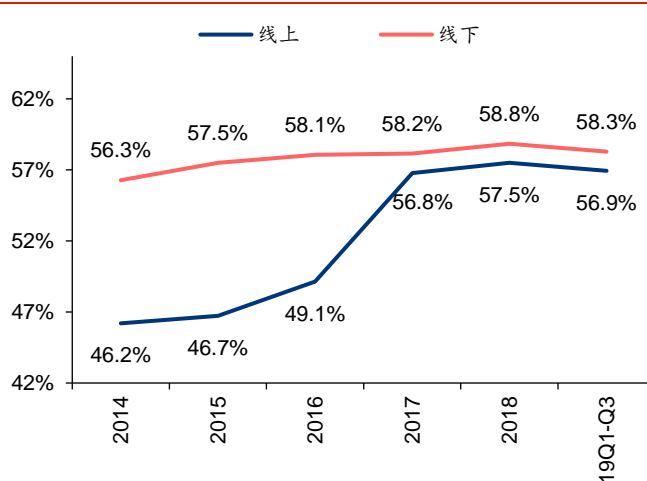
线上渠道增长强劲，2019Q3 同比增长 45.2%。2019 年前三季度，线上收入同比提升 30.9% 至 2.18 亿元，占全渠道比例同比提升 4.4pct 至 17.7%，其中 Q3 增速尤为显著，同比增长 45.2%；盈利能力方面，线上业务毛利率达 56.9%，线下业务毛利率 58.3%，均有小幅下滑，主要系为提升用户体验对鞋履产品质量升级，成本上升所致。

图表25： 2014 至 2019Q1-Q3 线上下营收及其同比变化



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表26： 2014 至 2019Q1-Q3 公司线上下渠道平均毛利率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

商品中心化、研发数字化、生产智能化，产销率 90%以上

升级商品策略中心与品牌产品小组运营体系对商品进行中心化管理，提高人货精准匹配。公司商品策略中心通过大数据分析对用户进行标签，根据不同标签映射不同价值点，对产品进行企划，使产品精准匹配用户需求；同时，品牌产品小组实现“品类打通”，避免因多人开发造成品牌产品同质化。基于需求的精准分析及跨品牌的合作，公司能聚焦产品研发，打造出“爆款产品”。

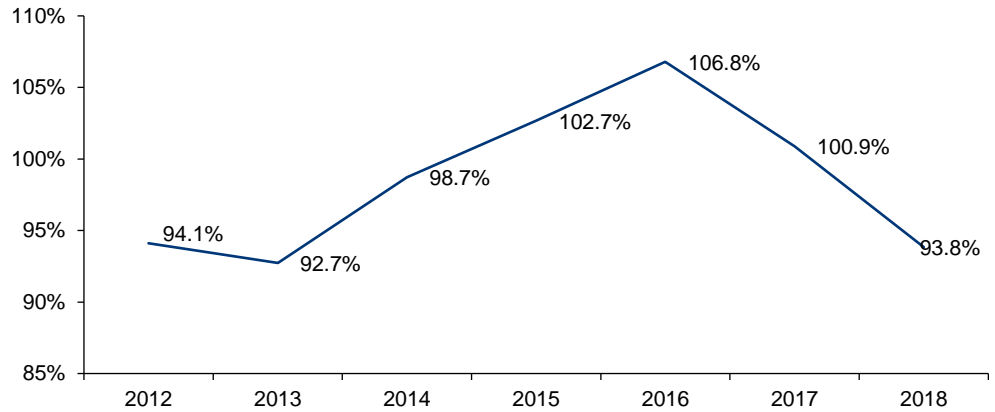
公司研发实力强。公司是我国中国流行色协会的色彩研究基地，同时与中国皮革制鞋研究所合作成立女鞋舒适化研究中心，具备三方面优势：**1) 新鞋型研发实力强**，拥有实用新型专利和外观专利 13 项；**2) 舒适度研究领先**，研发中心在精准测量 12000+脚型数据的基础上，通过脚型分析与鞋型细分，提升消费者的合脚程度与舒适体验；**3) 消费者灵活定制**：消费者可使用公司研发的脚型与鞋款匹配系统，对鞋型、款式、面料、色彩、鞋跟等设计进行 DIY，15 天即可到货。

建设数字化研发体系，高效利用研发资源。公司与国际领先的 PLM 系统软件开发商合作，开发上线了 PLM 产品全生命周期管理系统。系统收录了材料、鞋型、颜色、款式等基础设计元素组成的基础知识库，并将上万产品设计进行数字化。基于此系统，研发效率得到大幅提升的同时也可用于结构化产品的快速开发。

率先启用新一代自动化智能生产线。供应链的优化公司从两端着手：一方面，通过更新迭代产品线，节约人力开支、提高生产效率；另一方面，将生产相关信息进行自动数字化集成，并导入到数据分析系统进行处理，操控人员可根据分析结果对生产流程进行便捷的执行改进。2018 年，公司首条规模化智能生产线已实现投产，该条生产线率先应用工业机器人量产时尚女鞋，借助技术与设备升级实现产品的多品种、多批次、小批量的柔性生产，产品的品质与质量也有所提升。这大大缩短了生产周期，扩大了优质产能。

