

中胤时尚 (300901)

证券研究报告
2020年12月04日

时尚鞋履设计稀缺优质标的，高毛利率&轻资产运营优势凸显 快时尚、量贩式时尚产品设计能力的企业

公司是一家以时尚产品设计为核心，主要提供鞋履服务设计，同时向客户提供鞋履供应链整合服务的公司，2019年公司实现营收6.9亿元(+10%)，实现归母净利润1.1亿元(+28%)。目前主要业务包括：鞋履设计业务、供应链整合业务和图案设计业务。其中，供应链整合业务占比最大，鞋履设计业务是公司主要的利润来源，图案设计业务为新业务，未来将快速发展。此次募集资金5.77亿元将用于设计、展示、营销中心建设、年产200万双鞋履智能化生产基地建设、研发中心建设、补充营运资金等项目。

规模化设计能力具备稀缺性，先发优势和规模效应明显。设计能力是公司获客的核心竞争力，也是其他业务发展的基础和前提。公司以设计为先导，打造纵向整合鞋履行业前端价值链的业务模式。公司通过集中化的高效采买，标准化的研发设计流程以及规模化的设计能力，形成了量贩式设计服务能力，在行业内具备稀缺性（目前行业内暂未形成大批具有成熟设计能力的公司），是鞋履设计行业具备先发优势的引领者。目前公司具备年均近10000款鞋样的量贩式设计能力，具备明显的规模效应和成本优势。

研发能力突出，技术和人才优势明显。目前鞋履设计行业已经进入精细化阶段，设计不局限在外观、形状、色彩等初级环节，而是从面料、版型、材质、人体工学等多方面进行研究。公司研发团队经验丰富，技术优势明显。截至2019年末，公司拥有使用的主要专利、商标、美术作品著作权及软件著作权分别为913项、146项、4859项及4项，技术优势明显。研发设计人员138名，5年以上工作经验的研发设计人员占比68%，人才优势明显。

供应链管理经验丰富保障设计落地，提升客户粘性。公司拥有位于鞋产业聚集地的区位优势，供应链管理经验丰富。由于鞋履行业产业链较长、低于分布交广、工艺标准多样。公司地处温州，是“中国鞋都”，拥有位于鞋产业聚集地的区位优势，掌握大量优质鞋类生产企业资源，并积累了丰富的供应链管理经验和丰富的设计落地经验，能够实现鞋履设计服务后的设计落地，进一步提升合作效率和客户粘性。

首次覆盖，给予“买入”评级。预计2020-2022年公司实现营收分别为6.65亿元、7.76亿元、8.68亿元，同比分别为-2.96%、16.59%、11.89%。实现归母净利润分别为1.09亿元、1.37亿元、1.70亿元，同比分别为0.24%、24.89%、24.10%。我们通过DCF绝对估值法测算分析，预测公司2021目标市值为82.99亿元，对应目标价34.58元，对应P/E为60.67倍。

风险提示：客户集中度较高风险；中小鞋企经营情况急剧恶化；市场竞争加剧风险；未能准确把握流行趋势变化的设计风险。

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	27.91元
目标价格	34.58元

基本数据

A股总股本(百万股)	240.00
流通A股股本(百万股)	56.89
A股总市值(百万元)	6,698.40
流通A股市值(百万元)	1,587.74
每股净资产(元)	2.56
资产负债率(%)	16.03
一年内最高/最低(元)	50.00/27.39

作者

孙海洋	分析师
SAC执业证书编号：S1110518070004 sunhaiyang@tfzq.com	
范张翔	分析师
SAC执业证书编号：S1110518080004 fanzhangxiang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	624.81	685.66	665.35	775.76	867.99
增长率(%)	0.65	9.74	(2.96)	16.59	11.89
EBITDA(百万元)	117.81	144.03	138.27	169.73	207.57
净利润(百万元)	85.11	109.18	109.44	136.69	169.63
增长率(%)	59.50	28.29	0.24	24.89	24.10
EPS(元/股)	0.35	0.45	0.46	0.57	0.71
市盈率(P/E)	78.40	61.11	60.96	48.81	39.33
市净率(P/B)	24.22	17.75	12.24	9.78	7.83
市销率(P/S)	10.68	9.73	10.03	8.60	7.69
EV/EBITDA	0.00	0.00	44.72	35.51	28.37

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 公司概况：以鞋履设计为主，消费品外观图案设计为辅	4
1.1. 历史前沿：以鞋履设计作为时尚产品设计业务的立足点	4
1.2. 股权结构：公司旗下共有 5 家全资子公司，倪秀华为实际控制人	4
1.3. 商业模式：设计业务为核心驱动，供应链整合为增值服务	5
1.3.1. 公司业务主要分为三部分：鞋履设计、图案设计、供应链整合。	5
1.3.2. 公司是以时尚产品设计为核心业务的创意设计企业，核心业务是鞋履设计。	6
1.3.3. 采购模式：位于鞋履产业集群地区，公司以鞋履成品采购为主	7
1.3.4. 生产和销售模式：“挑选成品款式” + “按需求定制化” 两种产品销售模式	7
2. 鞋履设计行业：量贩式设计企业优势明显	8
2.1. 行业背景：我国鞋履设计行业大众市场广阔	8
2.2. 鞋履设计行业规模持续增长，图案设计和鞋履供应链整合业务空间较大	9
3. 竞争优势显著，行业内稀缺标的	10
3.1. 拥有量贩式设计服务能力，先发优势和规模优势显著	10
3.2. 人才和技术优势明显，研发能力突出	11
3.3. 鞋履设计能力突出，占位鞋履产业链环节	12
3.4. 供应链管理经验丰富保障设计落地，提升客户粘性	12
4. 财务分析	13
4.1. 境内市场规模不断扩大，毛利率、净利率显著增加	13
4.2. 公司资产负债率结构稳定，运营资本周转率明显下降	13
4.3. 公司获取现金流能力较强，经营性现金流情况较好	14
5. 募投项目	14
6. 盈利预测与估值	15
7. 风险提示	16
7.1. 未能准确把握流行趋势变化的设计风险	16
7.2. 客户集中度较高的风险	16
7.3. 中小鞋企经营情况急剧恶化的风险	16
7.4. 市场竞争加剧风险	16

图表目录

图 1：中胤时尚发展概况	4
图 2：中胤时尚股权结构	4
图 3：2017-2019 年公司主营业务收入构成	5
图 4：公司业务毛利率占比	5
图 5：中胤时尚鞋履设计产品	6

