



新股分析

603608.CH

理论发行价格：人民币 9.80

合理价格区间：15.60-19.50

目标价格基础：市盈率 40-50 倍

板块评级：未有评级

本次发行情况

本次发行股数(百万)	70
募集资金(人民币, 百万)	128.04
发行前总股本(百万)	210
发行后总股本(百万)	280
流通股(%)	25
发行价格对应市盈率(2014)	23
同行业市盈率(2014)	61
主要股东(%)	
梁耀华和李林一致行动人	50.30

资料来源：公司数据，万得及中银证券

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

纺织服装：服装家纺

唐佳睿, CFA/CAIA/FRM

(8621)20328511

jiarui.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300513110001

林琳

(8621)20328527

lin.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300513090005

天创时尚

专注于中高端女鞋市场的鞋企

公司主要是从事中高端女鞋的研发、生产、分销及零售业务的企业。公司立足于二、三线城市，运用以直营销销售为主，经销商及电商销售为辅的销售模式。截至 2015 年上半年公司旗下拥有门店 2,148 间，其中直营店 1,436 间。公司现有股本 21,000 万股，按照新发行 7,000 万股计算，预计发行后总股本 28,000 万股。经盈利模型预测，我们预计 2015-17 年全面摊薄每股收益分别为 0.385、0.364、0.364 元，以 2014 年为基期三年复合增长率-5.3%。参照公司业绩增速以及 A 股可比公司估值、行业景气度，我们给予公司 2015 年 40 倍市盈率，对应目标价 15.60 元/股。

报告要点

- 公司针对不同需求的女性消费者，先后创立 4 个中高端自有品牌，代理 1 个西班牙品牌。其主力品牌也是创始品牌“KISSCAT”2014 年销售收入为 93,636.19 万元，位于国内女鞋产品第六名，市场份额为 3.57%。“tigrisso”和“KissKitty”近几年销售增速也较快，对业绩贡献日益显著。
- 营收及营业利润稳步增长。随着公司规模的不提高，2012-2015 年上半年，公司分别实现收入 129,168.14 万元、150,971.74 万元、168,587.65 万元和 81,064.54 万元，2013-14 年营收分别同比增长 16.88%、11.67%。2012-2015 年上半年营业利润分别为 13,133.75 万元、13,769.63 万元、16,632.91 万元和 7,674.05 万元，2013-14 年营业利润分别增长 4.84%、20.79%。公司营业收入及营业利润稳步增长。
- 终端网络提升空间较大。公司采用直营店为主，销售产品的占比超过 70%，经销商和电子商务为辅的销售模式。截至 2015 年上半年，公司在全国布局网点 2,148 个，其中直营网点 1,436 个，与同行业上市公司门店数相比，其营销网络建设仍具有较大的市场发展空间。此外，为顺应电商快速发展的需求，公司加强了与天猫、唯品会等大型电商平台合作，电子商务销售收入呈现快速增长态势，占公司主营业务收入的比重从 2012 年的 1.08% 上升到 2014 年的 9.59%。
- 我国女鞋市场行业集中度逐步提高，人均鞋类消费数量及档次稳步提高，未来前景广阔。根据 CIIC 消费品市场重点调查报告，2000 年、2008 年、2014 年女鞋市场前十大品牌的市场份额分别为 35.30%、38.44%、45.07%，女鞋市场集中度逐步提高。随着我国人均可支配收入的不断提高，我国城镇人均鞋类消费由 2003 年的 2.58 双/人上升至 2013 年的 3.15 双/人，金额超 400 元。

主要风险

- 原材料价格大幅波动。库存占资产比重过大。新开门店培育期低预期。

估值

- 经盈利模型预测，我们预计 2015-17 年全面摊薄每股收益分别为 0.385、0.364、0.364 元，以 2014 年为基期三年复合增长率-5.3%。参照公司业绩增速以及 A 股可比公司估值、行业景气度，我们给予公司 2015 年 40 倍市盈率，对应目标价 15.60 元/股。

投资摘要

年结日：12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	1,510	1,686	1,708	1,627	1,661
变动(%)	n.a.	12	1	(5)	2
净利润(人民币 百万)	104	120	108	102	102
全面摊薄每股收益(人民币)	0.372	0.429	0.385	0.364	0.364
变动(%)	n.a.	15.4	(10.2)	(5.4)	0.0
每股现金流量(人民币)	0.39	(0.69)	(0.33)	0.01	0.10
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

资料来源：公司数据及中银证券预测

目录

投资摘要.....	3
公司概况.....	4
主营业务分析.....	6
公司竞争优势分析.....	14
财务分析.....	15
募投项目分析.....	18
盈利预测及假设.....	20
研究报告中所提及的有关上市公司.....	23

投资摘要

公司系天创有限公司于2012年5月11日整体变更设立的股份有限公司，主要从事时尚女皮鞋的研发、生产、分销及零售业务。“KISSCAT”作为公司的创始品牌，已在市场上具备较高的知名度，根据CIIC数据，2014年“KISSCAT”品牌销售收入位于国内女皮鞋类产品第六名，市场份额为3.57%。近几年，公司针对不同生活阅历和价值追求的女性消费者的差异化消费特点，实施多品牌经营策略，相继推出“ZsaZsaZsu”、“tigrisso”和“KissKitty”三个自有品牌，并代理西班牙“Patricia”品牌。

募投项目将有效提升终端网络规模

在销售网络方面，公司主要采用直营店和经销商为主，电子商务为辅的销售模式，其中通过商场店中店渠道进行直销售为公司主要销售模式。截至2015年上半年公司门店布局主要围绕国内中心城市和重点片区进行开店，门店主要布局于一、二线城市核心商圈的优质百货渠道，公司已在北京、上海、深圳、成都、长沙，以及郑州、西安、呼和浩特、哈尔滨等中心城市布局2,148个营销网点，其中直营店1,436间，加盟店712家，直营店门店占比约为67%。直营店按经营和结算方式划分，可分为商场店中店和独立店两类，其中商场店中店占直营终端的比例超过95%，直营店一般开设于城市群的核心城市和次中心城市，以及一些经济发展较好、市场容量较大的辐射区城市。百丽国际截至2015年2月28日，门店数量为14,128间；千百度截至2014年12月31日，门店数量为2,297间；星期六截至2014年6月30日，门店数量为2,330间。与同行业上市公司门店数相比，公司营销网络建设具有较大的市场发展空间。未来三年，公司计划通过进驻大中型百货商场新建428间直营店铺，店铺规划地址在一、二线经济发达城市的繁华商圈；在大中型商业中心新建20间旗舰店。

公司营收及营业利润稳步增长

随着公司规模的不不断提高，2012-2015年上半年，公司分别实现收入129,168.14万元、150,971.74万元、168,587.65万元和81,064.54万元，2013-14年营收分别同比增长16.88%、11.67%。2012-2015年上半年营业利润分别为13,133.75万元、13,769.63万元、16,632.91万元、和7,674.05万元，2013-14年营业利润分别增长4.84%、20.79%。公司营业收入及营业利润稳步增长。

公司现有股本21,000万股，按照新发行7,000万股，预计发行后总股本28,000万股。经盈利模型预测，我们预计2015-17年全面摊薄每股收益分别为0.385、0.364、0.364元，以2014年为基期三年复合增长率-5.3%。参照公司业绩增速以及A股可比公司估值、行业景气度，我们给予公司2015年40倍市盈率，对应目标价15.60元/股。

图表 1. 可比上市公司估值比较

股票名称	代码	收盘价	每股收益(元)			净利润增速(%)			市盈率(倍)		
			2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E
星期六	002291.CH	11.40	0.10	0.08	0.09	5.67	(20.16)	12.50	114	143	127
奥康国际	603001.CH	23.70	0.64	0.94	1.16	(5.83)	46.88	23.40	37	25	20
红蜻蜓	603116.CH	25.78	0.80	0.84	0.882	27.19	5.00	5.00	32	31	29
平均值									61	66	59
天创时尚	603608.CH		0.429	0.385	0.364	15.40	(10.20)	(5.40)			

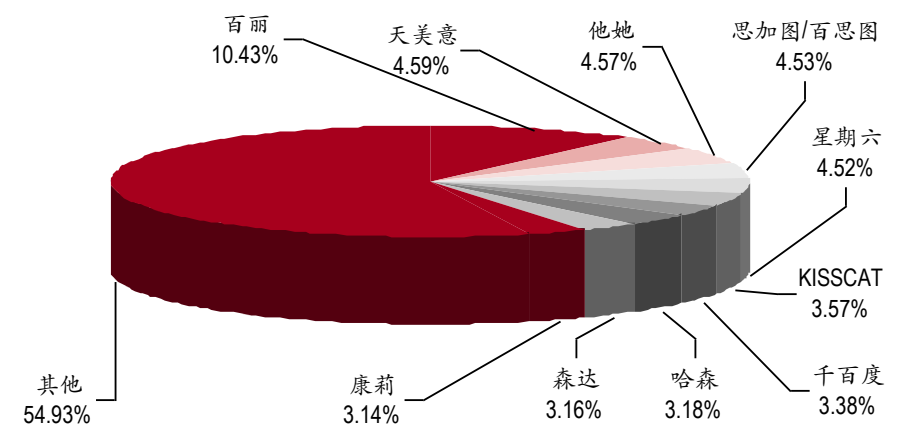
资料来源：万得，中银证券

注：收盘价以2016年1月25日为准

公司概况

公司系天创有限于2012年5月11日整体变更设立的股份有限公司，主要从事时尚女皮鞋的研发、生产、分销及零售业务。“KISSCAT”作为公司的创始品牌，已在市场上具备较高的知名度，根据CIIC数据，2014年“KISSCAT”品牌销售收入位于国内女皮鞋类产品第六名，市场份额为3.57%。前五位的品牌中，百丽、天美意、他她、思加图/百思图为百丽国际控股有限公司自有品牌。