科学排产、按需计划，产销率保持在90%以上。公司以自产为主，辅以外协（包括ODM、OEM）。自产方面，公司根据订单科学排产、按需计划，小批量、多批次柔性生产，确保应对市场的灵活程度；外协方面，则由生产中心进行甄选，关键流程环节如质检均有公司方跟踪处理。通过自产+外协的紧密安排，公司2012-2018年的产效率均在90%以上。

图表27： 2012-18年公司服饰鞋履产销率（生产量包含外协）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

小子科技经营质量稳步提高，助力主业精准营销

小子科技专注于移动互联网营销，通过移动应用分发业务起步。移动应用分发业务主要针对安卓与IOS两个平台进行推广：其中安卓平台主要通过第三方渠道对APP进行分发推广，平台拥有腾讯应用宝、百度手机助手、小米市场、PP助手等主流应用平台及大量优质的网盟推广资源，服务过的知名企业包括百度地图、手机淘宝、腾讯视频等；IOS平台则通过自有媒体柚子公测微信积分墙进行推广，提供榜单排名优化、关键词优化等服务，服务过的知名企业包括百度外卖、瓜子二手车、花椒直播等。

图表28： 小子科技移动应用分发与推广业务流程



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

广告程序化投放业务丰富，覆盖DSP、SSP、DMP、广告代理等多个环节。移动广告需求平台：柚子移动DSP拥有丰富的媒体资源，聚合了包括章鱼TV、百度贴吧、hao123等优质外部媒体和数十款自有媒体，为广告主提供视频、Banner、贴片、Push消息等多种广告资源位。柚子移动DSP平台的日均广告曝光量达2.5亿次，覆盖过亿移动端用户；移动流量变现平台：柚子移动SSP整合了百度、腾讯、搜狗、头条等丰富的广告资源，帮助媒体进行流量的变现。柚子移动SSP平台的日均广告展示达3亿次，服务的媒体超过数十万；数据管理平台：柚子移动DMP以阿里、滴滴、艺龙等已经建立了合作关系，提升投放广告精准程度，提高用户转化率以摊薄获客成本。

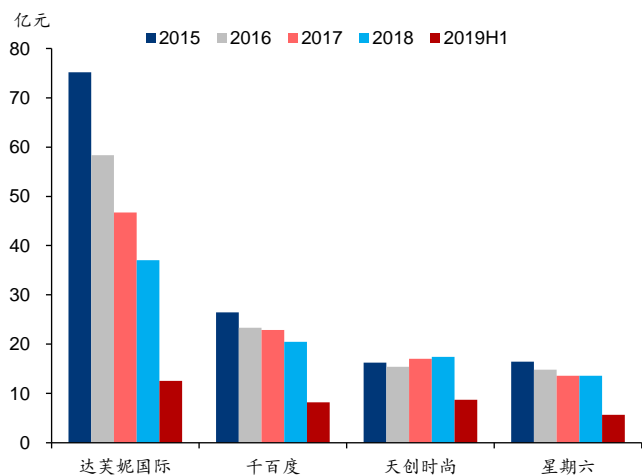
财务对比：盈利能力、营运效率同业领先

鞋履服饰业务率先回暖，公司盈利能力领先

对比龙头，公司鞋履服饰业务规模仍有差距，但差距在缩小。2019年上半年，公司鞋履服饰业务实现营收8.7亿元，相比龙头达芙妮国际的12.6亿元仍有一定差距，但相比2015年二者58.9亿元的规模差已有较大幅度的缩小。

公司服饰鞋履业务率先回暖，业绩稳定性优于主要竞对。得益于组织变革、渠道调整、运营数字化升级等系列措施，2017年公司的服饰鞋履业务率先回暖，同比增长10.4%；同期主要竞争对手达芙妮国际、千百度、星期六等知名企业营收仍在下滑。尽管2019年上半年公司营收同比略有下滑，但业绩稳定性仍优于星期六等主要竞争对手。

图表32：2015-2019H1 可比公司鞋履服饰业务营收规模

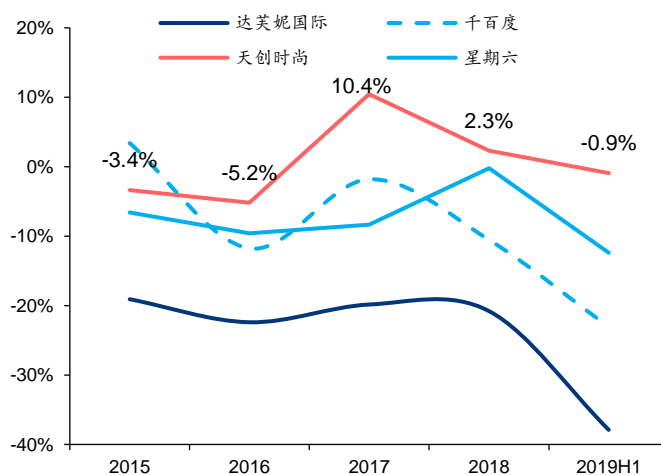


注：仅取各公司鞋履服饰零售及批发业务收入，不含代工等

注：港币汇率 1 HKD=0.897 RMB

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表33：2015-2019H1 可比公司鞋履服饰业务营收同比增速

