

天创时尚 (603608)

证券研究报告

2020年11月01日

Q3 线上高增，线下复苏归正，Q4 业绩有望持续回升

事件：公司公布 2020Q3 业绩，整体业绩稳步改善。

2020Q1~Q3 公司累计实现营收 13.21 亿元 (-12.56%)，实现归母净利润 6542.46 万元 (-61.92%)，其中扣非后归母净利润达到 5187.86 万元 (-66.71%)，环比 Q2 明显改善。

2020Q3 公司单季实现营收 4.61 亿元 (-0.82%)，环比 Q2 跌幅 11.75%明显收窄改善，期间归母净利润为 2782 万元 (-45.11%)，盈利端环比 Q2 跌幅小幅收窄。

业务分拆：主营业务 Q3 同比转正，业绩明显改善，小子科技业绩下滑

2020Q3 公司移动互联网数字营销业务/小子科技实现营业收入 3543.36 万元 (-64.66%)，环比 H1 跌幅 (-38.34%) 进一步扩大。

2020Q3 公司主营业务时尚鞋履服饰业务实现营收 4.25 亿元 (+16.79%)，环比 20H1 明显改善，同比成功归正。

会计准则变化影响毛利率、销售费率，整体盈利能力保持稳定

毛利率：公司 Q3 整体毛利率达到 62.48% (+9.58pct)，同比明显提升，环比 H1 保持平稳态势。

费用率：公司 Q3 销售、管理、研发、财务费用率分别为 41.71% (+13.46pct)、10.10% (-2.36pct)、3.06% (+0.99pct)、0.30% (+0.17pct)，销售费率大幅上升主要系“总额法”新会计准则变将渠道费用纳入销售费用所致。

主营业务品牌端：Q3 主要女鞋品牌业绩回升同比归正

1) **KISSCAT 品牌** 2020Q1~Q3 实现营业收入 5.31 亿元 (-8.56%)，毛利率达到 64.49% (+7.89%)；其中 Q3 实现营收 1.90 亿元 (+10.66%)，毛利率为 63.35% (+2.34pct)。Q3 末 KISSCAT 品牌门店数量降至 831 家，同比净关闭 139 家门店。

2) **ZsaZsaZsu 品牌** 2020Q1~Q3 实现营业收入 1.40 亿元 (+15.26%)，毛利率达到 70.35% (+8.58%)；其中 Q3 实现营收 5264.58 万元 (+36.48%)，毛利率为 68.56% (+2.37pct)。Q3 末 ZsaZsaZsu 品牌门店数量降至 110 家，同比净关闭 25 家门店。

3) **tigrisso 品牌** 2020Q1~Q3 实现营业收入 3.35 亿元 (+3.66%)，毛利率达到 67.41% (+7.55%)；其中 Q3 实现营收 1.22 亿元 (+30.07%)，毛利率为 68.17% (+0.79pct)。Q3 末 tigrisso 品牌门店数量降至 373 家，同比净关闭 40 家门店。

4) **KissKitty 品牌** 2020Q1~Q3 实现营业收入 8885.60 万元 (-20.77%)，毛利率达到 63.02% (+9.44%)；其中 Q3 实现营收 2863.61 万元 (-0.85%)，毛利率为 62.22% (-1.28pct)。Q3 末 KissKitty 品牌门店数量降至 111 家，同比净关闭 68 家门店。

主营业务渠道端：线下渠道 Q3 同比归正，线上渠道维持高速增长

1) 线上渠道 2020Q1~Q3 累计实现营收 3.35 亿元 (+53.4%)，毛利率达到 64.22% (+7.29pct)。20Q3 线上渠道加速发力，营收达到 1.08 亿元 (+85.07%)，环比 H1 加速增长，销售毛利率为 65.33% (+12.43pct)，盈利能力同比增强。

2) 线下渠道 2020Q1~Q3 累计实现营收 8.40 亿元 (-34.38%)，毛利率达到 66.98% (+8.70pct)。20Q3 线下渠道持续改善，营收达到 3.16 亿元 (+3.68%)，同比增速归正，毛利率达到 65.61% (+8.00pct)。

线下直营渠道 2020Q3 实现营收 2.74 亿元 (+10.23%)，毛利率达到 68.74%

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	8.01 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	430.07
流通 A 股股本(百万股)	424.72
A 股总市值(百万元)	3,444.83
流通 A 股市值(百万元)	3,402.02
每股净资产(元)	4.96
资产负债率(%)	28.21
一年内最高/最低(元)	14.88/5.96