图 6: 中胤时尚图案设计	6
图 7: 供应链整合业务鞋履成品采购流程	7
图 8: 鞋履研发设计流程图	7
图 9: 中胤时尚销售模式	8
图 10: 消费趋势的变化	9
图 11: 鞋履产业“微笑曲线”	9
图 12: 2016-2021 年全球鞋履市场规模预测 (亿美元)	9
图 13: 2013-2018 年全球鞋履产量和 YOY (亿双, %)	10
图 14: 2011-2018 年我国鞋履产量和 YOY (亿双, %)	10
图 15: 公司技术优势明显 (项)	11
图 16: 鞋履产业价值链“微笑曲线”分布	12
图 17: 公司鞋履设计业务毛利率维持在 90%以上 (%)	12
图 18: 公司鞋履设计业务中设计转化率大幅提升 (%)	12
图 19: 2017-2019 年按地区收入 (百万元)	13
图 20: 2017-2019 年按业务收入 (百万元)	13
图 21: 公司资产负债率	13
图 22: 公司应收帐款周转率 (右轴) 和存货周转率 (左轴)	13
图 23: 公司现金流情况一览 (百万元)	14
图 24: 中胤时尚盈利预测 (百万元, %)	15
表 1: 中胤时尚股权结构 (2018 年变更为股份公司时)	5
表 2: 中胤时尚 2017-2019 年度主营业务收入按地区分布 (万元, %)	6
表 3: 公司已形成显著先发优势	10
表 4: 公司具备规模化设计师团队和流程性设计体系	11
表 5: 募投项目 (百万元)	14

1. 公司概况：以鞋履设计为主，消费品外观图案设计为辅

1.1. 历史前沿：以鞋履设计作为时尚产品设计业务的立足点

专注于制鞋产业设计，致力于引领时尚潮流。浙江中胤时尚股份有限公司（以下简称“中胤时尚”）成立于 2011 年 10 月，并确立了设计先行，以自主设计为核心驱动力的经营思路。2015 年，公司共计开发并投放市场的产品数量逐年增加，产品出口遍布海外。2016 年成功建设 4200 平方米的研发中心及产品展厅；并在同年，获得省级企业设计院资质。2018 年，中胤有限整体变更为股份有限公司；同时公司业务向图案市场开拓成为公司盈利又一盈利点。

2020 年 7 月 29 日，中胤时尚首发申请获创业板上市委员会通过，将于深交所创业板上市，此次募集资金将用于设计、展示、营销中心建设、年产 200 万双鞋履智能化生产基地建设、研发中心建设、补充营运资金等项目。

图 1：中胤时尚发展概况

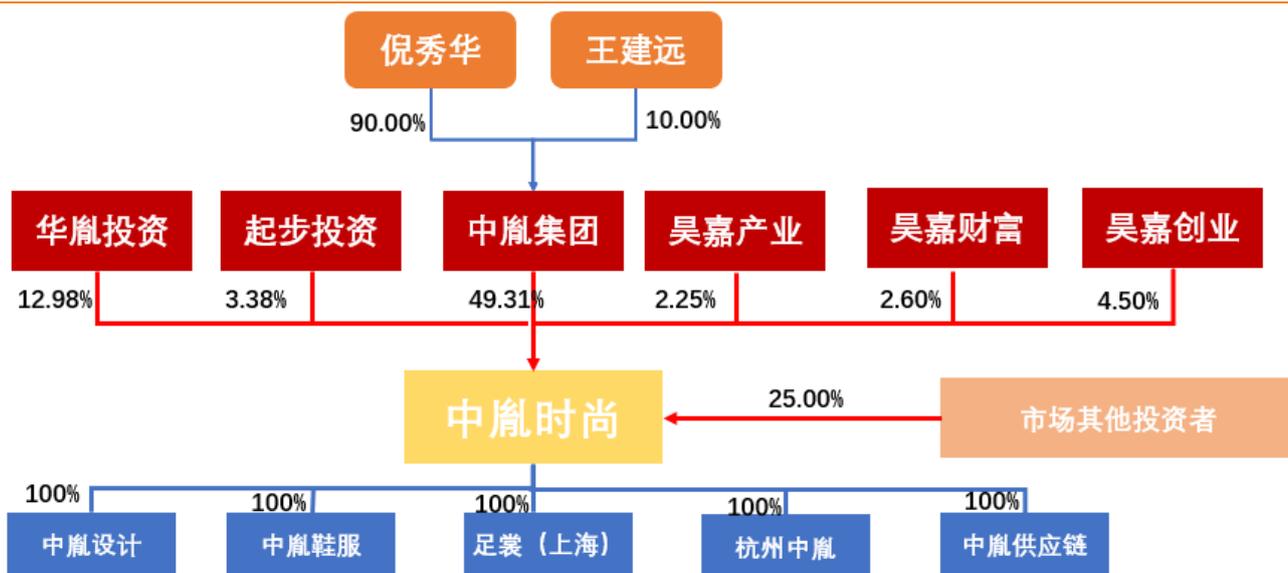


资料来源：中胤时尚官网，中胤时尚招股书，天风证券研究所

1.2. 股权结构：公司旗下共有 5 家全资子公司，倪秀华为实际控制人

公司股权结构相对稳定，从 2011 年至 2018 年共有 5 次股权转让及增资。

图 2：中胤时尚股权结构



资料来源：wind，中胤时尚招股书，天风证券研究所

目前股东共有 6 家公司，公司实际控制人为倪秀华、王建远通过中胤集团间接持有 49.31% 的股份。其他股东分别为华胤投资(12.98%)，吴嘉创业(4.5%)，起步投资(3.38%)，

昊嘉财富 (2.60%), 昊嘉产业 (2.25%)。

公司目前拥有 5 家全资子公司, 分别为温州中胤设计、杭州中胤创意设计、足裳 (上海) 品牌发展、温州中胤鞋服、杭州中胤供应链管理。

表 1: 中胤时尚股权结构 (2018 年变更为股份公司时)

序号	股东名称	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
1	中胤集团	11,833.00	65.74
2	华胤投资	3,114.00	17.30
3	昊嘉创业	1,080.00	6.00
4	起步投资	810.00	4.50
5	昊嘉财富	622.80	3.46
6	昊嘉产业	540.00	3.00
合计		18,000.00	100.00

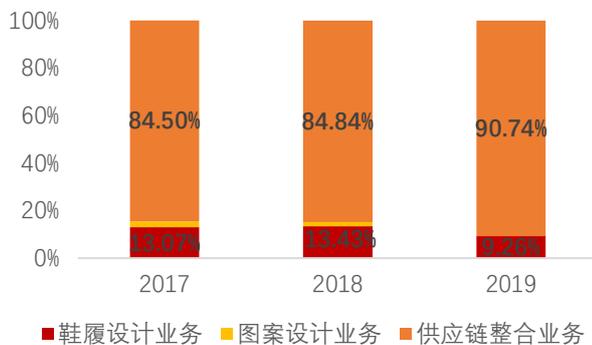
资料来源: 中胤时尚招股书、天风证券研究所

1.3. 商业模式: 设计业务为核心驱动, 供应链整合为增值服务

1.3.1. 公司业务主要分为三部分: 鞋履设计、图案设计、供应链整合。

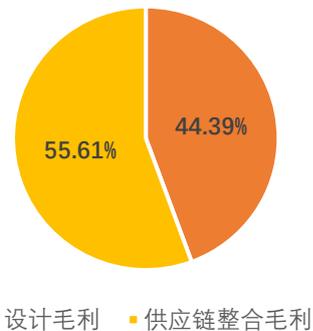
供应链整合业务占比最大, 鞋履设计业务为公司主要利润来源。2019 年公司鞋履设计业务达到 8959.50 万元, 占比为 13.07%; 图案设计业务达到 1671.58 万元, 占比为 2.44%; 供应链整合业务达到 5.79 亿元, 占比达到 84.50%。从近三年业务来看, 鞋履设计业务收入规模有所增长, 占比有所提升。从 2019 年毛利贡献来看, 贡献的毛利占主营业务毛利总额的比例达到 55.61%, 主要基于公司设计能力不断增强, 设计业务收入规模迅速增长。

