

天创时尚 (603608)

证券研究报告

2020年03月10日

引进北高峰资本持股 5%，打造数字化智能化服务平台

北高峰资本入股 5%，引入前阿里云首席科学家团队对产业链数字化改造。

3月4日，前阿里云首席科学家创立的北高峰资本全资孙公司 Visions Holding 协议受让 5% 股权，转让价 8.64 元/股，合计 1.86 亿元。借助“技术+资本”，依托工业 4.0 制造平台，运用 AI 数据智能技术，纵向提升产业链数字化水平，横向打造具备延展性和多品类复制能力的一体化服务平台。

后台新智造：基于天创时尚全产业链布局优势，借助工业 4.0 智能生产能力，提升供应链数字化水平和多品类延展性。公司在研发设计端利用终端数据驱动研发设计的精准度，企业生产从传统 B2C 模式向 C2M 模式迭代；在生产供应链环节纵向数字化智能化改造，提高生产效率和大批量多批次柔性化服务水平。由此，我们认为公司通过打造纵向数字化、横向可扩展的智造支持平台，将满足天创自身和更多后台供应链整合能力较弱的客户的需求。

中台数据系统：贯穿前台和后台产业链各个环节，使平台具备扩展能力。利用北高峰团队优势，为公司贯穿产业链的各个环节提供底层的数据支持，强化平台扩展能力。我们认为中台系统在传统行业改造的潜力在定制家居行业个性化柔性定制迭代，从而获得远快于整体家居行业的快速发展已得到验证。

前台新零售：公司利用数据驱动实现精准营销，满足消费者不同场景需求，整合公司营销资源。另外，我们认为 17 年收购的移动互联网数字营销专家小子科技和公司可以互相协同，北高峰资本的数据能力和阿里背景可以助力公司整合强化自身“新零售”能力。

传统鞋履服饰业务多品牌多品类拓展打造时尚集团，拥有六大女鞋品牌、一个男装自有品牌“型录 MUST HAVE”，代理意大利时尚创意品牌“O BAG”。19H1 鞋履业务营收 8.69 亿元，同比-0.87%，归母净利 6690 万元，同比-27.11%，线下受竞争加剧和消费者习惯影响较大，线上渠道获较快发展，19H1 线上实现营收 1 亿元，同比增长 26.31%，占比达到 18.38%。伴随万州基地建成和北高峰团队助力，未来有望向平台型智造服务升级。

小子科技稳健较快发展，2017-2019 年业绩承诺扣非净利润分别不低于 6500 万元、8450 万元和 10985 万元，17 和 18 年均超额完成业绩承诺。2019 年度开始开展短视频商业化业务，19H1 营收同比增长 40.55%，归母净利 5422 万元，同比增长 16.66%。20 年将强化和天创协同及更多创新型业务的探索。

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司 2019-2021 年实现营收分别为 20.83 亿元、21.81 亿元、24.82 亿元；分别同比增长 1.5%、4.7%、13.8%；预计 2019-2021 年分别实现归母净利润 2.28 亿元、2.29 亿元、2.54 亿元，分别同比增长-5.74%、0.41%、10.69%。预计 2019-2021 年公司实现 EPS 分别为 0.53/0.53/0.59 元，对应 PE 分别为 24.28/24.18/21.85 倍。给予公司 2020 年 35 倍 PE，对应目标价 18.55 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：产业链智能化数字化改造效果不及预期；疫情影响超出预期，对公司主业造成影响；小子科技新业务拓展不及预期等。

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	12.89 元
目标价格	18.55 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	430.07
流通 A 股股本(百万股)	412.45
A 股总市值(百万元)	5,543.55
流通 A 股市值(百万元)	5,316.46
每股净资产(元)	4.92
资产负债率(%)	18.09
一年内最高/最低(元)	14.05/5.70

作者

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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,733.84	2,052.34	2,083.39	2,180.55	2,482.37
增长率(%)	12.01	18.37	1.51	4.66	13.84
EBITDA(百万元)	253.18	327.19	289.98	300.11	334.29
净利润(百万元)	187.94	242.20	228.29	229.24	253.75
增长率(%)	60.25	28.87	(5.74)	0.41	10.69
EPS(元/股)	0.44	0.56	0.53	0.53	0.59
市盈率(P/E)	29.50	22.89	24.28	24.18	21.85
市净率(P/B)	2.76	2.57	2.45	2.34	2.23
市销率(P/S)	3.20	2.70	2.66	2.54	2.23
EV/EBITDA	17.29	12.74	16.83	15.97	13.77

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

内容目录

1. 前言	4
2. 公司介绍	5
2.1. “时尚鞋服+互联网”的多品牌全产业链运营商	5
2.2. 主业鞋履服饰拓展电商渠道，互联网数字营销业务实现快速增长	6
2.3. 北高峰资本入股 5%，引入前阿里云首席科学家团队	6
3. 鞋履服饰业务：多品牌拓展，线上渠道表现优异	7
3.1. 公司是中高端时尚女鞋优质企业，多品牌多品类拓展打造时尚集团	7
3.2. 我国女鞋行业规模企稳回升，主品牌 KissCat 市占率保持稳定	8
3.3. 业绩：主品牌业绩略有波动，线上电商业务实现快速增长	9
3.3.1. 分品牌：主品牌业绩略有波动，副品牌占比有所提升，实现快速增长	9
3.3.2. 分渠道：线上渠道实现快速增长，线下渠道由于门店调整，收入有所放缓	11
4. 移动互联网数字营销业务：收购小子科技，探索数字化转型	14
4.1. 业务模式：移动互联网营销业务专业成熟，持续助力公司业绩发展	14
4.1.1. 如何理解移动互联网营销业务和小子科技正在做的业务？	14
4.1.2. 如何理解小子科技的移动应用分发和推广业务？	15
4.1.3. 如何理解小子科技的程序化推广业务？	16
4.1.4. 小子科技拥有优质的客户资源、丰富的媒体渠道和专业的技术优势	16
4.2. 移动互联网数字营销业务逐步推进，实现快速增长	17
5. 我们该如何理解本次北高峰资本入股天创时尚？	18
5.1. 后台：打造“新智造”供应链，提升供应链数字化水平和多品类延展性	19
5.1.1. 研发设计端来看：利用终端数据驱动研发设计的精准度	19
5.1.2. 生产供应链环节：纵向数字化智能化改造，提高生产效率和柔性化生产水平	19
5.2. 中台：贯穿前台和后台产业链的各个环节，使平台具备扩展能力	20
5.3. 前台：利用数据驱动实现精准营销，满足消费者不同场景需求，整合“新零售”资源	21
6. 盈利预测及投资建议	21
7. 风险提示	22

图表目录

图 1：天创时尚将打造具有延展性和复制性的全产业链综合服务平台闭环	4
图 2：公司发展历程	5
图 3：公司主要产品	6
图 4：公司主业鞋履服饰业务营收及增速（亿元，%）	6
图 5：互联网数字营销业务占比有所提升（%）	6
图 6：2020 年 Visions Holding 入股后公司股权结构	7

图 7: 公司逐步拓展成为多品牌多品类的运营管理时尚集团	7
图 8: 未来女鞋行业规模预计实现稳步增长 (亿元, %)	9
图 9: 我国女鞋行业竞争格局较为分散 (%)	9
图 10: 主品牌 KISSCAT 近年市占率较为稳定 (%)	9
图 11: 公司主品牌近年营收略有波动 (亿元, %)	10
图 12: 公司主业鞋履业务中主品牌占比有所下降 (%)	10
图 13: ZsaZsaZsu 及 tigrisso 品牌近年营收实现快速增长 (%)	10
图 14: 公司对于各品牌过季产品采取不同的折扣力度	11
图 15: 公司各品牌毛利率水平汇总 (%)	11
图 16: 公司线上渠道营收占比逐年提升 (%)	12
图 17: 公司线下渠道由于门店调整, 营收有所放缓 (万元, %)	12
图 18: 公司直营渠道增长较为稳健 (亿元, %)	12
图 19: 公司加盟渠道近年由于门店有所减少, 营收占比有所下降 (%)	12
图 20: 公司近年门店数量有所下降 (家)	13
图 21: 公司加盟渠道近年关店较多 (家)	13
图 22: 公司主品牌门店数量有所下降, ZsaZsaZsu 以及 tigrisso 品牌门店数量呈上升态势	13
图 23: 公司近年线上渠道占比实现快速增长 (亿元, %)	14
图 24: 如何理解小子科技作为营销服务商所做的业务?	15
图 25: 小子科技移动应用分发和推广业务模式图	15
图 26: 小子科技实现为客户召回沉默用户, 提升日均活跃用户数	15
图 27: 小子科技借助 DSP 系统及 SSP 系统, 提供成熟程序化推广服务	16
图 28: 小子科技与各类优质头部媒体及长尾媒体建立了良好合作关系	17
图 29: 公司移动互联网营销业务实现快速增长 (亿元, %)	18
图 30: 我们应该如何理解本次 Visions Holding 入股天创时尚	19
图 31: 天创时尚盈利预测 (百万元, %)	22
表 1: 小子科技移动应用和分发推广业务的结算模式	16
表 2: 公司持续进行生产端供应链数字化智能化转型	20

1. 前言

近期，北高峰资本旗下全资孙公司 Visions Holding 通过协议转让方式入股天创时尚，引起了市场的广泛关注。北高峰资本的唯一董事闵万里先生曾是阿里云首席科学家，拥有对传统行业进行数字化智能化改造的经验和优势。那么目前投资者普遍存在的疑惑是，Visions Holding 入股天创时尚成为长期合作伙伴后，能够给天创时尚带来哪些变化和协同？市场应该如何理解本次协议转让呢？

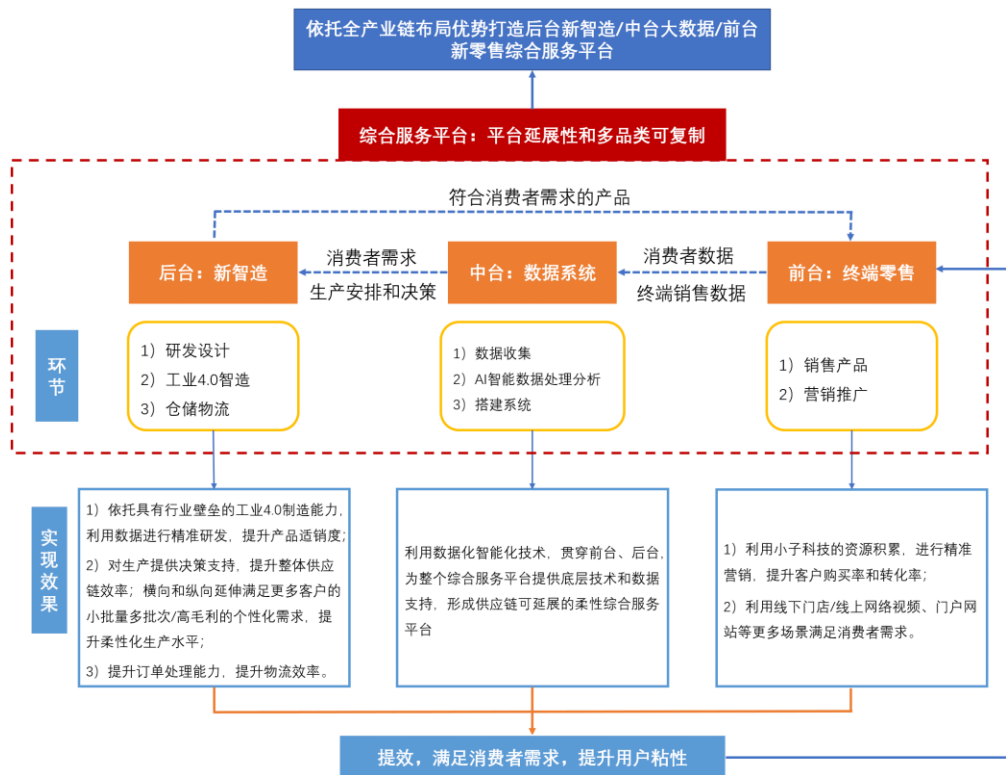
本篇报告，天风纺服团队将为您解读，具体解读您可以详阅第 5 章的内容。

对于本次天创时尚引入北高峰资本入股，我们认为将利用公司全产业链布局的优势进行智能化数据化改造公司在时尚鞋服领域的角色，同时由于北高峰资本认同天创时尚对于未来产业发展趋势的判断，也将会在技术、资本等领域与公司开展更多深度合作。