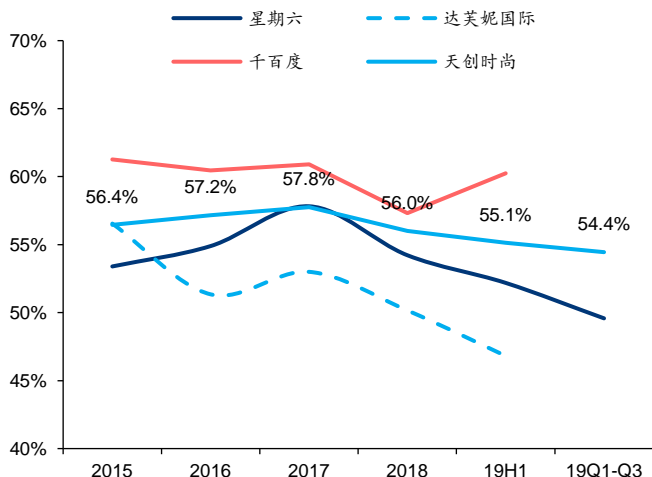


注：仅取各公司鞋履服饰零售及批发业务收入，不含代工等

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

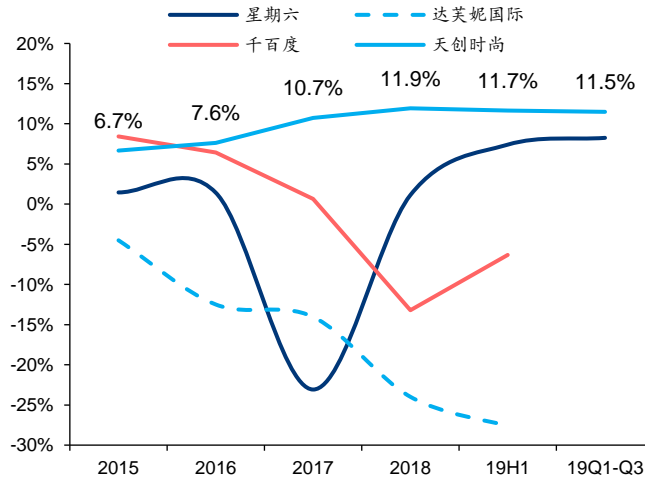
公司盈利能力强，2019年前三季度净利率为11.5%，领先星期六3.2pct。2019Q1-Q3，公司毛利率有小幅下滑，与去年同期相比下滑2.0pct至54.4%，主要原因系鞋履服饰产品质量升级导致成本提升，以及低毛利率的CPA广告占比提升导致。2019Q1-Q3，公司净利率达11.5%，高于同期星期六的净利率8.3%约3.2pct，在业内具有一定领先优势。

图表34：2015至2019Q1-Q3 可比公司毛利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

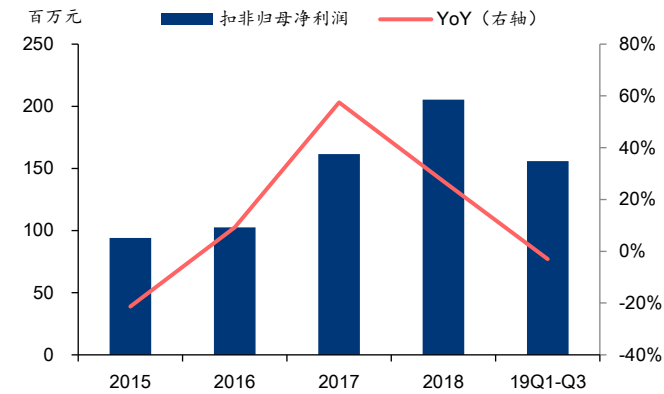
图表35：2015至2019Q1-Q3 可比公司净利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

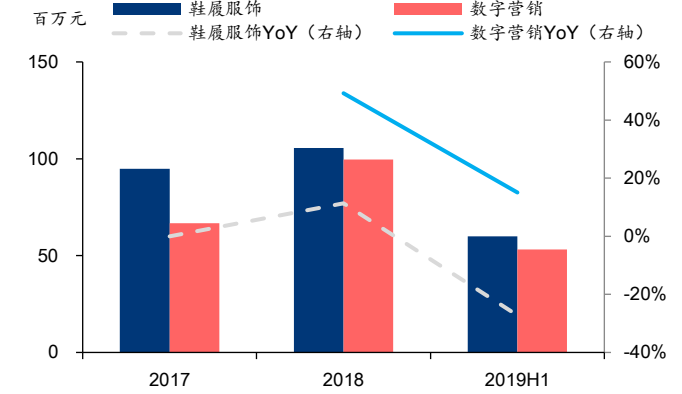
数字营销业务表现亮眼，小子科技预期可超额完成业绩承诺。2019年前三季度，公司实现扣非归母净利润1.56亿元，同比下滑3.0%。拆分来看，主营业务表现分化：2019年上半年，公司鞋履服饰业务实现扣非归母净利润6,000.0万元，同比下滑27.2%，其中一季度同比下降42.5%至3,565.9万元；数字营销业务表现亮眼，2017年/2018年/2019年上半年分别贡献扣非归母净利润0.67亿元/1.00亿元/0.53亿元，达成承诺业绩的102.8%、118.0%、48.4%。根据数字营销业务2018年上半年业绩占2018年全年业绩比重情况（营收占比41.3%；毛利占比43.0%），我们预计小子科技2019年业绩承诺完成率将在112.6%~117.3%之间。

图表36：2015至2019Q1-Q3天创时尚扣非归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表37：2017-2019H1天创时尚主营业务贡献归母净利润情况