图 3: 2017-2019 年公司主营业务收入构成



资料来源: 中胤时尚招股书, 天风证券研究所

图 4: 公司业务毛利率占比



资料来源: 中胤时尚招股书, 天风证券研究所

按照地区划分公司业务, 境外地区为公司主要收入来源, 境内市场占比提升。2019 年度公司境外主营业务收入达到 5.81 亿元, 占比 84.78%; 境内主营业务收入达到 1.04 亿元, 占比达到 15.22%。相对 2017 年, 境外收入占比下降幅度明显, 境内收入占比大幅提升。

1) 境外销售: 主要集中于欧洲, 主要包括波兰、法国及德国。其中公司最大客户为波兰 CCC 公司; 法国、德国市场 占鞋履设计境外销售比例基本在 40%-50% 区间; 供应链业务中, 亚非国家或地区客户销售占境外客户收入比重分别为 1.76%、3.80% 和 5.71%, 呈现出逐年上升趋势, 公司亦在美洲地区有所布局。境外客户结构呈现多元化发展态势, 不存在对境外单一国家或地区构成重大依赖的情形。

2) 境内销售：鞋履设计及供应链整合业务销售收入主要集中于浙江、广东地区，呈现一定地域集中特性。一方面，公司位于浙江省温州市，且针对国内市场中国中胤时尚处于初步开拓阶段，基于本地经营辐射拓展客户，导致浙江客户内销占比较高；另一方面，浙江、广东地区位列中国四大鞋履生产基地之中，鞋履生产企业、贸易企业较为集中，且多通过行业口碑、业内介绍与客户广泛建立合作，因而公司服务的内销客户亦较为集中地分布在浙江、广东地区。此外，公司业务亦在福建等其他地区逐步拓展。

图案设计业务为 2018 年起新开拓业务，收入目前集中于浙江、上海、广东等地区。一方面，中胤时尚及主营图案设计业务的子公司足裳(上海)、杭州中胤立足浙江、上海本地经营辐射；另一方面，浙江、广东为国内主要纺织及时尚产业集聚地，服饰、纺织企业密集，对图案设计需求较大。

表 2：中胤时尚 2017-2019 年度主营业务收入按地区分布（万元，%）

项目	2017 年度		2018 年度		2019 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
境内销售	61,700.55	99.41%	55,525.73	88.89%	58,127.04	84.78%
境外销售	365.42	0.59%	6,938.33	11.11%	10,438.90	15.22%
合计	62,065.97	100%	62,464.06	100%	68,565.94	100%

资料来源：中胤时尚招股书，天风证券研究所

1.3.2. 公司是以时尚产品设计为核心业务的创意设计企业，核心业务是鞋履设计。

目前核心业务主要应用于鞋履设计，并应用于各类消费品外观图案设计的业务亦发展迅速。在基于行业特点及满足客户需求，在提供鞋履设计服务同时向客户提供鞋履供应链整合服务。

- 1) **鞋履设计服务**：公司拥有规模化的设计师团队及模块化设计流程，通过系统化的市场研究准确定位国内外流行趋势及消费者偏好，制定设计方向及计划，设计人员结合自身理解进行设计构思，形成包括图案、元素、版式、材料等在内的整体设计方案，并制成样本展示设计成果。
- 2) **供应链整合业务**：作为鞋履设计业务的增值业务，按照客户需求保障设计成果快速转化。公司负责对生产原料采购、加工生产、产品质量检测等环节进行把控，保障产品品质，确保产品保质保量并及时交付。为公司未来针对小批量、高品质的个性化生产需求打下坚实的基础。
- 3) **图案设计业务**：公司新兴的时尚产品设计业务。目前主要应用领域为箱包、服饰、家具用品等。

图 5：中胤时尚鞋履设计产品



资料来源：中胤时尚招股书，天风证券研究所

图 6：中胤时尚图案设计



资料来源：中胤时尚招股书，天风证券研究所

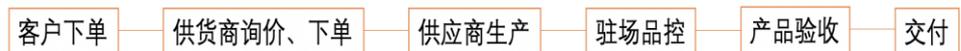
1.3.3. 采购模式：位于鞋履产业集群地区，公司以鞋履成品采购为主

公司的采购主要分为供应链整合业务鞋履成品采购及一般耗材的采购。

公司地处鞋履产业集群地区，周边地区的产业链中供应商数量多，选择范围广。公司在经过长期的筛选，逐步形成了合格供应商库。并根据供应商报价，结合供应商实力、信誉、质量以及产品交货周期确定相应产品供货商。公司客户订单与供货商选择为多对多对应关系，一个客户订单由多个供应商完成生产。

公司耗材采购主要针对公司在生产经营中样品生产所需的少量材料采购，通过相关业务部门提出申请，经过部门负责人审批后，由供应链管理部向供应商采购，产品验收后结算支付。

图 7：供应链整合业务鞋履成品采购流程

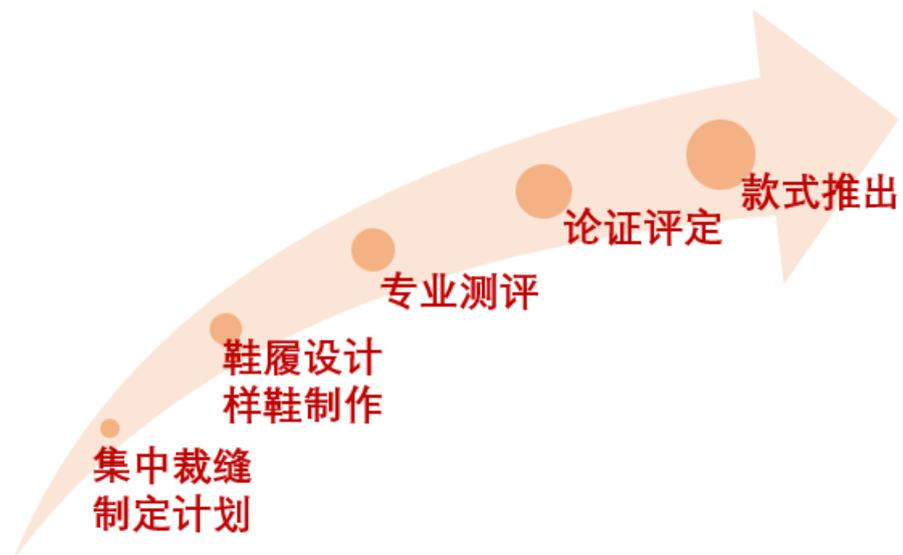


资料来源：中胤时尚招股书，天风证券研究所

1.3.4. 生产和销售模式：“挑选成品款式” + “按需求定制化”两种产品销售模式

对于鞋履设计服务：公司通常提前 9-12 个月针对下一季的流行趋势进行采风，并制定设计方向计划。研发部门根据设计规划及素材库，设计鞋履底部、鞋楦等基础构件。设计部门在基础构件之上，进行材料、颜色、饰扣的造型设计，并将方案转化为具体样鞋。专职试脚员进行试穿，给出反馈及意见。设计总监及主管对设计方案进行最终评审。