目前来看，我们认为公司未来的发展空间较大，主要系：天创时尚可以利用北高峰资本在数字化智能化上的资源和技术，搭建中台强大的数据系统，前台强化营销能力和扩展触及消费者的场景，对用户数据进行处理；依托后台公司具有行业壁垒和优势的工业 4.0 智造能力和新产能，为产品研发和柔性生产提供支持和决策，从而实现数据驱动整个产业链的运营，纵向产业链数字化改造，横向打造可品类复制的综合服务平台，具备为更广泛客户服务的能力。中台系统在传统行业改造的潜力值得重视，如定制家居行业在十几年前利用强大中台数据处理能力实现从 B2C 向 C2M 个性化柔性定制的迭代，使消费者满意度、产业链大规模工业化制造水平都得到显著提升，行业迎来远快于整体家居行业的快速发展。

同时，我们认为最终这一切的落点是消费者，即通过数据驱动的产业链最终能够实现更符合消费者需求的产品，提升产品适销度，精准营销，提升客户粘性；通过线下门店/线上网络短视频、门户网站等更多场景和消费者形成更好的互动，再次通过数据不断驱动产业链的运营，实现整个流程的闭环。最终打造成为后台新智造/中台大数据/前台新零售的综合服务平台。

图 1：天创时尚将打造具有延展性和复制性的全产业链综合服务平台闭环



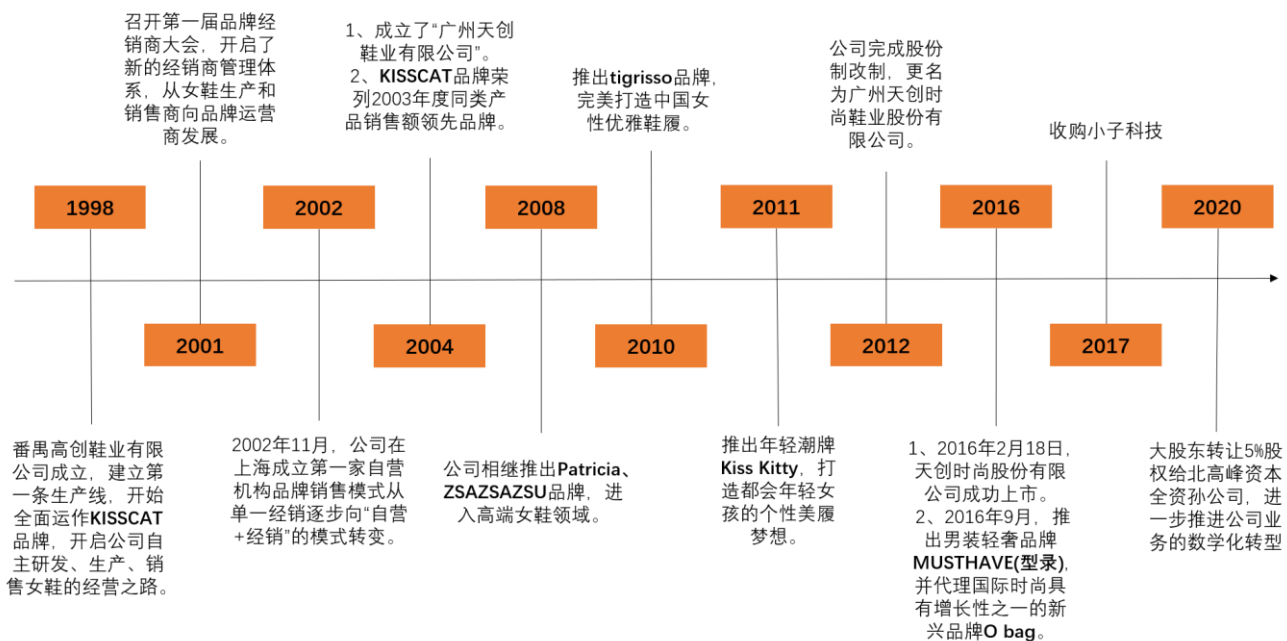
资料来源：公司公告，天风证券研究所整理

2. 公司介绍

2.1. “时尚鞋服+互联网”的多品牌全产业链运营商

时尚鞋履服饰和互联网数字营销协同发展的多品牌全产业链运营商。公司自 1998 年创立以来一直专注于为女性消费者提供时尚、舒适的鞋履产品和服务，拥有从研发、生产、销售等各个环节的全产业链运营商。通过多年在女鞋行业的深耕，公司拥有了六大女鞋品牌；同时在女鞋业务的基础上，积极拓展时尚生活方式品牌，孵化男装自有品牌。公司采用多品牌矩阵的策略，致力于形成对不同需求消费者的全覆盖。2017 年底，公司通过重大资产重组收购小子科技 100%的股权，开启互联网营销业务和传统鞋履服饰业务的协同发展。两大业务板块围绕时尚生态圈，以数字化驱动新零售，推动公司持续盈利能力与可持续发展能力。2020 年 3 月，公司大股东通过协议转让方式将合计 5%的公司股份转让给北高峰资本全资孙公司 Visions Holding (HK) Limited，彰显公司强化数字化改造产业链的决心。

图 2：公司发展历程



资料来源：公司官网、天风证券研究所

目前公司的主要业务分为鞋履服饰和互联网数字营销两大板块，两大业务板块围绕时尚生态圈，以数字化驱动新零售，推动时尚品牌零售产业升级。

1) 鞋履服饰业务：公司以多品牌矩阵为消费者提供不同定位的时尚。旗下拥有六大女鞋品牌，包括五个中高端女鞋自有品牌“KISSCAT”、“ZSAZSAZSU”、“tigrisso”、“KissKitty”和“KASMASE”，以及代理西班牙中高端女鞋品牌“Patricia”。同时在女鞋业务的基础上，公司推出男装自有品牌“型录 MUST HAVE”，代理意大利时尚创意品牌“O BAG”，并参投国际化设计师品牌“United Nude”。

2) 互联网数字营销业务：公司通过收购全资子公司小子科技布局该领域。互联网数字营销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等业务模式，实现流量快速变现。具体包括移动应用分发与推广、移动互联网广告的程序化投放。公司可以借助互联网数字营销业务，发展数字化运营的新模式，推动传统鞋服业务的快速发展。

图 3：公司主要产品



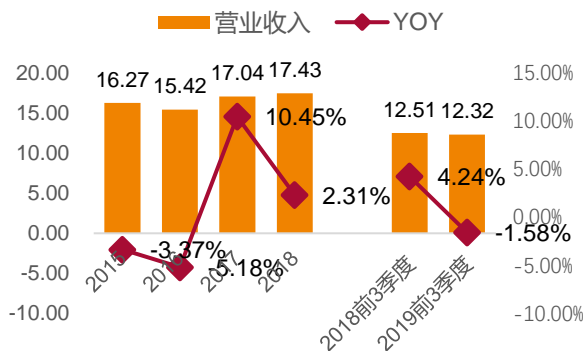
资料来源：公司官网、天风证券研究所

2.2. 主业鞋履服饰拓展电商渠道，互联网数字营销业务实现快速增长

公司主业仍为鞋履服饰业务，营收占比较高。2019H1 公司主业鞋履服饰业务实现营收 8.70 亿元，同比下降 0.87%，占比达到 80.21%，而在 2019 前三季度公司主业鞋履服饰业务实现营收 12.32 亿元，同比下降 1.58%，占比小幅提高至 81.66%，仍是公司主要的收入来源；2019H1 公司鞋履业务板块实现归母净利润 6690 万元，同比下降 27.11%。公司鞋履业务近年业绩有所下降主要系近年时尚女鞋行业竞争加剧，运动鞋市场一定程度上挤压了时尚女鞋的市场份额；同时终端消费疲软等因素影响。但电商渠道拓展顺利，电商渠道继续增长，19 前 3 季度收入实现同比增长约 31%。

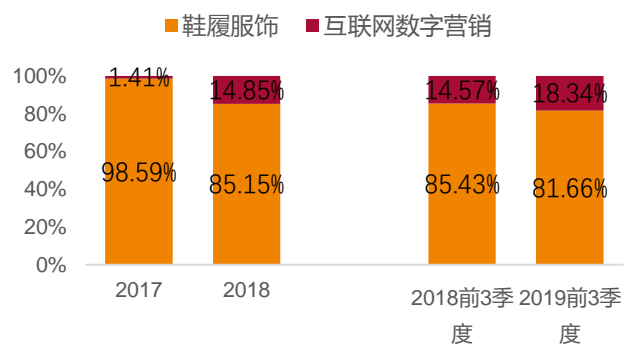
互联网数字营销业务增速较快，规模占比有所提升。2017 年公司通过收购小子科技进入互联网数字营销业务，近年收入实现快速增长，规模占比有所提升。2019H1 公司互联网数字营销业务实现营收 1.76 亿元，同比增长 40.55%，占比达到 16.9%；实现归母净利润 5422 万元，同比增长 16.66%。2019 前 3 季度公司互联网数字营销业务实现营收 2.77 亿元，同比增长 29.61%，占比达到 18.34%。

图 4：公司主业鞋履服饰业务营收及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：互联网数字营销业务占比有所提升（%）