图表 2. 2014 年女鞋品牌市场份额

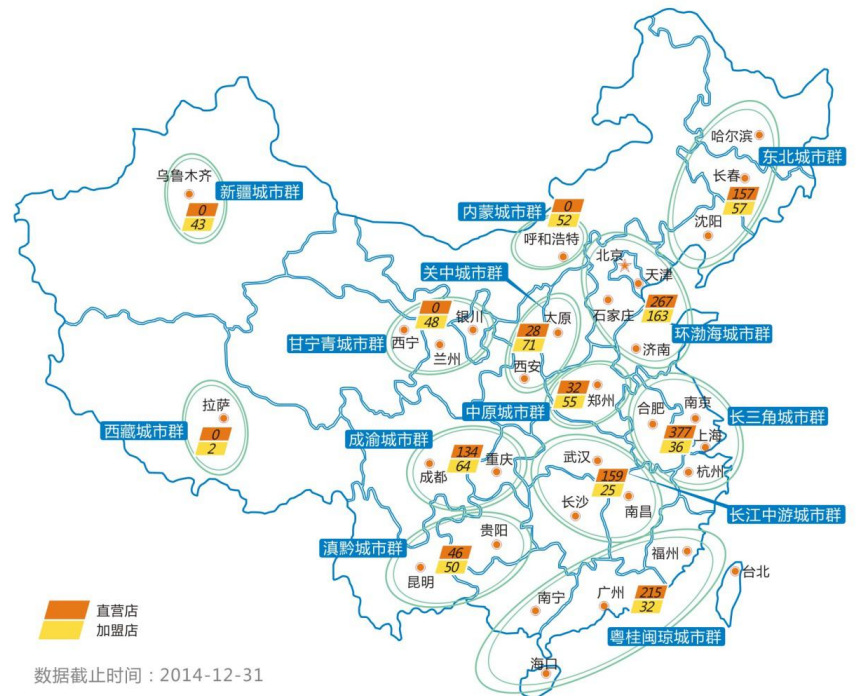


资料来源：招股说明书，中银证券

近几年，公司针对不同生活阅历和价值追求的女性消费者的差异化消费特点，实施多品牌经营策略，在创始品牌“KISSCAT”取得成功后，相继推出“ZsaZsaZsu”、“tigrisso”和“KissKitty”三个自有品牌，并代理西班牙“Patricia”品牌。

在销售网络方面，公司主要采用直营店和经销商为主，电子商务为辅的销售模式，其中通过商场店中店渠道进行直营销售为公司主要销售模式。截至2015年上半年公司门店布局主要围绕国内中心城市和重点片区进行开店，门店主要布局于一、二线城市核心商圈的优质百货渠道，公司已在北京、上海、深圳、成都、长沙，以及郑州、西安、呼和浩特、哈尔滨等中心城市布局2,148个营销网点，其中直营店1,436间，加盟店712家，直营店占比约为67%。直营店按经营和结算方式划分，可分为商场店中店和独立店两类，其中商场店中店占直营终端的比例超过95%。直营店一般开设于城市群的核心城市和次中心城市，以及一些经济发展较好、市场容量较大的辐射区城市。

图表 3. 截至 2014 年底，公司门店全国布局图

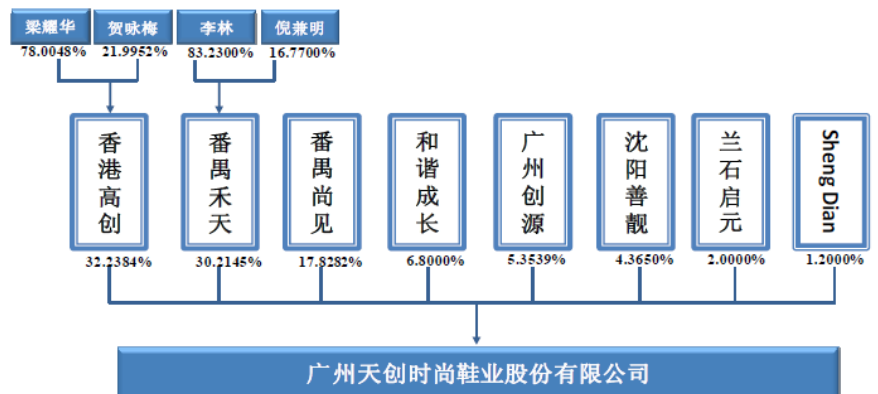


资料来源：招股说明书、中银证券

公司生产模式包括自主生产和外协生产两种方式，公司以自主生产为主，2012-14 年，公司自主生产产品数量占同期产量的比重分别为 62.83%、64.71% 和 63.55%。

本次发行前，梁耀华和李林二人为公司实际控制人，梁耀华通过香港高创间接持有公司股份占发行前总股本的 25.15%。李林通过番禺禾天间接持有公司股份占发行前总股本的 25.15%，梁耀华和李林二人间接共同持有公司发行前总股本的 50.30%

图表 4. 发行前，公司股权结构



资料来源：招股说明书、中银证券

主营业务分析

五个不同女鞋品牌致力于五个不同细分市场

公司主要从事时尚女皮鞋的研发、生产、分销及零售业务，自创立以来一直专注于时尚女皮鞋市场。公司在中国市场上根据5个不同的细分市场，提供了差异化价值服务的5个品牌，分别是 KISSCAT、ZsaZsaZsu、tigrisso、KissKitty 和 Patricia。

图表 5. 公司 5 个品牌的定位及产品线

KISSCAT--公司创始品牌，定位于中高端，自 2006 年起，连续 9 年销售收入位于女鞋市场前 6，

目标客户层	22-45 岁上班族和职业女性	
品牌哲学	舒适、时尚、易搭配	
	产品线	价格带 (元/双)
产品系列	晚装系列	1,299-1,899
	正装系列	1,099-1,699
	便装系列	839-1,399
	通勤系列	899-1,399
	流行系列	899-1,599

ZsaZsaZsu--2008 年投放市场，定位于中高端，公司联合西班牙、台湾、香港等地知名品牌策划师、设计师打造

目标客户层	25-38 岁追求中高端时尚生活的女性	
品牌哲学	惊艳生活之美	
	产品线	价格带 (元/双)
产品系列	都会系列	1,398-2,898
	假日系列	1,298-2,298

tigrisso--定位于中高端消费市场，2010 年投放市场以来，成为公司成长最快的品牌之一

目标客户层	24-45 岁追求优雅精致生活的女性	
品牌哲学	无处不优雅	
	产品线	价格带 (元/双)
产品系列	晚装系列	1,398-2,398
	正装系列	1,098-1,898
	便装系列	998-1,698

KissKitty--2011 年推出的潮流品牌

目标客户层	18-28 岁年轻态生活的潮流女性	
品牌哲学	潮趣	
	产品线	价格带 (元/双)
产品系列	商务潮流系列	699-1,299
	都市潮流系列	599-1,199
	运动时尚系列	599-999

Patricia--是子公司帕翠亚于 2007 年代理经营的西班牙品牌，品牌创立于上世纪 70 年代，产品均从西班牙进口

目标客户层	30-48 岁追求高品质生活的成熟女性	
品牌哲学	高品位生活体验	
	产品线	价格带 (元/双)
产品系列	正装系列	
	商务休闲系列	2,280-3,680
	休闲系列	
	时尚系列	

