

审慎推荐-A (首次)

天创时尚 603608.SH

目标估值: NA 元
 当前股价: 24.68 元
 2016 年 04 月 18 日

弱市下业绩承压 多品类时尚品牌圈建设有望打开成长空间

基础数据

上证综指	3034
总股本(万股)	28000
已上市流通股(万股)	7000
总市值(亿元)	69
流通市值(亿元)	17
每股净资产(MRQ)	2.9
ROE(TTM)	
资产负债率	40.3%
主要股东	香港高创有限公司
主要股东持股比例	24.18%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	162	162
相对表现	-6	168	187



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《服饰纺织行业 2016 年一季报前瞻分析——季报平淡 市场方向决定短期板块博弈风格》2016-04-12
- 2、《纺织服装行业 2016 年专题研究报告——从“草根”到“明星” 网红经济崛起》2016-3-22

孙好

010-57601717
 sunyu2@cmschina.com.cn
 S1090511110003

研究助理

王孜
 wangzi@cmschina.com.cn

弱市背景下业绩承压, 直营收入基本持平, 而加盟及电商渠道下滑致收入端小个位数下降, 在费用端相对刚性的情况下, 盈利端双位数下滑。公司是全国布局的中高端多品牌女鞋集团, 在行业景气度不佳的背景下, 公司对直营渠道进行结构调整和优化提升, 同时探索移动电商与购物中心集合店模式, 但目前看终端需求尚未有明显恢复, 预计 16 年终端销售压力仍存, 未来持续发展的关键在于渠道的调整优化及零售管理能力提升等因素。目前公司总市值 69 亿, 16PE 63X, 短期估值不便宜, 中长期而言, 公司是仅次于百丽系的第二梯队, 团队运营能力在行业内处于较为领先的水平, 后续存在时尚生态圈延伸预期, 待次新股高估值消化后, 可根据业绩恢复进程以及潜在的转型预期落地进程把握。

- 15 年收入/净利润分别增长-3%/-13%, 弱市背景下业绩承压。公司发布年报, 15 年收入/营业利润/归属上市公司净利润分别为 16.31/1.32/1.04 亿, 同比分别增长-3.27%/-20.59%/-13.18%, 基本每股收益 0.50 元; 分红预案为每 10 股派发现金红利 2.5 元(含税); 弱市背景下, 加盟及电商渠道下滑致收入端略有下降, 在费用端相对刚性的情况下, 盈利端双位数下滑。
- 直营收入基本持平, 而加盟及电商渠道下滑致收入端小个位数下降。1) 分渠道, 直营销售收入与去年同期大致持平(12.32 亿元, -0.53%), 而经济和消费增速放缓的大背景下, 加盟商订货上更趋谨慎, 加盟收入同比下降(2.47 亿元, -12.91%), 电商渠道销售亦有所下滑(1.48 亿元, -8.39%)。截至 15 年末, 公司门店共 2175 家, 其中直营 1429 家, 加盟 746 家, 较 14 年末净增 62 家, 其中直营 14 家, 加盟 48 家。2) 分品牌, 主品牌 Kisscat 实现收入 8.97 亿(-4.22%), 店铺结构有所调整(净关店 2 家至 1195 家, 其中直营净关店 24 家), 预计单店收入略有下滑; ZsaZsaZsu 增长较快, 实现收入 8555.40 万元(+16.82%), 15 年净开店 9 家至 89 家, 预计单店个位数提升; 其他品牌整体表现较为疲软, 预计单店均有所下滑, 其中, tigrisso 收入 3.27 亿元(-3.30%), 净开店 38 家至 454 家; KissKitty 收入 2.11 亿元(-6.05%), 净开店 18 家至 358 家; Patricia 收入 1.07 亿元(-4.28%), 净关店 1 家至 79 家。3) 分地区, 东北地区增长 13.0%, 主要由于公司在哈尔滨及大连开拓市场, 新增店铺数量同比增长 27%, 西北/华东地区略有增长(+2.7%/+1.0%), 其他地区均有所下滑, 华中/华南/华北/西南分别(-5.1%/-5.2%/-8.0%/-9.6%)。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1686	1631	1703	1839	2014
同比增长	12%	-3%	4%	8%	10%
营业利润(百万元)	166	132	140	157	183
同比增长	21%	-21%	6%	12%	17%
净利润(百万元)	120	104	110	122	140
同比增长	15%	-13%	6%	10%	15%
每股收益(元)	0.57	0.50	0.39	0.44	0.50
PE	43.1	49.7	62.7	56.7	49.2
PB	6.7	6.1	4.6	4.4	4.1