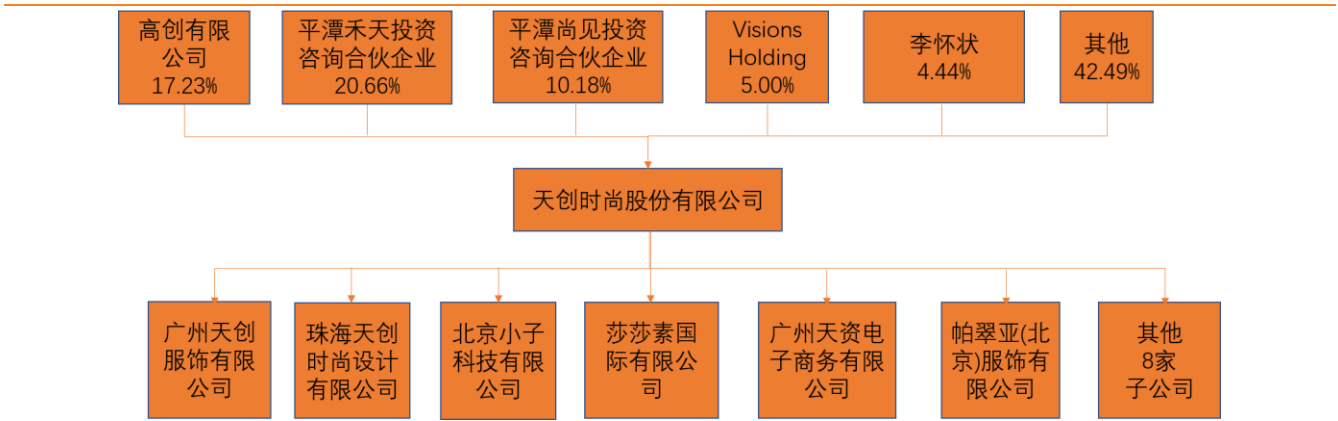


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 北高峰资本入股 5%，引入前阿里云首席科学家团队

北高峰资本全资孙公司入局，成为公司股东。2020 年 3 月，公司股东香港高创将其持有的约占公司总股份 4%的无限售流通股；以及大股东平潭尚见持有的占公司总股本 1%的无限售流通股，转让给北高峰资本全资孙公司 Visions Holding (HK) Limited。本次协议转让之后，香港高创、平潭尚见持股分别持有公司股份 7408.6 万股、4380 万股，占公司总股本的 17.23%、10.18%，同时香港高创、平潭尚见及其一致行动人暨公司实际控制人李林、梁耀华合计持股比例为 39.62%，上市公司控制权不变。Visions Holding 持有上市公司股份 2150.33 万股，占公司总股本的 5%，借此股权转让引入前阿里云首席科学家团队。

图 6：2020 年 Visions Holding 入股后公司股权结构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

3. 鞋履服饰业务：多品牌拓展，线上渠道表现优异

3.1. 公司是中高端时尚女鞋优质企业，多品牌多品类拓展打造时尚集团

公司是时尚女鞋龙头企业，产品定位中高端，旗下拥有六大女鞋品牌（五个自有品牌及一个代理品牌）。同时在女鞋业务的基础上，公司推出男装自有品牌“型录 MUST HAVE”，并代理意大利时尚创意品牌“O BAG”，参投国际化设计师品牌“United Nude”。逐步由单一品牌发展成为多品牌多品类的运营管理时尚集团，满足不同消费者的个性化、多场景、多层次的消费需求。

图 7：公司逐步拓展成为多品牌多品类的运营管理时尚集团

类别	性质	品牌	客层定位
鞋履品牌	自有品牌	KISSCAT	主要“舒适”，定位22-45岁上班族和职业女性
	自有品牌	ZSAZSAZSU	以时尚质感高颜值的轻奢定位，客群定位25岁-38岁中高端都市时尚女性
	自有品牌	tigrisso	主要“优雅生活方式”，定位24-45岁中高端精致生活女性
	自有品牌	KissKitty	定位“潮趣”的年轻潮流品牌，定位18岁-28岁都市年轻女性
	自有品牌	KASMASE	聚焦大码女鞋细分市场，定位38-44码的女鞋顾客
	代理品牌	Patricia	西班牙设计风格的轻奢品牌，定位，30-48岁高品质生活的成熟女性
男士服饰生活品牌	自有品牌	型录 MUST HAVE	全品类搭配，轻奢品质的男士生活优选品牌
意大利时尚创意品牌	代理品牌	O Bag	都市女性人手必备的生活实用手袋
国际化时尚设计师品牌	参与投资	United Nude (UN)	设计感与时尚感兼具的指标性品牌

资料来源：公司公告、天风证券研究所

● 鞋包服饰品牌：

主品牌 KISSCAT 是公司运营时间最长、业绩规模占比最大的品牌，创立于 1998 年。KISSCAT 的核心价值是舒适，主打高雅，干练的风格。客层定位是 22-45 岁上班族和职业女性，经过多年发展已成为中国女鞋行业代表性的中高端品牌之一。品牌定位是做中国最时尚的舒适女鞋首选。

ZSAZSAZSU 创立于 2008 年，是天创时尚集团旗下的高端自创女鞋品牌，拥有专属生产线。

在全国拥有百余家自营门店，入驻了北上深杭等全国一二线城市的高端百货、综合性购物中心。ZSAZSAZSU 客层定位为 25 岁~38 岁的中高端都市时尚女性，品牌定位是 keep power，职场精英的能量鞋柜。

tigrisso 主打优雅精致，有正装、晚装、便装共三类设计风格，融合西班牙风格与中国市场需求，具有文化与市场双核价值。主营鞋类和配饰，客层定位为 24-45 岁中高端精致生活女性。品牌定位是致力于女性优雅与健康行走生活方式的女鞋品牌。

Kiss Kitty 是天创时尚 2011 年推出的年轻潮流品牌，KISSCAT 的姐妹品牌。主要产品为潮鞋和萌包，三大主推系列为都市潮流系列、商务时尚系列、运动时尚系列。客层定位为 18 岁-28 岁都市年轻女性，满足消费者独具个性、不随大流的心理需求及对舒适度的要求，总体性价比较高。品牌定位是女性潮鞋中的领导品牌。

KASMASE (大筱姐) 品牌创立于 2016 年，定位于中高端大码 (38—44 码) 女鞋的原创设计师品牌。产品主要分为超模人生、简约生活和复刻经典三大系列。

PATRICIA 1971 年诞生于西班牙的梅诺卡岛，成长于世界时尚之都巴塞罗那。2008 年，PATRICIA 女鞋进入中国市场，并针对中国市场提出了“自然+舒适+健康”的品牌理念，定位轻奢，经营理念是提供高档品质的产品满足消费者的需求，客层定位是 30-48 岁高品质生活的成熟女性。品牌定位是传承西班牙时尚鞋履文化。

United Nude (UN) 是 Highline United China 集团旗下的独特创意设计女鞋品牌，2003 年诞生于英国，是一个设计感与时尚感兼具的指标性品牌。

● 时尚生活方式品牌：

型录 MUSTHAVE 是为男士提供一站式多场景整体搭配的鞋服全品牌服务商，设计、材质用料、工艺向顶尖奢侈大牌靠拢，价格约是其五分之一。品牌定位为做全品类搭配，轻奢品质的男士生活优选品牌。

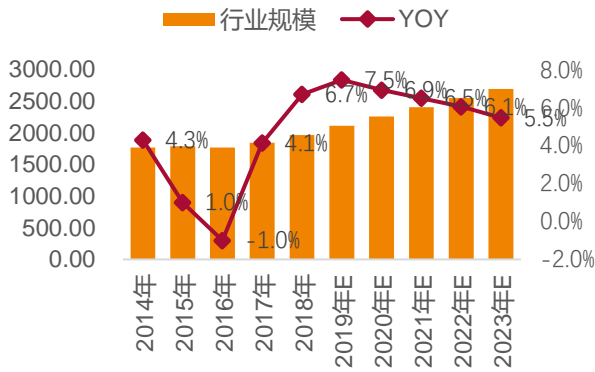
O bag 始于 2009 年，源于意大利，是当下国际时尚界新兴成长性品牌之一。其主要产品线为 DIY 概念的手袋、背带、手表、太阳镜和手环等。所有的产品都被设计为可互相更换的附件，提供了无限多混合搭配的机会。截至 2018 年 5 月，品牌在全球 50 多个国家/区域，设立超过 400 家专营店，O bag 的年销售额约为一亿欧元，业务的 60% 来自意大利。品牌定位为都市女性人手必备的生活实用手袋。

3.2. 我国女鞋行业规模企稳回升，主品牌 KissCat 市占率保持稳定

近年来我国女鞋行业规模企稳回升，预期未来能够实现稳健增长。根据欧睿国际的数据统计，2019 年预计我国女鞋行业规模达到 2,115.75 亿元，2022 年有望达到 2,555.27 亿元，2018-2023 年 5 年 CAGR 达到 6.48%。

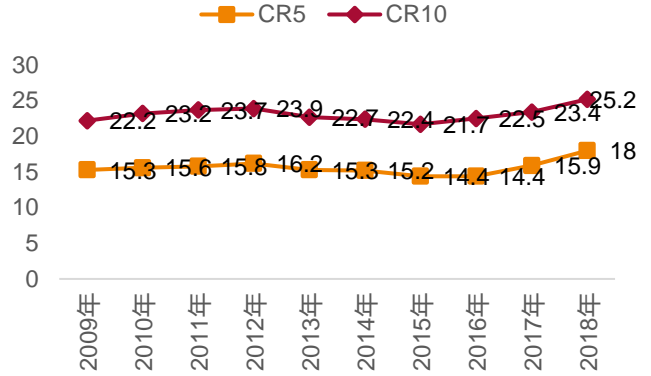
从竞争格局来看，我国女鞋市场的市场集中度较为分散，运动鞋品类的市占率较高。目前我国女鞋市场的竞争格局较为分散，2018 年我国女鞋 CR5 为 18%，CR10 为 25.2%，近 3 年 CR5 与 CR10 均呈上升趋势，市场份额开始向龙头企业集中。我们认为主要系，在女鞋行业中，运动品类品牌的市占率占比较高，比如 2018 年前 5 名的品牌中其中 4 个为运动品牌，分别为耐克、斯凯奇、阿迪达斯、安踏；前 10 名中运动品牌有 7 个；而近年来运动鞋服的行业景气度持续走高，消费者对于运动鞋服品类的需求有所提高，使得排名靠前的运动鞋服品牌受益，也在一定程度上挤压了时尚鞋品的市场份额。

图 8：未来女鞋行业规模预计实现稳步增长（亿元，%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

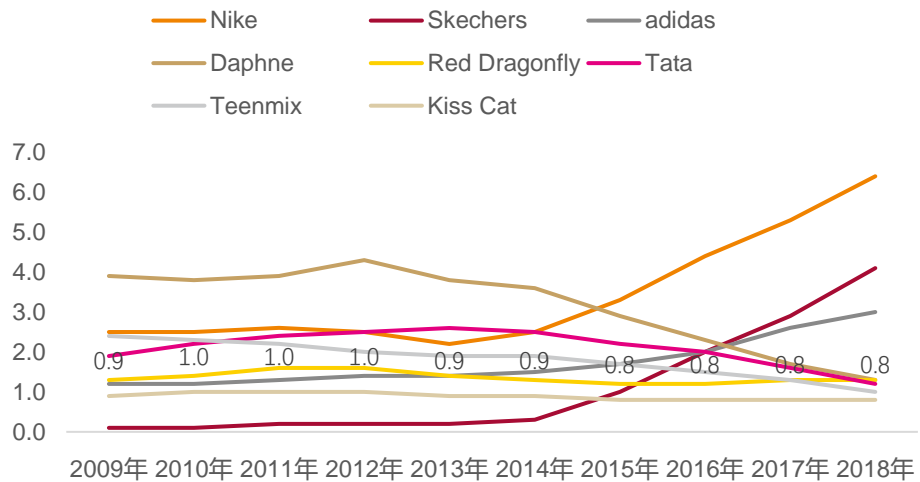
图 9：我国女鞋行业竞争格局较为分散（%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

公司是时尚女鞋领域内的优质企业，主品牌 KISSCAT 近年市占率较为稳定。2018 年公司主品牌 Kisscat 在女鞋行业的市占率达到 0.8%，近年市占率保持稳定。

图 10：主品牌 KISSCAT 近年市占率较为稳定（%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