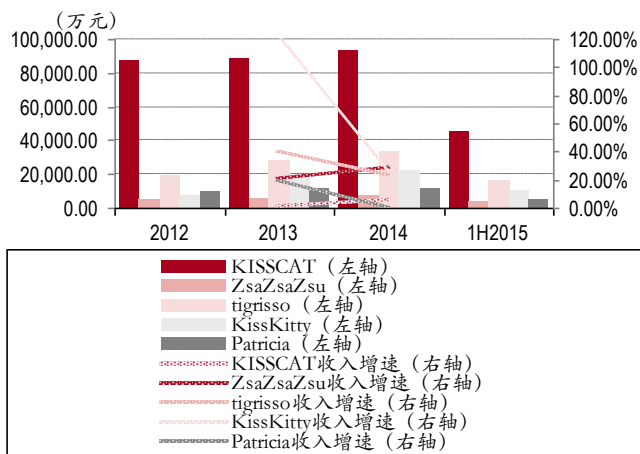
资料来源：招股说明书、中银证券

收入按品牌分析：“KISSCAT”贡献主要收入，“tigrisso”及“KissKitty”收入增速较高

从公司各品牌的收入占比来看，公司主营收入主要来源于“KISSCAT”，2012年“KISSCAT”收入占公司主营收入的比例为67.68%，随着公司多品牌战略的不断推进，品牌差异化运营模式的效果在近几年逐步体现，自有品牌“tigrisso”及“KissKitty”的收入金额和销售占比则逐年稳步提升，2014年KISSCAT收入占公司主营收入的比例已降为55.62%，而“tigrisso”及“KissKitty”两个品牌2014年的销售占比为20.06%、13.35%，合计共占比33.41%，多品牌的运营模式使公司稳固市场占有率的同时为公司带来了重要的盈利增长点。

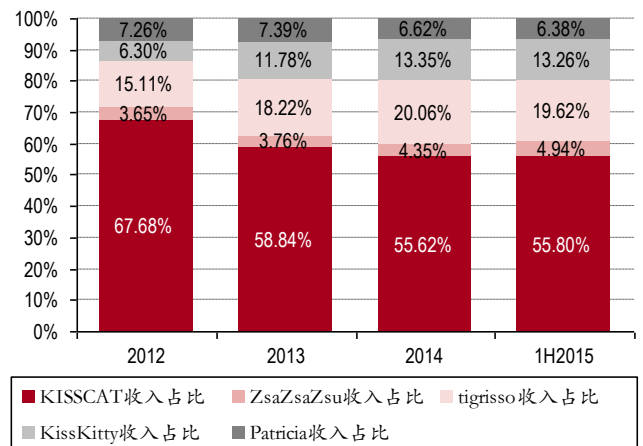
从公司各品牌收入增速来看，“KISSCAT”作为创始品牌以及公司目前主要品牌，已在市场上具备较高知名度，为公司收入持续增长奠定稳固的基础，2012-14年分别实现销售收入8.73亿元、8.87亿元、9.36亿元，2013-14年分别同比增长6.25%和28.06%。“tigrisso”自2010年投放市场以来，保持了较高的收入增速，2012-14年分别实现收入1.95亿元、2.75亿元和3.38亿元，2013-14年分别同比增长40.90%和22.90%，收入占比由2012年的15.11%上升至2014年的20.06%，已成为公司收入的重要贡献品牌。2012年投入市场的“KISSKITTY”品牌表现也较好，2012年当年实现，销售收入8,133.31万元，占主营业务收入比例达到6.30%，2013-14年分别实现销售收入为1.78亿元和2.25亿元，2013和14年分别同比增长118.41%和26.5%，2014年销售占主营收入的比例为13.35%，有效的带动了主营收入的增长。

图表 6. 公司各品牌 2012-1H2015 年销售收入及增速



资料来源：公司招股说明书、中银证券

图表 7. 2012-1H2015 年公司各品牌销售收入占比情况



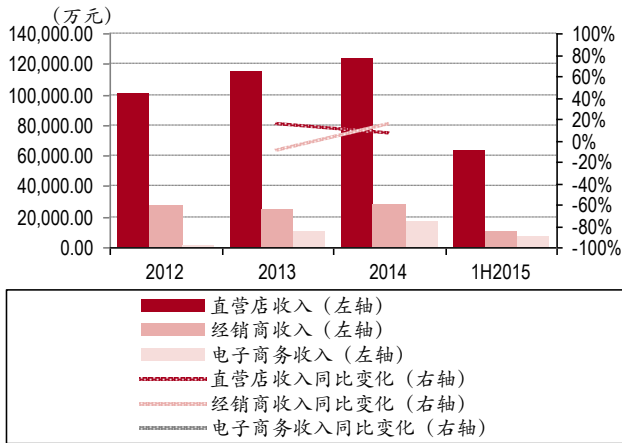
资料来源：公司招股说明书、中银证券

收入按销售模式分析：直营店模式为主

公司的销售模式以直营店和经销商为主，电子商务销售为辅，2012-14年公司直营店铺分别实现销售收入为100,504.63万元、115,398.67万元及123,855.01万元，除同店增长的因素外，门店数快速扩张是主要原因2012-14年公司直营门店数分别为1,192间、1,340间和1,415间，2013-14年同比增长12.42%和5.6%。2012-14年直营店销售收入占主营业务收入的比重分别为77.88%、76.54%及73.57%，2012-14年直营店门店数占总门店数比例为65.72%、68.37%和66.97%。此外，公司加强了与天猫、唯品会等大型电商平台合作，电子商务销售收入呈现快速增长态势，占公司主营业务收入的比重从2012年的1.08%上升到2014年的9.59%。

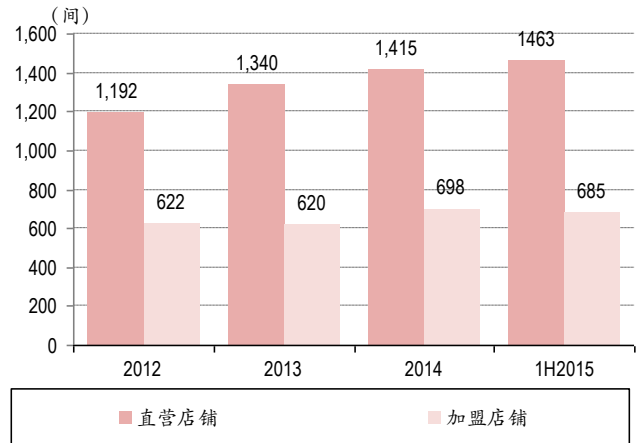
2012-15年上半年公司经销商渠道实现收入分别为27,158.11万元、24,606.83万元、28,348.90万元和10,658.66万元，销售收入占同期销售收入的比重分别为21.04%、16.32%、16.84%和13.17%，随着公司直营店规模扩张，经销模式收入占比有所下降。

图表 8. 公司各渠道 2012-1H2015 年销售收入及增速



资料来源: 公司招股说明书、中银证券

图表 9. 2012-1H2015 年公司各渠道门店数

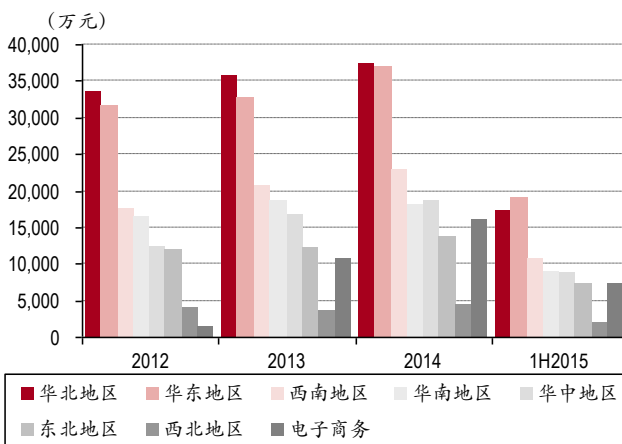


资料来源: 公司招股说明书、中银证券

收入按区域分析: 主要来源于华北及华东地区

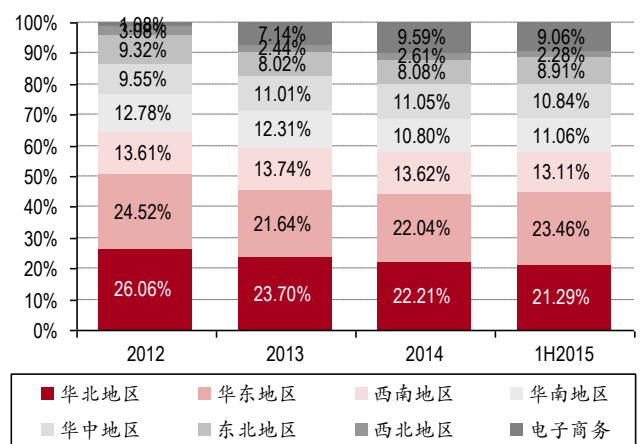
公司产品全部为内销, 公司主营业务收入主要来源于华北及华东地区, 两区收入合计金额占各期收入总额的比重均在 44% 以上, 随着公司销售网络逐步扩大, 各地区的收入呈现协同增长的态势。

