

建议申购:

合理价值区间: 11.89 - 15.85 元

发行价格及数量

发行价格	9.8 元/股
网下发行数量	4200 万股
网上发行数量	2800 万股

股本结构

总股本 (百万股)	280
流通 A 股 (百万股)	70
B 股/H 股 (百万股)	--

重要日期

网下申购日	2016年2月1日
网上申购日	2016年2月1日
预计上市日期	--

中高端女鞋品牌运营商, 龙头企业先发优势显著

投资要点:

- 公司定位于中高端时尚女鞋市场, 采用全产业链纵向一体化的运营模式, 构建不同风格的多品牌组合, “KISSCAT” 作为创始品牌, 已在市场上具备较高知名度, 近几年公司相继推出 “ZsaZsaZsu”、“tigrisso” 和 “KissKitty” 三个自有品牌, 并代理西班牙 “Patricia” 品牌。截至 15 年中期, 公司已在全国布局 2148 个营销网点, 其中直营店 1436 间, 核心销售区集中于华北及华东。
- 女鞋品牌中高档发展趋势下, 龙头企业先发优势显著。1) 女鞋消费特征及生产成本的固性促使国内品牌聚集中高端定位; 而鞋履直接体验环节对于消费决策的关键性决定了中高端鞋履品牌扎根于百货商场的渠道发展模式难以改变, 由此, 渠道壁垒及产品同质化导致行业强者恒强, 形成寡头垄断格局。2) 消费市场整体降温的背景下, 行业常规渠道扩充方式面临调整, 在此轮品牌淘汰出清的过程中, 国内女鞋市场集中度趋于提升, 资源逐步向拥有多品牌和完整产业链的龙头企业集中。3) 对于鞋企而言, 虽然短期内商场受困于电商野蛮扩张后分流客源而稀释效益, 但实体渠道的长期价值并不会因线上的发展而被逐渐取代。然而, 网络销售及分享平台的出现对于女鞋行业的根本影响, 实质在于带动了整个市场时尚需求的提升以及相应对于货品更新提速的要求; 同时网络提供的更低成本、更大产品覆盖范围的价格比较也强化了消费者对于货品性价比的诉求。未来实体体验与网络促销并进, 预计将为发展趋势。4) 企业多品牌格局旨在满足女鞋消费多样化、细分化的需求, 因此长期而言, 无论是自建还是外购搭建品牌池或扩充产品线, 增长驱动都将向内生性的品牌体系丰富逐渐转移。
- 公司积极推进多品牌运营及多渠道布局, 巩固竞争优势。预计未来业绩增长一方面源于募投资金支持下的店铺规模扩张, 以及结构升级带动的单店效益等内生指标提升。另一方面, 公司较高的自产比例支撑产品结构优化, 在多年设计研发经验的基础上, 通过打造数字化研发体系, 在提高现有产能生产效率的同时, 缩短新产品开发周期, 不断丰富产品类别, 提升综合附加值。
- 我们预计 2015-17 年实现归属于母公司净利润分别为 1.01、1.11、1.24 亿元, 同降 15.58%、同增 9.41%、同增 11.70%, 对应 EPS (按发行后总股本计) 分别 0.36、0.40、0.44 元。选取目前与公司业务较为接近的女装企业进行市盈率比较, 同时参考海外同类龙头企业在基于资本并购的成熟商业模式下, 整体估值中枢提升的趋势, 给予公司 2016 年 30-40 倍市盈率, 对应上市后价值区间 11.89-15.85 元。
- 风险提示。新产品开发不达预期, 国内需求继续恶化, 行业运营成本持续攀升, 行业竞争加剧等。

主要财务数据及预测

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1509.72	1685.88	1697.50	1747.20	1834.56
(+/-)YoY(%)	16.88	11.67	0.69	2.93	5.00
净利润(百万元)	104.05	120.11	101.40	110.94	123.92
(+/-)YoY(%)	-13.12	15.43	-15.58	9.41	11.70
全面摊薄 EPS(元)	0.37	0.43	0.36	0.40	0.44
毛利率(%)	53.81	55.29	54.51	55.39	55.45
净资产收益率(%)	15.27	15.47	6.87	7.17	7.61

注: 2013 年、2014 年每股经营性现金流、每股收益, 按 IPO 后的总股本摊薄计算。

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 唐苓

Tel: (021) 23212208

Email: tl9709@htsec.com

证书: S0850514070003

目 录

1. 天创时尚：国内领先时尚女鞋品牌企业.....	5
1.1 定位于中高端市场的多品牌运营商.....	5
1.2 天创时尚 IPO 前后股本结构.....	6
1.3 天创时尚股权结构.....	7
2. 女鞋品牌中高档发展趋势下，龙头企业先发优势显著.....	8
2.1 女鞋消费特征及生产成本刚性促使国内品牌聚集中高端定位.....	8
2.1.1 国内女鞋品牌市场格局以中高端定位为主.....	8
2.1.2 中高端消费群体配饰消费、品牌意识先行.....	9
2.1.3 鞋类生产原料单一性促使中高端定价获取更高毛利率.....	9
2.2 渠道壁垒及产品同质化导致行业强者恒强，形成寡头垄断格局.....	10
2.2.1 产品特征：产品多样化受原材料制约，多品牌格局满足细分化需求.....	10
2.2.2 渠道特征：商场壁垒制约后来者发展速度.....	10
2.3 常规渠道扩充方式面临调整，实体体验与网络促销并进为发展趋势.....	12
2.3.1 国内中高端女鞋市场目前整体处于成长至成熟周期.....	12
2.3.2 常规实体店铺扩张模式面临调整.....	13
2.3.3 线上+线下：未来增长来源于实体体验与网络促销的并进.....	14
2.4 长期而言，增长驱动将向内生性的品牌体系丰富逐渐转移.....	15
2.4.1 品牌内部体系扩充将取代粗放式的渠道外延增长模式.....	15
2.4.2 对业绩能否产生正向推动将取决于各公司自身的后续整合能力.....	16
3. 推进多品牌运营及多渠道布局，巩固公司竞争优势.....	17
3.1 多品牌组合提升整体形象.....	17
3.2 多渠道布局挖掘市场潜力.....	19
4. 店铺扩充、提效，产品结构优化，预计将驱动公司业绩增长.....	20
4.1 市场集中度提升带动优质品牌影响力进一步扩大.....	20
4.2 店铺规模扩张及结构升级，未来增量空间仍较大.....	20
4.3 高自产比例支撑产品结构优化，提升品牌形象.....	20
5. 盈利预测.....	21
5.1 业绩预测.....	21
5.2 市盈率估值.....	23
6. 不确定因素.....	23
财务报表分析和预测.....	24

图目录

图 1	天创时尚 2015 年中期主品牌 KISSCAT 收入占比过半.....	5
图 2	天创时尚 2015 年中期直营收入占比近 80%.....	5
图 3	天创时尚 2015 年中期直营店数量占比 67%（间）.....	5
图 4	天创时尚 2015 年中期销售相对集中于华东、华北区.....	5
图 5	2014 年产品平均售价 361 元/双，平均毛利率 53.78%.....	6
图 6	2014 年公司直营平均毛利率接近 60%.....	6
图 7	天创时尚 2015 年中期营销网点主要分布于华北、华东区.....	6
图 8	华东、华中、西北区网点数保持较快增长（间）.....	6
图 9	2015H1 华东区以直营为主，华北区直营、加盟各占一半.....	6
图 10	2015H1 网点平均直营率 67%，其中 Zsa 品牌直营率 93%.....	6
图 11	发行前天创时尚股权结构图.....	7
图 12	2014 年中国女鞋市场（销售额）中高档产品占比近半.....	8
图 13	2014 年中国畅销女鞋品牌以中高档为主.....	8
图 14	2013 年我国城镇人均鞋类消费数量超过 3 双.....	13
图 15	2008-2013 年我国鞋类消费额年复合增长率超 10%.....	13
图 16	天创时尚 2014 年电商销售同比增速 50%.....	19
图 17	天创时尚电商渠道毛利率相对平稳.....	19

表目录

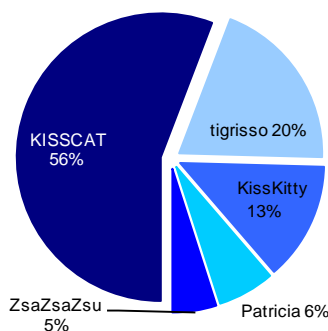
表 1	天创时尚 IPO 前后股权结构	7
表 2	女鞋市场定价梯次.....	8
表 3	鞋企定位差异对于净利率影响较大	10
表 4	商场鞋类品牌引进情况	11
表 5	2015 上半年鞋企店铺数量大幅下降	14
表 6	天创时尚各品牌目标客群与核心需求.....	17
表 7	KISSCAT 品牌定位与产品线	17
表 8	ZsaZsaZsu 品牌定位与产品线.....	18
表 9	tigrisso 品牌定位与产品线	18
表 10	KissKitty 品牌定位与产品线.....	18
表 11	Patricia 品牌定位与产品线.....	19
表 12	发行募集资金计划主要用于女鞋销售连锁店扩建（间）	20
表 13	天创时尚主营业务盈利预测	22
表 14	同类企业市盈率相对估值比较	23