注：我们选取部分品牌的市占率情况进行绘制，不代表该品牌的市占率排名；标注出的数据为公司 Kisscat 品牌的市占率数据。

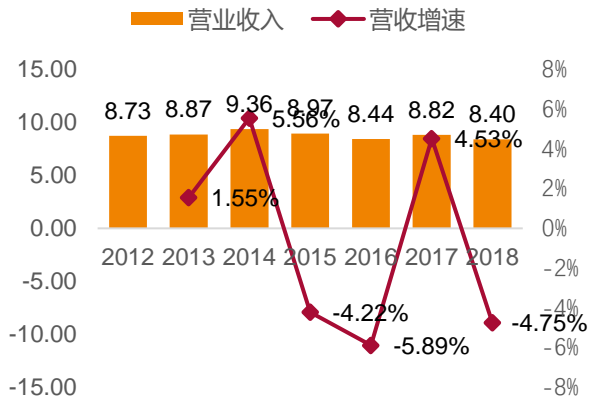
3.3. 业绩：主品牌业绩略有波动，线上电商业务实现快速增长

从公司鞋履板块的业绩来看，近年主业绩增速有所放缓。2019 年前三季度公司鞋履业务实现营收 12.32 亿元，同比下降 1.58%。我们认为公司鞋履业务近年增速有所放缓主要系：1) 终端销售疲软影响；2) 消费者需求有所变化，消费者对于运动鞋的需求有所提升，导致运动鞋品抢占和挤压了一部分时尚鞋品的市场份额。面对市场变化，公司也通过增加休闲潮流运动鞋款等方式积极应对，同时通过终端数据驱动研发设计端，贴合消费者需求，提高鞋品的适销度。

3.3.1. 分品牌：主品牌业绩略有波动，副品牌占比有所提升，实现快速增长

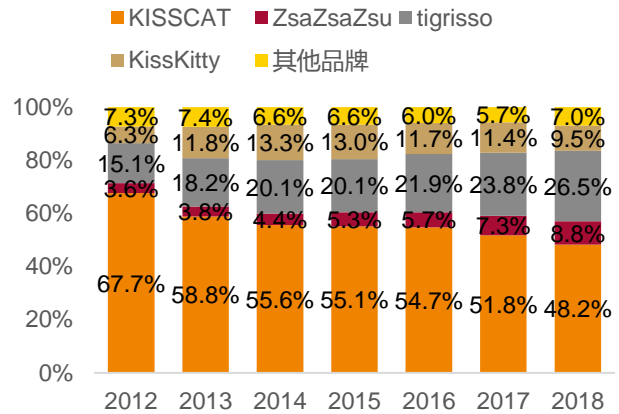
按品牌拆分来看，公司主品牌 KISSCAT 及 tigrisso 营业收入占比较高，主品牌 KISSCAT 收入略有波动。2018 年公司主品牌 KISSCAT 现营业收入 8.40 亿，同比下降 4.75%，主要系终端消费疲软，及门店调整影响。18 年主品牌营收占鞋履业务营收的 48.21%，占比相比 17 年有所下降。其次，ZsaZsaZsu 及 tigrisso 品牌营收规模有所扩大，近年占比有所提升。从业绩增速来看，ZsaZsaZsu 及 tigrisso 品牌近年业绩保持快速增长，2018 年分别实现营收增速 23.22%及 14.09%。KissKitty 由于今年产品品牌有所调整，所以营收有所波动。

图 11：公司主品牌近年营收略有波动（亿元，%）



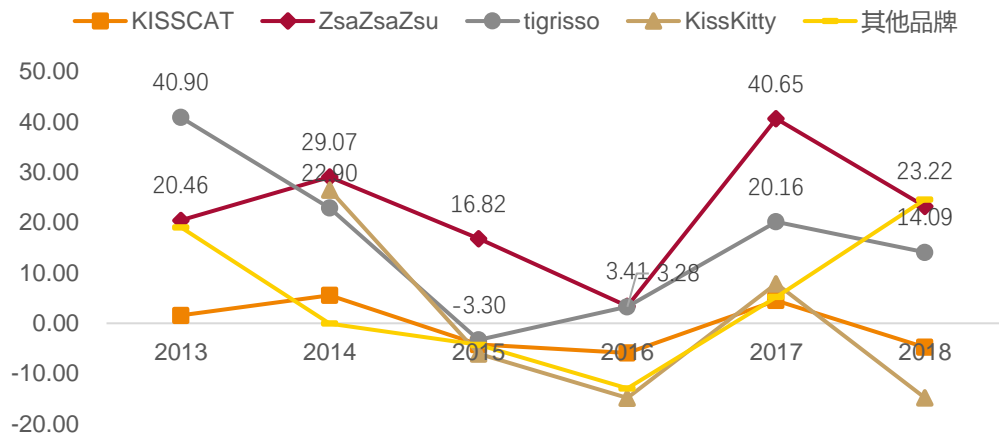
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：公司主业鞋履业务中主品牌占比有所下降（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：ZsaZsaZsu 及 tigrisso 品牌近年营收实现快速增长（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

各品牌毛利率：从整体来看，公司鞋履产品的毛利率整体呈上升态势，同时由于公司各鞋履品牌定位中高端市场，毛利率水平较高。

我们通过公司各品牌的线上旗舰店，选取一款款式相似的中高跟单鞋（前端有装饰），由此对比各品牌的价格水平；并统计了各品牌对于过季产品的折扣情况，由此观测其对于毛利率水平的影响。

- 相对来看，tigrisso 品牌略高于其他品牌。我们认为主要系该品牌定位轻奢，产品价格相对其他品牌来看较高；同时公司对于该品牌的折扣有所控制，整体折扣力度小于其他品牌，使得该品牌的毛利率保持在较高水平。
- 与此同时，近两年 ZsaZsaZua 品牌定位中高端，追求高质感时尚，其毛利率也保持较高的水平，18 年为 62.3%；
- 主品牌 KISSCAT 毛利率水平紧随其后，18 年为 56.88%；
- KissKitty 由于定位年轻潮流品牌，打造高性价比鞋包产品，其毛利率水平相比其他品牌来说较低，18 年为 56.30%。

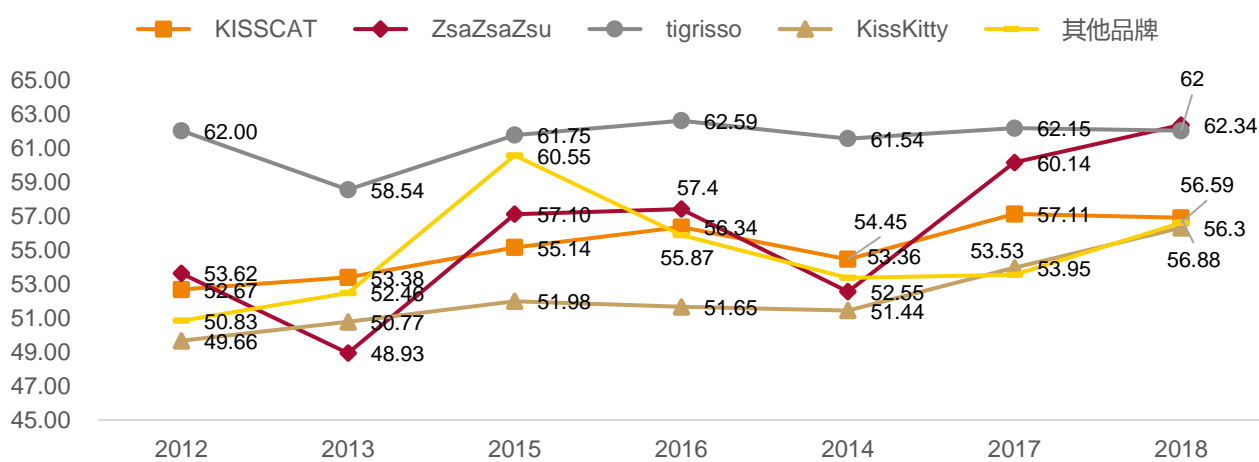
图 14：公司对于各品牌过季产品采取不同的折扣力度

品牌	产品图	售价（原价）	当年过季产品	上一年度产品	以往年度产品
KISS KITTY		1099元	平均5折	平均3折	平均1.4折
KISSCAT		999元	3-5折	2-4折	1-2折
ZsaZsaZsu		1598元	4-5折	2-3.5折	1-1.5折
tigrisso		1398元	平均5折	平均3折	平均2.7折

资料来源：公司公告，天猫，天风证券研究所

注：我们选取的产品是中高跟单鞋，且前端有装饰的产品，用以观测产品的价格水平。

图 15：公司各品牌毛利率水平汇总（%）

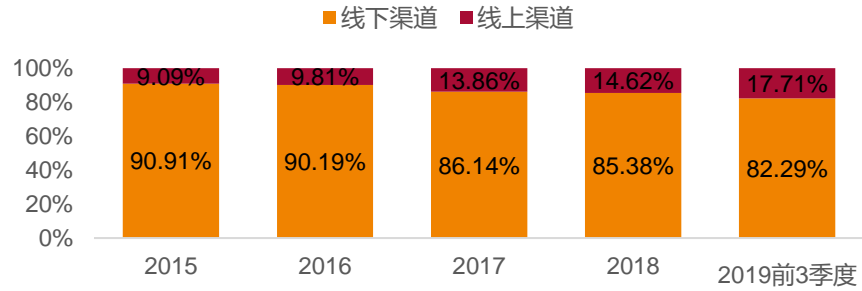


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3.2. 分渠道：线上渠道实现快速增长，线下渠道由于门店调整，收入有所放缓

分渠道来看，线下渠道营收占比较高，线上渠道营收逐年提升，实现快速增长。由于公司品牌多为中高端定位，所以线下渠道占比较高，18年公司线下渠道营收占比为85.38%，19年前3季度占比小幅下降至82.29%，依然是主要的销售渠道；与此同时，近年公司积极布局线上渠道，鞋履业务的线上渠道占比逐年提升，18年为14.62%；19年前三季度占比提高到17.71%。

图 16: 公司线上渠道营收占比逐年提升 (%)

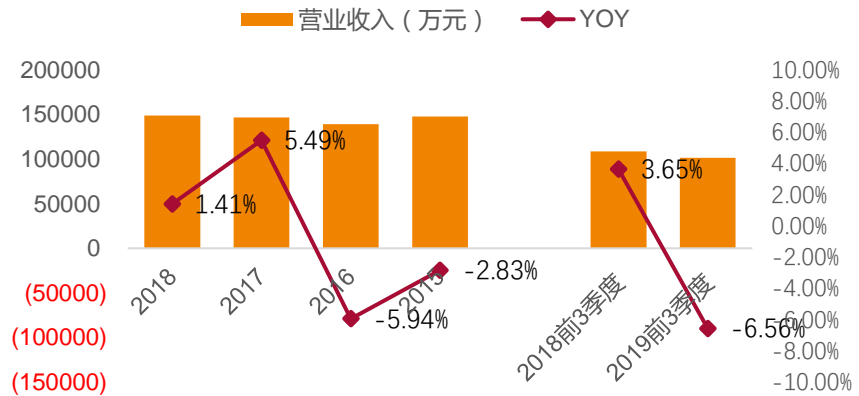


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

● 线下渠道: 由于门店调整, 线下渠道营收有所放缓。

公司主业线下渠道营收近年增速有所放缓, 直营渠道增长稳健。2019 前 3 季度公司线下渠道实现营收 10.14 亿元, 同比下降 6.5%, 增速有所放缓, 我们认为主要系公司调整门店结构, 19 前 3 季度门店数量有所下降。细拆来看:

图 17: 公司线下渠道由于门店调整, 营收有所放缓 (万元, %)