图表 10. 公司各地区 2012-1H2015 年销售收入



资料来源: 公司招股说明书、中银证券

图表 11. 2012-1H2015 年公司各地区销售收入占比

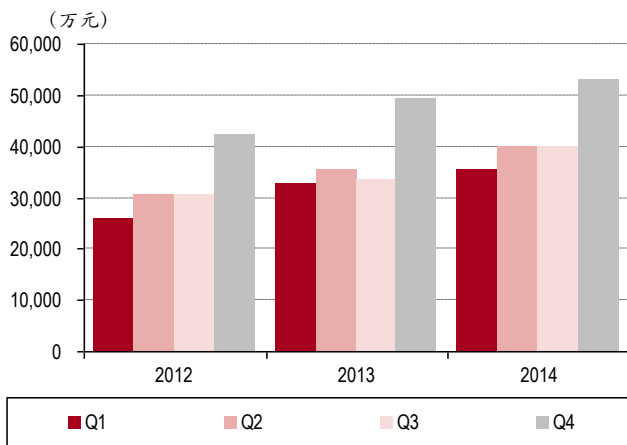


资料来源: 公司招股说明书、中银证券

收入按季节性分析：下半年销售额高于上半年

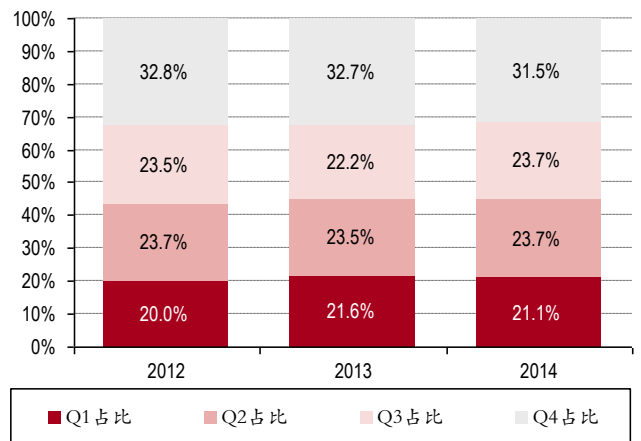
鞋类行业在下半年的销售额一般明显高于上半年，主要原因在于下半年秋冬女皮鞋的单价普遍高于春夏。以外，法定节假日和换季促销所带来的消费需求在特定时期内出现较大幅度的增长。因此，公司主营业务收入的波动随着季节的变化出现周期性波动，导致公司的经营业绩也呈现出季节性波动的特点。鞋类销售随着秋冬季产品的上市，呈现出明显的销售高峰，且由于秋冬季产品的单价普遍高于春夏季产品，因此，每年的第四季度是公司的销售旺季。

图表 12. 公司各季度 2012-14 年销售收入



资料来源：公司招股说明书、中银证券

图表 13. 2012-2014 年公司各季度销售收入占比



资料来源：公司招股说明书、中银证券

主营业务毛利率：2015 年上半年有较快的提升

公司综合毛利率与主营业务毛利率较为接近，主要原因是公司营业总收入的 99% 来自主营业务。2014-15 年上半年公司主营业务毛利率分别为 53.79%、53.78%、55.31% 和 58.11%，近两年毛利率提升较快。

图表 14. 2012-1H2015 公司主营业务毛利率及综合毛利率 (%)

(%)	2012	2013	2014	1H2015
主营业务毛利率	53.79	53.78	55.31	58.11
综合毛利率	53.80	53.81	55.29	58.11

资料来源：招股说明书、中银证券

毛利率按品牌分析：各品牌毛利率整体逐步提升，“tigrisso”品牌毛利率最高

2012 年至 2015 上半年年，公司品牌“tigrisso”毛利率分别为 62.00%、58.54%、61.54% 和 62.60%，均高于当期公司其他品牌毛利率，主要系产品定位中高端女鞋产品，具有一定的时尚元素，品牌附加值高，产品零售定价在公司自有品牌当中处于较高的水平。品牌注重鞋款销售周期管理，降低过季款式所占比重，2012 年至 2014 年一年以内库龄的产品占比分别为 74.75%、81.07% 及 86.20%，故产品平均售价能维持较高水平。同时，随着该品牌在报告期内销售规模不断扩大，具有一定的规模效应，使产品成本控制在一定范围内。因此，“tigrisso”品牌毛利率较公司其他品牌高。

Patricia 作为公司代理的高端品牌，产品成本相对较高，公司为维持产品定位，保证公司盈利水平，采取较高的市场定价。并且品牌产品为经典鞋款，受市场流行元素变动影响较小，适卖期较长，销售过程中老款价格下降幅度较小，因此公司产品毛利率报告期内稳定上升。

图表 15. 2012-1H2015 年公司各品牌平均售价、成本及毛利率

品牌		2012	2013	2014	1H2015
KISSCAT	平均售价(元/双)	296.55	311.12	313.29	300.22
	平均成本(元/双)	140.35	145.03	142.72	128.45
	毛利率(%)	52.67	53.38	54.44	57.21
ZsaZsaZsu	平均售价(元/双)	397.87	375.39	488.37	518.38
	平均成本(元/双)	184.55	191.72	231.74	218.03
	毛利率(%)	53.62	48.93	52.55	57.94
tigrisso	平均售价(元/双)	456.13	470.69	491.85	469.69
	平均成本(元/双)	173.32	195.16	189.16	175.65
	毛利率(%)	62.00	58.54	61.54	62.60
KissKitty	平均售价(元/双)	303.36	306.04	299.17	300.13
	平均成本(元/双)	152.71	150.66	145.27	138.64
	毛利率(%)	49.66	50.77	51.44	53.81
Patricia	平均售价(元/双)	1,272.80	1,278.50	1,344.21	1,363.69
	平均成本(元/双)	625.78	607.79	628.64	527.99
	毛利率(%)	50.83	52.46	53.23	61.28
合计	平均售价(元/双)	337	354	361	350
	平均成本(元/双)	156	164	161	146
	毛利率(%)	53.71	53.67	55.40	58.11

资料来源：招股说明书、中银证券

毛利率按渠道分析：直营店毛利率最高

各渠道毛利率水平主要由产品的销售价格决定，直营店一般由公司掌管从生产到销售的全产业链，可实现利润最大化，因此鞋子的单价水平较高；电子商务渠道的消费群体对价格较为敏感，适合折扣货品或单价水平较低的鞋款，因此单价水平较低；而经销商模式是经销商采取买断的销售模式，经销商需要投入较多资金购买存货，承担存货风险，承担销售费用，因此经销商的拿货价格为批发价，价格水平较直营店低。

公司各报告期内各销售渠道除了直营店 2013 年毛利率同比略降 0.23%，其余均呈现稳步提升态势。直营店毛利率 2013 年略有下降的主要是因为 2013 年公司对产品结构进行管理，对部分品牌过季款进行清货，毛利相较于上一年度有所下降，致使公司直营渠道毛利率下降。

图表 16. 2012-14 年公司各渠道平均售价、成本及毛利率

		2012	2013	2014	1H2015
直营店	平均售价(元/双)	362.78	385.06	396.85	392.35
	平均成本(元/双)	156.04	166.5	162.6	152.74
	毛利率(%)	56.99	56.76	59.03	61.07
经销商	平均售价(元/双)	269.98	277.35	281.56	223.96
	平均成本(元/双)	155.37	157.66	157.03	122.64
	毛利率(%)	42.45	43.15	44.23	45.24
电子商务	平均售价(元/双)	245.88	291.25	303.63	312.21
	平均成本(元/双)	136.17	156.95	163.36	151.61
	毛利率(%)	44.62	46.11	46.20	51.44

资料来源：招股说明书、中银证券

各品牌门店数及单店收入分析

公司实施多品牌差异化市场发展策略，通过多品牌进行渠道扩张，公司直营店规模持续增长，2012-15年上半年公司直营店铺总数量分别为1,193间、1,340间、1,415间和1,436间，门店数增长较快。2014年以来，公司调整经营策略，关闭部分单店销售较差、效益较低的直营店。截至2015年上半年，公司共有门店2,148家，其中直营店1,436家，加盟店712家。公司的新品牌的门店数量与上市的同类公司的店铺数量相比仍有较大差距。随着城市化率不断提高，新兴地区商圈的发展，公司在百货商场、购物中心等渠道开设新店仍有较大空间，因此公司在未来将继续扩展商场直营渠道。

图表 17. 2014 及 2015 年上半年公司各品牌直营及加盟店变化

	KC	ZSA	TS	KK	PT	小计
2014 年开关店情况						
新增						
直营店	90	26	62	71	5	254
加盟店	63	2	45	29	3	142
小计	153	28	107	100	8	396
关闭						
直营店	75	20	30	51	3	179
加盟店	37	1	18	5	3	64
小计	112	21	48	56	6	243
截止 2014 年底店铺数据						
直营店	752	76	291	245	51	1,415
加盟店	445	4	125	95	29	698
小计	1,197	80	416	340	80	2,113
2015 年上半年开关店情况						
新增						
直营店	29	9	22	25	2	87
加盟店	31	2	6	11	1	51
小计	60	11	28	36	3	138
关闭						
直营店	33	8	8	16	1	66
加盟店	23	0	4	7	3	37
小计	56	8	12	23	4	103
截止 2015 年上半年店铺数据						
直营店	748	77	305	254	52	1,436
加盟店	453	6	127	99	27	712
小计	1,201	83	432	353	79	2,148