1. 天创时尚：国内领先时尚女鞋品牌企业

1.1 定位于中高端市场的多品牌运营商

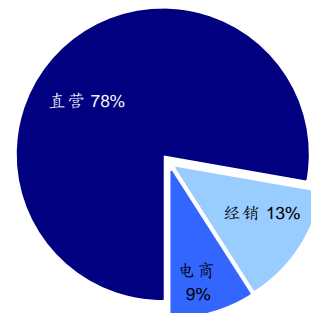
公司系天创有限（2004年设立）于2012年5月整体变更设立的股份有限公司。主要从事时尚女皮鞋的研发、生产分销及零售业务，公司采用全产业链纵向一体化的运营模式，针对不同生活阅历和价值追求的女性消费者的差异化消费特点，对女鞋市场进行消费细分，构建不同风格的多品牌组合，实施多品牌经营策略：“KISSCAT”作为公司创始品牌，已在市场上具备较高知名度，根据CIIC行业企业信息发布中心数据，2014年“KISSCAT”品牌销售收入位于国内女性皮鞋类产品第六名，市场份额3.57%；近几年公司相继推出“ZsaZsaZsu”、“tigrisso”和“KissKitty”三个自有品牌，并代理西班牙“Patricia”品牌。公司2014年实现收入16.86亿元、净利1.19亿元，综合毛利率约55.29%。

图1 天创时尚 2015 年中期主品牌 KISSCAT 收入占比过半



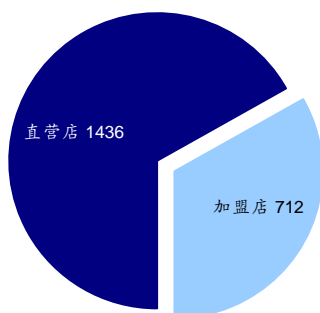
资料来源：公司招股意向书、海通证券研究所

图2 天创时尚 2015 年中期直营收入占比近 80%



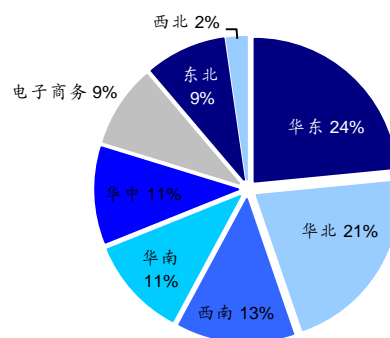
资料来源：公司招股意向书、海通证券研究所

图3 天创时尚 2015 年中期直营店数量占比 67%（间）



资料来源：公司招股意向书、海通证券研究所

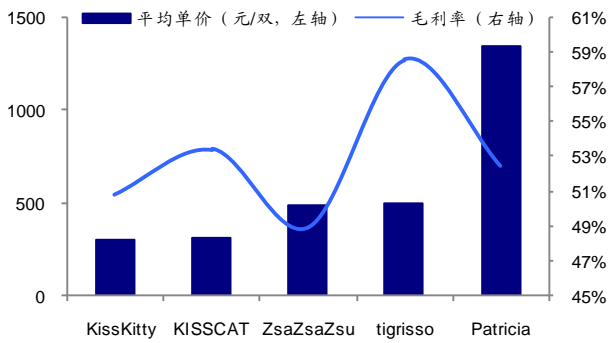
图4 天创时尚 2015 年中期销售相对集中于华东、华北区



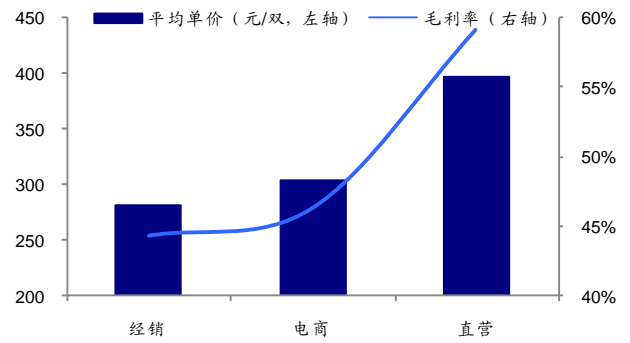
资料来源：公司招股意向书、海通证券研究所

在营销网络渠道方面公司主要采用“直营店和经销商为主，电子商务为辅”的销售模式，店铺属性及形式以直营的商场店中店为主。公司以接触主体消费市场核心客层为原则，围绕国内中心城市和重点片区进行开店布局，直营店主要布局于一、二线城市核心商圈的优质百货渠道。截至15年中期，公司已在全国布局2148个营销网点，其中直营店1436间。

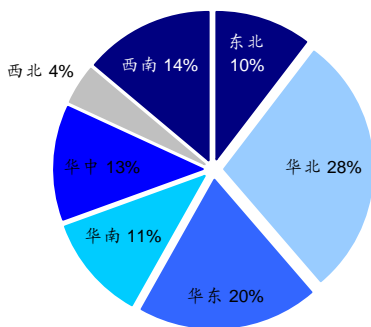
公司核心销售区集中于华北及华东，华中、西南地区销售收入增长显著，而华东、华中、西北区网点数保持较快增长。整体来看，公司在部分省份店铺密度仍相对较低，全国范围内的终端覆盖空间仍大；2012年以来，公司集中力量强化内部管理，调整店铺柜位结构，扩大已开店铺面积，提升单店效益。通过不断的关闭低端店铺，优化现有店铺的柜位，渠道定位得到不断提升。公司拟利用本次上市契机，通过募投项目的实施（营销网络建设，新建及升级直营店铺等，不断提高渠道档次，增加终端数量。