图 8：鞋履研发设计流程图



资料来源：中胤时尚招股书，天风证券研究所

- **成品款式：**公司结合自身行业经验，准确把握当下鞋履潮流，具备年均推出近 10,000 款鞋履设计款式能力。通过参加展会、集中陈列等方式供客户挑选。客户选中后，向公司采购相应设计。此种销售模式针对下游市场偏好。该模式在 2017 年、2018 年、

2019 年收入占比为 99.86%、99.91%、99.87%。

- **定制需求：**此种营销模式主要针对于长期合作的战略客户，客户在确定提供相应款式要求及数量后，公司进行材料采购。该模式在 2017 年、2018 年、2019 年收入占比为 0.14%、0.09%、0.13%。

图 9：中胤时尚销售模式



资料来源：中胤时尚招股书，天风证券研究所

供应链整合销售模式：主要为客户选择设计的鞋履样式后，若委托公司将设计转化为批量鞋履成品，则向公司下单，公司相应组织外部鞋履生产厂商生产相应鞋款，向其批量采购后销售予客户。

2. 鞋履设计行业：量贩式设计企业优势明显

中胤时尚以设计为先导，打造纵向整合鞋履行业前端价值链的业务模式，是目前鞋履设计行业内少有的具备规模化、集中化设计能力的企业，其量贩式独立设计能力在市场中具备稀缺性，拥有显著的先发领先地位。

2.1. 行业背景：我国鞋履设计行业大众市场广阔

时尚产品设计行业市场规模不断增长，“快时尚”趋势要求更高设计能力。根据欧睿国际的统计，2018 年全球时尚行业市场规模达到了 2.11 万亿美元，同比增长 4.8%，时尚产品设计行业的市场规模亦随此增长。目前大众时尚行业呈现的“快时尚”趋势，正在深刻改变着时尚产品设计行业的竞争格局。“快时尚”潮流下，传统的设计工作室已经很难满足大众品牌快时尚潮流下的设计需求，具有量贩式设计能力的设计机构逐渐成为时尚产品设计行业的中坚力量。

作为日常消费品，鞋履消费市场规模大。从鞋履市场规模来看，根据 Statista 的统计 2018 年全球鞋履市场规模达到 3,812.06 亿美元，同比增长 4.34%；预计 2019 年至 2021 年，全球鞋履市场规模将以平均 4.16% 的复合增长率稳定增长，至 2021 年全球鞋履市场规模预计将达到 4,308.65 亿美元。鞋履行业是高度市场化的自由竞争行业，准入门槛较低，参与企业呈现多而散的市场竞争格局，其中中端和大众品牌占据鞋履市场空间最大。在“快时尚”潮流风向下，“时尚、多款、少量”逐渐成为中端及大众鞋企抢占市场的经营新趋势。

我国作为最大的鞋履生产国，创新设计需求急切。在全球化产业分工的背景下，我国过去长期扮演着 OEM 生产者的角色，具有众多的鞋履生产厂商及贸易商。但是随着我国劳动力成本的加速上涨，传统制造行业呈现逐步向东南亚、南亚地区转移的趋势，外部环境的变化提高了自主创新的紧迫性。一方面，我国传统鞋履企业设计能力相对缺乏，在产业升级过程中对于外部设计机构有较为急迫的需求；另一方面我国充足的鞋履生产厂商又为鞋履设计产品的成果落地提供了保障，能够满足大众品牌鞋企在“快时尚”潮流下对于设计

成果及时落地的需要。

图 10: 消费趋势的变化



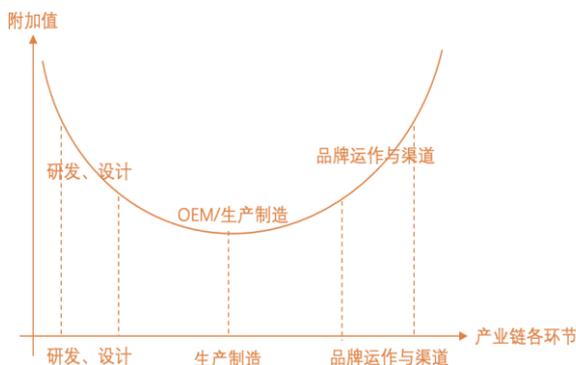
资料来源: 中胤时尚招股书, 天风证券研究所

2.2. 鞋履设计行业规模持续增长, 图案设计和鞋履供应链整合业务空间较大

鞋履产业链包括鞋履研发设计、生产制造及品牌渠道运营等环节, 研发设计和品牌渠道运营占据整个产业链的高端, 经济附加值最高, 生产制造环节位于产业链最底端, 是低附加值环节。对于衣服鞋包饰品行业总体而言, 其产业价值链一般的利润分配结构一般是: 研发设计占 40% 左右, 生产制造占 10% 左右, 品牌渠道运营占 50% 左右, 该价值链环节总体适用于鞋履。

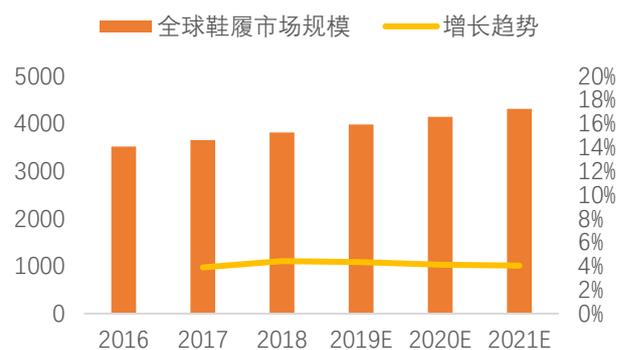
- **鞋履设计业务:** 鞋履作为日常生活必需品, 整体行业规模较大且维持稳定增长; 中国鞋业正逐步走向自行研发设计、自有品牌的产业链环节和运营模式, 产业升级趋势明显。根据 Statista 统计, 2018 年全球鞋履市场规模大到 3,812 亿美元, 同比上升 4.34%, 并预计至 2021 年, 全球市场规模达到 4,309 亿美元。按照鞋履设计业务占鞋履产业链利润的 40% 来看, 至 2021 年, 全球鞋履设计业务的利润空间预计达到 1525 亿美元。从细分领域来看, 全球女鞋市场占据全球鞋履市场规模的 50%, 为最大的细分市场; 儿童鞋的增长高于男鞋市场的增速, 潜力同样大。