资料来源：招股说明书、中银证券

公司自有品牌各年新开店与老店铺相比单店销售收入较低，主要原因为新店市场培育需要一定周期，老店铺开店时间较长，市场相对成熟。随着新店影响力的逐步扩大，客层逐步培养，其销售收入逐步提升。同时，新店开设当年销售费用相对较高，主要系新开设店铺宣传、人员培训、店铺装修等费用较高。

作为公司主力品牌，“KISSCAT”发展比较成熟，在一、二线市场已开设一定数量规模较大、质量较高的店铺，单店销售收入在自有品牌中相对较高。

“ZsaZsaZsu”2008年在国内中高端消费市场投放，2012-2013年该品牌处于发展的探索、调整期，收入较低，同时销售费用率偏高。2014年公司逐步调整品牌发展策略，注重开店质量，因此2014年新开店单店销售收入较高。

“tigrisso”为公司2010年推出的品牌，公司一般采取在一、二线城市的主流商圈开设新店铺。2013年，为保持品牌的扩张速度，公司选择在一、二线城市周边地区、部分三线城市，以及部分处于培育期的商圈开设新店铺，使得新开店铺的单店销售收入偏低，2014年公司及时调整了开店策略，新开店铺单店收入有所提升。

“KissKitty”为公司2011年推出的年轻潮流品牌，公司为了培养年轻客户层，采取在一、二、三线城市同时扩张的策略。目前品牌仍处于发展初期，因此单店销售收入略低于其他品牌。

“Patricia”是子公司帕翠亚于2007年代理经营的西班牙品牌，产品均从西班牙进口，主要针对成熟、成功的职业女性客户。该品牌主要于一线城市的高端百货开设店铺。近年为逐步扩张发展，逐步在二线城市高端商场开设新的店铺，因此报告期内新开店铺销售收入水平略有下降，但单店销售收入仍保持在较高水平。

图表 18. 公司各品牌 2012-15 年上半年店铺情况、销售收入及单店月收入

品牌	2012	2013	2014	2015 上半年	
KISSCAT	2012 年前老店铺个数	454			
	老店铺销售收入(万元)	53,610.60	52,565.41	49,315.50	23,307.23
	2012 年前老店铺单店月收入(万元/月)	9.12	8.94	8.39	8.56
	2012 年新开店个数	80			
	2012 年新开店总销售收入(万元)	2,453.17	5,308.42	5,639.86	3,014.26
	2012 年新开店单店月收入(万元/月)	6.08	5.67	6.03	6.28
	2013 年新开店个数		98		
	2013 年新开店总销售收入(万元)		2,989.48	6,531.71	3,411.58
	2013 年新开店单店月收入(万元/月)		5.37	5.55	5.8
	2014 年新开店个数			87	
	2014 年新开店总销售收入(万元)			2,360.23	2,682.62
	2014 年新开店单店月收入(万元/月)			5.7	5.14
	2015 年上半年新开店个数				29
2015 年上半年新开店总销售收入(万元)				522.28	
2015 年上半年新开店单店月收入(万元/月)				5.74	
ZsaZsaZsu	2012 年前老店铺个数	23			
	老店铺销售收入(万元)	1,911.07	1,911.07	1,910.60	1,107.52
	2012 年前老店铺单店月收入(万元/月)	7.74	7.58	7.58	8.03
	2012 年新开店个数	8			
	2012 年新开店总销售收入(万元)	186.01	580	628.32	230.83
	2012 年新开店单店月收入(万元/月)	3.97	3.72	4.03	4.81
	2013 年新开店个数		12		
	2013 年新开店总销售收入(万元)		362.6	897.1	458.05
	2013 年新开店单店月收入(万元/月)		4.14	4.4	6.36
	2014 年新开店个数			25	
	2014 年新开店总销售收入(万元)			958.69	1,060.99
	2014 年新开店单店月收入(万元/月)			8.69	7.07
	2015 年上半年新开店个数				9
2015 年上半年新开店总销售收入(万元)				162.73	
2015 年上半年新开店单店月收入(万元/月)				5.25	

资料来源：招股说明书、中银证券

注：1) 老店铺是指在2012年初已开设并在报告期内一直营业的直营店，新店铺是指在2012年、2013年、2014年以及2015年新开，并且截至2015年6月30日仍在营业的直营店，新老店铺均不包括在报告期内已经关闭的直营店。2) 对于新店铺而言，上表的“单店月收入”是按照新店铺当年实际经营的月份数加权平均统计

续 图表 18. 公司各品牌 2012-15 年上半年店铺情况、销售收入及单店月收入

品牌		2012	2013	2014	2015 上半年
tigrisso	2012 年前老店铺个数	91			
	老店铺销售收入(万元)	11,140.66	11,338.21	10,967.12	4,958.62
	2012 年前老店铺单店月收入(万元/月)	9.57	9.74	9.42	9.08
	2012 年新开店个数	74			
	2012 年新开店铺总收入(万元)	3,518.24	7,602.94	7,931.28	3,558.12
	2012 年新开店铺单店月收入(万元/月)	8.82	8.45	8.81	8.01
	2013 年新开店个数		56		
	2013 年新开店铺总收入(万元)		1,753.53	4,235.05	1,871.25
	2013 年新开店铺单店月收入(万元/月)		5.77	5.98	5.57
	2014 年新开店个数			62	
	2014 年新开店铺总收入(万元)			2,221.16	2,296.05
	2014 年新开店铺单店月收入(万元/月)			8.59	6.17
	2015 年上半年新开店个数				22
2015 年上半年新开店铺总收入(万元)				348.51	
2015 年上半年新开店铺单店月收入(万元/月)				5.71	
KissKitty	2012 年前老店铺个数	28			
	老店铺销售收入(万元)	2,460.00	2,760.06	2,539.90	1,037.00
	2012 年前老店铺单店月收入(万元/月)	5.69	6.39	5.88	6.17
	2012 年新开店个数	78			
	2012 年新开店铺总收入(万元)	2,425.03	5,980.72	6,017.62	2,396.71
	2012 年新开店铺单店月收入(万元/月)	5.4	5.86	5.9	5.12
	2013 年新开店个数		54		
	2013 年新开店铺总收入(万元)		1,488.00	2,953.33	1,403.56
	2013 年新开店铺单店月收入(万元/月)		4.96	4.47	4.33
	2014 年新开店个数			69	
	2014 年新开店铺总收入(万元)			2,131.58	1,960.30
	2014 年新开店铺单店月收入(万元/月)			5.56	4.74
	2015 年上半年新开店个数				25
2015 年上半年新开店铺总收入(万元)				331.67	
2015 年上半年新开店铺单店月收入(万元/月)				5.35	
Patricia	2012 年前老店铺个数	24			
	老店铺销售收入(万元)	5,773.08	5,713.14	5,522.80	2,463.15
	2012 年前老店铺单店月收入(万元/月)	20.05	19.84	19.18	17.11
	2012 年新开店个数	12			
	2012 年新开店铺总收入(万元)	736.59	1,858.40	1,862.86	803.76
	2012 年新开店铺单店月收入(万元/月)	14.91	12.91	12.94	11.16
	2013 年新开店个数		10		
	2013 年新开店铺总收入(万元)		620.8	1,339.05	786.93
	2013 年新开店铺单店月收入(万元/月)		10.86	11.16	13.12
	2014 年新开店个数			4	
	2014 年新开店铺总收入(万元)			218.35	331.28
	2014 年新开店铺单店月收入(万元/月)			13.59	13.8
	2015 年上半年新开店个数				2
2015 年上半年新开店铺总收入(万元)				23.48	
2015 年上半年新开店铺单店月收入(万元/月)				11.74	

资料来源：招股说明书、中银证券

注：1) 老店铺是指在 2012 年初已开设并在报告期内一直营业的直营店，新店铺是指在 2012 年、2013 年、2014 年以及 2015 年新开，并且截至 2015 年 6 月 30 日仍在营业的直营店，新老店铺均不包括在报告期内已经关闭的直营店。2) 对于新开店而言，上表的“单店月收入”是按照新店铺当年实际经营的月份数加权平均统计

公司竞争优势分析

满足女性差异化消费需求的多品牌组合

公司通过实现三重聚焦，即：聚焦企业战略、聚焦目标细分市场、聚焦女性消费核心价值来实现公司多品牌战略。目前公司旗下共有 5 大品牌，满足女性年龄跨度为 22-48 岁。

公司创始品牌“KISSCAT”以“时尚、舒适”为核心，旨在提供优质的办公与通勤时尚女鞋，2014 年品牌销售收入位于女皮鞋类行业第 6 位；融合意大利设计风格的两个自有品牌“ZsaZsaZsu”和“KissKitty”，分别以中高端时尚生活女性和年轻态生活的潮流女性为目标客层，提供国际时尚和青春潮品的装扮体验；融合西班牙设计风格的自有品牌“tigrisso”和代理品牌“Patricia”，分别以中高端精致生活女性和高端商务女性为目标客层，提供优雅时尚和商务休闲的价值体验。目前公司每年可向市场推出 750 个系列，4,500 个款式新品。