图5 2014年产品平均售价361元/双，平均毛利率53.78%


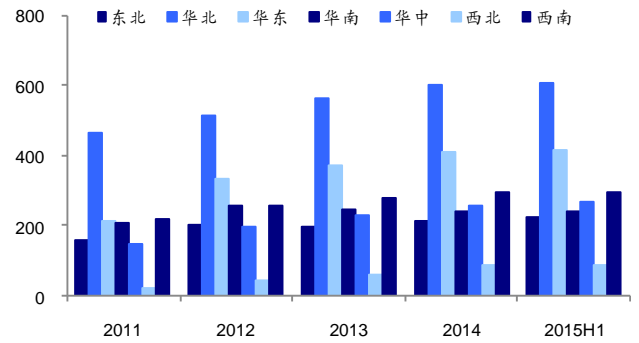
资料来源：公司招股意向书、海通证券研究所

图6 2014年公司直营平均毛利率接近60%


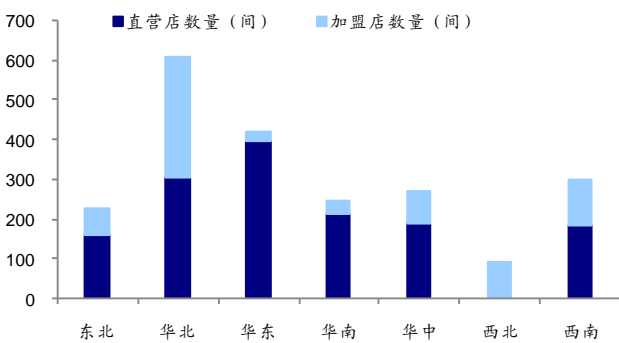
资料来源：公司招股意向书、海通证券研究所

图7 天创时尚2015年中期营销网点主要分布于华北、华东区


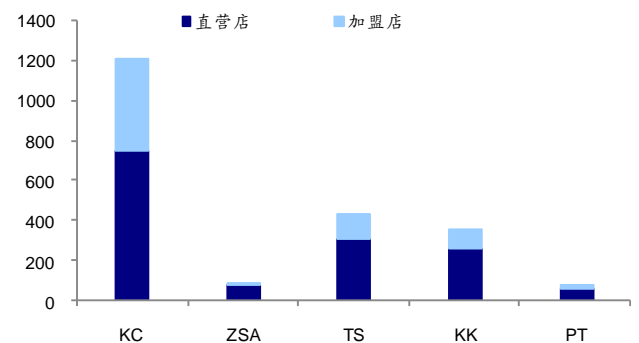
资料来源：公司招股意向书、海通证券研究所

图8 华东、华中、西北区网点数保持较快增长（间）


资料来源：公司招股意向书、海通证券研究所

图9 2015H1华东区以直营为主，华北区直营、加盟各占一半


资料来源：公司招股意向书、海通证券研究所

图10 2015H1 网点平均直营率67%，其中Zsa品牌直营率93%


资料来源：公司招股意向书、海通证券研究所

1.2 天创时尚 IPO 前后股本结构

本次发行前公司总股本为 2.1 亿股，本次公开发行数量不超过 7000 万股，占本次公开发行后总股本的 25%。

表 1 天创时尚 IPO 前后股权结构

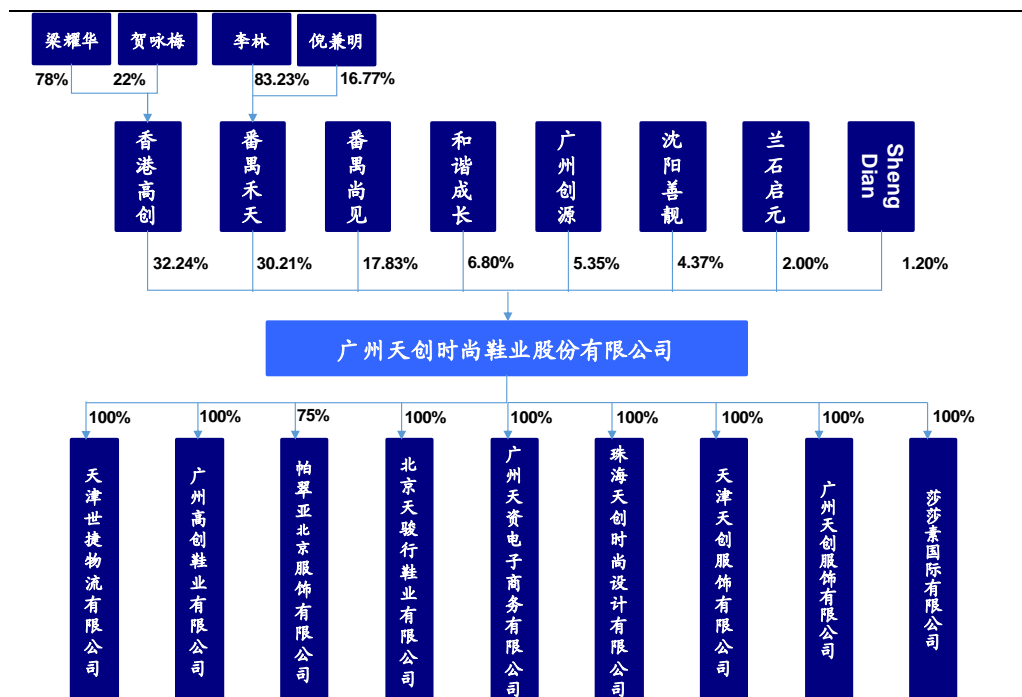
股份性质	股东类别	发行前		发行后	
		持股数(万股)	比例(%)	持股数(万股)	比例(%)
有限售条件流通股	香港高创	6770	32.24	6770	24.18
	番禺禾天	6345	30.21	6345	22.66
	番禺尚见	3744	17.83	3744	13.37
	和谐成长	1428	6.80	1428	5.10
	广州创源	1124	5.35	1124	4.02
	沈阳善靚	917	4.37	917	3.27
	兰石启元	420	2.00	420	1.50
	ShengDian	252	1.20	252	0.90
社会公众流通股		-	-	7000	25.00
合计		21000	100.00	28000	100.00

资料来源：公司招股意向书、海通证券研究所（按发行 7000 万股计算）

本次公开发行股票前，梁耀华、李林间接合计持有公司 50.30% 的股份，系公司实际控制人；如本次公开发行全部为新股发行且发行数量为 7000 万股，则发行完成后梁耀华及李林仍将间接合计持有公司 37.73% 股份。

1.3 天创时尚股权结构

目前公司拥有九家子公司，包括八家全资子公司及一家控股子公司。其中，广州天服、天骏行分别负责公司自有品牌女鞋在南方、北方地区独立店铺的销售；天资负责电商渠道的拓展、销售；莎莎素国际暂无实际经营业务，未来拟作为开拓境外销售的平台。天津天服负责管理 KC 品牌加盟市场业务；珠海天创负责管理 TS、ZSA、KK 品牌业务；帕翠亚代理西班牙“Patricia”品牌女鞋的中国市场销售。

图 11 发行前天创时尚股权结构图


资料来源：公司招股意向书、海通证券研究所，注：梁耀华为香港永久居民

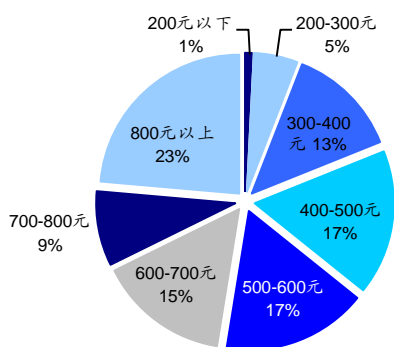
2. 女鞋品牌中高档发展趋势下，龙头企业先发优势显著

2.1 女鞋消费特征及生产成本刚性促使国内品牌聚集中高端定位

2.1.1 国内女鞋品牌市场格局以中高端定位为主

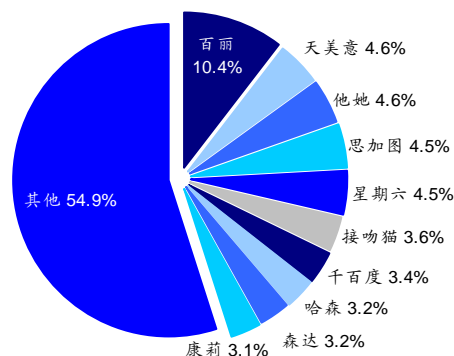
中国是世界最大的鞋类产品制造基地，也是世界第一大鞋类产品消费市场。根据 Euromonitor 统计，2013 年中国鞋类市场销售额达 3208.97 亿元。随着中国城市化进程进一步加快，鞋类销售也将加速增长。随着国民可支配收入的不断增加，消费者人均鞋消费量将有提升空间，市场存在较大发展潜力。据 Euromonitor 测算，预计 2018 年，中国鞋类产品消费总额将达到 4383.90 亿元。就女鞋市场规模而言，中高档女鞋零售额占约 28%；低、中档市场约占 70%，目前仍处于以批发为主的阶段，品牌混杂且大多尚未形成独立销售体系；高档市场随着海外品牌近年来进入国内市场而逐渐起步，目前占到整体市场容量不到 5%。

图12 2014 年中国女鞋市场（销售额）中高档产品占比近半



资料来源：公司招股意向书、CIIC、海通证券研究所

图13 2014 年中国畅销女鞋品牌以中高端为主



资料来源：公司招股意向书、CIIC、海通证券研究所

从整体市场份额来看，中高端女鞋品牌占据了前十大品牌中九席；而单从中高端女鞋市场份额来看，港股上市公司百丽国际旗下品牌占得前四，并有五大品牌挤进前十，预计公司相应市场占有率约 30%。

表 2 女鞋市场定价梯次

段位分布	参考价格区间 (元/双, CNY)	市场总量占比	市场竞争格局	主要渠道	目标消费人群	主要公司	门店数 (2015H1, 间)	销售收入 (2014FY, 亿元, CNY)
低档	50-300	40%	目前市场空间广阔，竞争激烈，品牌管理较为混乱	大型卖场、超市、独立多品牌鞋店	中低收入、对时尚敏感度较低、材质要求不高；强调功能性、舒适度	—	—	—
中档	300-600	35%	目前市场空间广阔，竞争激烈，品牌管理较为混乱	连锁专卖店、中档百货公司	中低收入、对时尚敏感度较低、材质要求不高；强调功能性、舒适度	达芙妮 (210HK) 盈进集团 (1386HK)	6569 728	81.69 8.64
中高档	600-2000	20%	品牌集中，竞争激烈，国内市场目前百丽龙头地位稳固	中高档百货公司、连锁专卖店	一二线城市及若干富裕三线城市的中产阶级及新兴消费群体、有较频繁的市场性展示需求；强调风格化、搭配度	百丽国际 (1880HK) 千百度 (1028HK) 星期六 (002291CH) 天创时尚 (603608 CH) 莱尔斯丹 (738HK) STEVENMADDEN (SHOO US)	20375 2298 2220 2148 883 161	400.08 28.21 17.58 16.86 16.71 81.69

高档	>2000	5%	竞争相对较小，集中于海外奢侈品集团枪战国内市场，未来市场空间广阔	高档百货公司、单一品牌专卖店	高收入水平、追求高端品质，易形成品牌忠诚度(同时消费服装、手袋、配饰、香水等产品)	九兴控股（1836HK）	261	101.76
						Salvatore Ferragamo（SFER IM）	647	99.30
						PRADA(1913 HK)	642	247.48

