

公司调研点评

天创时尚 (603608)

纺织服装 | 服装家纺

调整优化夯实基础，期待业绩提升持续

2019年09月28日

评级 推荐

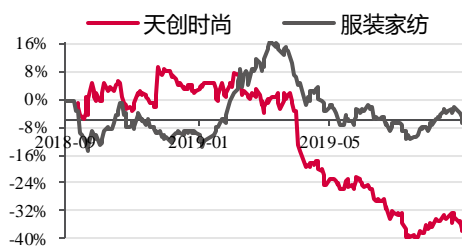
评级变动 维持

合理区间 6.8-7.9元

交易数据

当前价格(元)	6.25
52周价格区间(元)	5.70-11.65
总市值(百万)	2696.26
流通市值(百万)	1978.78
总股本(万股)	43140.22
流通股(万股)	31660.41

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
天创时尚	-2.5	-16.33	-37.75
服装家纺	0.89	-2.95	-5.85

刘鋈 分析师

执业证书编号: S0530519090001 0731-84403397
liuyun2@cfzq.com

相关报告

- 《天创时尚：天创时尚(603608.SH)2018年年报点评：具备优质产能要素基因，精益化运营是重点》2019-04-17
- 《天创时尚：天创时尚(603608.SH)事件点评：加码智能制造，缓解产能瓶颈》2019-01-16
- 《天创时尚：天创时尚(603608.SH)2018年半年报点评：主业稳健增长，业绩增量空间犹存》2018-08-29

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	1733.84	2052.34	2165.17	2375.19	2553.34
净利润(百万元)	187.94	242.20	247.04	271.74	294.80
每股收益(元)	0.44	0.56	0.57	0.63	0.68
每股净资产(元)	4.65	4.99	5.26	5.54	5.86
P/E	14.35	11.13	10.91	9.92	9.15
P/B	1.34	1.25	1.19	1.13	1.07

资料来源：贝格数据，财富证券

事件：近日我们对公司进行了实地调研，就相关经营与战略问题与公司经营层进行了沟通交流。

投资要点：

➢ 公司是品牌矩阵完善、兼具运营及供应链优势的中高端女鞋标的。

公司旗下 KISSCAT、ZSAZSAZSU、tigrisso、KissKitty 等 6 大女鞋品牌构建了相对完善的品牌矩阵，中高端时尚女鞋领域公司的产品竞争力强；公司有 63% 的自有产能比例、70% 的直营渠道比例、80% 的线上新品率以及与线下渠道基本持平的线上毛利率，运营优势显著；现有产线的柔性化提质改造以及可转债项目的加码，优质产能要素不断凸显。并购的小子科技在互联网数字化营销方面优势突出，与公司鞋服业务亦有协同效应，业绩承诺完成度高。

➢ 深度业务复盘后，公司品牌力、产品力均有提升。

针对业绩占比最大的旗舰品牌战略转型、部分门店效益不高占用资源、线上购物活跃度提升等现状问题，上半年公司进行了深度的业务复盘梳理，产品端实施变革、产品小组制落地并迭代，同时大力优化线下门店。目前，公司旗舰品牌在定位、营销推广、产品定价等方面的差异化运营日益明显；产品同质化现象得到有效解决，产品研发精准度有所提高，爆品计划成为现实。Q2 单季度，公司归母净利润同比增长 30.9%、远高于行业 -16% 的水平，同时单季度毛利率亦提升明显。

➢ 会员价值挖掘提升未来弹性空间，优质产能远景广阔。

中高端鞋服品牌，会员贡献度高，深度挖掘会员价值、精准营销将提升业绩弹性空间。目前公司的会员体系划分标准清晰，贴标签工作基本完成。整个会员平台亲和友好且具有交互性，产品端的调整优化以及消费者数据变现有一定基础。高线品牌以及针对高级别会员的精准营销进展顺利。

现有产线运动休闲产品比例提升、运动休闲专线开设等带动公司自有产能比例提升 12 个百分点左右，预计 2019 年全年将维持 60% 以上的自产比例水平。自产比例的提升以及外协供应商的优化，成本费用有一定的压缩预期。公司可转债项目加码产能，远期看我们认为公司有平台型企业的