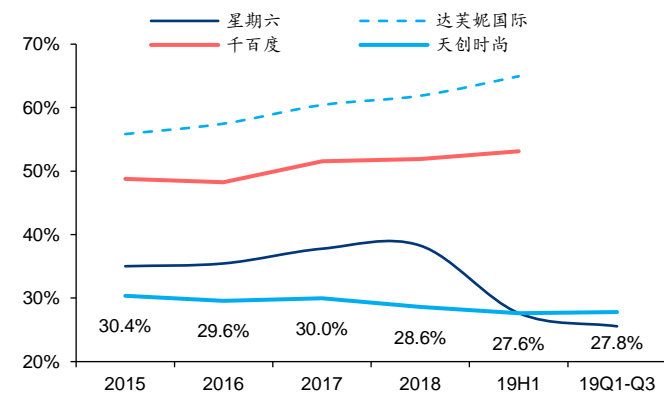


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

期间费用率控制良好，同比持续改善

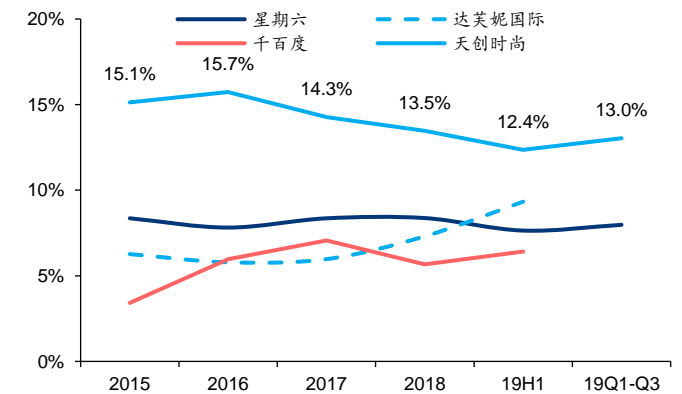
2015年至2019前三季度公司期间费用率持续下降，其中管理费用率、销售费用率改善明显。2019年前三季度，公司期间费用率为41.0%，同比下降0.4pct；其中销售费用率下降0.3pct至27.8%，略高于星期六同期的25.6%；管理费用率高于同业，但凭借内部持续的组织精简与流程优化、加强目标绩效管理，使得费用率有一定改善，从18年前三季度的13.3%下降了0.3pct至19年前三季度的13.0%；财务费用率则基本保持稳定。

图表38：2015至2019Q1-Q3可比公司销售费用率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表39：2015至2019Q1-Q3可比公司管理费用率（含研发费用）



注：因千百度、达芙妮国际未单独列支研发费用，因此选取包含研发费用的口径

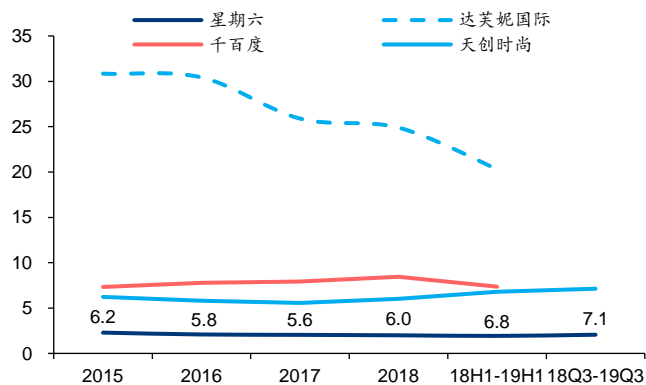
资料来源：Wind，华泰证券研究所

周转效率提升，资产盈利能力强

公司应收账款周转率、存货周转率稳步提高。2017年起，公司的应收账款变现速度开始加快，相较于2017年，2018Q3-2019Q3应收账款周转率则提升28.1%至7.1，周转天数缩短14.4天至51.2天；相较营收规模相近的星期六，周转速度明显快。

通过有效的安全库存管理和积极的去库存销售政策，公司存货库龄结构良好、存货周转速度在业内领先。公司存货库龄结构良好，2016年/2017年/2018年公司2年以上的存货原值占全部存货原值比例分别为2.48%/2.59%/4.34%，并结合长库龄产品实际跌价情况及未来年度销售计划对其估计可变现净值与计提跌价准备。此外，得益于包括去库存销售政策在内的一系列商品流管理办法的实施，公司的存货周转率稳步提高至业内领先地位。2018Q3至2019Q3，公司的存货周转天数为187.2天，同期星期六为563.3天。