资料来源：WIND，公司中报、海通证券研究所

中高端品牌扎堆的女鞋市场格局主要受两方面因素影响：首先，鞋履的配饰属性决定了其在发展阶段上要落后于服装，因而对应的消费需求意识的兴起往往集中于视野相对开阔、对新事物接受度高并有一定收入支撑的中高端消费人群，为了匹配此部分人群的社会阶层特征，女鞋品牌通常相应定位为中高档次。其次，鞋履的原材料相较于服装也较为单一，单位产品生产成本低差异不大的情况下，企业为追求更大的盈利空间而将产品售价定位于中高檔。

2.1.2 中高端消费群体配饰消费、品牌意识先行

从消费进程来看，鞋履作为配饰消费需求要晚于并且弱于功能性及主体性更为显著的服装；并且，在国内市场较为完善的品牌化发展体系也起步较晚。因此，最先对鞋履具有品牌消费意识的人群具有收入、教育程度高、视野相对开阔、对新事物快速接受、对衣着搭配关注度高等共性，目前绝大多数品牌化鞋企在定位之初即锁定在满足此部分需求上。

由于此部分人群集中于相对发达的一线城市，而从此区域的零售业态格局来看，以商场及购物中心为主流。对于尚处于成长期的众多鞋企而言，依附于商场一方面为其提供了与之品牌定位相匹配的销售环境，更重要的是集群效应带来的稳定客流保证。然而以此作为主要渠道也意味着品牌必须满足不同定位商场间的进入门槛，扣点及租金的设置以及参与商场活动的各项要求，促使鞋企在定价上受此部分支出压力而相应提高品牌整体定位。

2.1.3 鞋类生产原料单一性促使中高端定价获取更高毛利率

从生产成本而言，鞋类原料单一，主要为真皮、PU革，因此生产成本较品类繁多的服装而言具有明显的固性，在大多企业生产规模尚未能体现规模效应的阶段，定价直接决定了产品毛利率。因此，就收益最大化的角度而言，品牌追求力所能及的高端化定位满足了其保证一定盈利空间的需求。

目前大部分中高檔品牌鞋企的毛利水平保持在 50%-70%水平，中档品牌毛利率在 30%-40%，而在净利率项目上却明显分化。对于中低端品牌而言，相对大众化的定价意味着压缩成本的严格要求以及街边店为主的渠道形式以减少可变部分的销售费用，然而从前期对于铺面的持续固定投入以及人工成本等相同支出部分而言，中低定位品牌除了在以量取胜从而控制单位成本方面能有所突破外，在降低费用上并未有先天优势。因此相较于盈利空间小、规模风险大的中低档定位而言，品牌鞋企普遍聚焦于中高檔市场是成长初期的必然选择。

表 3 鞋企定位差异对于净利率影响较大

毛利率 (%)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
星期六	35.54	41.76	44.87	47.00	47.38	52.21	46.75	48.10	51.44
奥康国际	--	--	24.96	29.07	32.61	34.56	37.16	40.01	35.49
红蜻蜓	--	--	--	--	--	34.05	35.50	35.14	34.28
天创时尚	--	--	--	--	--	54.81	53.80	53.81	55.29
千百度	--	--	54.08	50.68	61.73	63.53	63.30	62.05	63.39
百丽国际	56.11	50.57	51.68	53.34	55.72	57.20	56.60	57.55	57.51
达芙妮国际	45.11	47.48	52.70	54.99	57.38	61.14	59.16	55.89	55.41
莱尔斯丹	53.07	49.99	52.56	60.63	62.87	64.43	64.75	67.10	67.20
九兴控股	21.26	23.58	23.82	23.78	21.88	23.58	24.21	22.91	20.97
净利率 (%)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
星期六	12.55	14.13	13.39	12.94	8.78	7.38	3.60	1.96	2.20
奥康国际	--	--	4.01	12.02	12.67	15.42	14.86	9.81	8.71
红蜻蜓	--	--	--	--	--	10.19	9.66	8.00	10.47
天创时尚	--	--	--	--	--	9.95	9.51	7.16	7.35
千百度	--	--	10.19	6.19	10.77	14.18	13.29	9.58	8.74
百丽国际	15.63	16.94	11.21	12.80	14.44	14.64	13.15	12.31	11.86
达芙妮国际	9.52	10.08	9.38	6.85	9.21	10.99	9.24	3.19	1.76
莱尔斯丹	14.25	9.96	7.90	12.26	12.81	12.59	10.13	14.12	11.33
九兴控股	11.63	12.18	11.30	10.06	9.33	9.49	9.78	7.89	7.19

资料来源：WIND、海通证券研究所

2.2 渠道壁垒及产品同质化导致行业强者恒强，形成寡头垄断格局

2.2.1 产品特征：产品多样化受原材料制约，多品牌格局满足细分化需求

兼备功能与时尚性，原材料制约设计差异化，对应消费群体划分宽泛：女鞋市场细分程度不高，大多数主流品牌设计风格不够明显，基本上都跟随每年流行趋势相应调整组合元素，因此产品的同质化程度很高。目标消费群体定位仅停留在较宽泛的划分，无法做到精确细致的定位。

购买决策特征导致低品牌忠诚度，新品牌的推出多数是为了覆盖更多的消费群体：女性消费者买鞋时，会综合考虑品牌知名度、产品品质、设计时尚度等方面。女鞋作为日用易耗品，产品品质是品牌做大做强的基础，在此前提下，出于不同搭配需要，女性消费者更重视“选择多样性”，即鞋履的配饰属性使得消费者习惯于商场中通过实物穿着效果比较来做出最终购买决定，因此其随机购买的概率较大，品牌忠诚度相应较低。

多品牌格局满足女鞋消费多样化的需求：1) 女鞋作为功能性较强的产品，消费者首先重视产品品质，舒适度是核心产品属性，现场试穿是最直接的体验方式；2) 女鞋同时具备时尚特征，消费者对时尚的理解差异化、需求个性化，促使其期望产品选择面更广；3) 消费者对个性化和时尚的追逐程度，决定了其对品牌的忠诚度不高，品牌所带给消费者的更宽泛的选择范围将影响消费者的购买决策。因此新品牌建设主要旨在满足女鞋消费多样化的需求。

2.2.2 渠道特征：商场壁垒制约后来者发展速度

渠道成为行业主要的进入壁垒：由于上述女鞋购买选择多样性的需求特征，中高档女鞋市场的主要分销渠道始终集中于能与其定位匹配且集群效应明显的百货公司，据 Euromonitor 统计，近年商场专柜大约占到中高档女鞋线下零售额约 75%。因此对于百货单一渠道的竞争一定程度上制约了新品牌的发展，目前占有逾 60%一二线城市核心商场女鞋柜面的百丽一家独大的竞争格局短期内难以打破。

- 对于商场而言，由于女鞋坪效高于服装，往往店铺分布于一二楼人流量较大、易催生随机购买的楼层；但女鞋同质化高，商场分配的柜台数量远少于服装，因此商场柜面资源的稀缺性导致了女鞋行业中企业先发优势明显，渠道布局将构成行业的进入壁垒，前十大品牌在商场的渠道优势很难在短期内取代；
- 对女鞋企业而言，由于渠道的限制，也使其难以完全照搬服装品牌发展的惯有途径：通过铺天盖地的广告营销、加盟商快速开店在短期内树立品牌和抢占市场。鞋类企业更多以直营模式为主，通过店面陈列及装饰直观体现品牌风格，并以追求持续稳定增长为经营目标。

业内品牌渠道的具体模式选择、发展路径均显同质化：从整体市场来看，目前不同档位的鞋企均已形成了较为固定的渠道模式——低端品牌以批发市场为主、中低端销售一般采用相对自由的街边店形式、中高档及高档鞋履品牌集中于中档、高档定位的商场或购物中心地面楼层。而单就中高档女鞋品牌而言，通过初期强势品牌获取与商场谈判中较强议价能力后，企业往往会乘机扩充品牌结构，凭借已有合作关系将新品牌快速渗透于市场，一方面提升渠道资源的利用率更是扩大销售规模的有效途径。

- 考虑到原材料选择范围有限并且实用性需求更高，鞋履产品在设计上难有服装中运用元素的丰富性，因而一定程度上造成了产品档次划分相对笼统。行业发展至今，市场上几大中高档女鞋品牌基本以商场为主要渠道，产品定价中包含较高比率的品牌溢价；而定位于低端的女鞋品牌较少且分散，除达芙妮以街店为主要渠道形式以外，大多数低端女鞋品牌仍以批发市场为主要销售渠道，竞争目前还处于价格战阶段；
- 虽然近年来女鞋市场个性化需求日益体现，带动整个行业根据时尚变化的调整速度加快，这一点在一定程度上为新进品牌提供了较好的发展机遇，但女鞋同质化和商场为主要渠道的模式短期内难以明显改变。而现有的几个强势品牌的母公司近年来以多品牌为经营策略，其依靠在商场渠道的先发优势，以老带新逐步向商场渠道渗透新品牌，进一步强化其市场地位。