资料来源: 公司数据、招商证券

- **商品结构调整及成本控制提升毛利率，但费用相对刚性拖累盈利端表现。**15 年公司综合毛利率为 56.45%，同比增长 1.15%，主要原因是商品结构调整，同时加强控制成本与商场结算率水平。费用率方面，15 年销售费率/管理费略有增长，分别增长 2.21PCT/0.88PCT 至 30.37%/15.12%，主要由于店铺数量净增 14 家、以及人工成本费用上升所致；财务费率下降 0.14PCT 至 0.87%，主要得益于贷款利率下降、贷款利息支出相应减少；期间费率提升 2.95PCT 至 46.36%。
- **存货和应收账款略减，经营性现金流净额有所改善，整体而言增长指标较为健康。**截至 15 年末，公司存货 4.7 亿，较 14 年末减少 0.7%，整体存货规模下降，其中库存商品下降 0.3%。应收账款较 14 年末减少 6.9%，其中 1 年以内应收账款占比 99.06%，增加 0.98%，结构有所优化。经营性现金流净额有所改善，由三季度末的 0.64 亿提升至 1.45 亿。
- **对外投资设立控股子公司，探索多品类时尚品牌圈：**公司今日公告，对外投资设立两家控股子公司，1) 天津型录互联网科技有限公司，注册资本 1000 万元，公司占新设子公司股权比例的 70%，主要开展互联网科技、信息技术、时尚男装服饰全品类、及生活配套品牌的创意推广、销售、服务等运营业务；2) 天津欧巴创意设计有限公司，注册资本 2000 万元，公司占新设子公司股权比例的 97.5%，主要业务为与意大利 OBAG FACTORY SPA 公司签署相关品牌许可协议，于特许经营区域内（中国、澳门、香港）独家运营 O BAG STORE、O BAG FACTORY 品牌店铺，并开展手袋、手表等商品零售业务。我们认为此次成立控股子公司是公司在发展多品类时尚品牌圈过程中的一个探索。
- **未来多品类时尚品牌圈的建设有望打开成长空间。**公司坚持多品牌、全产业链一体化的发展战略，着眼于服饰多品类时尚品牌圈建设，在产业关联的前提下将进行有选择的多元化布局。公司未来发展重点：1) 充分挖掘、了解消费者需求，持续为消费者提供满足不同装扮和体验价值的产品与服务，扩大市场份额；2) 与 IBM 公司合作构建全渠道电商平台，整合公司全渠道运营，实现线上线下商品、价格、会员、物流、结算的全面打通，加强平台化建设，在研发数字化平台、智能选鞋、在线定制、数字化制造等方面进行以云技术、互联网、数字化、自动化为发展方向的平台建设，孵化并支持未来多品牌、多品类的发展；3) 积极与互补企业与品牌展开合作，通过创建、代理或并购品牌等方式切入新的细分市场，培养公司未来发展的动力。公司未来向其他时尚品类及细分市场的延伸或为公司业绩提供一定弹性。
- **盈利预测和投资评级。**公司是国内领先的中高端多品牌女鞋集团，已搭建起满足不同年龄、不同消费层次女性顾客需求的品牌系列，主品牌“KISSCAT”市场地位领先；目前已完成全国化布局，区域分布上较为均衡。在女鞋行业景气度不佳的背景下，公司对直营渠道进行结构调整和优化提升，同时探索移动电商与购物中心集合店模式，但目前看，终端需求尚未有明显恢复，预计 16 年终端销售压力仍存，未来持续发展的关键在于渠道的调整优化及零售管理能力提升等因素。

根据年报情况，预计 16-18 年 EPS 分别为 0.39、0.44、0.50 元，目前总市值 69 亿，16PE 63X，短期估值不便宜，中长期而言，公司是仅次于百丽系的第二梯队，团队运营能力在行业内处于较为领先的水平，后续存在时尚生态圈延伸预期，待次新股高估值消化后，可根据业绩恢复进程以及潜在的转型预期落地进程把握，首次覆盖给予“审慎推荐-A”的投资评级。