图表 19. 公司各品牌目标客户群与核心需求

品牌	目标顾客群体	核心需求
KISSCAT	22-45 岁上班族和职业女性	平衡态职场进化
ZsaZsaZsu	25-38 岁中高端都市时尚女性	国际化艺术时尚
tigrisso	24-45 岁中高端精致生活女性	时尚化优雅生活
tigrisso	18-28 岁年轻态生活的潮流女性	年轻态潮流体验
Patricia	30-48 岁高品质生活的成熟女性	高品质商务休闲

资料来源：招股说明书、中银证券

基于核心客户层的多渠道布局

公司以市场为导向，采用“直营店和经销商为主，电子商务为辅”的销售模式积极拓展营销网络，凭借对城市女性鞋履消费特征、区域女性脚型规律、零售购物行为变化等方面的研究成果，围绕国内中心城市和重点片区布局，公司建立了以北京、上海、深圳、成都、长沙，以及郑州、西安、呼和浩特、哈尔滨等中心城市为核心的营销网络。

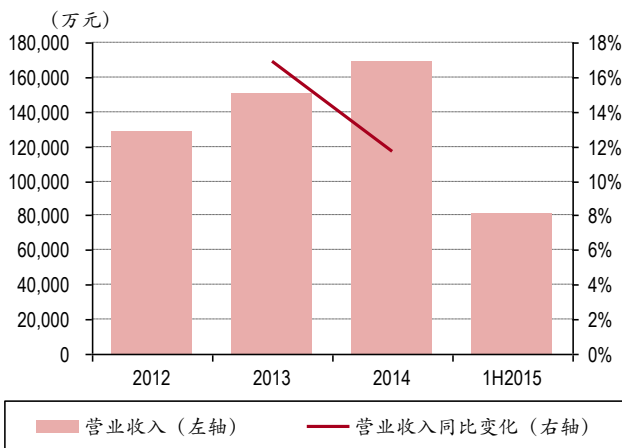
截至 2015 年上半年，公司拥有 2,148 个营销网点，其中 90% 以上设立在优质百货、购物中心当中，拥有良好的店面形象。同时，公司已与全国性连锁百货企业如香港新世界、百盛、大商、百联、万达、天虹、茂业、王府井等建立了长期稳定的良好合作关系。

财务分析

公司营收稳步增长

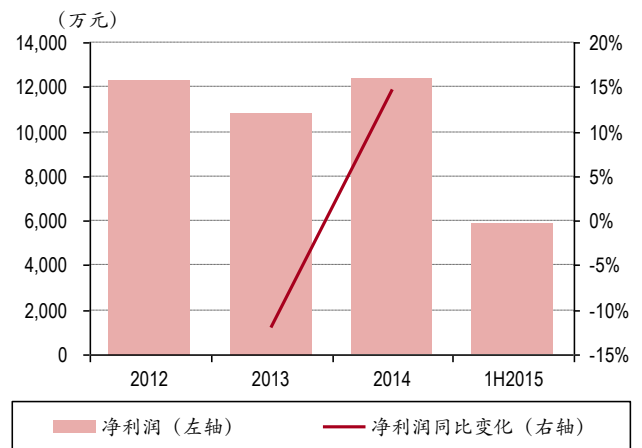
随着公司规模的不断提高，2012-2015 年上半年，公司分别实现收入 129,168.14 万元、150,971.74 万元、168,587.65 万元和 81,064.54 万元，2013-14 年营收分别同比增长 16.88%、11.67%。2012-2015 年上半年营业利润分别为 13,133.75 万元、13,769.63 万元、16,632.91 万元、和 7,674.05 万元，2013-14 年营业利润分别增长 4.84%、20.79%。2012-2015 年上半年分别实现净利润为 12,290.02 万元、10,814.63 万元、12,398.78 万元、5,867.64 万元 2013-14 年净利润分别变化-12.00%和 14.65%，2013 年公司净利润较 2012 年下降 12.00%，主要原因系 2013 年公司原“两免三减半”税收优惠到期，公司适用的所得税税率上升至 25%导致所得税费用增加，从而净利润有所降低，2014 年即恢复增长态势。

图表 20. 2012-2015 年上半年公司营业收入及同比增长情况



资料来源：公司招股说明书、中银证券

图表 21. 2011-2015 年上半年公司净利润及同比增长情况

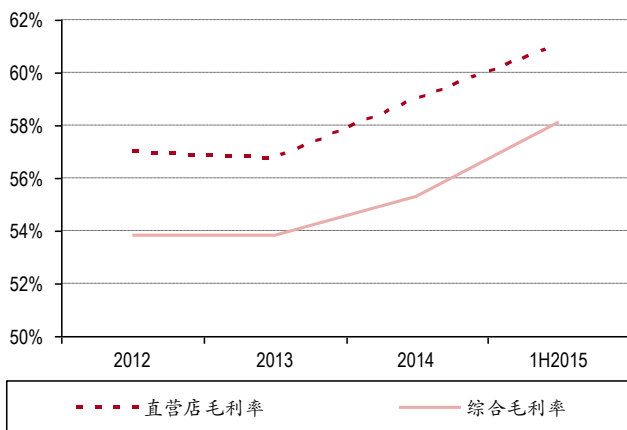


资料来源：公司招股说明书、中银证券

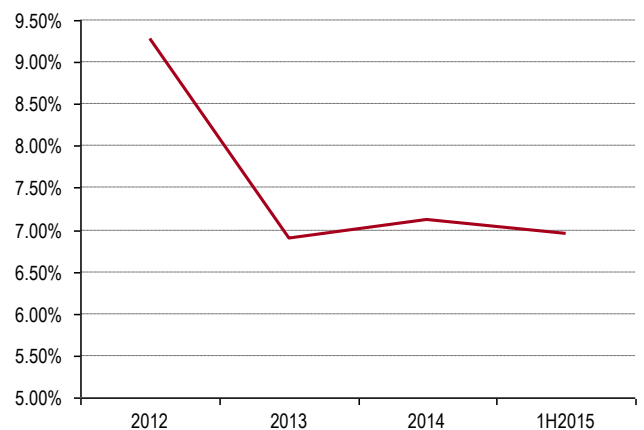
毛利率水平逐年递增、费用率逐年递增

2012-15 年上半年公司综合毛利率为 53.80%、53.81%、55.29%和 58.11%，毛利率呈现逐年上升趋势。主要原因是毛利率水平较高的直营店销售收入随着公司规模的扩大，占比逐年提升。在 2013 年及 2014 年，随着公司各品牌认可度不断提升，面对公司运营成本的不断提升等情况，公司提升直营渠道新款鞋的零售定价；同时，对于各季节新上市鞋款，公司还加强价格管理，综合以上两个因素，公司与商场的结算价格随之上升。2014 年直营店平均每双鞋结算价格为 396.85 元，同比增长 3.06%。

2013 年净利润率同比减少 2.83 个百分点，主要原因是。2013 年公司净利润较 2012 年下降 12.00%，主要原因系 2013 年公司原“两免三减半”税收优惠到期，公司适用的所得税税率上升至 25%导致所得税费用增加，从而净利润率有所降低。

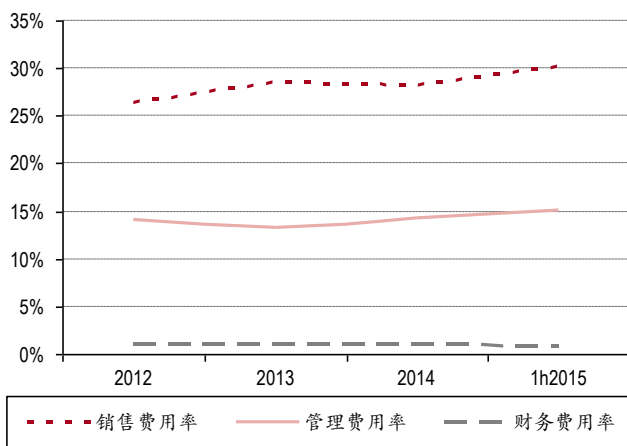
图表 22. 2012-1H2015 年公司直营店毛利率及综合毛利率变化


资料来源：公司招股说明书、中银证券

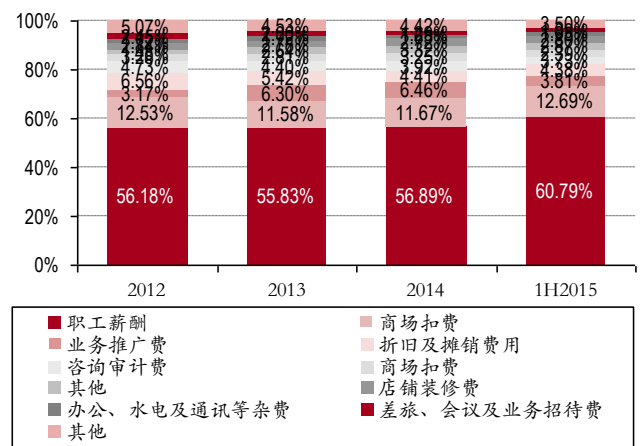
图表 23. 2012-2014 1H2015 年公司归母净利润率变化


资料来源：公司招股说明书、中银证券

2012-14 年公司的费用率分别是 41.36%、42.69%及 43.40%，费用率呈逐年递增的态势，主要原因是 1) 随着公司业务规模扩大，销售人员增加及劳动力成本上升导致职工薪酬增加；2) 直营店铺数量增加及收入增加导致商场扣费增加。商场扣费主要为商场店中店交予商场的刷卡手续费、促销费、店庆费、水电费及管理费等；3) 大力发展线上电子商务销售，用于网络推广的业务推广费增多。4) 2014 年公司电子商务的销售金额从 2013 年的 10,763.52 万元增长到 16,135.66 万元，从而公司的运杂费及速递费也相应增加。