表 4 商场鞋类品牌引进情况

商场定位	<ul style="list-style-type: none"> ■ 按照地理位置，辐射半径等进行消费者分析，确定商场定位 ■ 按照行业经验划分经营区域和面积：鞋类品牌坪效高，一般位于商场一二楼客流量较大的黄金位置，占商场销售面积比例一般在 15%左右
鞋类品牌引进过程	<ul style="list-style-type: none"> ■ 首先根据以往销售额和业内品牌美誉度圈定一批必要引进的品牌，一般是业内排名前十，商场与此类实力较强的品牌在扣点和位置谈判上会相对放松要求 ■ 余下柜台根据商场定位进行品牌招商，由于目前一线城市中高档商场通常提供百丽国际柜台已占到 70%-80%，剩余品牌想进入定位匹配的商场，只能对于少部分柜台机会进行争夺，因此在于商场谈判中议价能力较弱
鞋类品牌专柜	<p>资源稀缺性</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 商场的调整集中在每年的 3 月和 9 月。为了锁定成本，公司租赁店铺时间一般为 3-5 年，这就对后进入市场的公司的店铺选址造成很大的压力 <p>优势</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 1) 充分客流量，保证一定销量； 2) 相对可靠的品质品牌形象； 3) 依附于商场进行渠道下沉； 4) 较为精简的销售人员配置； 5) 专柜实现盈利时间相对较短，一般为半年至一年 <p>劣势</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 1) 商场扣点根据销售情况而定，一般在 20%-30%，并且配合参加商场的部分促销活动； 2) 对于渠道控制度不及专卖店，受商场布局限制； 3) 商场短期考核进行专柜位置、面积等调整，不利于品牌长期形象稳固

资料来源：海通证券研究所

渠道为王，行业龙头地位稳固：现有的中高档女鞋品牌都建立起了全国性的品牌优势，终端渠道以中高档商场的直营专柜为主，发展路径为一线城市商圈向二、三线城市渗透；渠道资源的稀缺性及已有品牌的先发优势给新品牌建设带来较大竞争壁垒。

- 目前百丽在中高档女鞋行业占有绝对优势，虽然近年来面临国外品牌不断进入国内市场抢夺部分高端顾客的趋势，然而集团凭借上市后一系列的品牌收购，是目前唯一覆盖商务、休闲、正式、运动等全系列品牌的女鞋零售商，因而拥有最广泛的客户覆盖度；
- 百丽过万的鞋类产品门店数量使得商场资源明显倾斜，助其在品牌池迅速扩容的同时实现短期内渠道铺开带来的爆发式收入增长，从而进一步稳固其龙头地位。

2.3 常规渠道扩充方式面临调整，实体体验与网络促销并进为发展趋势

2.3.1 国内中高端女鞋市场目前整体处于成长至成熟周期

1) 需求方面，从国内人均鞋履消费数量及金额与发达国家及周边成熟市场比较来看，从企业角度出发仍能看到销量及提价的较大空间。长期来看，首先消费类板块将受益于内陆市场打开带来的大量需求，而从城镇居民衣着支出增速超收入及整体支出增长的趋势推论，鞋服企业预计同样可成为内陆地区收入水平提升后受益的首批对象。而在鞋服板块中，中高档鞋履由于竞争相对缓和并且整体上受益于中产阶级的结构性扩张及80、90后新兴消费群的购买力提升等市场因素，预计对于所处企业而言，未来需求上仍有较为明确的提升空间。在此前提下，对于中高档定位下全线细分市场覆盖的龙头企业，于市场内产品流行风格、定价上的导向地位将使其直接并在最大范围内吸收此部分市场容量扩大带来的充分业绩增长机会。

2) 供给方面，从国内商场渠道资源的后续扩充程度而言，对主要依附于此的中高档鞋企也依然可见一定的增长潜力。由于受到线上销售平台的冲击，目前传统商业地产的发展前景备受市场忧虑，而我们认为，无论是从百货业自身提升集中度的需求还是零售业态的升级趋势而言，未来销售规模的增长可期，并在很大程度上仍将依靠店铺数量增加完成，市场发展的推动力主要在于商业地产在内陆城市的繁荣以及单一化商场向配套型购物中心的演化。

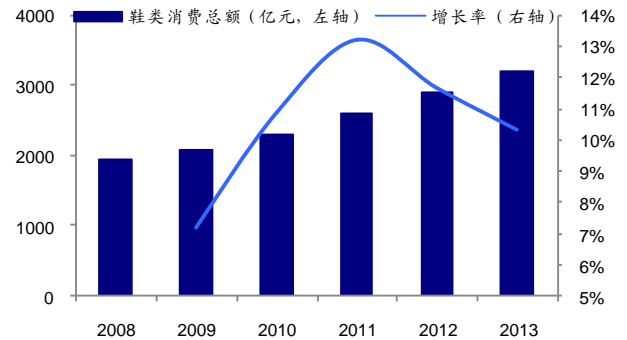
因此，虽然整体增长速度放慢，但仍可看到商场作为渠道扩张有形载体的增量空间依旧具有一定的边际。由此，伴随着商业渠道向二/三/四城市下沉，龙头鞋企可凭借已有的商场资源掌控权继续依托商场顺利进行同步的渠道体系扩张，并以资金优势及多品牌运营经验复制而在此过程中率先布局空白市场，使得市场做大的同时份额也逐渐向公司聚集。

图14 2013年我国城镇人均鞋类消费数量超过3双



资料来源：国家统计局、公司招股意向书、海通证券研究所

图15 2008-2013年我国鞋类消费额年复合增长率超10%



资料来源：Euromonitor、红蜻蜓招股说明书、海通证券研究所

2.3.2 常规实体店铺扩张模式面临调整

国内中高端女鞋行业品牌洗牌持续：过去二十年消费市场的方兴未艾代表着以外延式渠道扩张为主要增长驱动的企业发展模式，主要体现在各级市场需求兴起后，企业通过扩张销售版图从而提升品牌知名度，现阶段的增量主要体现在空白区域覆盖的同时伴随店铺面积的不断扩大。此种依托于需求膨胀而实现业绩的粗放型经营阶段，在目前遭遇消费市场整体降温的背景下，即陷入产能过剩、库存高企困境的同时，仍面临电商渠道的分流和外资的引入加剧竞争的威胁。

在业绩走低背景下，重点零售品牌企业单纯依靠渠道货品清理及店铺结构调整依旧难以带来盈利质量的根本改善。针对外延扩张的要素——存货及店铺来看，目前企业经过近两年的库存商品清理及订货会新订单的缩减，整体存货水平已至低位，然而，并不代表企业前期以开店铺货及市场营销为基础的粗放型增长模式下的剩余产出已被完全消化，预计未来资产负债表仍处于调整阶段，终端门店预计将持续结构性调整。

国内女鞋市场集中度趋于提高，市场份额逐步向拥有多品牌和完整产业链的企业集中：我国十大畅销女皮鞋品牌大部分属于拥有多品牌与产业链完整的企业。行业龙头借助其产业链优势，结合自身品牌定位，针对不同女性消费群体推出不同消费定位的品牌。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。伴随着行业集中度的提高、领先品牌的崛起、鞋类企业经营管理模式的进化以及消费者购买习惯的改变，企业间的竞争将更集中于品牌间的竞争，多品牌经营策略推动了企业集团化的发展。

表 5 2015 上半年鞋企店铺数量大幅下降

鞋类销售收入 (百万元)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015H
星期六	380	606	769	880	1143	1348	1569	1844	1758	845
奥康国际	--	--	1079	1667	2211	2966	3455	2796	2965	1627
红蜻蜓	--	--	--	--	--	2718	3068	3222	3128	1423
天创时尚	--	--	--	--	--	1054	1292	1510	1686	811
千百度	--	--	1044	1285	1575	2044	2432	2430	2821	1416
百丽国际	4662	6202	9669	11735	14649	18533	21045	22278	23037	9836
达芙妮国际	3108	3608	4665	5135	5636	6953	8538	8213	8169	3450
莱尔斯丹	733	714	802	879	1114	1254	1426	1609	1671	756
九兴控股	20	80	182	318	439	624	750	739	611	270
鞋类店铺 数量(间)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015H
星期六	619	1177	1293	1409	1713	1961	2351	2363	2327	2220
奥康国际	--	--	--	3218	3869	4512	5315	4838	4506	4244
红蜻蜓	--	--	--	--	--	--	4458	4428	4321	--
天创时尚	--	--	--	--	--	1444	1816	1960	2113	2148
千百度	--	--	--	--	--	1748	2166	2286	2297	2298
百丽国际	2776	3732	6050	6750	8312	10270	12090	13183	14128	13704
达芙妮国际	2238	2859	3642	4225	5199	6165	6881	6702	6757	6569
莱尔斯丹		280	403	568	766	921	984	928	904	883
九兴控股		77	155	221	291	379	409	330	264	261
鞋类单店 年销售收入 (万元/间)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015H
星期六	61.45	51.53	59.47	62.45	66.73	68.75	66.75	78.05	75.55	38.04
奥康国际	--	--	--	51.80	57.14	65.73	65.01	57.80	65.81	38.33
红蜻蜓	--	--	--	--	--	--	68.82	72.75	72.39	--
天创时尚	--	--	--	--	--	73.02	71.13	77.03	79.79	37.74
千百度	--	--	--	--	--	116.92	112.29	106.30	122.80	61.63
百丽国际	167.94	166.18	159.82	173.85	176.24	180.46	174.07	168.99	163.06	71.77
达芙妮国际	138.85	126.21	128.08	121.54	108.41	112.78	124.07	122.55	120.90	52.51
莱尔斯丹		255.13	199.12	154.81	145.37	136.10	144.96	173.35	184.86	85.59
九兴控股		103.90	117.42	143.89	150.86	164.64	183.37	223.94	231.44	103.45