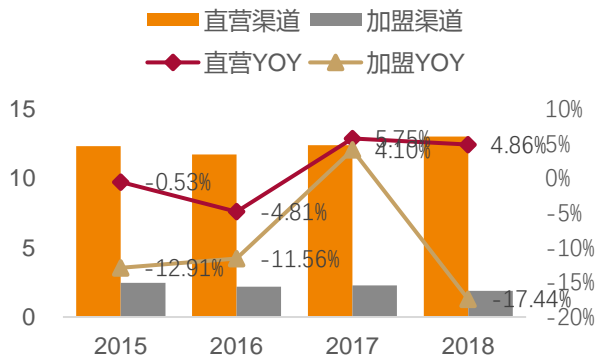


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

1) 直营渠道: 公司直营渠道占比占整个线下渠道的营收占比较高, 2018 年营收占比为 74.62%; 同时公司直营渠道近年增长较为稳健, 2018 年实现营收 13 亿元, 同比增长 4.86%。

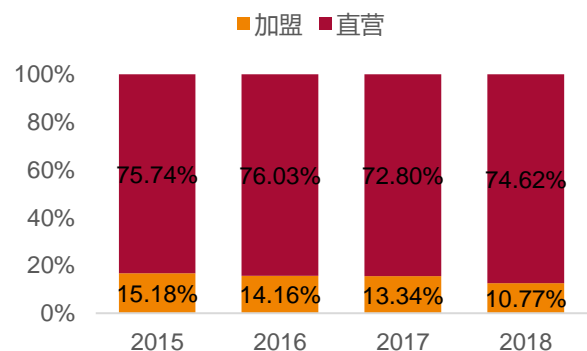
2) 加盟渠道: 公司加盟渠道近年营收占比有所下降, 18 年为 10.77%, 相比 17 年下降 2.57pct。公司加盟渠道 18 年营收有所下降, 为 1.88 亿元, 同比下降 17.44%。公司 18 年加盟渠道营收增速下滑, 占比有所下降的原因主要系加盟渠道门店有所减少及部分加盟门店转直营门店所致。

图 18: 公司直营渠道增长较为稳健 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 19: 公司加盟渠道近年由于门店有所减少, 营收占比有所下降 (%)



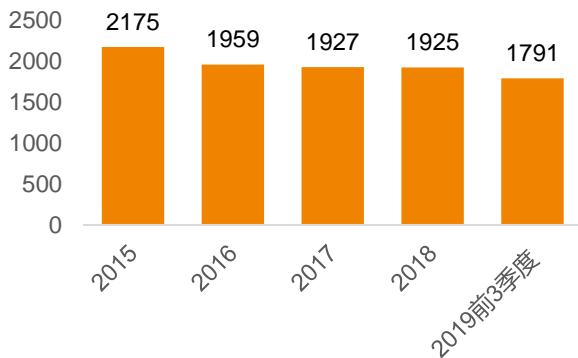
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

从线下的门店数量来看，近年由于门店优化调整，总门店数量有所减少。2019 前 3 季度公司门店数量共 1791 家，相比 18 前 3 季度净减少 132 家，相比 19 年年初净关 134 家。

1) 分品牌来看，主品牌门店数量有所下降，2019 前 3 季度为 970 家，较 2019 年年初 1007 家减少 37 家；KissKitty 由于业务调整门店数量亦有所下降；ZsaZsaZsu 以及 tigrisso 品牌门店数量也均呈下降态势。

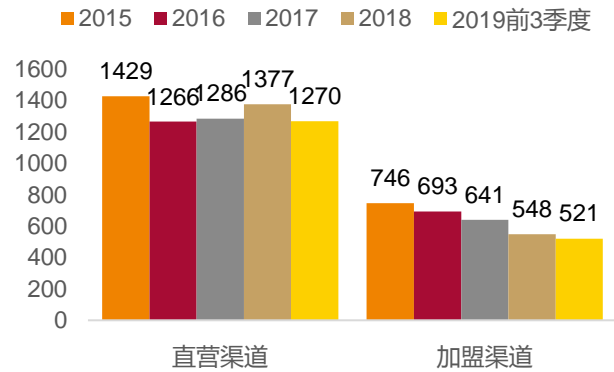
2) 从门店类型来看，公司直营门店与加盟门店数量均有所下降，2019 前 3 季度为 521 家，相比 19 年年初净关 27 家；直营渠道截至 2019 前 3 季度门店共有 1270 家，相比年初净关 107 家门店。

图 20：公司近年门店数量有所下降（家）



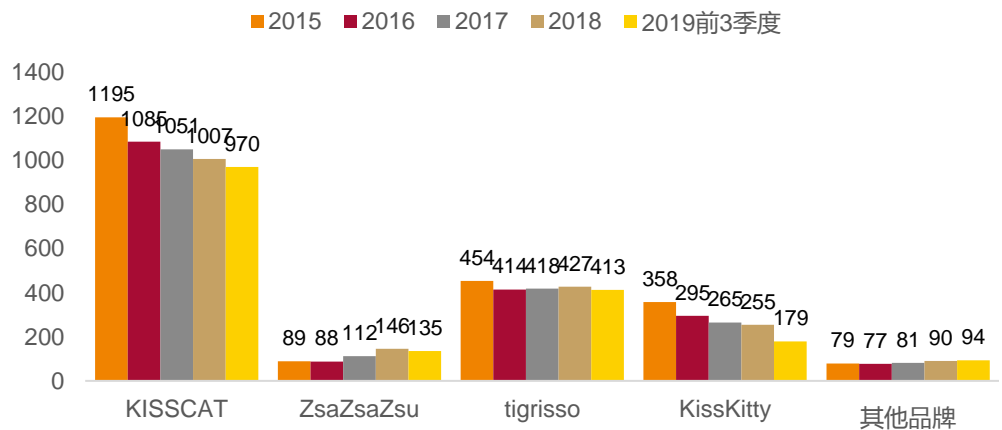
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 21：公司加盟渠道近年关店较多（家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 22：公司主品牌门店数量有所下降，ZsaZsaZsu 以及 tigrisso 品牌门店数量呈上升态势

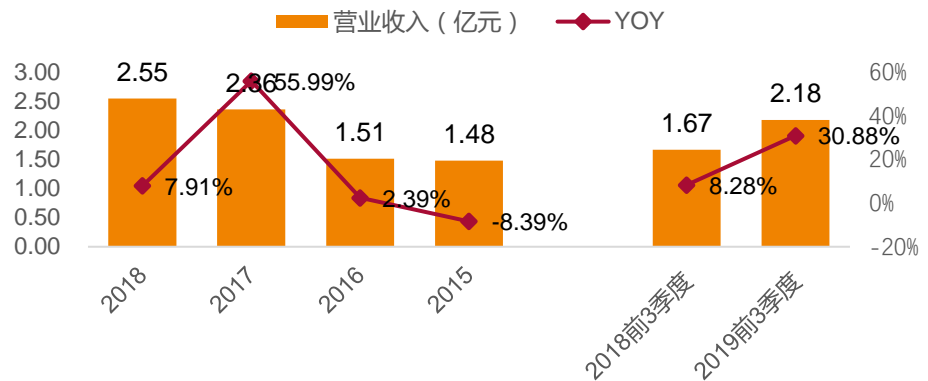


资料来源：公司公告，天风证券研究所

● 线上渠道：近年实现快速增长。

公司线上渠道近年营收占比逐年提升，实现较快速增长。2019 前 3 季度公司线上业务实现营收 2.18 亿元，同比增长 30.88%，实现了快速增长。近年公司针对线上消费者差异化消费特性和需求，利用大数据分析快速反应补充线上商品，提供商品精准度；同时利用线上社交电商和传统电商特点，提高转化率，使得公司线上业务实现快速增长。

图 23：公司近年线上渠道占比实现快速增长（亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

小结：总体来看，近年公司通过多品牌全渠道深入布局时尚生活方式，成为时尚女鞋行业中的优质公司。与此同时，公司重视对于生产端智能化改造，和销售端的数字化驱动工作，本次北高峰资本入股公司 5%，也再次证明公司在数字化领域转型的决心，我们将在后文第 5 章节对于公司数字化改造进行进一步的阐述和说明。

4. 移动互联网数字营销业务：收购小子科技，探索数字化转型

天创时尚收购小子科技 100%的股权，布局移动互联网数字营销业务。2017 年公司以发行股份及支付现金购买资产方式取得小子科技 100%的股权，交易价格为 8.775 亿元，正式布局移动互联网数字营销业务，2017 年 12 月小子科技纳入公司合并报表范围。

公司与小子科技签订《业绩承诺和补偿协议》，19 年为业绩承诺最后一年。承诺小子科技 2017 年至 2019 年度扣非净利润分别不低于 6500 万元、8450 万元和 10985 万元，三年累计承诺净利润不低于 25935 万元。2017 年、2018 年小子科技分别实现扣非归母净利润 6680 万元、9967.81 万元，完成业绩承诺。在 2019 年小子科技业绩承诺期结束后，预计小子科技将会加速创新业务的探索和母公司天创时尚的进一步整合。

公司在收购小子科技后，发力数字化转型。公司自收购小子科技后，开始构建“时尚+互联网”的产业平台。首先，天创时尚可以利用小子科技在信息和数据处理的技术经验，实现消费数据的收集和处理，更好的贴合消费者需求，从而为研发端提供支持决策，提升产品适销度；其次，利用小子科技的技术和渠道的优势，丰富公司的营销渠道，提升公司精准营销的能力，为公司数字化转型提供帮助。同时，小子科技也可以利用天创时尚在时尚行业的沉淀，拓展时尚移动互联网业务。

4.1. 业务模式：移动互联网营销业务专业成熟，持续助力公司业绩发展

小子科技的主营业务是移动互联网营销，具体包括移动应用分发与推广、以及移动互联网广告的程序化投放。小子科技为广告主提供包括策划、投放、监控在内的全方位移动互联网营销业务，实现精准营销的服务公司。同时，随着短视频的逐渐崛起，小子科技在 2019 年度开始开展短视频商业化业务。公司通过和一些内容的版权方合作（如电视台、影视剧的版权公司等），将其已有的长视频进行拆条和编辑，在社会化媒体平台上进行投放，从而实现广告收益的分成收入，目前该业务仍处于发展初期。

4.1.1. 如何理解移动互联网营销业务和小子科技正在做的业务？

【广告主】需要更多的用户了解、下载、使用它的产品，从而需要渠道进行推广和宣传；那么【媒体渠道】上拥有海量的用户和流量资源，能够满足广告主的需求。与此同时，【媒体渠道】上拥有很多的广告位，需要寻找有需求的【广告主】进行更好地实现流量变现。