作者

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《天创时尚-半年报点评:Q2 环比改善，“C2M+MCN”助力线上快速增长》 2020-09-02
- 《天创时尚-首次覆盖报告:引进北高峰资本持股 5%，打造数字化智能化服务平台》 2020-03-10

(+8.94pct)。Q3 末线下直营门店数量为 982 家，同比净关闭 283 家门店。线下加盟渠道 2020Q3 实现营收 4234.91 万元 (-25.12%)，毛利率为 45.37% (-2.63pct)。整体来看，线下渠道以直营渠道为主，且直营渠道较加盟渠道业绩复苏更为显著，推动线下渠道整体业绩同比转正。

运营能力保持稳健，疫情影响下存货周转效率有所下降

公司 2020Q3 存货规模达到 3.81 亿元 (-20.57%)，同比规模有所缩减；期间存货周转天数为 215.40 天 (+26.60 天)，周转效率有所下降。

公司 2020Q3 应收账款规模达到 1.93 亿元 (-29.49%)，期间存货周转天数为 46.31 天 (-7.23 天)，周转效率有所提升。

2020Q1~Q3 累计实现经营活动现金流 1.68 亿元 (-17.07%)，其中 Q3 现金流净额为 0.42 亿元 (-29.16%)。

时尚女鞋优质标的，多品牌有效覆盖细分，未来业绩有望持续改善回升

公司作为国内时尚女鞋细分领域优质标的，旗下 KISSCAT、tigrisso 等女鞋品牌组成多品牌矩阵有效覆盖各细分市场。2020 年疫情催化下公司积极布局线上渠道“天猫+唯品会”，针对消费者特性及需求，以大数据分析及快速反应及时补充线上商品，提高商品精确度。

公司在 2020 年双 11 预售活动女鞋品类中表现突出，据魔镜市场数据统计，截至 10 月 29 日 tigrisso 品牌预售额已经累计达到 2244.23 万元，每日预售额稳居女鞋类 top10，2020Q4 双 11 及后续全平台大促活动有望推动公司主营业务业绩改善回升。

维持“买入”评级，我们预计公司 2020~2022 年营业总收入分别为 19.96、22.18、24.57 亿元，同比增速 4.45%、11.13%、10.75%；2020~2022 年归母净利润分别为 1.51、2.44、2.77 亿元，同比增速分别为-27.07%、61.21%、13.59%，对应 EPS 分别为 0.35、0.57、0.64 元，P/E 分别为 22.77、14.13、12.44 倍。

风险提示：高端时尚女鞋市场需求不及预期；原材料价格、人力成本波动影响；门店店效增速不及预期，增速后续放缓等。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,052.34	2,089.21	1,996.17	2,218.41	2,456.96
增长率(%)	18.37	1.80	(4.45)	11.13	10.75
EBITDA(百万元)	327.19	379.66	214.25	330.80	370.70
净利润(百万元)	242.20	207.41	151.27	243.87	277.01
增长率(%)	28.87	(14.37)	(27.07)	61.21	13.59
EPS(元/股)	0.56	0.48	0.35	0.57	0.64
市盈率(P/E)	14.22	16.61	22.77	14.13	12.44
市净率(P/B)	1.60	1.60	1.45	1.35	1.24
市销率(P/S)	1.68	1.65	1.73	1.55	1.40
EV/EBITDA	12.74	9.40	12.69	7.78	6.73