潜质。

➤ **维持“推荐”评级。**

我们看好公司的中长期投资价值，主要还在于：1) 鞋类行业分散，定位中高端、稳健优质的公司确定性高，行业集中度缓慢提升过程中将优先受益；2) 公司积极主动对品牌和渠道进行调整，且已初见成效；3) 时尚和舒适是女鞋消费的内在核心诉求，公司的数据资产以及供应链有能力保障时尚、舒适的产品 DNA 延续；4) 公司的代理品牌增速较快，OBAG 的品牌营销渐入佳境，未来包、服装有望贡献新的业绩增量；5) 小子科技在细分领域优势突出，业绩完成度高。维持对公司的“推荐”评级。

我们认为公司 2019 年的主基调是“调整优化”，全年来看维持 Q2 单季度的高增速可能性不大，预计全年业绩小个位数增长（中性估计），未来 2 年的业绩弹性空间预计略大于 2019 年。结合目前公司业绩以及基本面的情况，我们决定下调对公司的盈利预测。预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 21.67/23.78/25.58 亿元，归母净利润分别为 2.47/2.72/2.95 亿元，EPS 分别为 0.57/0.63/0.68 元，当前股价对应 PE 分别为 10.91/9.92/9.15 倍。基于公司基本面以及业绩增长趋势，结合制鞋行业和互联网营销行业的估值水平，决定给予公司 2019 年 12-14 倍 PE，未来 6-12 个月股价合理区间预计为 6.8-7.9 元。

➤ **风险提示：消费疲软；品牌拓展不及预期；渠道优化不及预期；原辅料价格剧烈变动等。**

1 “鞋服+互联网营销”双主业运营、质地优秀的中高端女鞋标的

1) 鞋履品牌矩阵完善，互联网数字化营销优势显著

公司是品牌矩阵较完善、经营稳定、具备优质产能要素的中高端时尚女鞋标的。目前旗下拥有“KISSCAT”、“ZSAZSAZSU”、“tigrisso”、“KissKitty”、“KASMASE”五大本土自有女鞋品牌，代理西班牙中高端女鞋品牌“Patricia”，同时公司还拥有“型录”男装品牌、代理意大利生活方式品牌“O bag”。旗下各品牌通过 1300 余家直营门店和 500 余家加盟门店覆盖了全国主要城市及商圈；自有产能比例 60%+、优质产能要素具备。

图 1：公司鞋服品牌矩阵



资料来源：品牌官网、财富证券

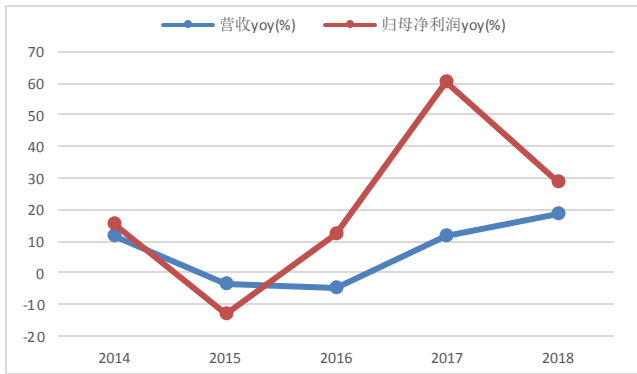
并购的小子科技业绩承诺完成度高，细分领域优势显著。2017 年，公司以 8.78 亿元的价格收购小子科技 100% 股权，小子科技主营互联网数字化营销，业务模式是通过移动应用分发与推广以及移动互联网广告程序化投放实现流量变现，除此之外其与公司主业还能产生协同效应。2017、2018 年小子科技业绩承诺完成率分位是 103%、118%，2019H1 已实现归母扣非净利润 5320.7 万元、全年 10985 万元的业绩承诺完成可能性高。

业务占比方面，鞋服业务营收占比约 83%、毛利占比约 88%，互联网营销营收占比约 17%、毛利占比约 12%。盈利能力方面，鞋服业务的毛利率水平约为 58%，互联网营销业务的毛利率水平约为 39%。