如何能更精准、更高效地将广告主的产品推送到对它感兴趣的潜在用户面前，如何帮助媒体渠道提高流量转化率？这就是【营销服务商】需要做的工作，也就是小子科技的主要业

务。

简单来看就是小子科技作为营销服务商，将广告主和媒体渠道资源进行对接，帮助广告主更高效，提升流量转化率；帮助媒体渠道进行广告位管理和流量变现。

图 24：如何理解小子科技作为营销服务商所做的业务？

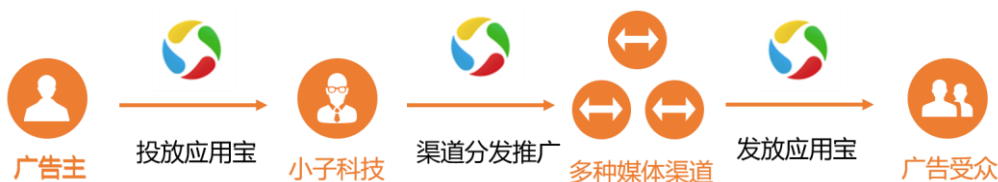


资料来源：公司公告、天风证券研究所

4.1.2. 如何理解小子科技的移动应用分发和推广业务？

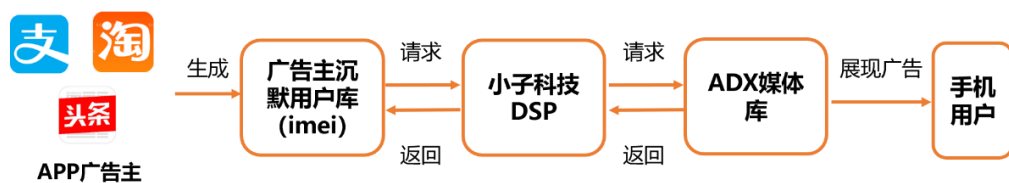
- 业务介绍：**小子科技根据广告主的营销需求，制定营销方案，通过网盟、应用商店等移动互联网媒体渠道为广告主实现精准营销，提升流量转化率。具体业务方面，小子科技可以为广告主设计整体营销方案，包括投放模式设计、投放渠道安排、监控安排、数据采集与分析等服务内容；同时针对性地向下游媒体渠道采买广告位，根据营销方案进行分发和推广。目前其服务客户包括腾讯应用宝 APP、淘宝 APP、爱奇艺 APP 等。同时，小子科技也发力沉睡用户唤醒业务，服务淘宝、支付宝、爱奇艺、今日头条等 APP 广告主，找回目标沉默客户，帮助其提升 APP 日均活跃用户数。

图 25：小子科技移动应用分发和推广业务模式图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 26：小子科技实现为客户召回沉默用户，提升日均活跃用户数



资料来源：公司公告、天风证券研究所

- 结算方式：**此项业务结算模式包括 CPA、CPD、CPT 等。1) CPA (Cost Per Action) 模式：以广告主后台统计的移动应用激活次数为计数标准；2) CPD (Cost Per

Download) 模式：以媒体渠道统计的下载次数为计数标准。CPA 及 CPD 均以计数标准乘以小子科技单次报价计算广告投放收入，以计数标准乘以媒体渠道约定投放价格计算广告投放成本。**3) CPT (Cost Per Time) 模式：**以协议约定总投放价格、广告位、广告投放时长，据此结算投放收入，以媒体渠道协议约定价格计算投放成本。

表 1：小子科技移动应用和分发推广业务的结算模式

结算模式	结算原则	结算依据
CPA	根据移动互联网访问者对营销投放采取的激活次数计费的结算计费方式	小子科技与客户签订的协议、双方对账确认的激活数量
CPD	根据移动互联网访问者对营销投放采取的下下载次数计费的结算计费方式	小子科技与客户签订的协议、双方对账确认的下载次数
CPT	根据广告投放的时长计费的结算计费方式	小子科技与客户签订的协议与营销投放时长

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.1.3. 如何理解小子科技的程序化推广业务？

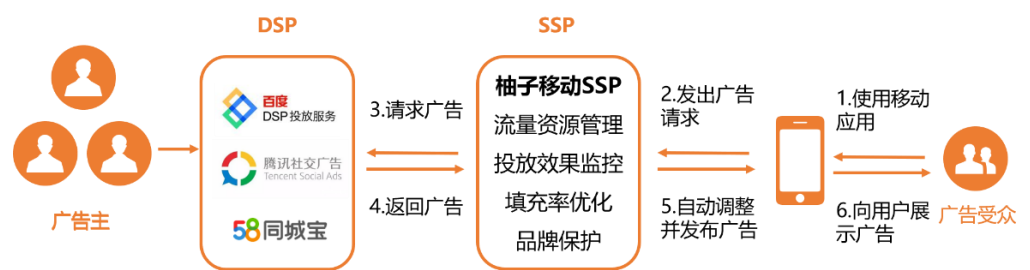
程序化推广即广告主利用数字平台，根据广告需求方对于受众定位、出价等方面的要求，自动匹配撮合交易，由程序自动化完成展示类广告的采买及投放，此外可以利用数据平台对投放效果进行实时数据采集及分析。

小子科技作为 SSP(Sell-Side Platform, 供应方平台)对接多家 DSP(Demand Side Platform, 需求方平台)及广告网络，包括百度联盟、腾讯广点通、58 同城、小米广告联盟等，为其进行广告程序化投放服务。

此外，小子科技将具有一定日常访问流量的媒体接入小子科技柚子移动 SSP，为其承接广告，撮合交易实现，帮助媒体渠道流量变现。

其独立开发的柚子 DMP (Data Management Platform) 平台，通过多渠道广告分类、广告受众数据分析，实现精准度及转化率的高效提升，降低推广成本。

图 27：小子科技借助 DSP 系统及 SSP 系统，提供成熟程序化推广服务



资料来源：公司公告，天风证券研究所

● 结算模式：

- 小子科技承接 DSP 平台广告需求进行广告投放，广告主按约定价格以 CPC (Cost Per Click) 方式与 DSP 平台结算收入。
- DSP 以固定比例作为投放成本以 CPC 模式支付给小子科技。
- 小子科技将此笔费用作为收入，以 CPC 模式与媒体渠道进行结算，支付结算成本。

4.1.4. 小子科技拥有优质的客户资源、丰富的媒体渠道和专业的技术优势

天创时尚全资子公司小子科技近年专注致力于移动互联网营销服务平台打造，拥有精准营销技术、优质广告主及媒体资源、庞大流量交换体系等优势。小子科技较早进入移动互联网营销行业，已发展起丰富稳定优质客户及媒体渠道资源和强大投放系统研发实力。公司创始团队及核心成员多数来自百度、360 等知名互联网公司，拥有雄厚资源及丰富实操经验。

1) **优质客户资源及媒体渠道资源：**小子科技凭借稳定投放效果及优质运营服务能力，在行业内拥有良好行业口碑，积累了百度、腾讯、竞技世界等优质稳定客户资源。并且在媒体渠道资源方面，小子科技与各类优质头部媒体及长尾媒体建立了良好合作关系，支持公司不同定制化媒体营销运作服务。

图 28：小子科技与各类优质头部媒体及长尾媒体建立了良好合作关系



资料来源：公司官网，天风证券研究所

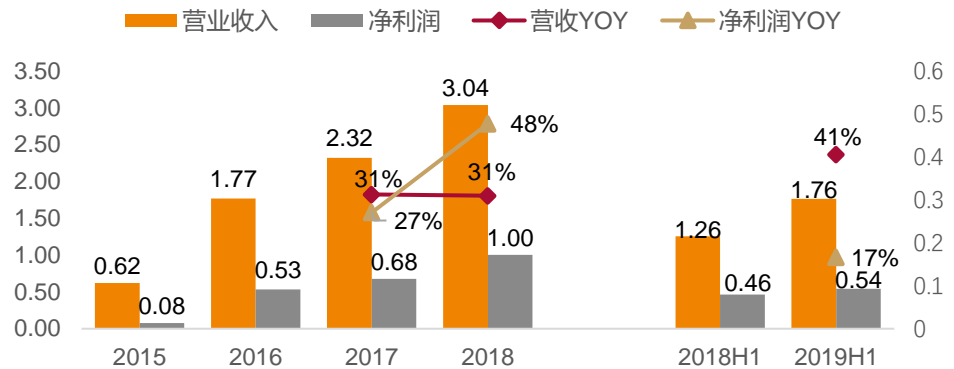
2) **专业技术及运营平台：**小子科技以领先的大数据分析技术和网络营销技术为依托，打造专业运营平台，包括媒体联盟柚子移动 SSP、大数据柚子 DMP 平台、广告系统柚子移动 DSP。

- **柚子移动 SSP：**柚子 SSP 系统对接百度联盟、腾讯广点通等广告资源，整合后给开发者提供更高额的收入、更丰富的广告形式以及稳定可靠的自定义接入模式，目前平台广告每日已有近 10 亿的广告展示量。合作媒体包括绘画神器、一米鲜、万能 WiFi 钥匙、记事本、美妆心得。
- **柚子 DMP 平台：**柚子 DMP 系统整合多渠道数据进行统一数据管理，从中挖掘潜在信息，帮助客户发现数据潜在价值，提升自身业务。通过分析消费者行为数据，从而形成全面核心标签数据及用户画像，以实现低成本高效精准营销。典型客户包括滴滴打车、才米公社、交通银行、携程、牛股王。
- **柚子移动 DSP：**柚子 DSP 系统面向广大广告主，为广告主提供高效、精准、智能、品效合一的跨屏程序化购买服务。系统支持客户一站采购足量目标受众；携手 DMP 平台、为企业在市场格局研究、整合营销规划、广告投放策略等领域提供深度服务；通过动态竞价，保障受众采购“量”“质”平衡。

4.2. 移动互联网数字营销业务逐步推进，实现快速增长

公司移动互联网数字营销业务业绩实现快速增长。公司在 2017 年 12 月对于小子科技公司业绩合并进报表，2018 年小子科技实现营业收入 3.04 亿元，同口径同比 17 年全年增长 31%；毛利率较同口径下 17 年全年同期增长约 3.0 个百分点，达 42.3%；2018 年小子科技实现净利润 1 亿元，同比增长 47%。2019H1 公司移动互联网数字营销业务实现营业收入 1.76 亿元，同比增长 40.55%，实现归母净利润 5,422 万元，同比增长 16.66%，业绩保持快速增长。19H1 公司移动互联网毛利率略有下降为 38.8%（-5.2cpt），我们认为主要系公司毛利率较低的移动互联网广告 CPA 业务在 19 年上半年占比较高所致。

图 29：公司移动互联网营销业务实现快速增长（亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 我们该如何理解本次北高峰资本入股天创时尚？

2020年3月4日，公司发布公告，大股东香港高创、平潭尚见，拟分别将其所持公司1720万股（占公司总股本4%）、430万股（占公司总股本1%），合计占公司总股本5%的股权协议转让给Visions Holding，转让价格为8.64元/股，转让总价款共计1.86亿元。