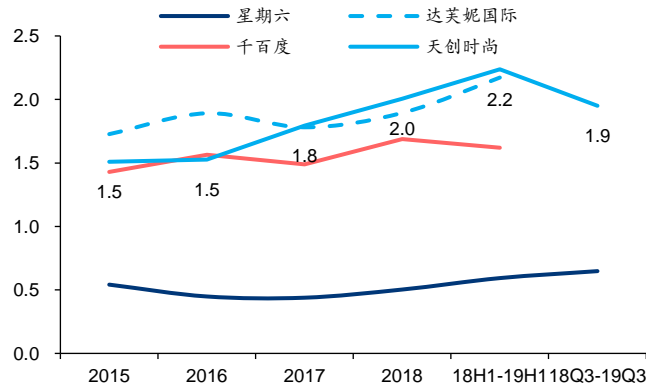
图表40: 2015至2019Q1-Q3可比公司应收账款周转率



注：港股由于不单独披露应收账款，因此分母口径统一为应收账款及应收票据

资料来源：Wind，华泰证券研究所

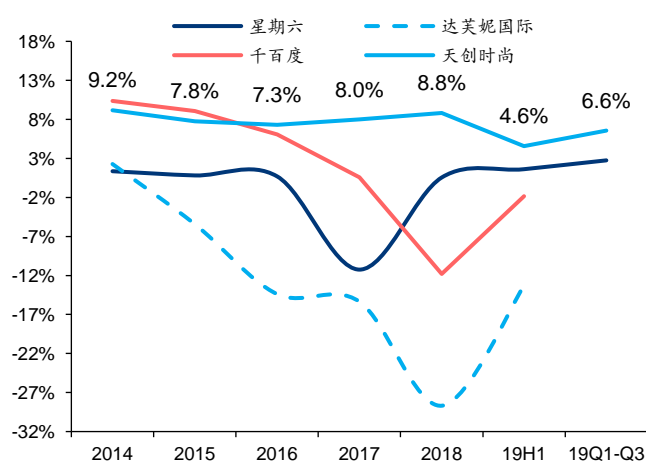
图表41: 2015至2019Q1-Q3可比公司存货周转率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

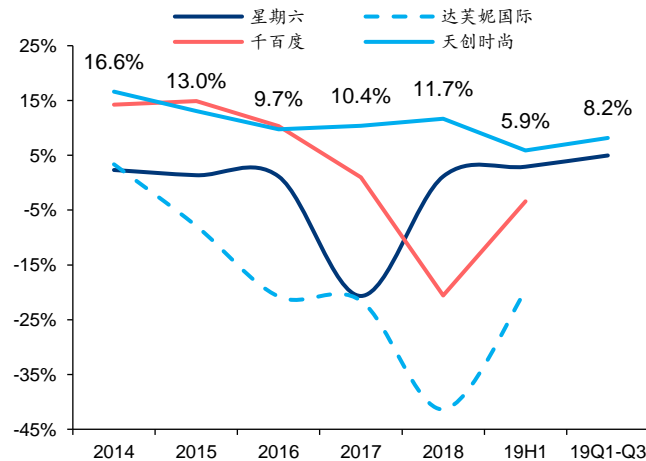
公司的资产盈利能力强于竞争对手。2019年上半年，公司的资产回报率为4.6%，分别领先星期六/千百度/达芙妮国际3.0pct/6.4pct/17.9pct；公司的净资产回报率为5.9%，分别领先星期六/千百度/达芙妮国际3.0pct/9.3pct/25.5pct。并且领先优势正逐步扩大，2019年前三季度，公司与星期六在资产回报率方面的差距小幅扩大至3.8pct，在净资产回报率方面的差距小幅扩大至3.2pct。

图表42: 2015至2019Q1-Q3可比公司ROA



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表43: 2015至2019Q1-Q3可比公司ROE



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利预测与估值

关键假设

鞋履服饰线下业务：公司对鞋履服饰线下渠道进行了较大幅度调整，2018年 KISSCAT、ZsaZsaZsu、tigrisso、KissKitty 直营加盟净开店-43家/34家/9家/11家，店效分别有-1.5%/-6.3%/+10.7%/-12.3%的变化。随着低效门店逐渐清理到位，2019年店效有一定程度改善，尤其是加盟门店前三季度平均店效与2018年同期相比有12.6%的增长。公司未来将集中资源投放至重点及A类店铺，我们预计伴随购物中心等优质渠道渗透率提升，2019-2021年整体门店数量将会增长，但因公司开店决策评估更为审慎调整幅度预计小于2017-2018年，尤其是近年表现欠佳的 KISSCAT 与 KissKitty 2021年假设净开店分别为0家/2家；单店盈利能力将持续改善，出于谨慎原则除近年表现出色的 tigrisso 外，假设其余主要品牌2021年店效仅回升至2017年水平附近（2016-2017直营加盟新开231家/关闭263家，渠道调整幅度大，店效水平一般）。综上，各品牌店效与门店数量假设如下：

图表44：鞋履服饰线下门店数量、店效假设（直营加盟合计）

		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
KISSCAT	门店数量	1,085	1,051	1,007	964	986	986
	店效（万元）	70.2	72.3	71.3	70.6	71.0	72.1
ZsaZsaZsu	门店数量	88	112	146	134	146	158
	店效（万元）	90.7	95.7	89.7	90.9	92.6	94.8
tigrisso	门店数量	414	418	427	410	413	427
	店效（万元）	73.5	83.5	92.5	93.8	94.4	96.9
KissKitty	门店数量	196	179	190	136	140	142
	店效（万元）	55.0	63.0	55.3	54.9	58.7	61.0
其他品牌	门店数量	51	56	64	66	70	75
	店效（万元）	108.8	103.9	115.5	118.4	121.9	125.3
门店数量合计		1,959	1,927	1,925	1,779	1,827	1,868

注：其他品牌近年表现势头良好，但未披露具体信息，预计门店数量与店效均持续提升，出于谨慎原则幅度小于2017-2018年
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