2) 2019Q2 单季度业绩增速亮眼，高于行业水平

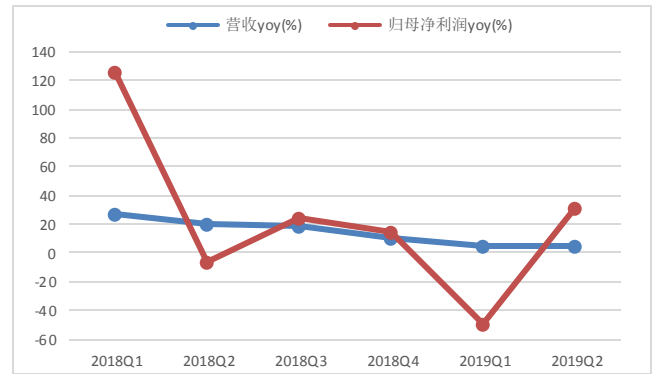
2019 年上半年，公司营收仅实现小个位数(+4.3%)增长，归母净利润同比下滑 12.4%，Q1 单季度归母净利润下滑幅度达 48.9%。针对业绩占比最大的旗舰品牌战略转型、部分门店效益不高占用资源、线上购物活跃度提升等现状问题，上半年公司对相关品牌进行了深度的业务复盘及梳理，产品端实施变革、产品小组制落地并迭代；同时公司大力优化线下门店。至 Q2 单季度，公司归母净利润同比增长 30.9%，该增速远高于行业-16%的水平；同时单季度毛利率亦提升明显。

图 2：公司年度业绩增速表现



资料来源：wind、财富证券

图 3：公司单季度业绩增速表现



资料来源：wind、财富证券

2 深入复盘后品牌差异化运营趋势日益明显

目前公司旗下四大主要鞋类品牌（KISSCAT、ZSAZSAZSU、tigrisso、KissKitty）贡献了 90% 左右的营收。2019 年以来，经过复盘梳理上述四大品牌定位更加明确，在营销侧重、产品定价等方面均有改变。

1) KISSCAT：年轻化、价格带下沉

设计理念：专业为本，创新偕行；**品牌定位：**做中国最时尚的舒适女鞋首选。

KISSCAT 创立于 1998 年，是公司的立基品牌，目前该品牌贡献公司近半数的销售量和营收（年销售量约 200 万双、收入规模约 8.5 亿元）。作为一个 20 余年的老品牌，品牌业绩不复高增速、体量已较为稳定。2018 年以来 KISSCAT 面临了消费走弱、竞品品牌价格线大幅下调 15%、低效门店关闭等挑战，品牌业绩增速下滑明显（2018 年该品牌营收 yoy-4.75%）。

经过对消费客群的分析以及对未来鞋类消费形势的研判，公司目前对该品牌作出了年轻化、去年龄化的战略定位，产品设计、营销方式均有改变。产品力提升方面有赖于产品小组制的实施，2020 年春季产品开始，价格带下沉预计会体现得更明显。

2) ZSAZSAZSU：会员精准运营、成长空间较大

设计理念：高颜值、高品质、原创设计；**品牌定位：**Keep power，职场精英的能量鞋柜。

ZSAZSAZSU 创立于 2008 年，是公司增速较快的高线品牌之一，该品牌毛利率稳定在 60% 以上，平均客单价以及会员等级相对较高。品牌关键词是职场、能量，产品的消费客群相对集中且购买力较高、对价格敏感度相对较低，高客单价具备基础。目前品牌与高级别、核心会员维系了较好的社群关系，有较高的复购率水平（预计 30%+），寄售等销售手段也在尝试。品牌主理人王芳洁与公司共同成长，目前是 ZSAZSAZSU 品牌事业部总经理，在负责品牌全产业链运营的同时也充分发挥了时尚 KOL 的影响力。

目前 ZSAZSAZSU 的营收规模约 1.5 亿/年左右，作为调性定位精准、原创产品力较高的单品牌，未来增长空间还很大，预计增速将保持在小双位数的水平。品牌的产品价