那么我们应该如何理解本次Visions Holding入股天创时尚呢？或者北高峰资本能够为天创时尚带来哪些驱动力呢？

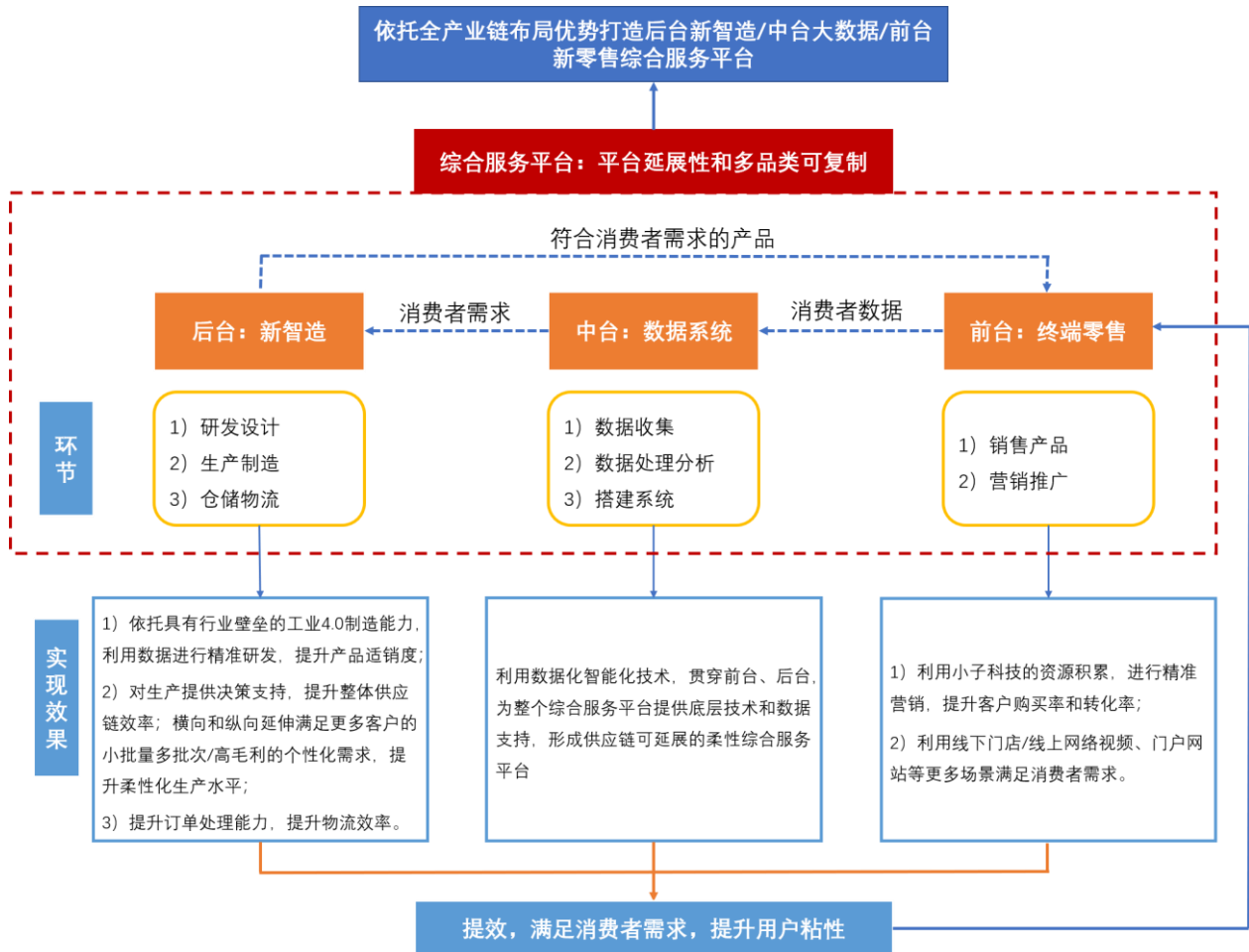
首先，我们简单介绍一下Visions Holding的背景，Visions Holding为北高峰资本的全资孙公司，而北高峰资本的唯一董事闵万里博士曾在IBM、Google工作；2013年进入阿里担任阿里云首席科学家；2019年6月从阿里离职，创立北高峰资本，主要投向是实体产业，密切关注制造业、农业、医疗三大领域及他们的上下游。

北高峰资本在数据化智能化方面具备优势。在2013年进入阿里后，闵万里先生将AI技术逐步落地成商业产品。比如2014年，闵万里带领数据科学团队支持聚划算数据化运营，用模型帮助聚划算选品和推荐，改变了过去依赖店小二经验上架的局面。之后，闵先生开始孵化大数据在交通等垂直领域的创新落地，先后打造了ET城市大脑、ET工业大脑、ET农业大脑等先进垂直AI系统。

天创时尚是多品牌全产业链的运营商，拥有较强的产品设计和供应链能力；同时天创时尚近年多次布局智能化制造，进行数字化转型，寻求在鞋服这一传统行业的突破。而北高峰资本拥有较强的技术内涵，和产业实践，通过“技术+资本”，依托工业4.0制造平台，运用AI数据智能技术，提升天创时尚产业链的数字化水平，打造纵向产业链数字化和横向具备延展性和多品类复制能力的一体化服务平台。

我们认为：天创时尚可以利用北高峰资本在数字化智能化上的资源和技术，搭建中台的数据系统，根据前台销售端的用户数据进行处理，为后台研发生产端提供支持和决策，从而实现数据驱动整个产业链的运营，提升供应链效率。同时提升平台延展性和多品类复制能力。而我们认为最终这一切的落点是消费者，即通过数据驱动的产业链最终能够实现更符合消费者需求的产品，提升产品适销度，精准营销，提升客户粘性；从而能够和消费者形成更好的互动，再次通过数据不断驱动产业链的运营，实现整个流程的闭环。最终利用中台的数据系统，实现贯穿链接前台和后台的综合服务平台。

图 30：我们应该如何理解本次 Visions Holding 入股天创时尚



资料来源：公司公告，天风证券研究所整理

5.1. 后台：打造“新智造”供应链，提升供应链数字化水平和多品类延展性

5.1.1. 研发设计端来看：利用终端数据驱动研发设计的精准度

首先从设计研发端来看：以往，对于类似天创时尚这类做鞋履业务的传统企业来说，更多的是品牌端设计产品，消费者直接接受进行选购；但是在当前的消费环境下，随着产品品类的逐渐丰富，以及服务质量的持续提升，消费者需求的影响力变大。对于品牌方来说，现在是产品和服务为王的时代，那么谁更能了解消费者需求，设计出更适合消费者需求的产品，才能市场中得以生存。这也就是我们所说的，消费者需求倒逼企业进行改革的过程，企业生产从 B2C 模式向 C2M 模式迭代。

那么在这个过程中，如何才能更好地了解到消费者的需求呢？终端的消费者信息变得至关重要，品牌方可以通过分析消费者购买行为、用户画像等一系列数据，对于当前市场消费者的偏好和需求进行勾画，从而为研发设计端提供决策，设计出更符合消费者需求的产品，提升产品的适销度和客户粘性。

我们认为，北高峰资本在这一领域是可以帮助到天创时尚的，由于其拥有数字化智能化的技术和经验，可以通过搭建中台数据系统，帮助天创时尚在终端进行信息收集和分析工作，为研发设计端提供决策支持，实现精准研发，提升产品适销度。

5.1.2. 生产供应链环节：纵向数字化智能化改造，提高生产效率和柔性化生产水平

天创时尚是多品牌全产业链运营商，拥有设计、研发、生产、销售等完备的产业流程，近年公司多次出手对于生产制造端进行智能化和数字化的改造，提升生产制造环节的效率。

- 1) 2017 年公司实现对于 4 条生产线的升级改造, 全面实现小批量、多批次、多品种柔性生产模式, 缩短生产周期, 提升生产效率。
- 2) 2018 年 8 月天创时尚旗下主品牌 KISSCAT 启动了国内首条自动化智能生产线, 人效提升了 30%以上, 该生产线搭建历时近 2 年时间, 是国内第一次将工业机器人应用于时尚女鞋量产中, 打通了从研发到生产的数字化链路, 减少流转流程, 降低劳动强度, 提升效率, 这也是天创时尚从“制造”到“智造”转型的重要标志。
- 3) 2019 年 1 月 11 日公司公告拟以公开发行总额不超过 6 亿元的六年期 A 股可转换公司债券, 其中 4.6 亿元用于智能制造基地建设项目; 从生产模式来看, 公司采用“自产+外协”的方式进行生产, 由于近年公司订单量无法由自身产能消化, 产能出现瓶颈, 年均外协产品数量合计高达 180 万双以上, 19 年上半年的自产比例为 63%, 在智能制造基地建设完成后, 产能将达到 250 万双, 解决公司的产能瓶颈。
- 4) 2019 年 3 月, 公司签订工程项目合同, 实施万州工业园区智能制造基地建设, 合同金额 1.948 亿元, 该项目将于 2020 年 12 月 31 日前完成土建部分竣工验收。万州工业园智能制造基地将全面提升公司自动化、数字化、智能化的生产供应链水平, 提升产业链效率。

表 2: 公司持续进行生产端供应链数字化智能化转型

年份	动作
2017 年	实现 4 条生产线的升级改造, 实现柔性生产模式, 提升生产效率
2018 年	主品牌 KISSCAT 启动国内首条自动化智能生产线
2019 年	建设万州智能制造基地, 提升公司自动化、数字化、智能化的生产供应水平, 提升效率
2020 年	引入北高峰资本, 利用数据驱动生产端提效降本和平台延展性

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

那么本次北高峰资本入股天创时尚, 将会为公司生产交付端带来哪些变化呢?

就像我们在前文提到的, 公司产业链数据化转型的落点和起源都是消费者, 在消费者行为发生变化后, 倒逼整个产业链进行改革和升级。由于目前消费者对于产品的个性化需求有所提高, 那么对于整个供应链的快速反应和柔性化生产提出了更高的要求。

简单来说, 我们认为北高峰资本将会利用其在数字化、智能化方面的技术优势, 通过搭建的中台数据系统在生产安排等决策方面为天创提供支持, 从而提升公司整个供应链的效率; 同时提升供应链快速反应能力, 提高供应链的柔性化生产水平, 实现小批量、多批次的生产, 打造纵向数字化、横向可扩展的综合服务平台, 满足自身和更多后台供应链整合能力较弱的客户的需求。

同时我们认为在仓储物流环节, 公司也可以利用北高峰资本在数字化智能化方面的技术优势, 实现高效的交付和流转。目前公司拥有中央商品决策的全渠道商品一体化运营模式, 并建成六大区域平行仓, 订单处理能力达到 2.5 万-3 万单/天, 配送时效 1-2 天。我们认为在交付流转环节公司亦可以采用数字化智能化技术, 实现仓储物流环节的高效运转。

5.2. 中台: 贯穿前台和后台产业链的各个环节, 使平台具备扩展能力

我们认为由于北高峰资本其本身的背景, 其在数字化智能化方面拥有较强的技术和实践背景, 天创时尚可以利用北高峰资本的优势从无到有搭建数据系统, 为公司整个产业链的各个环节提供底层的数据支持, 强化平台扩展能力。即中台的数据系统通过前台终端销售环节中采集到的消费者信息, 进行处理, 刻画消费者画像和消费和偏好, 为后台研发设计端提供决策支持; 同时根据终端销售数据, 对于生产制造环节的安排等提供决策和方案, 提升供应链的效率和柔性化生产水平, 平台具备更好的横向延展性为更广泛客户服务。

中台系统在传统行业改造的潜力值得重视, 如定制家居行业在十几年前利用强大中台数据处理能力实现从 B2C 向 C2M 个性化柔性定制的迭代, 使品类拓展能力、消费者满意度、产业链大规模工业化制造水平都得到显著提升, 行业迎来远快于整体家居行业的快速发

展。

5.3. 前台：利用数据驱动实现精准营销，满足消费者不同场景需求，整合“新零售”资源

对于终端零售环节，简单来看，我们认为这一环节的主要应用大数据技术，通过终端消费数据的采集，利用中台数据系统进行分析，勾画消费者画像、偏好和消费者行为，从而能够了解消费者需求；并针对不同类型的消费者，在适合的渠道，为其精准营销和推送适合其需求的品牌和产品，提升产品适销度和转化率（提升产品和消费者之间的效率），贴近消费者需求，从而提高消费者粘性。北高峰资本的数据能力和阿里背景可以助力整合“新零售”资源。

在这一环节，我们认为小子科技也和天创时尚具备一定的协同能力。天创时尚可以利用小子科技对于终端用户数据的分析，对各品牌用户进行归类分析，形成用户数字化标签，为后台提供支持；同时将品牌推广信息精确匹配，实现流量的高效转化。