资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所，注：此处百丽仅统计鞋类店铺及销售，九兴仅统计品牌零售业务店铺及销售

2.3.3 线上+线下：未来增长来源于实体体验与网络促销的并进

除了借助实体渠道不断打开空白市场为龙头企业带来的外延增长机会，线上销售平台的不断完善为鞋企扩规模、增业绩另辟蹊径。鞋履直接体验环节对于消费决策的关键性决定了中高档鞋履品牌扎根于百货商场的渠道发展模式难以根本改变，因而对于鞋企而言，虽然短期内商场的确受困于电商野蛮扩张后分流客源而稀释效益，但实体渠道的长期价值并不会因线上的发展而被逐渐取代。然而，网络销售及分享平台的出现对于女鞋行业的根本影响实质在于带动了整个市场时尚需求的提升以及相应对于货品更新提速的要求；同时网络提供的更低成本、更大产品覆盖范围的价格比较也强化了消费者对于货品性价比的诉求。

1) 上述市场演进趋势一方面对鞋企供应链提出了快速、精细化要求，另一方面也为企业提出了线上及线下齐头并进的差异化发展可能，即实体店铺将强调以新品体验及售后服务为主，旨在吸引时尚灵敏度较高的半数消费者从而获取更高溢价；而网络店铺则将侧重于更高性价比的常规款的提量，以及每季新品上市预览的发布。根据营销学创新扩散理论，消费者对于新品接受度的快慢被划分成5阶段，其中创新群体（2.5%）、意见领袖（13.5%）及前期大众（34%）不但愿意为产品的领先性支付更高的溢价并且意见领袖们对于不同产品的评价将直接影响其随后整体销售表现。因此为提升品牌于此部分消费者心目中的整体形象，对鞋企而言，针对线下销售，未来可通过加大对于实体店铺的投入来营造每季主题氛围及丰富设计团队以拓宽新品系列、提供更多售后服务及产品交流会等有形方式逐步提升品牌于前期消费者的忠实度及于市场的美誉度，从而为线上销量打下口碑基础。

2) 目前大部分中高档女鞋企业均保持50%以上的店铺直营比例，从而可以较为完整、及时地掌控零售店铺运营，为定期的铺面翻新、产品销售数据的快速反馈等提供了首要前提。1) 从产品角度来看，目前专柜货品中，新品上市后2周内，通常即由终端根据销售情况，直接反馈补货需求，整体首单率控制在约45%左右。由此可见，鞋履实体店铺基本以快速供应为核心考量，以小批量多批次的供货方式灵活调控终端存货并且保持店内展示货品的较高更新度。2) 从服务方面来看，传统加盟经销体系下品牌商与终端的脱节导致堆货情况，并且不利于专柜店员主观能动性的激励，而较高直营比例下，鞋企对于终端货品及销售人员完全掌控的前期设计，使其在店铺服务针对性、完整性上具有先天优势。目前众多品牌针对终端人才提出储备培训和服务考核，由于女性购鞋时对于销售人员意见的参考度相对较大，此举旨在提升店员整体服务专业度的基础上升级店铺的综合体验。

2.4 长期而言，增长驱动将向内生性的品牌体系丰富逐渐转移

2.4.1 品牌内部体系扩充将取代粗放式的渠道外延增长模式

从海外品牌鞋企历史来看，常见发展模式集中于：1) 以 Salvatore Ferragamo 为代表的同一品牌下不断丰富产品线，实现跨领域发展，并以添加高档产品线的方式将品牌定位抬高；2) 以 TOD'S、Prada 为代表的小规模并购、代理与授权的混业经营，其中 TOD'S 强调宣传上的高调及扩张决策上的低调以始终保持专属、稀缺性的特质。而 PRADA 则侧重于产品线及品牌架构的同时扩充，纵横两维度提升规模、扩大涉足领域并保证品牌形象始终维持在上层水平；3) 以 Armani 为代表的产品保持小众化高端路线，而以自建品牌线扩充实现全方位覆盖，其品牌线延伸的逻辑在于针对精英消费群的成长阶段提供与之匹配的优雅方式，从有形产品过渡到体验消费，以品牌池内部的延续性及广覆盖度来弥补在历史底蕴上的不足。由此可见，随着市场成熟度的提升，品牌零售企业势必面临消费需求愈发多元化、个性化、随机化的考验，而无论是通过单一品牌下增设系列/添加产品线或是多品牌下进行收购/自建，只有从不同层面构筑品牌的丰富内在体系，才能在最大程度上顺应上述多样性需求趋势，从而使得品牌焕新生命力。

单凭渠道扩张的品牌发展路径在线上资源被不断挖掘及线下资源空间缩减情况下，也势必遭遇瓶颈，面临竞争力弱化。我们认为未来鞋服零售市场将形成以专业鞋服类电商（包括 B2C 品牌商及 C2C 卖家集市）、百货的线上平台、品牌自建的网络终端为代表的虚拟端，及以百货专柜、多品牌代理店、品牌自建店铺为代表的实体端间争夺消费群的局面。

1) 虚拟平台随着参与人数的增加及数据挖掘技术的进步，预计将形成更为充分的竞争格局（尤其是国内基数庞大的个人卖/买家市场），就此而言，对于传统品牌商及长期充当地产商的百货/购物中心而言，价格及产品丰富度上并不具备明显优势。因此针对品牌商，其在虚拟平台的发展预计将逐渐聚焦于品牌经典、特色产品的贩售及每季设计主题的发布上，以便与店铺销售款在设计及价格上形成区隔，走由线下品牌的知名度、

美誉度支撑、带动线上销售量的双轨路径；针对百货，参照海外的发展模式，其未来可能摆脱单纯渠道商的定位，转而开发自家零售品牌（如 Harrods 拥有自建品牌的主要类别耐用品并发售品牌专供的纪念品等等）或是将线下常规产品搬上线，选择小部分具有稳定流通量的品类尝试线上、线下的同步销售（鞋服配饰、化妆品香氛、家居摆设及西点酒品为常见线上销售类别，线上产品售价及折扣幅度一般与实体保持一致），以避免互相冲突以及与品牌商整体定价偏离。

2) 而实体店铺间的竞争预计伴随海外高档品牌加快进入国内市场，参与到市场瓜分而愈加激烈，**期间预计将触发品牌间的一轮收购热潮**。一方面，**由于上述行业整合后导致品牌资源向几大寡头聚集**，另一方面，百货及购物中心的下沉虽短期看将带动鞋服终端数的同步增长潜力，但始终面临长期人口向一二线发达区域迁徙而造成的隐性需求天花板。因此，**线下资源在品牌归属及渠道地域分布上的长期聚集趋势预计将抑制单边的外延式渠道扩张，转而促成以构建品牌内部体系为主的发展模式**，对品牌商而言，内部扩充将尤其集中于品牌池的加码及连带的线上、线下平行运作机制。

2.4.2 对业绩能否产生正向推动将取决于各公司自身的后续整合能力

以美国 Nine West Holdings（原 The Jones Group）的并购发展历程为鉴，企业经营到一定规模，在具有较为稳定的资金实力背景下，或将出于快速扩张需要而选择转战资本运作，然而单纯碎片化的组合方式势必导致协同效应弱化，即缺乏旗下不同品牌间的内在联系，使得内部难成体系。集团一贯侧重于平面化的规模增长而忽略了后续纵向深挖，将致使品牌整体缺乏必要的传承纽带，难以在消费群中形成稳定持续的形象特征。

从国内龙头鞋企的角度出发，目前看主流的发展策略仍将延续不断做大规模后垄断整条产业链，从而尽可能吸收各环节利润，并且掌控渠道资源以及渗透更广泛范围消费群。由于进入壁垒短期内难以消除，因此相较于 Nine West 面临的竞争相对充分的美鞋服市场，龙头企业于国内市场成熟度尚显不足的背景，拥有相对稳固的先发优势，因此业绩的波动预计将更多集中在国内消费市场的整体冷暖及国外高档品牌未来加快涌入市场而造成的部分消费群的分流可能。