图表 24. 公司各季度 2012-1H2015 年费用率变化


资料来源：公司招股说明书、中银证券

图表 25. 2012-1H2015 年费用结构


资料来源：公司招股说明书、中银证券

存货周转率略有上升

2012年、2013年、2014年及2015年上半年公司存货周转率分别为1.41、1.51、1.59和1.49, 存货占流动资产比重达50.52%、47.85%、45.26%及43.59%。2012-2015年上半年公司的存货周转率及占流动资产变动相比于同行业上市公司变动趋势不同。主要原因为2012年公司新品牌为开拓市场期, 销售处于培养期, 需要开设一定数量的直营店并且单店需要保持一定的备货量, 公司存货周转及存货占比均相对较高; 2013年, 随着公司销售的增长, 流动资产规模扩大, 存货占流动资产比例有所下降; 2014年, 公司存货占流动资产进一步下降, 得益于公司在销售增长的同时加强存货管理, 清理过季商品, 包括制定有针对性的销售计划、持续监控销售进度并调整销售策略等方式, 一年以内库龄的存货占比上升, 存货周转情况进一步好转。

公司采用全产业链一体化运营的商业模式, 生产方面主要以自产为主, 从原材料采购到生产产品入库周期较长; 产品销售方面主要以直营销销售为主, 直营店备货在产品最终实现销售前均构成公司存货。且报告期内公司为稳固市场占有率而持续开设直营店铺, 体现为2012年、2013年、2014年末和2015年6月30日的直营店铺总数量分别为1,193间、1,340间、1,415间和1,436间, 故存货占流动资产的比例较大。

图表 26. 公司与同类上市公司的存货周转率及存货占流动资产比重的比较

	2012	2013	2014	1H2015
存货周转率				
星期六	0.91	0.86	0.67	0.64
百丽国际	2.11	2.06	1.2	N.A.
千百度	1.51	1.49	1.44	1.28
天创时尚	1.41	1.51	1.59	1.49
存货占流动资产比重				
星期六(%)	44.58	48.89	56.71	48.34
百丽国际(%)	35.85	36.27	30.62	N.A.
千百度(%)	30.75	29.93	41.58	44.57
天创时尚(%)	50.52	47.85	45.26	43.59

资料来源: 招股说明书、中银证券

偿债能力较好

公司资产流动性较好, 报告期流动比率和速动比率指标相对稳定; 资产负债率保持稳定, 资产负债结构合理。公司主营业务盈利能力较强, 息税折旧摊销前利润和利息保障倍数保持在较高水平, 短期偿债能力强。

图表 27. 公司偿债能力主要指标

	2012	2013	2014	1H2015
流动比率	1.92	1.66	1.82	1.96
速动比率	0.95	0.86	1	1.1
资产负债率(母公司)(%)	42.72	46.73	43.03	39.84
息税折旧摊销前利润(万元)	16,456.48	17,707.62	20,465.90	10,012.48
利息保障倍数	10.75	10.08	10.72	11.48

资料来源: 招股说明书、中银证券

募投项目分析

公司拟公开发行不超过 7,000 万股人民币普通股（A 股）股票，募集资金将用于女鞋销售连锁店扩建项目，亚太产品设计中心建设项目，及补充流动资金。

图表 28. 公司募投项目

项目名称	投资总额（万元）
女鞋销售连锁店扩建项目	46,636.22
亚太产品设计中心建设项目	3,877.45
补充流动资金	12,803.51
合计	63,317.18

资料来源：招股说明书、中银证券

女鞋销售连锁店扩建项目

在现有营销网络布局结合未来的发展目标基础，公司将主要在原有的东北、华北、华东、华中、华南、西南、西北七大区的经济较发达城市商圈、人流量较大的百货商场、商业中心进行女鞋销售连锁店扩建及开设旗舰店。同时，随着电子商务的快速发展及普遍应用，公司除了传统线下直营店铺营销网络的扩建以外，将顺应互联网发展潮流及趋势，大力发展电商业务，全面推进 O2O。根据线下直营店铺、与线上电子商务两种营销网络拓展的业务发展需要，公司拟扩大及完善物流配送系统，在主要区域构建融合网络渠道和传统渠道的物流后台，加强信息管理系统建设。项目主要包括：（1）通过进驻大中型百货商场新建 428 间直营店铺。店铺规划地址在一、二线经济发达城市的繁华商圈。（2）在中大型商业中心新建 20 间旗舰店。（3）除现有的线下直营店铺营销网络布局以外，公司将通过线上互联网平台的多渠道布局，现阶段先以天猫、淘宝、唯品会等为主要战场。（4）根据营销网络拓展的业务发展需要，公司拟对物流配送系统进行重新规划、整合与扩建：在华中、华北、华东、华南、西南、以及东北六大重点区域建设物流配送中心。（5）紧密围绕公司核心业务，加大对信息管理系统的硬件投入，改进公司信息管理系统。

百丽国际截至 2015 年 2 月 28 日，门店数量为 14,128 间；千百度截至 2014 年 12 月 31 日，门店数量为 2,297 间；星期六截至 2014 年 6 月 30 日，门店数量为 2,330 间。2014 年末，公司各品牌直营店铺数量分别为：“KISSCAT” 752 家，“ZSAZSAZSU” 76 家，“tigrisso” 291 家，“KissKitty” 245 家，“Patricia” 51 家，与同行业上市公司相比，公司营销网络建设具有较大的市场发展空间。女鞋销售连锁店扩建项目将增加公司直营门店数量 428 间，增加旗舰店 20 间，并积极发展电子商务业务等多渠道销售，该项目的建设对公司现有营销网络的优化和升级，提升公司的行业地位。项目建成后预计实现年均销售收入 76,232.53 万元，平均净利润 8,053.26 万元。我们认为项目实施后，公司将通过多渠道布局扩大市场占有率，进一步提升单店盈利能力，提高整体运营和管理水平。

图表 29. 公司各品牌开店计划

各品牌开店数	T+12	T+24	T+36	合计
KISSCAT 品牌直营店	47	41	29	117
KissKlty 品牌直营店	39	57	41	137
tigrisso 品牌直营店	40	44	29	113
ZSAZSAZSU 品牌直营店	19	21	9	49
多品牌 (两至三个品牌集合)	1	2	9	12
合计	146	165	117	428

资料来源: 招股说明书、中银证券

图表 30. 各品牌门店数募投项目前后对比

各品牌开店数	2014 年末		募投项目新增门店数		募投项目建设后	
	门店数	占比 (%)	门店数	占比 (%)	门店数	占比 (%)
KISSCAT 品牌直营店	752	53.1	117	27.3	869	47.2
KissKlty 品牌直营店	245	17.3	137	32.0	382	20.7
tigrisso 品牌直营店	291	20.6	113	26.4	404	21.9
ZSAZSAZSU 品牌直营店	76	5.4	49	11.4	125	6.8
Patricia	51	3.6	0	0.0	51	2.8
多品牌 (两至三个品牌集合)			12	2.8	12	0.7
合计	1,415	100	428	100	1,843	100

资料来源: 招股说明书、中银证券

亚太产品设计中心建设项目

公司拟投资 3,877.45 万元进行亚太产品设计中心建设项目, 其中建设投资 3,572.60 万元, 建设投资其他费用 120.21 万元, 预备费用 184.64 万元。一方面引进高端设计人才和最前沿的产品设计理念, 分析国内时尚女皮鞋行业流行趋势; 另一方面引进国内外先进软、硬件设备提高研发设计水平、改进生产工艺。

公司自成立以来一直重视营销渠道建设, 不断进行市场拓展和创新, 已经形成了遍布全国 30 余个省、自治区、直辖市、深入 370 余个大中城市商圈的营销体系。公司现有的营销网络将有效缩短公司与市场之间的距离, 及时为设计研发中心提供各种时尚资讯, 为项目实施提供了强有力的信息支持。