总结来看，我们认为天创时尚本次引入北高峰资本入股，将为公司的全产业链智能化数据化改造提供良好的帮助，同时由于北高峰资本认同天创时尚对于未来产业发展趋势的判断，也将会在技术、资本等领域与公司相互合作。目前来看，我们认为公司未来的发展空间较大，主要系在中台数据系统搭建完成后，公司将能够实现数据化渠道全产业链效率的提升，最终依托全产业链布局优势打造后台新智造/中台大数据/前台新零售综合服务平台。

6. 盈利预测及投资建议

根据公司鞋履服饰业务及移动互联网数字营销业务，我们对于公司的未来盈利预测进行如下假设：

● 鞋履服饰业务：

1) 由于目前公司渠道仍在调整阶段，由此对于门店数量我们给予公司短期内净关的假设，对于主业鞋履服饰业务将产生一定影响；同时，由于行业内竞争激烈、运动鞋市场抢占市场份额及消费疲软的因素仍存，对于公司 19 年鞋履服饰板块的业务，我们给予较为谨慎的业绩假设。

2) 由于疫情对于整个服装行业的业务造成了一定的负面影响，对于公司来说，我们预计疫情对于公司 2020 年上半年主业将会产生一定的负面影响；对于 2020 年主业营收我们给予较为审慎的预计假设；

3) 由于公司近年加大力度发展线上电商渠道，从渠道结构来看，预计线上电商渠道占比将会持续提升，预计 2019 年电商渠道占比将到达 20%，并在未来实现较快速增长，占比持续提升。

4) 我们看好公司数字化智能化转型后，为公司主业带来的驱动和改善，同时 2021 年我们认为公司万州智能工业区的产能将持续提升，为公司主业的业绩带来新的驱动力。

● 移动互联网数字营销业务：

1) 2019 年为小子科技业绩承诺最后一年，从营收来看，我们根据公司以往的业务增速给予公司移动互联网数字营销业务未来相似的营收规模增速；由于 2017/2018 年小子均完成了业绩承诺，2019H1 小子科技净利润实现 5422 万元，处于审慎考虑，我们给予 2019 年略高于业绩承诺（扣非后净利润 1.0985 亿元）的归母净利润水平。

2) 由于公司早 2019 年将渡过业绩承诺期，同时北高峰资本入股后，我们认为小子科技将会加速和公司主业的整合协同工作，并积极开展新业务的发展（如短视频商业化业务等），由此将会产生一定的投入和费用，预计毛利率水平和盈利能力将会受到一定影响，由此，对于小子科技 2020 年归母净利润，我们给予较为审慎的假设。

由此，根据以上假设，我们预计公司 2019-2021 年实现营收分别为 20.83 亿元、21.81 亿元、24.82 亿元；分别同比增长 1.5%、4.7%、13.8%；预计 2019-2021 年分别实现归母净利润 2.28 亿元、2.29 亿元、2.54 亿元，分别同比增长-5.7%、0.4%、10.7%。

图 31：天创时尚盈利预测（百万元，%）

(百万元，%)	2018年	2019年E	2020年E	2021年E
营业总收入	2,052	2,083	2,181	2,482
YOY	18.4%	1.5%	4.7%	13.8%
鞋服饰板块	1,743	1,637	1,602	1,761
YOY	2.3%	-6.1%	-2.1%	9.9%
移动互联网数字营销	304	441	573	717
YOY	1151.1%	45.1%	30.0%	25.0%
归母净利润	242	228	229	254
YOY	28.9%	-5.7%	0.4%	10.7%
鞋服饰板块	142	115	124	138
YOY	-21.2%	-18.7%	7.5%	11.3%
移动互联网数字营销	100	113	105	116
YOY	1176.1%	12.6%	-6.8%	10.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据盈利预测，预计 2019-2021 年公司实现 EPS 分别为 0.53/0.53/0.59 元，对应 PE 分别为 24.28/24.18/21.85 倍。

我们选取板块内同行业可比公司星期六进行相对估值分析。星期六是国内中高端时尚品牌运营商，旗下有星期六等鞋履品牌；同时星期六通过收购遥望网络布局移动互联网业务，与天创时尚模式和业务结构相似。由于星期六 2020 年预测 PE 为 53 倍，我们考虑到星期六的移动互联网业务板块 MCN 业务已经初具规模，天创时尚小子科技的移动互联网数字营销业务中 2019 年开始尝试短视频商业化等新业务模式，目前尚在搭建阶段，出于审慎考虑，结合北高峰资本入股带来的短期催化影响，给予公司 2020 年 35 倍 PE，对应目标价 18.55 元。首次覆盖给予“买入”评级。

7. 风险提示

1、产业链智能化数字化改造效果不及预期。

北高峰资本旗下全资孙公司入股天创 5% 的股份，对于公司产业链进行智能化数字化改造，搭建综合服务平台，将会对公司整体产业链效率的提升形成良好的促进作用。由于目前平台搭建仍在初期，对于公司未来产业链的影响尚未有明显。如果后续公司产业链智能化数字化改造效果不及预期，可能对于公司主业业绩产生影响。

2、疫情影响超出预期，对公司主业造成影响。

目前全球疫情日益严峻，虽然短期来看，国内疫情已经得到较为有效的控制，但是对于服装品牌，尤其是类似公司这种线下渠道占比较高的服装品牌来说，疫情对于公司短期业绩造成了一定的影响。如果后续疫情延续或有所加重，预计会对公司主业造成进一步影响。

3、小子科技新业务拓展不及预期等。

小子科技 2019 年新开展短视频商业化等新的业务，并加速和公司主业业务进行整合。由于目前短视频商业化等新业务处于发展初期，业务模式尚未完全成熟，若其新业务拓展在客户挖掘及渠道资源建设等方面进展较慢，不及预期，将会对公司移动互联网板块业绩增长影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	358.66	485.12	557.33	677.20	868.84
应收票据及应收账款	348.93	333.34	385.87	342.55	431.53
预付账款	26.27	33.92	23.36	39.64	32.64
存货	417.80	482.82	506.03	551.17	590.74
其他	421.06	83.48	90.80	122.38	137.83
流动资产合计	1,572.72	1,418.69	1,563.40	1,732.94	2,061.58
长期股权投资	17.64	13.89	13.89	13.89	13.89
固定资产	290.21	338.40	334.90	389.84	432.08
在建工程	91.69	55.87	104.28	110.57	96.34
无形资产	105.60	95.65	79.17	62.68	46.20
其他	754.96	790.17	754.43	725.76	731.64
非流动资产合计	1,260.10	1,293.98	1,286.67	1,302.74	1,320.15
资产总计	2,832.82	2,712.67	2,850.07	3,035.68	3,381.73
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	158.83	226.10	197.90	261.58	368.17
其他	607.23	301.29	355.20	366.40	491.72
流动负债合计	766.06	527.39	553.10	627.98	859.89
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	42.44	12.13	18.85	24.47	18.49
非流动负债合计	42.44	12.13	18.85	24.47	18.49
负债合计	808.50	539.52	571.96	652.45	878.38
少数股东权益	16.67	18.70	19.11	19.18	20.26
股本	431.65	431.40	430.07	430.07	430.07
资本公积	1,108.22	1,109.67	1,109.67	1,109.67	1,109.67
留存收益	1,605.29	1,741.08	1,828.93	1,933.99	2,053.02
其他	(1,137.52)	(1,127.71)	(1,109.67)	(1,109.67)	(1,109.67)
股东权益合计	2,024.32	2,173.15	2,278.11	2,383.23	2,503.35
负债和股东权益总	2,832.82	2,712.67	2,850.07	3,035.68	3,381.73

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	185.74	244.86	228.29	229.24	253.75
折旧摊销	52.05	77.10	31.57	35.26	38.47
财务费用	(0.21)	1.40	1.05	1.51	0.63
投资损失	(9.36)	(8.72)	(8.37)	(8.37)	(8.37)
营运资金变动	121.38	224.47	19.50	55.52	77.76
其它	(79.51)	(235.37)	0.43	0.07	1.11
经营活动现金流	270.09	303.74	272.48	313.22	363.35
资本支出	782.01	63.39	53.28	74.38	55.99
长期投资	17.64	(3.75)	0.00	0.00	0.00
其他	(936.56)	(165.38)	(104.92)	(146.01)	(97.62)
投资活动现金流	(136.91)	(105.73)	(51.63)	(71.63)	(41.63)
债权融资	0.00	35.74	11.91	15.88	21.18
股权融资	390.72	12.73	15.65	(1.51)	(0.63)
其他	(466.24)	(121.80)	(176.21)	(136.10)	(150.62)
筹资活动现金流	(75.52)	(73.33)	(148.64)	(121.72)	(130.07)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	57.66	124.68	72.21	119.87	191.65

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,733.84	2,052.34	2,083.39	2,180.55	2,482.37
营业成本	732.49	902.76	942.82	1,003.11	1,139.82
营业税金及附加	25.38	20.73	20.83	22.24	25.57
营业费用	519.59	586.98	584.91	610.55	697.55
管理费用	226.19	240.83	233.34	235.80	274.30
研发费用	21.11	35.58	31.25	32.71	37.24
财务费用	(2.60)	(0.28)	1.05	1.51	0.63
资产减值损失	11.98	26.60	20.20	19.64	20.45
公允价值变动收益	0.00	4.66	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.36	8.72	8.37	8.37	8.37
其他	(38.42)	(63.82)	(16.73)	(16.73)	(16.73)
营业利润	228.77	289.59	257.35	263.35	295.19
营业外收入	3.13	1.46	8.69	4.42	4.86
营业外支出	1.52	10.97	4.65	5.71	7.11
利润总额	230.38	280.08	261.40	262.06	292.94
所得税	44.65	35.22	32.67	32.76	38.08
净利润	185.74	244.86	228.72	229.30	254.86
少数股东损益	(2.20)	2.66	0.43	0.07	1.11
归属于母公司净利润	187.94	242.20	228.29	229.24	253.75
每股收益(元)	0.44	0.56	0.53	0.53	0.59

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	12.01%	18.37%	1.51%	4.66%	13.84%
营业利润	59.68%	26.59%	-11.13%	2.33%	12.09%
归属于母公司净利润	60.25%	28.87%	-5.74%	0.41%	10.69%
获利能力					
毛利率	57.75%	56.01%	54.75%	54.00%	54.08%
净利率	10.84%	11.80%	10.96%	10.51%	10.22%
ROE	9.36%	11.24%	10.11%	9.70%	10.22%
ROIC	16.82%	16.50%	14.58%	14.53%	15.95%
偿债能力					
资产负债率	28.54%	19.89%	20.07%	21.49%	25.97%
净负债率	-17.72%	-20.68%	-23.94%	-27.75%	-33.86%
流动比率	2.05	2.69	2.83	2.76	2.40
速动比率	1.51	1.77	1.91	1.88	1.71
营运能力					
应收账款周转率	5.57	6.02	5.79	5.99	6.41
存货周转率	4.24	4.56	4.21	4.13	4.35
总资产周转率	0.74	0.74	0.75	0.74	0.77
每股指标(元)					
每股收益	0.44	0.56	0.53	0.53	0.59
每股经营现金流	0.63	0.71	0.63	0.73	0.84
每股净资产	4.67	5.01	5.25	5.50	5.77
估值比率					
市盈率	29.50	22.89	24.28	24.18	21.85
市净率	2.76	2.57	2.45	2.34	2.23
EV/EBITDA	17.29	12.74	16.83	15.97	13.77
EV/EBIT	19.23	14.48	18.88	18.10	15.56

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