在扩大规模的方式上，国内龙头鞋企较多倾向于以品牌或公司并购为主，但结合 Nine West 及 TOD'S 等的经验来看，精耕细作的小规模并购、代理与授权的混业经营对于业绩的长远拉动效果（稳定性及持续性）远好于缺乏内部逻辑连贯性的品牌池简单横向扩充，尤其在市场消费热情疲弱的背景下，前期一揽子地吸收难以顺利转化成有效供给，因而在需求不足的后期必将引发供应链无序、存货过量等问题的产生，随即造成经营规模的被动性收缩。而借鉴 Prada 及 Armani **针对多品牌结构搭建的实际操作，其均明确地依照清晰的逻辑主线**：横向收购/自建品牌以提升整体定位或形成稳固、综合性的品牌形象，伴随核心品牌的产品线或系列的延伸以实现纵向的深挖。而在品牌横向扩充策略上，分别具体遵循小众市场的同类高档品牌收购（与自营品牌有较大产品类别跨度的收购或涉及面较广的大众品牌收购在集团自身整合能力不强的条件下，平添复杂度），及以贯穿消费群成长阶段进行的品牌定制，以丰富的产品类型选择，覆盖其生活的多方面需求（通过产品的多元化赋予品牌以持续稳定的品味及阶层的象征意义从而促使消费群体的自我划分和对应）。

值得注意的是，上述集团进行横向品牌扩充的前提是核心品牌已具备十分稳定市场地位并形成鲜明的品牌形象；从规模上看，新添品牌无论是收购或是自建，仅是起到辅助提升作用，而并不能将原先整体定位拉至模糊。因此，集团有效的内生性品牌体系扩容必然伴随着核心品牌的持续内在延伸，具体可通过添加同类产品的不同系列或是新建品牌下的不同产品线，以价格定位、功能性或是年龄、场合等维度上的差异化作为出发点，丰富核心品牌内容，并在设计风格及品质主张上保持内部的连贯性，凸显其所追求的特定的美学理念及所推崇的生活方式。

3. 推进多品牌运营及多渠道布局，巩固公司竞争优势

3.1 多品牌组合提升整体形象

公司为女性消费者提供不同时尚元素的中高端女鞋产品。女鞋产品不仅是满足日常需求的产品，同时还含有重要的时尚特质，消费者对于女鞋的品牌、款式均有一定的要求。同时，不同年龄段、不同消费层次的顾客对于品牌、款式、价格的敏感程度也存在很大程度的差异。对应不同的消费差异诉求，公司采取多品牌的市场战略，通过品牌的差异定位满足不同女性消费者对于时尚产品的差异化需求。

表 6 天创时尚各品牌目标客群与核心需求

品牌	目标顾客群体	自我实现的核心需求
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
KissKitty	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：公司招股意向书、海通证券研究所

公司各品牌对应不同的目标顾客群体，实现精准化的产品形象塑造，满足不同使用环境下，时尚产品的应用。公司以女性鞋履的装扮价值和体验价值为产品设计导向，以女性时尚和健康为产品研发核心理念，不断提升研究所创造的核心价值。目前公司每年可向市场推出 750 个系列，4500 个款式新品。

（1）“KISSCAT”品牌

公司创始品牌“KISSCAT”定位于国内中高端女鞋消费市场，向国内职业女性提供时尚的职场鞋履，产品时尚、舒适、易搭配，惠及多层顾客。2010 年通过与中国皮革制鞋工业技术研究院成立“KISSCAT 中国女鞋舒适研究中心”，不断加强女式中高跟鞋的舒适性价值研究。经过多年发展，“KISSCAT”品牌已在市场上具备较高知名度，自 2006 年起，已经连续九年销售收入位于女鞋市场前六位。

表 7 KISSCAT 品牌定位与产品线

品牌哲学	舒适、时尚、易搭配	
目标客户层	22-45 岁上班族和职业女性	
设计理念	舒适、知性	
	产品线	价格带（元/双）
产品系列	晚装系列	1299-1899
	正装系列	1099-1699
	便装系列	839-1399
	通勤系列	899-1399
	流行系列	899-1599
品牌形象	有爱、有为、有趣	
品牌愿景	舒适的职场鞋履	

资料来源：公司招股意向书、海通证券研究所，注：价格带中的价格指零售定价

（2）“ZsaZsaZsu”品牌

“ZsaZsaZsu”品牌由公司联合西班牙、台湾、香港等地知名品牌策划师、设计师打造，2008 年在国内中高端消费市场投放，定位于为中高端时尚生活女性提供具有国际化元素的时尚鞋履。

表 8 ZsaZsaZsu 品牌定位与产品线

品牌哲学	惊艳生活之美	
目标客户层	25-38 岁追求中高端时尚生活的女性	
设计理念	质感的艺术时尚格调	
	产品线	价格带（元/双）
产品系列	都会系列	1398-2898
	假日系列	1298-2298
品牌形象	时尚、质感	
品牌愿景	具有艺术时尚价值的国内一线品牌	

资料来源：公司招股意向书、海通证券研究所，注：价格带中的价格指零售定价

（3）“tigrisso”品牌

“tigrisso”品牌设计理念源于西班牙，定位于中高端消费市场，主张“无处不优雅”的生活方式和个性特质，为倡导优雅精致生活理念的都市女性提供时尚雅致的鞋履配饰和装扮体验价值。该品牌自 2010 年正式推出以来已成为公司成长最快的品牌之一。

表 9 tigrisso 品牌定位与产品线

品牌哲学	无处不优雅	
目标客户层	24-45 岁追求优雅精致生活的女性	
设计理念	优雅、精致	
	产品线	价格带（元/双）
产品系列	晚装系列	1398-2398
	正装系列	1098-1898
	便装系列	998-1698
品牌形象	优雅、精致	
品牌愿景	具有文化与市场双价值的时尚品牌	

资料来源：公司招股意向书、海通证券研究所，注：价格带中的价格指零售定价

（4）“KissKitty”品牌

“KissKitty”为公司 2011 年推出的年轻潮流品牌。融合意大利风格设计，结合公司品牌运营经验，致力于为都市年轻潮流女孩打造兼具摩登与舒适的“潮鞋”。

表 10 KissKitty 品牌定位与产品线

品牌哲学	潮趣	
目标客户层	18-28 岁年轻态生活的潮流女性	
设计理念	潮趣无限，时尚领先	
	产品线	价格带（元/双）
产品系列	商务潮流系列	699-1299
	都市潮流系列	599-1199
	运动时尚系列	599-999
品牌形象	潮趣、好玩、独特	
品牌愿景	女性潮鞋中的领导品牌	

资料来源：公司招股意向书、海通证券研究所，注：价格带中的价格指零售定价

（5）“Patricia”品牌

“Patricia”是子公司帕翠亚于 2007 年代理经营的西班牙品牌。该品牌创立于上世纪 70 年代，致力于缔造崇尚环保与人文健康相和谐的时尚鞋履。该品牌秉承西班牙健康、自然、时尚、独特的设计理念，产品均从西班牙进口。

表 11 Patricia 品牌定位与产品线

品牌哲学	高品位生活体验	
目标客户层	30-48 岁追求高品质生活的成熟女性	
设计理念	品质、时尚、优雅、个性、舒适	
	产品线	价格带（元/双）
产品系列	正装系列	2280-3680
	商务休闲系列	
	休闲系列	
	时尚系列	
品牌形象	简约、优雅、舒适、时尚	
品牌愿景	传承西班牙时尚鞋履文化	

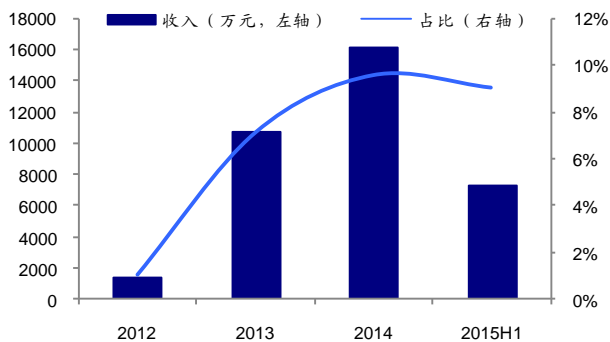
资料来源：公司招股意向书、海通证券研究所，注：价格带中的价格指零售定价

公司的品牌组合，不但有利于共同积累和发展常客消费群体，而且有利于适应不断发展的消费升级和商业进化。

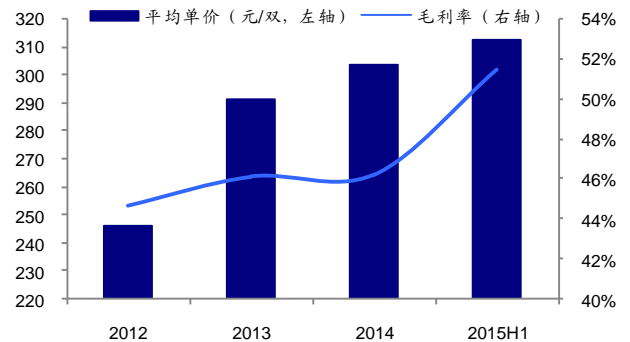
3.2 多渠道布局挖掘市场潜力

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。

除线下直营店铺营销网络布局以外，公司顺应移动互联网的发展趋势，积极发展电子商务营销渠道。随着电子商务市场整体规模持续扩大，公司通过线上互联网平台的多渠道布局，现阶段以天猫、淘宝、唯品会等作为线上发展的主要渠道，精细运营公司的品牌旗舰店，跟随电子商务整体市场份额的扩大获取市场份额，实现传统产业与互联网新兴渠道的良性互动与有机结合。