鞋履服饰线上业务：2019年前三季度线上营收占比达17.71%，相较2018年同期提升4.39pct。据公司公告，2019年线上渠道将延续扩张趋势，在小子科技的协作下进行精准营销，实现获客、转化、留存多方面提升，预计收入占比持续扩大。假设2019-2021年鞋履服饰线上收入占比将提升至18.7%/20.6%/21.9%，据此可推算各品牌全渠道营业收入。

图表45：鞋履服饰各品牌各渠道营业收入测算

单位：百万元		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
KISSCAT	线下收入	761	760	717	681	700	711
	线上收入	83	122	123	157	182	199
	合计	844	882	840	837	882	910
ZsaZsaZsu	线下收入	80	107	131	122	135	150
	线上收入	9	17	22	28	35	42
	合计	88	124	153	150	170	192
tigrisso	线下收入	304	349	395	385	390	414
	线上收入	33	56	68	88	101	116
	合计	337	405	462	473	491	530
KissKitty	线下收入	162	167	141	97	105	111
	线上收入	18	27	24	22	27	31
	合计	180	194	165	119	132	142
其他品牌	线下收入	84	84	104	113	127	144
	线上收入	9	14	18	26	33	40
	合计	93	98	122	138	160	185

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

鞋履服饰毛利率。短期来看，2019年为提升顾客体验对鞋履产品进行质量升级使得成本略有增加，且线上销售占比提升拉低综合毛利率（前三季度线上综合毛利率比线下低0.92pct），前三季度毛利率相较2018年同期下降1.52pct，预计全年毛利率与2018年相比将有一定幅度下滑；长期来看，伴随数字化研发体系、智能化生产体系逐渐成熟，人力成本得到缩减，新一代智能生产线已投产，各品牌毛利率预计有所回升，保守估计2021年回升至2018年相当水平。综上，我们预计2019-2021年各品牌毛利率如下，综合毛利率分别为57.9%/58.3%/58.6%。

图表46：鞋履服饰各品牌毛利率假设

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
KISSCAT	57.1%	56.9%	56.2%	56.6%	56.8%
ZsaZsaZsu	60.1%	62.3%	61.6%	62.0%	62.3%
tigrisso	62.1%	62.0%	61.3%	61.6%	61.9%
KissKitty	53.9%	56.3%	55.6%	56.0%	56.2%
其他品牌	53.5%	56.6%	55.9%	56.3%	56.5%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

数字营销业务营收：凭借广告主与媒体资源的积累，传统的移动应用分发、程序化广告投放业务高速增长，2019年前三季度营收同比增长29.61%。此外，考虑到广告程序化投放市场发展较快，据eMarketer预计2020年同比有24.6%的增长，且公司新业务逐步成熟，2019年拓展了支付宝等标杆客户，我们预计数字营销业绩将持续保持高速增长，2019-2021年营收同比增速分别为29.6%/25.0%/22.0%。**数字营销业务毛利率：**2019年前三季度毛利率较2018年同期下降0.92pct至38.8%，主要系毛利率低的CPA广告占比提升导致，叠加新拓业务的影响，我们预计2019-2020年数字营销整体毛利率将继续有小幅下降。伴随服务经验的积累与客户关系的稳定，新业务边际服务成本将下降，毛利率将有所回升，假设新业务的成熟周期为2年，2021年数字营销毛利率将有所回调。综上，因此我们预计小子科技毛利率将先降后升，2019-2021年毛利率分别为38.7%/36.9%/39.3%。

其他业务：其他业务占营收比重较小，2018年仅占公司总营收0.27%，毛利率不稳定且未披露具体信息，因此测算时简单对过去三年营业收入与营业成本取移动平均。

图表47：2017-2021E公司业务拆分及毛利率预测

单位：百万元		2017	2018	2019E	2020E	2021E
鞋履服饰	营业收入	1,703.5	1,742.9	1,717.2	1,834.4	1,958.5
	YoY	10.4%	2.3%	-1.5%	6.8%	6.8%
	营业成本	716.2	720.8	722.3	764.8	811.1
	毛利率	58.0%	58.6%	57.9%	58.3%	58.6%
数字营销	营业收入	24.3	303.8	393.7	492.1	600.4
	YoY	-	31.0%	29.6%	25.0%	22.0%
	营业成本	13.4	175.4	241.4	310.5	364.5
	毛利率	45.0%	42.3%	38.7%	36.9%	39.3%
其他业务	营业收入	6.0	5.6	5.7	5.8	5.7
	YoY	41.5%	8.0%	-7.0%	2.4%	0.9%
	营业成本	3.0	6.5	4.2	4.6	5.1
	毛利率	49.9%	-16.9%	27.3%	20.9%	10.7%
总计	营业收入	1,733.8	2,052.3	2,116.7	2,332.3	2,564.6
	YoY	12.0%	18.4%	3.1%	10.2%	10.0%
	营业成本	732.5	902.8	967.8	1,079.8	1,180.7
	毛利率	57.8%	56.0%	54.3%	53.7%	54.0%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

期间费用率：结合 2019Q1-Q3 销售费用率 27.8%，由于鞋履服饰业务渠道调整、小子科技开拓新业务，预计 2019-2021 年销售费用率将有小幅上升，分别为 27.8%/28.0%/28.2%；结合 2019Q1-Q3 管理费用率 11.2%，由于公司持续推动内部推进组织精简、流程优化，2019-2021 年人力成本有望进一步下降，预计分别为 11.2%/11.1%/11.0%。由于公司收入增长规模较快，研发费用率有所稀释，预计 2019-2021 年分别为 1.9%/1.9%/1.8%。