盈利预测及假设

- 1) 我们假定 2015-17 年直营门店开店个数分别为 41、30、80 家，直营店收入增速分别为 4.62%、-4%、3%，毛利率分别为 60.5%、60.0%和 60.2%。
- 2) 我们假定 2015-17 年经销商门店开店数分别为 19、15 和 15 家，经销商收入增速分别为-23.96%、-15%和-5%，毛利率分别为 45.24%、45.6%和 46.0%。
- 3) 我们假定 2015-17 年电子商务收入增速分别为 20%、2%和 3%，毛利率分别为 51.44%、51.8%和 52.0%。
- 4) 我们假定公司 2015-2017 年期间费用率分别为 47.0%、46.0%、46.71%，其中销售费用率和管理费用率未来三年分别为 31.0%、30.5%、30.7%和 16%、15.50%、16.01%。
- 5) 我们假设 2015-2017 年所得税率分别为 26.1%、26.00%、26.00%。

此外公司最新招股说明书披露：随着女鞋行业的市场波动，结合公司实际经营情况，预计 2015 年公司营业收入与上年同期持平，归属于母公司净利润相比上年同期下降 10%-20%，预计 2015 年经营业绩不存在同比大幅下降的情形。预计 2016 年第一季度营业收入 3.55 亿元-3.82 亿元，同比下降 1%-8%，归属于母公司净利润 940 万元-1,070 万元，同比下降 18%-28%。

公司现有股本 21,000 万股，按照新发行 7,000 万股，预计发行后总股本 28,000 万股。经盈利模型预测，我们预计 2015-17 年全面摊薄每股收益分别为 0.385、0.364、0.364 元，以 2014 年为基期三年复合增长率-5.3%。参照公司业绩增速以及 A 股可比公司估值、行业景气度，我们给予公司 2015 年 40 倍市盈率，对应目标价 15.60 元/股。

图表 31. 2012 年-2017E 年公司收支预测表

(人民币, 百万)	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入合计	1,291.68	1,509.72	1,685.88	1,707.56	1,627.14	1,661.28
营业成本合计	596.78	697.35	753.68	724.17	692.48	701.61
营业收入增速(%)		16.88	11.67	1.29	(4.71)	2.10
综合毛利率(%)	53.80	53.81	55.29	57.59	57.44	57.77
主营业务收入	1,290.57	1,507.69	1,683.40	1,705.00	1,624.70	1,658.79
主营收入增速(%)		16.82	11.65	1.28	(4.71)	2.10
主营业务成本	596.95	697.79	753.42	723.91	692.46	701.60
主营业务毛利率(%)	53.79	53.78	55.31	57.54	57.38	57.70
其他业务收入	1.11	2.03	2.48	2.56	2.44	2.49
其他业务占主营业务比(%)	0.09	0.13	0.15	0.15	0.15	0.15
其他业务成本			0.26	0.26	0.01	0.01
其他业务毛利率(%)			89.53	90.00	99.50	99.50
主营业务拆分						
直营店						
门店个数	1,192.00	1,340.00	1,415.00	1,456.00	1,486.00	1,566.00
新增门店个数		148.00	75.00	41.00	30.00	80.00
直营店总收入(百万元)	1,005.05	1,153.99	1,238.55	1,295.80	1,243.97	1,281.29
同比变化(%)		14.82	7.33	4.62	(4.00)	3.00
直营店成本(百万元)	432.27	498.98	507.43	511.84	497.59	509.95
直营店毛利率(%)	56.99	56.76	59.03	60.50	60.00	60.20
单店收入(万元/年)	89.98	91.15	89.91	90.27	84.50	83.96
单店收入增速(%)		1.31	(1.36)	0.40	(6.32)	(0.71)
经销商						
门店个数	622.00	620.00	698.00	717.00	732.00	747.00
新增门店数		(2.00)	78.00	19.00	15.00	15.00
经销商总收入(百万元)	271.58	246.07	283.49	215.57	183.24	174.07
同比变化(%)		(9.39)	15.21	(23.96)	(15.00)	(5.00)
经销商成本(百万元)	156.29	139.87	158.10	118.05	99.68	94.00
经销商毛利率(%)	42.45	43.16	44.23	45.24	45.60	46.00
单店收入(万元/年)	49.65	39.62	43.02	30.47	25.29	23.54
单店收入增速(%)		(20.19)	8.56	(29.17)	(16.99)	(6.93)
电子商务						
销售收入(百万元)	13.94	107.64	161.36	193.63	197.50	203.43
收入增速(%)		672.00	50.00	20.00	2.00	3.00
电子商务成本(百万元)	7.72	58.00	86.81	94.03	95.20	97.64
电子商务毛利率(%)	44.62	46.11	46.20	51.44	51.80	52.00

资料来源: 公司招股说明书、中银证券

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	1,510	1,686	1,708	1,627	1,661
销售成本	(697)	(754)	(724)	(692)	(702)
经营费用	(642)	(729)	(779)	(738)	(762)
息税折旧前利润	170	203	204	196	198
折旧及摊销	(18)	(20)	(17)	(21)	(25)
经营利润 (息税前利润)	152	184	187	175	173
净利息收入/(费用)	(15)	(16)	(32)	(22)	(18)
其他收益/(损失)	(44)	(54)	(95)	(103)	(106)
税前利润	143	168	151	143	143
所得税	(35)	(44)	(39)	(37)	(37)
少数股东权益	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
净利润	104	120	108	102	102
核心净利润	99	119	108	102	102
每股收益 (人民币)	0.372	0.429	0.385	0.364	0.364
核心每股收益 (人民币)	0.372	0.429	0.385	0.364	0.364
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	n.a.	12	1	(5)	2
息税前利润增长(%)	n.a.	21	2	(6)	(1)
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	19	0	(4)	1
每股收益增长(%)	n.a.	15	(10)	(5)	0
核心每股收益增长(%)	n.a.	15	(10)	(5)	0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	143	168	151	143	143
折旧与摊销	18	20	17	21	25
净利息费用	16	17	36	32	30
运营资本变动	(393)	(470)	(415)	(467)	(522)
税金	35	44	39	37	37
其他经营现金流	290	30	80	235	314
经营活动产生的现金流	109	(192)	(92)	2	27
购买固定资产净值	0	0	(75)	(75)	(75)
投资减少/增加	1	2	0	0	0
其他投资现金流	(130)	(66)	(190)	10	10
投资活动产生的现金流	(129)	(64)	(265)	(65)	(65)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(6)	12	0	0	0
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	52	(124)	(278)	(32)	(30)
融资活动产生的现金流	46	(112)	(278)	(32)	(30)
现金变动	26	(368)	(635)	(95)	(68)
期初现金	122	148	215	540	585
公司自由现金流	(19)	(255)	(353)	(54)	(27)
权益自由现金流	(9)	(225)	(315)	(13)	13

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	148	215	540	585	643
应收帐款	250	260	3	3	3
库存	475	797	815	868	912
其他流动资产	120	96	150	145	147
流动资产总计	992	1,043	733	774	833
固定资产	155	254	298	341	382
无形资产	12	10	10	9	9
其他长期资产	133	65	249	261	270
长期资产总计	318	351	578	632	683
总资产	1,310	1,395	1,311	1,406	1,516
应付帐款	87	140	109	104	105
短期债务	317	233	0	0	0
其他流动负债	195	201	210	203	206
流动负债总计	599	573	318	307	311
长期借款	12	24	24	24	24
其他长期负债	2	2	62	62	62
股本	210	210	280	280	280
储备	471	566	604	706	808
股东权益	681	776	884	986	1,088
少数股东权益	16	19	23	27	31
总负债及权益	1,310	1,395	1,311	1,406	1,516
每股帐面价值 (人民币)	2.43	2.77	3.16	3.52	3.89
每股有形资产 (人民币)	2.39	2.74	3.12	3.49	3.85
每股净负债/(现金)(人民币)	0.65	0.15	(1.84)	(2.00)	(2.21)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.3	12.1	12.0	12.1	11.9
息税前利润率(%)	10.1	10.9	11.0	10.8	10.4
税前利润率(%)	9.5	9.9	8.9	8.8	8.6
净利率(%)	6.9	7.1	6.3	6.3	6.1
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.8	2.3	2.5	2.7
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	26.0	5.3	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.9	1.0	2.3	2.5	2.6
估值					
发行价格市盈率(倍)	26	23	25	27	27
核心业务市盈率(倍)	26	23	25	27	27
目标价对应核心业务市盈率(倍)	42	36	41	43	43
发行价格市净率(倍)	6.4	5.6	4.9	4.4	4.0
发行价/现金流(倍)	(327)	(12)	(9)	(196)	196
发行价企业价值/息税折旧前利润(倍)	0.18	0.18	0.23	0.29	0.33
周转率					
存货周转天数	248.6	308.0	406.2	443.3	462.9
应收帐款周转天数	60.5	56.3	28.2	0.7	0.7
应付帐款周转天数	21.0	30.2	26.5	23.8	23.0
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	15.3	15.5	13.0	10.9	9.8
资产收益率(%)	8.8	9.7	10.2	9.6	8.8
已运用资本收益率(%)	14.9	17.6	19.3	18.8	16.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

星期六(002291.CH/人民币 9.23, 未有评级)

奥康国际(603001.CH/人民币 21.34, 未有评级)

红蜻蜓(603116.CH/人民币 21.66, 未有评级)

以2016年1月28日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20% 以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371