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	485.12	462.11	639.95	785.45	854.73	营业收入	2,052.34	2,089.21	1,996.17	2,218.41	2,456.96
应收票据及应收账款	333.34	265.87	385.29	190.60	447.21	营业成本	902.76	956.11	864.45	985.24	1,112.41
预付账款	33.92	36.28	21.67	46.36	31.32	营业税金及附加	20.73	21.12	23.19	23.53	26.48
存货	482.82	424.97	457.46	517.23	611.30	营业费用	586.98	580.60	631.39	598.56	675.59
其他	83.48	76.38	204.54	116.32	148.55	管理费用	240.83	226.36	241.54	291.53	293.67
流动资产合计	1,418.69	1,265.60	1,708.91	1,655.97	2,093.12	研发费用	35.58	43.45	38.06	44.22	47.91
长期股权投资	13.89	16.09	16.09	16.09	16.09	财务费用	(0.28)	2.52	1.39	(3.00)	(3.46)
固定资产	338.40	365.58	433.21	492.97	535.01	资产减值损失	26.60	(32.42)	2.05	(1.25)	(10.54)
在建工程	55.87	162.51	133.50	128.10	106.86	公允价值变动收益	4.66	(5.75)	(26.73)	4.46	5.94
无形资产	95.65	86.85	71.17	55.49	39.80	投资净收益	8.72	7.26	8.45	8.45	8.45
其他	790.17	747.26	712.92	711.71	707.96	其他	(63.82)	50.53	36.57	(25.80)	(28.77)
非流动资产合计	1,293.98	1,378.28	1,366.89	1,404.35	1,405.72	营业利润	289.59	239.41	175.81	292.48	329.27
资产总计	2,712.67	2,660.97	3,081.49	3,067.92	3,508.97	营业外收入	1.46	3.27	2.62	2.45	2.78
短期借款	0.00	70.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	10.97	3.07	5.18	6.41	4.89
应付票据及应付账款	226.10	160.77	174.57	225.75	218.80	利润总额	280.08	239.62	173.25	288.53	327.17
其他	301.29	207.49	495.25	254.78	478.42	所得税	35.22	31.21	21.79	43.28	49.08
流动负债合计	527.39	438.26	669.82	480.52	697.22	净利润	244.86	208.41	151.46	245.25	278.10
长期借款	0.00	38.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	2.66	1.00	0.19	1.38	1.09
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	242.20	207.41	151.27	243.87	277.01
其他	12.13	12.30	22.29	15.58	16.72	每股收益(元)	0.56	0.48	0.35	0.57	0.64
非流动负债合计	12.13	50.30	22.29	15.58	16.72						
负债合计	539.52	488.57	692.11	496.10	713.94	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	18.70	19.93	20.11	21.47	22.53	成长能力					
股本	431.40	431.40	430.07	430.07	430.07	营业收入	18.37%	1.80%	-4.45%	11.13%	10.75%
资本公积	1,109.67	1,104.95	1,104.95	1,104.95	1,104.95	营业利润	26.59%	-17.33%	-26.56%	66.36%	12.58%
留存收益	1,741.08	1,838.86	1,939.20	2,120.28	2,342.43	归属于母公司净利润	28.87%	-14.37%	-27.07%	61.21%	13.59%
其他	(1,127.71)	(1,222.73)	(1,104.95)	(1,104.95)	(1,104.95)	获利能力					
股东权益合计	2,173.15	2,172.41	2,389.38	2,571.82	2,795.03	毛利率	56.01%	54.24%	56.69%	55.59%	54.72%
负债和股东权益总计	2,712.67	2,660.97	3,081.49	3,067.92	3,508.97	净利率	11.80%	9.93%	7.58%	10.99%	11.27%
						ROE	11.24%	9.64%	6.38%	9.56%	9.99%
						ROIC	16.50%	13.57%	9.52%	14.98%	16.50%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	19.89%	18.36%	22.46%	16.17%	20.35%
净利润	244.86	208.41	151.27	243.87	277.01	净负债率	-20.68%	-16.30%	-26.28%	-29.92%	-30.25%
折旧摊销	77.10	88.58	37.05	41.32	44.88	流动比率	2.69	2.93	2.56	3.46	3.02
财务费用	1.40	3.82	1.39	(3.00)	(3.46)	速动比率	1.77	1.96	1.88	2.39	2.14
投资损失	(8.72)	(8.30)	(8.45)	(8.45)	(8.45)	营运能力					
营运资金变动	224.47	26.30	41.77	4.13	(133.73)	应收账款周转率	6.02	6.97	6.13	7.70	7.70
其它	(235.37)	17.22	(26.54)	5.84	7.03	存货周转率	4.56	4.60	4.52	4.55	4.35
经营活动现金流	303.74	336.01	196.49	283.70	183.29	总资产周转率	0.74	0.78	0.70	0.72	0.75
资本支出	63.39	163.99	50.01	86.72	48.85	每股指标(元)					
长期投资	(3.75)	2.19	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.56	0.48	0.35	0.57	0.64
其他	(165.38)	(370.54)	(36.71)	(169.08)	(104.82)	每股经营现金流	0.71	0.78	0.46	0.66	0.43
投资活动现金流	(105.73)	(204.36)	13.31	(82.36)	(55.97)	每股净资产	5.01	5.00	5.51	5.93	6.45
债权融资	35.74	108.00	11.91	15.88	9.27	估值比率					
股权融资	12.73	(106.98)	115.06	3.00	3.46	市盈率	14.22	16.61	22.77	14.13	12.44
其他	(121.80)	(153.57)	(158.94)	(74.73)	(70.77)	市净率	1.60	1.60	1.45	1.35	1.24
筹资活动现金流	(73.33)	(152.55)	(31.96)	(55.84)	(58.05)	EV/EBITDA	12.74	9.40	12.69	7.78	6.73
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	14.48	10.53	15.34	8.89	7.65
现金净增加额	124.68	(20.90)	177.84	145.50	69.27						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com