图表48： 2016-2021 年公司期间费用率预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	29.6%	30.0%	28.6%	27.8%	28.0%	28.2%
管理费用率	15.7%	13.0%	11.7%	11.2%	11.1%	11.0%
研发费用率	-	1.2%	1.7%	1.9%	1.9%	1.8%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

可比公司估值

我们采取分部估值法对公司进行估值：1) 传统的鞋履服饰业务，我们采取 PE 估值。我们预计，2019-2021 年公司鞋履服饰及其他业务的归母净利润分别为 1.31 亿元/1.52 亿元/1.62 亿元，同比增速分别为-7.4%/1.1%/4.4%。参考可比公司 27.1 倍的平均 PE 估值，我们给予公司 2020 年 26.1~28.1x PE 估值，对应的 2020 年目标市值为 34.7~37.3 亿元；2) 对于数字营销业务，同样采取 PE 估值。我们预计，2019-2021 年公司数字营销业务的归母净利润为 1.2 亿元/1.4 亿元/1.7 亿元，增长的核心驱动力来自程序化广告投放市场份额的提升与借助丰富客户资源开拓的新业务逐步落地。参考可比公司 22.8 倍的平均 PE 估值，我们给予公司数字营销业务 21.0~23.5x PE 估值倍数，对于 2020 年目标市值为 29.8~33.3 亿元。综合以上两个业务分部估值，我们预计 2020 年公司的合理市值为 64.4~70.6 亿元，对应股价 14.93~16.37 元，首次覆盖给予“买入评级”

图表49： 行业可比公司 Wind 一致预期 PE

	股票代码	公司简称	PE (倍)		
			2019A	2020E	2021E
中高端时尚	002832.SZ	比音勒芬	19.6	14.1	11.4
	002291.SZ	星期六	73.6	57.4	35.2
	603808.SH	歌力思	11.3	9.7	8.3
		均值	34.8	27.1	18.3
数字营销	002137.SZ	麦达数字	47.4	26.7	20.3
	300038.SZ	数知科技	17.6	17.7	14.9
	300058.SZ	蓝色光标	19.6	24.1	20.3
		均值	28.2	22.8	18.5

注：均为 Wind 一致预期，数据截至 2020 年 3 月 6 日

注：财务对比公司包括星期六、千百度、达芙妮国际，考虑到后二者港股市场且 PE 均为负数，因此未纳入估值可比；此外行业龙头百丽国际 2017 年已私有化退市，无公开估值

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

疫情影响超预期的风险

受疫情影响，消费者外出受限将降低可选消费品消费，女鞋行业景气度下行，公司鞋履服饰业务线下销售将受直接影响。

渠道优化不及预期分化的风险

公司过去几年致力于线下渠道优化调整，关闭一定数量的低效门店，布局重心向大型购物中心与城市综合商业综合体等优质渠道转移。公司作为中高端女鞋龙头，终端消费受消费者喜好较大，若门店调整未能迎合消费者偏好，单店盈利能力可能受影响。且优质渠道可供出租店铺数量有限，门店拓展可能不及预期。

中高端女鞋行业竞争加剧的风险

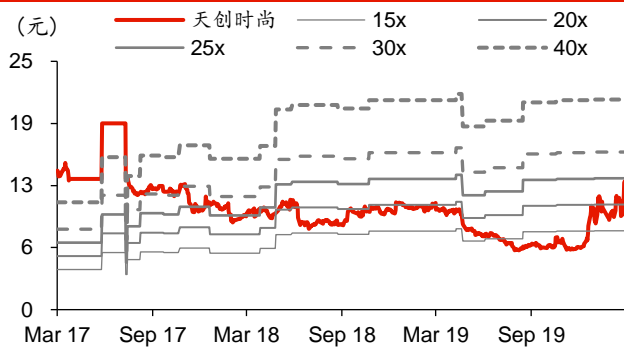
中高端女鞋尤其是时尚品类，由于消费者需求的多样化与差异化，市场较为分散且集中度持续下降。尽管天创时尚作为优势企业，竞争力较强，但市场玩家众多且进入门槛较低，短期竞争可能进一步加剧。

媒体资源或向自有平台倾斜，挤第三方平台利润空间的风险

小子科技作为第三方移动营销供应商，产业链议价权要弱于互联网巨头如腾讯、字节跳动，若这些巨头限制旗下媒体向第三方平台开放的资源数量，或将直接影响包括小子科技在内的第三方平台的利润空间。