图 11: 鞋履产业“微笑曲线”



资料来源: 中胤时尚招股书、天风证券研究所

图 12: 2016-2021 年全球鞋履市场规模预测 (亿美元)

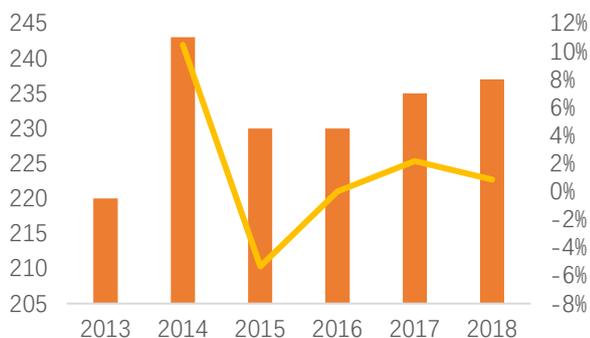


资料来源: Statista, 中胤时尚招股书, 天风证券研究所

- **图案设计业务:** 消费者对产品外观感情化的强烈趋势, 使得企业和设计师对产品外观图案设计日益重视。市场需求的个性化差异按年龄、性别、文化、价值观划分目标市场成为现代企业的新策略。根据 IBIS World 的相关数据, 在过去五年中, 全球图案设计市场保持着年均 3% 的行业增速, 2018 年图案设计市场规模已达到 456 亿美元并在 2023 年达到 540 亿美元的市场规模。随着我国经济的发展及产业结构的调整, 企业对于产品的图案设计重视度日益提升, 图案设计市场逐渐兴起, 国内已经出现了知名的图片设计师社区。
- **鞋履供应链整合业务:** 我国作为全球最大的鞋履生产国, 具有专业化、精细化的鞋履

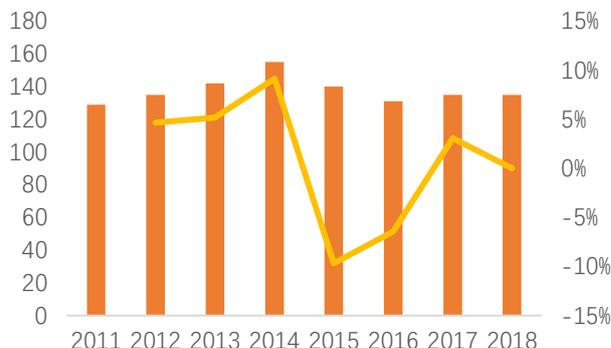
生产能力。根据国家统计局数据，从 2009 年至 2018 年，我国鞋履数量基本稳定在 130 亿双以上。鞋履生产企业对于设计款式的理解是鞋履设计产品能否实现成果落地 的关键因素，因而部分客户除了采购公司提供的设计服务外，还委托公司进行组织生 产，以确保设计成果的完整呈现。针对上述情况，中胤时尚通过整合上游鞋履生产厂 商，通过质量管控、生产监督等方式向客户提供鞋履供应链整合服务，确保客户所选 择的设计成果最终转化至具有商业效用的终端消费品上。

图 13：2013-2018 年全球鞋履产量和 YOY (亿双, %)



资料来源：中胤时尚招股书，天风证券研究所

图 14：2011-2018 年我国鞋履产量和 YOY (亿双, %)



资料来源：中胤时尚招股书，天风证券研究所

3. 竞争优势显著，行业内稀缺标的

3.1. 拥有量贩式设计服务能力，先发优势和规模优势显著

规模化设计能力具备稀缺性，先发优势和规模效应明显。设计能力是公司获客的核心竞争力，也是其他业务发展的基础和前提。中胤时尚以设计为先导，打造纵向整合鞋履行业前 端价值链的业务模式。公司通过集中化的高效采风，标准化的研发设计流程以及规模化的 设计能力，形成了量贩式设计服务能力，在行业内具备稀缺性（目前行业内暂未形成大批 具有成熟设计能力的公司），是鞋履设计行业具备先发优势的 行业引领者，其设计样式受到了海内外客户的一致好评，市场知名度和美誉度稳步提升，已 形成显著的市场先发优势。目前公司具备年均近 10000 款鞋样的量贩式设计能力，具备明显的规模效应和成本优势。

表 3：公司已形成显著先发优势

企业名称	成立时间	注册资本	注册地址	主营业务	知识产权	数量
晋江益乐思鞋服设计有限公司	2017.3	10 万元	福建省晋江市	鞋服设计等	未查询到	少于 100
广州鸿翔鞋业设计有限公司	2015.7	300 万元	广东省广州市	鞋设计等	查询拥有 5 项注册商标	少于 100
东莞踏力克鞋业服装设计有限公司	2012.8	60 万美元	广东省东莞市	设计、研究和开发鞋服产品等	未查询到	少于 100
晋江市汉虹鞋服设计有限公司	2016.3	100 万元	福建省晋江市	鞋服设计等	查询拥有 1 项注册商标	少于 100
中胤时尚	2011.1	18000 万元	浙江省温州市	鞋履设计、图案设计及供应链整合业务	拥有及使用的主要专利、商标、美术作品著作权及软件著作权分别为 913 项、146 项、4,859 项及 4 项	226

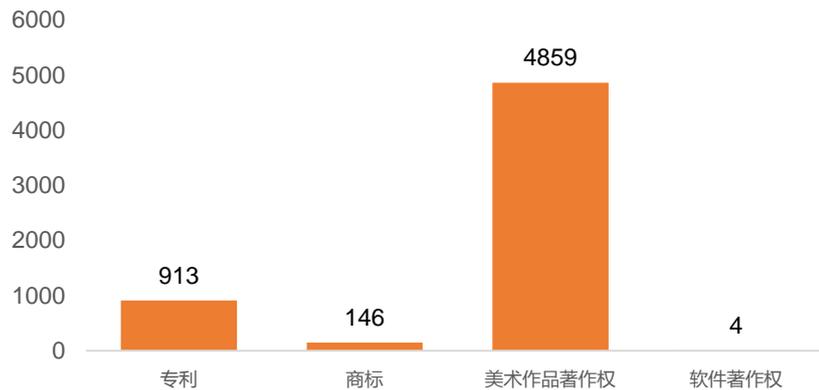
资料来源：中胤时尚招股书，天风证券研究所；数据截至 2019 年 12 月 31 日

市场美誉度高，具备口碑及客户资源优势。公司创新设计能力优秀，在传统鞋履行业内形成一定知名度，客户数量迅速增长。公司已形成以波兰 CCC、阿根廷 Lady Stork、匹克、天创时尚为代表的国内外知名鞋企客户群，成为越来越多大众鞋履品牌的合作伙伴。此外，公司利用业务协同作用，拓展时尚产品设计的应用领域，逐步拓展图案设计业务，进一步树立以设计为核心竞争力的市场口碑。