格带未来预计有所提升，与国内高端自有女鞋品牌的定位相匹配。

图 4：ZSAZSAZSU 绿底鞋



资料来源：ZSAZSAZSU 微信公众号、财富证券

图 5：主理人王芳洁海报出境



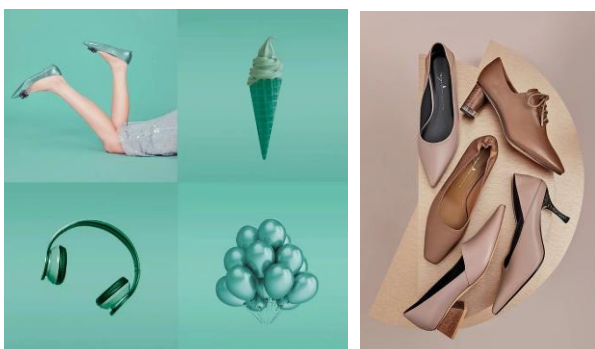
资料来源：ZSAZSAZSU 微信公众号、财富证券

3) tigrisso: 更有内容、更有温度

设计理念：优雅、健康、舒适；**品牌定位：**致力于女性优雅与健康行走生活方式的女鞋品牌。

tigrisso 创立于 2010 年，是公司目前体量相对较大、增速稳健的高线品牌之一，年营收规模在 4.6 亿元左右，毛利率稳定在 62% 左右的水平。该品牌近年来联合有关机构定期发布中国时尚女鞋流行色，市场影响力逐渐扩大。品牌风格以优雅、温情为主（如“妈妈的成长锦囊”、“懂你”系列、“BAD GIRL 式妈妈”等产品活动）；品牌主理人吴静是一名摄影博主，同时亦负责品牌的全产业链运营，品牌营销方面内容输出、内容产品结合做得相对较好。同为高线品牌，tigrisso 未来与 ZSAZSAZSU 在产品定价方面将进一步差异化，预计 tigrisso 产品价格带会略有下调。

图 6：19SS “薄荷冰绿”、19AW “浓郁茶色”



资料来源：tigrisso 微信公众号、财富证券

图 7：主理人东非之旅来信与 SAFARI 短靴



资料来源：tigrisso 微信公众号、财富证券

4) KissKitty: 潮趣、爆品策略推进

设计理念：潮趣、时尚、质感；**品牌定位：**女性潮鞋里的领导品牌。

KissKitty 创立于 2011 年，与 Kisscat 是系列品牌，目前年营收规模 1.6 亿元左右，毛利率 55% 左右。经过对消费代际、需求演变分析，品牌目前聚焦景气度较高的潮鞋品类。KissKitty 的品牌标语是“Just for young”，宣传推广方式年轻化特征明显，微信专属客服、抖音号、达人号（天真有鞋喵小姐）、小红书、微博、天猫等均有布局。目前，KissKitty 的爆品节奏稳健，潮鞋的品类属性也决定了其爆品的市场空间更大。

3 2019 年起产品小组制落地并迭代

消费走弱，行业内存量竞争特征明显，产品力及业绩不进则退，针对产品同质化、品牌内份额挤压等问题，公司 2019 年以来进行了产品端的变革：

①单个设计师不再负责全品类的设计工作，以“品类”为核心、为条线对设计师进行分工。②几大品牌事业部内部均有“单鞋”、“深口”、“靴子”、“空凉”等常规产品小组，部分品牌还有专门的“运动休闲”小组，不同品类对应不同的设计师。

目前公司从事设计工作（含楦师、版师等）的员工近 300 名，产品小组已完成初步迭代，不同品类设计师未来会有调整优化和轮换机制，以支撑产品小组的持续迭代优化。产品小组制的落地实施，使产品研发精准度有所提高，爆品计划的打造成为现实。参考线上数据，目前部分单款爆品的月销量预计在 1000-2000 双左右，部分爆品核心元素具有持续性的迭代特征。相比之前，目前公司的 SKC 数量已缩减至 3000-4000 个/年的水平，研发精准化将减少无效开发，节约成本费用，提升产业链转化效益。

4 会员价值深度挖掘正在进行，高线会员运营先行一步

一般而言，中高端鞋服品牌，其会员的贡献度较高，部分品牌会员的贡献比例甚至高达 70%。公司整体毛利率处于 55-60% 的区间、在鞋类公司中属于较高水平，主要品牌也是定位中高端。我们认为会员价值挖掘，提升转化率和复购率是成熟品牌运营的必经之路和业绩提升的重要抓手。

公司依托“天创时尚 UVIP”平台来运营会员体系。体系入口（端口）是微信公众号，公司在中后台系统可对平台的会员数据进行采集分析。平台涵盖了会员基本信息、购买记录、积分兑换、脚型步态数据报告、品牌链接、附近门店、专属导购等多项信息。

数据资产转化，不仅体现在供应链赋能上，还体现在消费者引导上。公司 UVIP 上的会员脚型步态报告，涵盖内容包括脚型全方位数据、鞋码鞋型楦头建议、行走步态数据等。报告的生成本身就是公司品牌与消费者交互关系的一个结果，而不断完善和新增的数据也将进一步夯实公司的数据资产，反哺产品供应端。