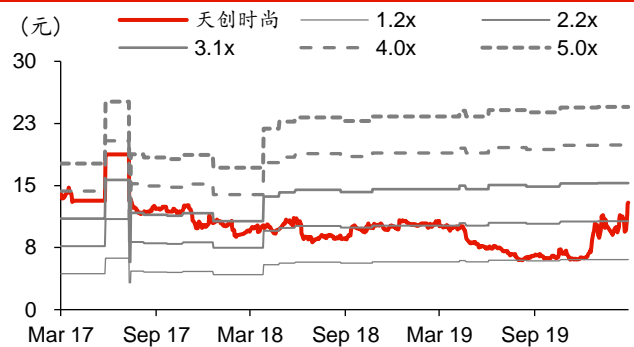
PE/PB - Bands

图表50: 天创时尚历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表51: 天创时尚历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,573	1,419	1,523	1,803	2,095
现金	358.66	485.12	643.11	801.21	1,025
应收账款	332.36	325.22	279.24	302.29	327.53
其他应收账款	48.04	30.50	0.52	33.62	25.32
预付账款	26.27	33.92	21.87	34.57	36.28
存货	417.80	482.82	476.76	530.76	579.44
其他流动资产	389.59	61.10	101.70	100.78	101.03
非流动资产	1,260	1,294	1,198	1,123	1,067
长期投资	17.64	13.89	12.98	14.84	13.90
固定投资	290.21	338.40	342.85	343.56	334.08
无形资产	105.60	95.65	82.76	68.97	54.97
其他非流动资产	846.65	846.04	759.56	695.56	663.92
资产总计	2,833	2,713	2,721	2,926	3,162
流动负债	766.06	527.39	374.61	409.58	441.09
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	158.83	226.10	236.31	256.08	288.01
其他流动负债	607.23	301.29	138.30	153.50	153.08
非流动负债	42.44	12.13	9.85	10.11	10.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	42.44	12.13	9.85	10.11	10.70
负债合计	808.50	539.52	384.46	419.70	451.78
少数股东权益	16.67	18.70	21.43	24.42	27.76
股本	431.65	431.40	431.40	431.40	431.40
资本公积	1,108	1,110	1,110	1,110	1,110
留存公积	497.06	631.41	774.83	941.53	1,141
归属母公司股东权益	2,008	2,154	2,315	2,482	2,682
负债和股东权益	2,833	2,713	2,721	2,926	3,162

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	270.09	303.74	434.83	302.65	353.42
净利润	185.74	244.86	253.99	277.54	311.04
折旧摊销	52.05	77.10	92.31	95.45	97.86
财务费用	(2.60)	(0.28)	(20.56)	(27.10)	(35.00)
投资损失	(9.36)	(8.72)	(4.89)	(7.65)	(7.09)
营运资金变动	35.33	(21.10)	92.14	(60.77)	(15.23)
其他经营现金	8.94	11.89	21.84	25.19	1.83
投资活动现金	(136.91)	(105.73)	(132.28)	(63.56)	(56.83)
资本支出	130.47	97.94	10.00	10.00	10.00
长期投资	74.43	(308.40)	(6.90)	6.55	(2.07)
其他投资现金	67.99	(316.20)	(129.18)	(47.01)	(48.90)
筹资活动现金	(75.52)	(73.33)	(144.56)	(80.99)	(72.77)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	151.65	(0.25)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	265.76	1.45	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(492.94)	(74.53)	(144.56)	(80.99)	(72.77)
现金净增加额	57.87	124.41	157.99	158.10	223.82

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,734	2,052	2,117	2,332	2,565
营业成本	732.49	902.76	967.83	1,080	1,181
营业税金及附加	25.38	20.73	20.11	23.32	25.65
营业费用	519.59	586.98	588.43	653.04	723.22
管理费用	226.19	240.83	236.01	258.42	282.11
财务费用	(2.60)	(0.28)	(20.56)	(27.10)	(35.00)
资产减值损失	11.98	26.60	20.39	19.66	22.22
公允价值变动收益	0.00	4.66	0.50	0.00	0.00
投资净收益	9.36	8.72	4.89	7.65	7.09
营业利润	228.77	289.59	289.53	316.56	355.13
营业外收入	3.13	1.46	2.46	2.35	2.09
营业外支出	1.52	10.97	1.58	1.58	1.58
利润总额	230.38	280.08	290.41	317.33	355.64
所得税	44.65	35.23	36.42	39.79	44.60
净利润	185.74	244.86	253.99	277.54	311.04
少数股东损益	(2.20)	2.66	2.73	2.98	3.34
归属母公司净利润	187.94	242.20	251.26	274.55	307.70
EBITDA	278.22	366.41	361.28	384.91	417.99
EPS (元, 基本)	0.44	0.56	0.58	0.64	0.71

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	12.01	18.37	3.13	10.19	9.96
营业利润	60.66	26.59	(0.02)	9.34	12.18
归属母公司净利润	60.25	28.87	3.74	9.27	12.07
获利能力 (%)					
毛利率	57.75	56.01	54.28	53.70	53.96
净利率	10.84	11.80	11.87	11.77	12.00
ROE	9.36	11.24	10.85	11.06	11.47
ROIC	11.26	14.66	14.96	16.46	18.80
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.54	19.89	14.13	14.34	14.29
净负债比率 (%)	0	6.62	0	0	0
流动比率	2.05	2.69	4.07	4.40	4.75
速动比率	1.49	1.75	2.75	3.08	3.41
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.74	0.78	0.83	0.84
应收账款周转率	5.79	5.99	6.59	7.47	7.50
应付账款周转率	6.01	4.69	4.19	4.39	4.34
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.56	0.58	0.64	0.71
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	0.70	1.01	0.70	0.82
每股净资产(最新摊薄)	4.65	4.99	5.37	5.75	6.22
估值比率					
PE (倍)	29.68	23.03	22.20	20.32	18.13
PB (倍)	2.78	2.59	2.41	2.25	2.08
EV_EBITDA (倍)	18.20	13.82	14.02	13.16	12.11

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com