3.2. 人才和技术优势明显，研发能力突出

研发能力突出，技术和人才优势明显。目前鞋履设计行业已经进入精细化阶段，设计不局限在外观、形状、色彩等初级环节，而是从面料、版型、材质、人体工学等多方面进行研究。公司研发团队经验丰富，技术优势明显。截至 2019 年末，公司拥有使用的主要专利、商标、美术作品著作权及软件著作权分别为 913 项、146 项、4859 项及 4 项，技术优势明显。研发设计人员 138 名，5 年以上工作经验的研发设计人员占比 68%，人才优势明显。同时，公司具备规模化设计师团队和流程性设计体系，可以提供风格多样且数量众多的设计款式，为鞋履企业以设计进行差异化市场竞争提供有效支持，减少企业前导时间，更易把握时尚潮流趋势、紧贴市场。

图 15：公司技术优势明显（项）



资料来源：中胤时尚招股书，天风证券研究所

表 4：公司具备规模化设计师团队和流程性设计体系

鞋履设计参与者	优劣
第三方量贩式鞋履设计公司	1) 规模化设计师团队和流程性设计体系 2) 设计款式风格多样且数量众多 3) 有效支持鞋履企业进行差异化市场竞争，减少企业前导时间 4) 更易把握时尚潮流趋势、紧贴市场
大型鞋履品牌的设计部门	1) 采用多品牌或者多产品线策略，顾及旗下所有品牌的成本较高 2) 具有对外部设计的采购需求，进而丰富自身款式多样性
小型鞋履设计工作室/独立设计师	1) 主要依靠设计师本人的经验及对时尚潮流的把握 2) 每个设计师均有不同的设计风格 3) 较难形成规模效应
ODM 生产企业	通常仅具备基础设计能力，难以达到设计的潮流性及规模性，专业性有所欠缺

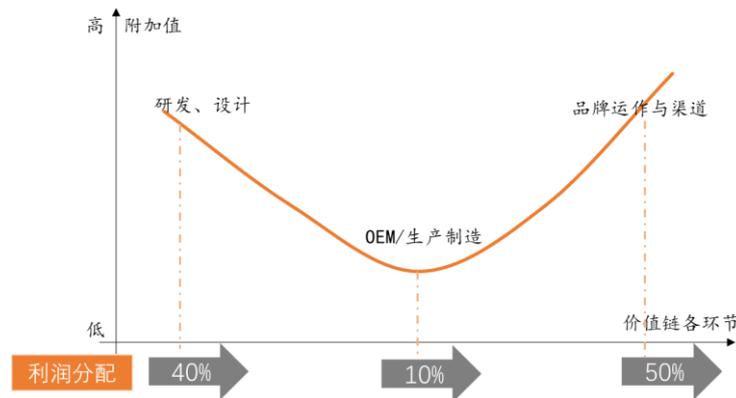
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.3. 鞋履设计能力突出，占位鞋履产业链环节

公司集中化采风和多元化渠道，设计效率高。公司通过集中化采风和多元化渠道进行市场考察，从原材料端进行潮流元素分析，准确识别并跟随流行趋势，保证产品的潮流性。此外，公司凭借规模化设计团队及专业化分工，形成了鞋楦、鞋底等基础构件设计及鞋材、配色、饰扣等造型设计模块化分工的流水线式设计流程，设计效率相比小规模工作室大幅提高。

公司凭借出色设计能力占位产业价值链高附加值环节。对于衣服鞋包饰品行业总体而言，其产业价值链一般的利润分配结构一般是：研发设计占 40%左右，生产制造占 10%左右，品牌渠道运营占 50%左右，该价值链环节总体适用于鞋履。公司以设计为先导，打造了纵向整合鞋履行业前端价值链的业务模式，积极介入产业链中高附加值设计环节。公司是目前行业内少有的具备规模化、集中化设计能力的企业，其量贩式独立设计能力在市场中具有稀缺性，公司拥有显著的先发领先地位。

图 16：鞋履产业价值链“微笑曲线”分布



资料来源：中胤时尚招股书，天风证券研究所

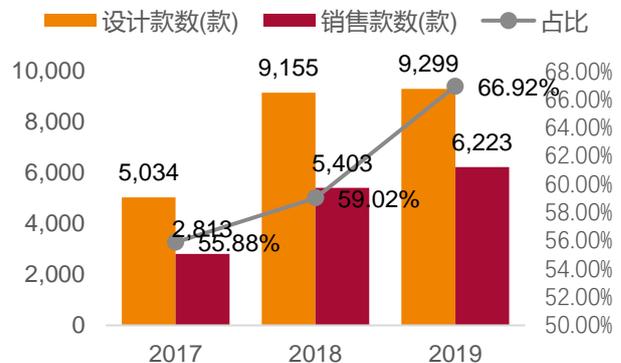
公司鞋履设计业务毛利率保持 90%以上，近年设计转化率持续提升。2017-2019 年公司鞋履设计业务毛利率分别为 90.78%、92.75%、91.54%，作为产业链高附加值环节，设计业务毛利率保持稳定。同时公司设计能力持续提升，转化率大幅提高。2017-2019 年公司设计款数复合增速达到 36%，销售款式复合增速达到 49%，销售款数占总设计款数的占比由 56% 提升至 67%。

图 17：公司鞋履设计业务毛利率维持在 90%以上 (%)



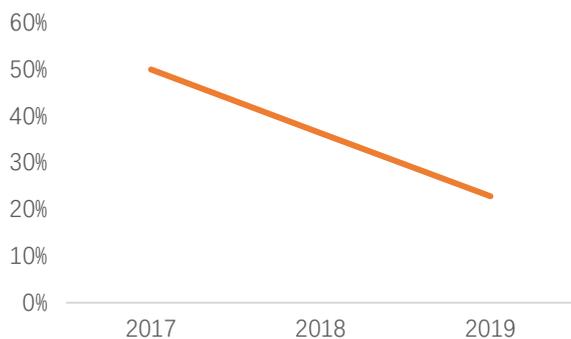
资料来源：中胤时尚招股书，天风证券研究所

图 18：公司鞋履设计业务中设计转化率大幅提升 (%)

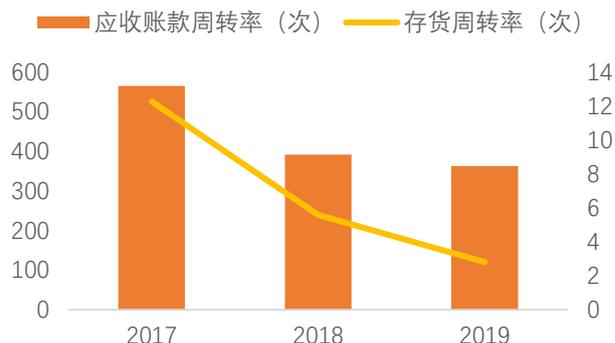


资料来源：Statista，中胤时尚招股书，天风证券研究所

3.4. 供应链管理经验丰富保障设计落地，提升客户粘性



资料来源：招股说明书，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.3. 公司获取现金流能力较强，经营性现金流情况较好