高线品牌的会员运营先行一步。按照消费金额，公司的品牌会员可分为“黄金”、“铂金”、“钻石”三类，目前已基本完成对会员的贴标签（认知、兴趣、购买、忠诚）工作。tigrisso 和 ZSAZSAZSU 由于品牌定位、客单价等原因，数量更少但购买力更高级别会员相对集中，会员的精细化运营也更有针对性和产出效益。目前上述两个品牌尤其是 ZSAZSAZSU 的会员运营进展良好。

5 具备优质产能要素，远期看平台型模式有想象空间

在时装鞋领域，公司的供应链基础较强且有一定的稀缺性，较高比例的自产比例在产品品质管控、成本管控方面均有优势。但近年来休闲运动品类占比的提升使得公司自产比例下降、外协成本上升。近3年公司的自有产能占比已从68%左右降至51%（2018年数据）左右，外协成本已连续2年双位数增长（2017年yoy+23.1%、2018年yoy+13.6%）。

根据2019年中报数据，目前公司的自产比例已提升至63%左右（预计全年将维持这一水平）。自产比例的提升我们认为主要来源于现有产品提升运动休闲品类的生产占比、新增的1条运动休闲专线。经过简单测算，自产比例提升10个百分点左右，乐观情况下外协成本有2000-3000万左右的压缩空间。未来成本方面的压缩我们认为可能来源于两点，一是自产比例的持续提升并保持稳定；二是突破地域限制寻找性价比更高的外协供应商。

远期看，鞋类产品的供应链平台具有想象空间。针对产能瓶颈问题，公司拟实施可转债项目，项目共规划了8条生产线，对应了约250万双的产能。上述8条生产线其中4条智能、4条柔性、不局限于时装鞋品类，250万双的产能部分是替换掉部分外协产能而部分是完全新增。在已有的供应链基础上，可转债的加码扩大了公司的产能要素优势，未来不排除与行业竞品、第三方在供应链上的合作。

6 维持“推荐”评级，下调盈利预测

公司是品牌矩阵较为完善、精细化运营、具有优质产能要素的中高端女鞋优质标的；公司的财务报表质量高，经营风格稳健。我们看好公司的中长期投资价值，主要还在于：1) 鞋类行业分散，中低端竞争白热化，定位中高端、稳健优质的公司确定性高，在行业集中度缓慢提升过程中将优先受益；2) 公司积极主动对品牌和渠道进行调整，且已初见成效；3) 时尚和舒适是女鞋消费的内在核心诉求，公司的数据资产以及供应链有能力保障时尚、舒适的产品DNA延续；4) 公司的代理品牌增速较快，O BAG的品牌营销渐入佳境，未来包、服装有望贡献新的业绩增量；5) 小子科技业绩承诺完成度高，从2019H1的业绩表现来看全年完成业绩承诺可能性高。维持对公司的“推荐”评级。

我们认为2019年公司的主基调是“调整优化”，全年来看维持Q2单季度的高增速可能性不大，预计全年业绩小个位数增长（中性估计），未来2年的业绩弹性空间预计略大于2019年。结合目前公司业绩以及基本面的情况，我们决定下调对公司的盈利预测。预计公司2019-2021年营业收入分别为21.67/23.78/25.58亿元，归母净利润分别为2.47/2.72/2.95亿元，EPS分别为0.57/0.63/0.68元，当前股价对应PE分别为10.91/9.92/9.15倍。基于公司基本面以及Q2以来的业绩增长趋势，结合制鞋行业和互联网营销行业的估值水平，决定给予公司2019年12-14倍PE，未来6-12个月股价合理区间预计为6.8-7.9元。

表 1：盈利预测拆分

分类	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
鞋服营收 (亿元)	17.04	17.43	17.87	19.30	20.65
鞋服营收 yoy (%)	/	2.29	2.50	8.00	7.00
互联网营销营收 (亿元)	2.32	3.04	3.80	4.48	4.93
互联网营销营收 yoy (%)	/	31.03	25.00	18.00	10.00
营收 (亿元)	17.34	20.52	21.67	23.78	25.58
营收 yoy (%)	/	18.34	5.50	9.70	7.50
归母净利润 (亿元)	1.88	2.42	2.47	2.72	2.95
归母净利润 yoy (%)	/	28.72	2.00	10.00	8.50

资料来源：财富证券

7 风险提示

消费疲软；品牌优化拓展不及预期；渠道优化不及预期；休闲品类产业链运行不及预期；原辅料价格剧烈变动。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438