

前阿里云首席科学家旗下基金入局，新零售发展值得期待

买入 (维持)

2020年03月05日

盈利预测与估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,052.34	2,116.55	2,206.77	2,489.17
同比 (%)	18.37	3.13	4.26	12.80
归母净利润 (百万元)	242.20	220.83	221.45	248.33
同比 (%)	28.87	-8.82	0.28	12.14
每股收益 (元/股)	0.56	0.51	0.51	0.58
P/E (倍)	20.62	22.61	22.55	20.11

投资要点

■ **事件:** 3/4 晚间, 天创时尚披露 Visions Holding (HK) Limited 受让公司大股东高创、尚见合计 5% 的公司股份, 转让价格 8.64 元/股 (3/3 收盘价 9.68 元/股, 折价 11%), 未来 12 个月不计划进一步增减持。Visions Holding (HK) Limited 为北高峰资本的全资孙公司, 其唯一董事闻万里曾任阿里云首席科学家, 是 AI 领域的权威专家。

■ **主业发展复盘: 时尚女鞋龙头, 2017 年 12 月 100% 收购小子科技, 进军互联网精准营销领域。** 拆分来看旗下两块业务:

1、传统时尚女鞋业务: 工艺出众, 效率领先同业。

天创时尚传统主业为时尚女鞋设计、制造 (自有产能占比 60%)、销售业务, 旗下品牌包括 KISSCAT (主品牌, 主打舒适通勤, 收入占比 60%, 截至 19Q3 线下门店 970 家)、Tigrisso (主打优雅风格, 门店 413 家)、Kiss Kitty (少女品牌, 门店 179 家)、ZsaZsaZsu (主打时尚风格, 门店 135 家)。时尚女鞋行业近年受到 1) 零售不景气; 2) 运动鞋市场挤占; 3) 百货等主力渠道流量下降等方面影响, 行业整体表现不佳。作为龙头, 天创时尚较同业表现相对坚挺许多, 但鞋类主业业绩仍有下滑, 2019 年上半年来看, 收入 8.7 亿 (-0.9%), 归母净利 0.67 亿 (-26.9%); 未来将在持续提升线下渠道质量的同时积极发展新零售业务。

2、小子科技: 互联网营销龙头, 19 年涉足 MCN 业务

收购始末: 2017/11/30, 天创时尚以 8.78 亿收购小子科技 100% 股权, 其中 3.64 亿以现金支付, 5.14 亿以向小子科技核心股东暨创始人团队 (集体出身百度) 以 14.37 元/股价格发行 3573 万股支付。

业绩承诺及完成情况: 小子科技 17 年 12 月正式并表, 收购业绩承诺为 17/18/19 年扣非归母净利润达到 6500 万/8450 万/1.0985 亿元, 实际来看 17/18 年收入达到 2.32/3.04 亿, 归母净利润达到 6680 万元/1.0031 亿元, 超出业绩承诺。

最新发展方向: 除了继续巩固传统流量分发业务 (应用推广、程序化推广), 小子科技近年的新动作包括:

1) 18 年年底开始社媒营销: 和各地电视台、版权公司合作, 把他们有版权的长视频内容切割加工运营成短视频, 在短视频平台播放, 与短视频平台进行广告分成, 然后再和版权方分成; 19 年该业务跑马圈地, 目前合作伙伴包括浙江卫视、东方卫视、辽宁卫视、山东卫视、金鹰卫视、广东、福建、河北电视台、视频网站优酷、版权公司小马奔腾等; 20 年已经开始和韩国电视台 (现代电视台等) 谈合作, 未来会尝试港澳台以及海外内容引进。

2) 和天创业务的整合: 2020 年开始参与天创的新零售平台落地。

3) 电商 MCN: 20 年开始尝试先做海外 MCN, 从 to 小 B 的 MCN 开始。

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号: S0600517070001

021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号: S0600517050003

021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

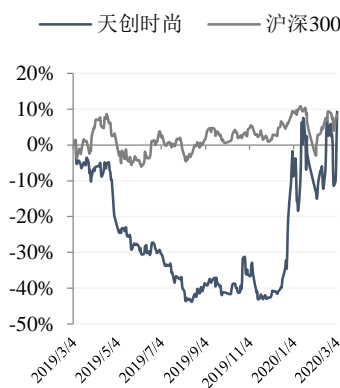
证券分析师 詹陆雨

执业证号: S0600519070002

021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.61
一年最低/最高价	5.70/11.93
市净率(倍)	2.36
流通 A 股市值(百万元)	4788.52