经营活动是公司持续获取现金流的主要途径。2017 年公司现金及现金等价物净增加额相对较小，主要因公司 2017 年外币掉期业务规模相对较大，受限资金冻结较多以致投资活动现金流出相应增加所致。2018 年度因公司经营规模持续增长、吸收投资规模较大，当年现金及现金等价物净增加额亦较多。2019 年度公司日常经营呈现稳定增长的趋势，当期投资活动支出现金较多，当年现金及现金等价物净增加额为 3,050.69 万元。

图 23：公司现金流情况一览（百万元）



资料来源：中胤时尚招股书，天风证券研究所

5. 募投项目

公司募集资金 5.77 亿元投资项目包括设计、展示、营销中心项目，年产 200 万双鞋履智能化生产基地建设项目，研发中心建设项目和补充运营资金。

表 5：募投项目（百万元）

序号	项目名称	预计投资金额	预计募集资金使用额	建设期
1	设计、展示、营销中心建设项目	269	269	2.5
2	年产 200 万双鞋履智能化生产基地建设项目	107	107	2
3	研发中心建设项目	101	101	2
4	补充营运资金	100	100	-
	合计	577	577	-

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

6. 盈利预测与估值

盈利预测：预计 2020-2022 年公司收入分别实现 6.65 亿元、7.76 亿元、8.68 亿元，同比分别为 -2.96%、16.59%、11.89%。实现归母净利润分别为 1.09 亿元、1.37 亿元、1.70 亿元，同比分别为 0.24%、24.89%、24.10%。

测算假设如下：

1) 鞋履设计业务：该业务是公司核心业务，是其他业务的起点和基础，近年收入占比逐年提升；我们预计随着公司设计能力的进一步提高以及客户的持续拓展，该业务占比将持续提升。从销售款数来看，目前销售款数/设计款数占比维持在 60%左右，我们维持这一比例不变，平均售价给予较为平滑的增长幅度。2020 年由于受到疫情影响，终端需求下降，由此该业务将会有所下降，预计 2021 年能够恢复到正常水平。从毛利率水平来看，该业务毛利率始终维持在 90%以上，预计 2020 年受到疫情影响，毛利率有所下降，但未来基本维持稳定。

2) 供应链整合业务：供应链整合业务为鞋履设计业务的增值服务，是基于鞋履设计业务产生的订单，所以我们预计该业务收入增速和趋势与设计业务趋同，但收入增速略低于设计业务。从毛利率来看，由于该业务毛利率维持在 10%-15%之间，我们给予较为稳定的毛利率预期。2020 年该业务受到疫情影响，收入有所下降，2021 年预计有所恢复。

3) 图案设计业务：该业务为公司新兴业务，占比目前不大，但考虑到其应用范围较广，且公司已经开始加大该业务投入力度，预计收入占比将会持续提升，毛利率保持稳定。

图 24：中胤时尚盈利预测（百万元，%）

百万元，%	2018	2019	2020E	2021E	2022E
鞋履设计业务	83.88	89.59	86.19	104.71	126.91
YOY	21.03%	6.81%	-3.80%	21.49%	21.20%
业务占比	13.42%	13.07%	12.95%	13.50%	14.62%
供应链整合业务	529.99	579.35	559.09	642.95	704.56
YOY	32.41%	9.31%	-3.50%	15.00%	9.58%
业务占比	84.82%	84.50%	84.03%	82.88%	81.17%
图案设计业务	10.78	16.72	20.06	28.09	36.52
YOY	—	55.10%	19.98%	40.03%	30.01%
业务占比	1.73%	2.44%	3.01%	3.62%	4.21%
主营业务营收	624.81	685.66	665.35	775.76	867.99
YOY	0.65%	9.74%	-2.96%	16.59%	11.89%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

由于公司所处细分行业可比标的较少，我们采用 DCF 绝对估值法对公司进行估值测算，对于 DCF 模型，我们有以下假设：

- 1) 取 1 年期国债收益率最新数据 2.91%作为无风险利率；
- 2) 以上证指数作为全市场股票回报表现代表，鉴于目前上证指数处于区间震荡对于市场回报率计算带来的不确定性因素，我们取年内指数收益区间中间值 11.80%作为市场回报率；
- 3) 以申万纺服行业指数 2019 年年初~2020 年 11 月期间日回报数据、深圳成指同期日回报数据进行回归分析，得到纺服行业 β 系数为 0.69；
- 4) 以 AA 评级公司 1 年期信用债基准利率 5.50%，作为公司税前债务成本；
- 5) 考虑到公司历史税率波动情况，我们假设公司未来税率维持 25%水平；
- 6) 假设公司长期资产负债率水平维持在 35%水平。

图 25：DCF 自由现金流预测（表中金额单位百万元人民币）

自有现金流预测	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入	665.35	775.76	867.99	991.585	1126.09	1288.28	1407.24	1555.95	1702.23	1863.68	2030.34
YOY	-2.96%	16.59%	11.89%	14.24%	13.57%	10.90%	9.23%	10.57%	9.40%	9.48%	8.94%
净利润	109.44	136.69	169.63	209.485	257.242	306.494	364.642	430.492	508.048	597.145	700.31
YOY	0.24%	24.89%	24.10%	23.50%	22.80%	19.15%	18.97%	18.06%	18.02%	17.54%	17.28%
净利率	16.45%	17.62%	19.54%	21.13%	22.84%	23.79%	25.91%	27.67%	29.85%	32.04%	34.49%
利息费用	0.85	-1.27	-1.06	-0.49	-0.94	-0.83	-0.76	-0.84	-0.81	-0.80	-0.82
税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
折旧摊销	3.22	3.77	4.02	4.49	4.89	5.40	5.89	6.42	6.97	7.54	8.14
资本支出	1.41	9.83	14.59	14.45	44.29	30.39	25.10	30.63	31.40	34.97	37.10
自由现金流FCFF	113.283	129.677	158.264	199.147	217.138	280.879	344.864	405.648	483.016	569.119	670.734
YOY		15.13%	21.45%	26.07%	8.54%	29.67%	22.80%	17.59%	19.05%	17.79%	17.83%

DCF参数	
目标负债比率	35%
β	0.69
无风险收益率	2.91%
风险溢价	11.80%
WACC	7.20%
权益成本预测	9.03%
债务成本预测	5.50%
税后债务成本预测	3.85%
永续增长率	2%
永续自由现金流现值	6123.57

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

$$WACC = (\text{Equity}/\text{Asset}) \times Re + (\text{Debt}/\text{Asset}) \times Rd \times (1 - \text{税率})$$

据以上假设，我们计算得到公司 WACC 为 7.20%，得到最终公司预测目标市值为 82.99 亿元，对应目标价格为 34.58 元，对应 2021 年 P/E 为 60.67 倍。

7. 风险提示

7.1. 未能准确把握流行趋势变化的设计风险

公司将提升设计能力放在战略首位，建立了市场导向的业务模式。在该模式下，公司的业务较易受到时装潮流及消费者品味转变的影响，若公司未能快速地应对市场转变，准确跟踪流行趋势，则将对公司设计及经营产生不利影响。