- **风险提示：**消费环境持续低迷、多品牌培育不及预期。

参考报告:

- 1、《纺织服饰行业 2013 年年度投资策略（服饰品牌研究第十卷）-行业增长的白银时代 价格体系的长期重构》2012/12/28
- 2、《纺织服饰行业 2013 年中期投资策略（服饰品牌研究十一卷）-未来在哪？全渠道模式和大数据运营的思考》2013/6/18
- 3、《纺织服饰行业 2014 年中期投资策略（服饰品牌研究十三卷）-谁是 O2O 突围者？掌控好利益分配者将领跑量变》2014/7/3
- 4、《服饰电商平台发展的思考-强化聚商和聚客能力（服饰品牌研究第十四卷）》2014/10/13: 通过分析全球最优秀的服饰电商平台型企业 Asos 的成长路径，归纳出聚商能力和聚客能力是电商企业规模增长的关键，聚商能力需要强大的供应链管理能力和聚客能力主要依靠用户体验和品牌推广。
- 5、《纺织服饰行业 2015 年度投资策略（服饰品牌研究第十五卷）-紧握零售时代的转型 寻求新突破的外延发展》2014/12/12: 前几卷我们从内生发展的变革以及线上线下融合发展方面对国内服饰行业的变革做过详细阐述，此卷的重心则放在寻求新意义上的外延发展——并购为主线。我们无法改变需求低迷的宏观环境，但从海外服饰企业的发展历程看，到单品牌面临瓶颈的阶段，寻找合适的并购机会，把握新外延的发展机遇是一条应该主动积极把握的突围之路，我们精炼出海外并购几点重要的规律，并以美国著名上市公司 PVH 的发展与并购为案例，详细阐述了并购持续推动股价的海外典型公司的历程。以此作为国内企业打造时尚消费品集团的借鉴。
- 6、《服饰纺织行业 2015 年中期投资策略报告-多品牌到生态圈平台化发展之路》2015/6/19: 本文梳理了品牌商近年来面临的困境及价值链优化的瓶颈，在业内首次提出“多品牌到生态圈平台化发展”为品牌商探索新外延突破的必经之路，并系统性的梳理了 LVMH 的发展路径及产业生态圈的评价体系。伴随行业投资/转型风起云涌，相关标的估值显著提升，预计未来主题行情将有所分化，得生态圈者有望在长期内脱颖而出。下半年投资策略关注“基本面领先+精选主题”两条主线。
- 7、《服饰纺织行业 2016 年度投资策略报告-变革大势下 自身价值突破及创新谋变促发展》2015/12/3: 面对当前的经济环境，炫耀式消费向大众化消费的转变，使性价比问题成为制约国内品牌销售的主要因素，就此我们结合海外品牌发展经验，总结出未来国内企业发展的潜在两大趋势，即高端更多需要通过构建或并购个性化符号较强的品牌实现突破，而大众化则通过不断整合供应链强化性价比优势做大规模。其中，针对大有可为的大众品市场，此卷重点分析了英国著名大众品牌 Primark 的成功要素，以此作为国内企业强化性价比优势、扭转销售颓势的启示。
- 8、《时尚半月谈（3 月上期）-首选优质基本面个股 短期博弈可结合两会行情》2016/3/7
- 9、《时尚半月谈（3 月下期）-全年价值布局不改 短期酌情配置主题类博弈品种》2016/3/21
- 10、《纺织服装行业 2016 年专题研究报告---从“草根”到“明星” 网红经济崛起》2016/3/22
- 11、《时尚半月谈（4 月上期）-Q1 报表现平平 市场方向决定主题走势》2016/4/6
- 12、《2016 年一季报前瞻分析-一季报平淡 市场方向决定短期板块博弈风格》2016/4/12