基础数据

每股净资产(元)	4.92
资产负债率(%)	18.09
总股本(百万股)	430.07
流通 A 股(百万股)	412.45

相关研究

1、《天创时尚 17 年报: 主业提效业绩同增 60%, 携手小子科技发力数字时尚》2018-04-02

- **前阿里云首席科学家 VC 入股，有望助力数字化发展。**本次入股天创 5%的 Visions Holding (HK) Limited 是北高峰资本的全资孙公司，唯一董事闵万里先生曾供职于 IBM、Google，2013 年加入阿里巴巴负责大数据技术的业务化和产品化，曾在 2014 年带领数据团队支持聚划算数据化运营，以模型帮助聚划算选品和推荐，减轻对店小二经验的依赖程度，在 2015 年加入阿里云后，开始孵化大数据在交通等垂直领域的创新落地，并打造了 ET 城市大脑、ET 工业大脑、ET 农业大脑等垂直 AI 系统，直到 19 年 6 月以阿里云首席科学家身份离开阿里云创建北高峰资本，希望借助产业资本力量以及自身的 AI 实践经验，为中国产业转型和消费升级的优秀企业提供长期资本，并通过数字化转型激发其成长潜力，而天创在鞋类领域积累的设计经验、完整的供应链体系也让北高峰资本看到业务数字化以及新零售升级的潜力。
- **盈利预测及投资建议：**19 年公司鞋类主业线下承压依旧、线上虽有一定增长，但利润端预计全年仍下滑；20 年来看，虽有疫情影响，但 19Q1 本身鞋类主业低基数（19Q1 鞋类归母净利下滑 73%），由此预计鞋类主业有望业绩持平，同时小子科技结束业绩承诺期，20 年由于新业务发展预计有费用投入，利润规模预计较 19 持平。我们预计公司 19/20/21 年归母净利同增-8.8%/0.28%/12.14%至 2.21/2.21/2.48 亿元，截至 3/4 收盘市值 50 亿元，对应 PE 23/23/20X。考虑小子科技的业务发展前景，以及新股东入局后对原有主业新零售发展可能带来的助力，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情影响超出预期；MCN 新业务前期投入超出预期

表：天创时尚财务数据拆分（单位：亿元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1	2019Q1-Q3
天创时尚收入（亿元）	16.86	16.31	15.48	17.34	20.52	10.46	15.11
YOY	16.9%	-3.3%	-5.1%	12.0%	18.4%	4.3%	2.9%
其中：鞋包类主业	16.86	16.31	15.48	17.04	17.49	8.70	12.32
YOY	16.9%	-3.3%	-5.1%	10.0%	2.6%	-0.9%	-1.6%
小子科技（2017/11/30 完成 100%收购）并表				0.24	3.04	1.76	2.77
YOY					1151%	40.6%	29.6%
天创时尚归母净利（亿元）	1.20	1.04	1.17	1.88	2.42	1.21	1.73
YOY	15.4%	-13.2%	12.5%	60.2%	28.9%	-12.4%	-7.9%
其中：鞋包类主业	1.20	1.04	1.17	1.80	1.42	0.67	未披露
YOY	15.4%	-13.2%	12.5%	53.5%	-21.2%	-26.9%	
小子科技（2017/11/30 完成 100%收购）并表				0.08	1.00	0.54	未披露
YOY					1176%	6.3%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

天创时尚三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1418.7	1445.4	1614.9	1847.1	营业收入	2052.3	2116.6	2206.8	2489.2
现金	485.1	418.8	510.3	632.3	营业成本	902.8	962.8	1014.8	1152.0
应收账款	349.7	403.3	430.2	460.2	营业税金及附加	20.7	27.0	28.2	31.8
存货	482.8	517.7	536.3	623.3	销售费用	587.0	575.7	595.8	667.1
其他流动资产	101.1	105.5	138.2	131.4	管理费用	240.8	251.9	262.6	293.7
	1294.0	1281.8	1245.7	1221.5	研发费用	35.6	36.0	37.5	42.3
非流动资产					财务费用	(0.3)	(1.7)	(2.2)	(2.8)
长期股权投资	13.9	61.8	61.8	61.8	其他	(23.8)	5.6	6.2	8.2
固定资产	338.4	313.2	297.0	279.9	营业利润	289.6	259.4	263.8	296.9
无形资产	95.7	88.9	82.2	75.5	营业外净收支	(9.5)	0.8	(3.0)	(3.9)
其他非流动资产	846.0	817.9	804.7	804.4	利润总额	280.1	260.2	260.8	293.0
资产总计	2712.7	2727.2	2860.6	3068.7	所得税费用	35.2	39.0	39.1	44.0
流动负债	527.4	515.6	537.4	607.8	少数股东损益	2.7	0.3	0.3	0.7
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	归属母公司净利润	242.2	220.8	221.5	248.3
应付账款	226.1	255.3	265.1	310.9	EBIT	321.8	326.2	333.5	376.4
其他流动负债	301.3	260.3	272.2	296.9	EBITDA	398.9	402.7	415.4	461.1
非流动负债	12.1	4.2	4.6	3.8					
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他非流动负债	12.1	4.2	4.6	3.8					
负债合计	539.5	519.7	541.9	611.6					
少数股东权益	18.7	19.0	19.3	20.0	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
归属母公司股东权益	2154.4	2188.4	2299.4	2437.0	每股收益(元)	0.56	0.51	0.51	0.58
负债和股东权益	2712.7	2727.2	2860.6	3068.7	每股净资产(元)	4.99	5.07	5.67	0.00
					发行在外股份(百万股)	431.4	431.4	430.1	430.1
					ROIC(%)	12.9%	12.6%	12.2%	13.0%
					ROE(%)	11.5%	10.1%	9.8%	10.4%
					毛利率(%)	56.0%	54.5%	54.0%	53.7%
					销售净利率(%)	11.8%	10.4%	10.4%	10.4%
					资产负债率(%)	19.9%	19.1%	18.9%	19.9%
					收入增长率(%)	18.4%	3.1%	4.3%	12.8%
					净利润增长率(%)	28.9%	-8.8%	0.3%	12.1%
					P/E	20.6	22.6	22.5	20.1
					P/B	2.32	2.28	2.17	2.05
					EV/EBITDA	11.3	11.4	10.8	9.4

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