7.2. 客户集中度较高的风险

公司将时尚设计环节进行专业化、规模化运作的商业模式具有行业先创性，且公司核心设计业务仍处于成长期，2017~2019 年期间，公司前五大客户的销售收入占比分别为 85.01%、70.91% 和 69.19% 其中第一大客户 CCC 公司的销售收入占比分别为 71.39%、56.50% 和 46.41%，处于较高水平。若未来 CCC 公司及其他主要客户因自身经营状况或下游市场出现重大不利变化，其对鞋履设计业务的需求降低、减少甚至取消与公司合作，可能仍会导致公司整体业绩增速放缓甚至下滑的风险。

7.3. 中小鞋企经营情况急剧恶化的风险

如果中小鞋履制造商、贸易商因生存环境艰难、竞争进一步加剧等原因发生大规模集体经营状况急速恶化的情形，则将对公司的业务开拓带来不利影响。

7.4. 市场竞争加剧风险

国内时尚设计行业尚处于起步阶段，市场成规模参与者较少。然而，随着大众审美意识及时尚消费需求的不断提升，国内传统产业转型压力的增大，该行业市场需求愈加旺盛，行业发展空间逐步显现，由此也吸引了更多企业投入到时尚设计业务中。因而，公司面临行

业竞争对手增多、竞争加剧的风险。若公司在与其他设计企业的竞争中，无法保持设计的潮流性、规模性，不能根据客户需求提供高品质的设计服务，则将在市场竞争中处于不利地位，从而影响公司的持续盈利能力。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	254.79	289.22	485.40	644.01	781.82	营业收入	624.81	685.66	665.35	775.76	867.99
应收票据及应收账款	86.29	67.60	60.24	58.11	74.31	营业成本	476.29	509.40	491.54	567.94	623.38
预付账款	2.57	6.70	2.94	4.53	4.47	营业税金及附加	0.95	0.82	0.86	0.93	0.87
存货	2.84	5.61	4.71	1.83	4.39	营业费用	14.98	17.96	15.72	18.33	18.84
其他	16.78	17.90	14.52	18.98	15.68	管理费用	14.17	16.12	15.09	17.61	18.05
流动资产合计	363.27	387.03	567.81	727.46	880.67	研发费用	8.10	8.21	7.32	8.53	9.37
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(1.92)	(2.74)	(5.92)	(10.79)	(14.20)
固定资产	26.81	25.28	38.21	50.38	59.89	资产减值损失	2.24	0.00	0.74	0.00	(1.32)
在建工程	14.76	35.54	22.52	22.51	19.51	公允价值变动收益	(0.00)	0.00	0.37	(0.24)	0.04
无形资产	11.32	28.61	28.32	28.03	27.74	投资净收益	0.04	0.00	1.46	4.43	4.95
其他	3.25	3.37	2.03	1.00	0.94	其他	(0.64)	(2.64)	(3.64)	(8.37)	(9.98)
非流动资产合计	56.14	92.81	91.08	101.92	108.08	营业利润	110.60	138.52	141.81	177.39	217.99
资产总计	419.40	479.84	658.89	829.38	988.76	营业外收入	2.97	7.90	4.31	5.06	8.25
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.05	0.43	0.21	0.23	0.09
应付票据及应付账款	109.92	82.81	78.68	121.97	98.33	利润总额	113.52	145.99	145.90	182.21	226.15
其他	31.86	20.36	33.10	23.87	37.46	所得税	28.45	36.81	36.48	45.55	56.54
流动负债合计	141.78	103.18	111.78	145.84	135.79	净利润	85.07	109.18	109.43	136.66	169.61
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(0.04)	(0.00)	(0.02)	(0.03)	(0.02)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	85.11	109.18	109.44	136.69	169.63
其他	2.15	0.80	1.82	1.59	1.40	每股收益(元)	0.35	0.45	0.46	0.57	0.71
非流动负债合计	2.15	0.80	1.82	1.59	1.40						
负债合计	143.93	103.98	113.60	147.43	137.19	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0.01	0.00	(0.02)	(0.04)	(0.06)	成长能力					
股本	180.00	180.00	240.00	240.00	240.00	营业收入	0.65%	9.74%	-2.96%	16.59%	11.89%
资本公积	22.58	22.54	22.54	22.54	22.54	营业利润	59.07%	25.25%	2.37%	25.09%	22.89%
留存收益	95.46	195.86	305.31	442.00	611.63	归属于母公司净利润	59.50%	28.29%	0.24%	24.89%	24.10%
其他	(22.58)	(22.54)	(22.54)	(22.54)	(22.54)	获利能力					
股东权益合计	275.47	375.86	545.29	681.95	851.57	毛利率	23.77%	25.71%	26.12%	26.79%	28.18%
负债和股东权益总计	419.40	479.84	658.89	829.38	988.76	净利率	13.62%	15.92%	16.45%	17.62%	19.54%
						ROE	30.90%	29.05%	20.07%	20.04%	19.92%
						ROIC	-17688.50%	582.49%	122.39%	217.30%	415.13%
						偿债能力					
						资产负债率	34.32%	21.67%	17.24%	17.78%	13.87%
						净负债率	-92.49%	-76.95%	-89.02%	-94.44%	-91.81%
						流动比率	2.56	3.75	5.08	4.99	6.49
						速动比率	2.54	3.70	5.04	4.98	6.45
						营运能力					
						应收账款周转率	9.63	8.91	10.41	13.11	13.11
						存货周转率	313.91	162.28	128.93	237.34	279.34
						总资产周转率	2.14	1.52	1.17	1.04	0.95
						每股指标(元)					
						每股收益	0.35	0.45	0.46	0.57	0.71
						每股经营现金流	0.41	0.35	0.55	0.66	0.54
						每股净资产	1.15	1.57	2.27	2.84	3.55
						估值比率					
						市盈率	78.40	61.11	60.96	48.81	39.33
						市净率	24.22	17.75	12.24	9.78	7.83
						EV/EBITDA	0.00	0.00	44.72	35.51	28.37
						EV/EBIT	0.00	0.00	45.51	36.18	28.90

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	85.07	109.18	109.44	136.69	169.63
折旧摊销	2.37	3.88	2.38	3.13	3.78
财务费用	(2.07)	0.93	(5.92)	(10.79)	(14.20)
投资损失	(0.04)	0.00	(1.46)	(4.43)	(4.95)
营运资金变动	11.88	(32.71)	26.73	33.58	(25.54)
其它	1.88	3.64	0.35	(0.27)	0.02
经营活动现金流	99.08	84.92	131.54	157.90	128.74
资本支出	32.68	40.57	0.98	15.23	10.19
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(51.10)	(85.27)	(2.26)	(25.31)	(15.32)
投资活动现金流	(18.42)	(44.70)	(1.28)	(10.08)	(5.13)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	184.50	2.71	65.92	10.79	14.20
其他	(76.45)	(11.49)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	108.05	(8.79)	65.92	10.79	14.20
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	188.71	31.43	196.18	158.62	137.81

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