附：财务预测表

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1043	1010	1428	1547	1683
现金	215	188	594	643	695
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	7	16	17	18	20
应收款项	260	242	233	252	276
其它应收款	16	15	16	17	19
存货	472	469	484	527	575
其他	73	80	83	90	99
非流动资产	351	398	385	373	363
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	254	246	239	232	226
无形资产	10	12	11	10	9
其他	87	140	135	131	128
资产总计	1395	1408	1813	1921	2046
流动负债	573	519	280	294	310
短期借款	233	238	0	0	0
应付账款	140	121	127	138	151
预收账款	13	13	14	15	17
其他	187	146	139	141	143
长期负债	26	18	18	18	18
长期借款	24	16	16	16	16
其他	2	2	2	2	2
负债合计	599	537	298	312	328
股本	210	210	280	280	280
资本公积金	279	279	842	842	842
留存收益	287	360	365	454	558
少数股东权益	19	22	27	32	38
归属于母公司所有者权益	776	849	1488	1576	1680
负债及权益合计	1395	1408	1813	1921	2046

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	236	145	138	87	93
净利润	120	104	110	122	140
折旧摊销	20	53	24	22	21
财务费用	17	14	5	(4)	(4)
投资收益	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	81	(31)	(4)	(59)	(71)
其它	0	5	4	7	8
投资活动现金流	(64)	(108)	(10)	(10)	(10)
资本支出	(85)	(69)	(10)	(10)	(10)
其他投资	21	(38)	0	0	0
筹资活动现金流	(112)	(54)	278	(28)	(31)
借款变动	8	64	(246)	0	0
普通股增加	0	0	70	0	0
资本公积增加	0	0	563	0	0
股利分配	(105)	(105)	(105)	(33)	(37)
其他	(15)	(13)	(4)	5	6
现金净增加额	60	(18)	406	49	52

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1686	1631	1703	1839	2014
营业成本	754	710	746	811	886
营业税金及附加	21	21	22	23	26
营业费用	475	495	518	560	609
管理费用	240	247	259	280	303
财务费用	17	14	5	(4)	(4)
资产减值损失	15	13	13	13	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1	1
营业利润	166	132	140	157	183
营业外收入	5	16	16	16	16
营业外支出	3	2	2	2	2
利润总额	168	146	154	170	197
所得税	44	37	39	43	50
净利润	124	109	115	127	146
少数股东损益	4	4	5	5	6
归属于母公司净利润	120	104	110	122	140
EPS (元)	0.57	0.50	0.39	0.44	0.50

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	12%	-3%	4%	8%	10%
营业利润	21%	-21%	6%	12%	17%
净利润	15%	-13%	6%	10%	15%
获利能力					
毛利率	55.3%	56.4%	56.2%	55.9%	56.0%
净利率	7.1%	6.4%	6.5%	6.6%	7.0%
ROE	15.5%	12.3%	7.4%	7.7%	8.4%
ROIC	12.7%	9.6%	7.1%	7.0%	7.6%
偿债能力					
资产负债率	43.0%	38.1%	16.4%	16.3%	16.0%
净负债比率	19.1%	18.6%	0.9%	0.8%	0.8%
流动比率	1.8	1.9	5.1	5.3	5.4
速动比率	1.0	1.0	3.4	3.5	3.6
营运能力					
资产周转率	1.2	1.2	0.9	1.0	1.0
存货周转率	1.6	1.5	1.6	1.6	1.6
应收帐款周转率	6.6	6.5	7.2	7.6	7.6
应付帐款周转率	6.7	5.4	6.0	6.1	6.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.57	0.50	0.39	0.44	0.50
每股经营现金	1.13	0.69	0.49	0.31	0.33
每股净资产	3.70	4.04	5.31	5.63	6.00
每股股利	0.50	0.50	0.12	0.13	0.15
估值比率					
PE	43.1	49.7	62.7	56.7	49.2
PB	6.7	6.1	4.6	4.4	4.1
EV/EBITDA	10.0	12.0	11.6	11.3	9.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

孙妤，英国伯明翰大学酒店管理学硕士，现为招商证券服饰纺织行业首席分析师，6 年服饰纺织行业研究经验，曾任职于天相投顾 1 年。

王孜，北京大学经济学硕士，中央财经大学金融学本科，2015 年加入招商证券。

团队成绩：连续 4 年上榜《新财富》服装纺织行业最佳分析团队。2011-14 年度水晶球奖分析师纺织和服饰行业第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。