图16 天创时尚 2014 年电商销售同比增速 50%


资料来源：公司招股意向书、海通证券研究所

图17 天创时尚电商渠道毛利率相对平稳


资料来源：公司招股意向书、海通证券研究所

4. 店铺扩充、提效，产品结构优化，预计将驱动公司业绩增长

4.1 市场集中度提升带动优质品牌影响力进一步扩大

伴随海外品牌大举进驻，国内女鞋市场品牌众多，竞争激烈，但品牌女鞋集中度近年来持续提升，龙头品牌凭借已在产业链各环节形成的先发优势，将继续吸引上下游资源向其聚集，从而进一步提升影响力。由于消费结构升级下带动整体中高档市场容量的扩大，未来品牌集中度的提升一方面为龙头品牌带来吸纳综合实力有限而在竞争中出场的小品牌的机会，另一方面也无疑助推了原有核心品牌的业绩增长。

4.2 店铺规模扩张及结构升级，未来增量空间仍较大

由于中高档女鞋主要销售渠道集中于百货商场及购物中心，品牌的进驻除了需要知名度以吸引客流外，实际销售能力是与商场长期合作从而获得优质铺面及较低扣点的关键，由此，也构成了中高档女鞋品牌市场的营销网络壁垒。

- 一方面，前期新开店铺已逐渐进入业绩贡献期，另一方面，未来公司将根据市场情况，合理开设新店，与竞争品牌开店数量相比，仍有较大开店的市場空间。公司未来三年计划将以自有资金及上市后募集资金进行女鞋销售连锁店扩建，预计开设 428 家直营店，主要规划为一、二线经济发达城市的繁华商圈，并在大中型商业中心新建 20 间旗舰店。预计投资资金约为 3 亿元，资金用途主要为门店场地租赁投入、装修投入、存货投入及运营费用等。
- 除募投项目新设直营店铺以外，公司将继续推动加盟渠道的扩展，加大在部分二线市场、三四线市场中加盟店的建设，从生产资料投入、人员培训及支持、营销网络建设等方面，支持经销商开店拓展。

表 12 发行募集资金计划主要用于女鞋销售连锁店扩建（间）

区域	2015 年 6 月末营销网络		募投新增营销网络		募投项目建设后	
	店铺数量	占比	店铺数量	占比	店铺数量	占比
东北	223	10.38%	72	16.82%	295	11.45%
华北	423	19.69%	41	9.58%	464	18.01%
华东	553	25.74%	167	39.02%	720	27.95%
华南	243	11.31%	19	4.44%	262	10.17%
华中	269	12.52%	56	13.08%	325	12.62%
西南	298	13.87%	73	17.06%	371	14.40%
西北	139	6.47%			139	5.40%
总计	2148	100.00%	428	100.00%	2576	100.00%

资料来源：公司招股意向书、海通证券研究所

除了加强营销网络的广度建设，公司通过店铺结构调整，旨在强调单店效益等内生指标的提升。单店盈利性是品牌综合能力的体现，是公司可持续发展的关键指标。公司将通过对每间直营店深入分析，清晰定位，快速提供符合消费者需求的商品，通过更为优质与专业的服务提高店铺商品成交率，并通过优化网点布局降低运营成本。在不增加单店资金投入的情况下，进一步提高直营店单店盈利能力。

4.3 高自产比例支撑产品结构优化，提升品牌形象

与市场需求匹配的生产能力是公司保证产品及时供应和质量的前提条件。公司坚持“自主生产为主、外协生产为辅”的生产模式，将自产比例控制在 65%-75%。持续进行技改和产能扩建，配套相应的生产能力保证产品供应，以满足营销网络扩张对产能的

需求。首先，公司将在现有厂房资源的基础上增加高端产品生产线，不断扩大高附加值产品的比例；通过引进先进设备并招募、培育高级技术管理人才，优化工序流程，提高现有产能生产效率。其次，公司将通过选择具有一定生产规模、技术水平较好、管理能力较强的工厂并与之建立长期合作的战略合作伙伴关系，进行外协加工，扩大生产能力。

公司未来将在总结多年设计研发经验的基础上，不断细化产品结构，丰富产品类别，提升产品附加值。公司亚太产品设计中心建设项目已通过广州番禺区发改委审批。在着力引进高端设计人才和先进设计理念的同时，公司将不断引入先进的研发设备，如NEWLAST 数字化样楦复刻设备，脚型自动化测量设备，CAD/CAM 电脑辅助设计生产设备，RSSCAN 步态测试设备等；不断提升对流行趋势的摄取和吸收能力，深化人足形态结构的健康舒适项目研究，缩短新产品开发周期，打造数字化研发体系，进一步强化公司核心竞争优势。

5. 盈利预测

5.1 业绩预测

假设条件：

（1）女鞋销售预计伴随新增店铺的成长及次新店的成熟，整体增长维持在 3%-5% 左右水平，同时，受益于品牌影响力不断提升的趋势下，加价率得以顺利消化，参考国内外中高档品牌盈利水平，预计整体毛利率未来仍将有进一步上升的空间。

（2）店铺数量大幅增加后，公司需要一段时间集中力量强化内部管理，调整优化店铺柜位结构，扩大已开店铺面积，提升单店效益。因此，2013 年，公司放缓了开店速度，但公司新开店档次进一步提高，老店柜位不断优化，面积不断扩大，预计未来几年公司营业费用及管理费用伴随收入同步增长。考虑到人力及租金成本高企，在公司短期内没有大举兼并扩张的前提下，伴随组织结构精简及供应链的梳理整合，期间费用占比可基本维持平稳水平。

表 13 天创时尚主营业务盈利预测

KISSCAT	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(百万元)	873.48	887.06	936.36	945.72	964.64	1012.87
增长率(YOY)		1.55%	5.56%	1.00%	2.00%	5.00%
毛利率	52.67%	53.39%	54.44%	54.00%	55.00%	55.00%
销售成本(百万元)	413.39	413.50	426.56	435.03	434.09	455.79
增长率(YOY)		0.03%	3.16%	1.99%	-0.22%	5.00%
毛利(百万元)	460.09	473.56	509.80	510.69	530.55	557.08
增长率(YOY)		2.93%	7.65%	0.17%	3.89%	5.00%
占总销售额比重	67.68%	58.84%	55.62%	55.80%	55.29%	55.29%
占主营业务利润比重	66.27%	58.40%	54.76%	55.28%	54.91%	54.84%
tigrisso	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(百万元)	195.01	274.77	337.68	337.68	347.81	365.20
增长率(YOY)		40.90%	22.90%	0.00%	3.00%	5.00%
毛利率	62.00%	58.54%	61.54%	60.00%	60.00%	60.00%
销售成本(百万元)	74.10	113.92	129.87	135.07	139.12	146.08
增长率(YOY)		53.74%	14.00%	4.01%	3.00%	5.00%
毛利(百万元)	120.91	160.85	207.81	202.61	208.69	219.12
增长率(YOY)		33.03%	29.19%	-2.50%	3.00%	5.00%
占总销售额比重	15.11%	18.22%	20.06%	19.92%	19.94%	19.94%
占主营业务利润比重	17.42%	19.84%	22.32%	21.93%	21.60%	21.57%
KissKitty	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(百万元)	81.33	177.64	224.70	226.95	238.29	250.21
增长率(YOY)		118.42%	26.49%	1.00%	5.00%	5.00%
毛利率	49.66%	50.77%	51.44%	50.00%	52.00%	52.00%
销售成本(百万元)	40.94	87.45	109.11	113.47	114.38	120.10
增长率(YOY)		113.61%	24.77%	4.00%	0.80%	5.00%
毛利(百万元)	40.39	90.19	115.59	113.47	123.91	130.11
增长率(YOY)		123.30%	28.16%	-1.83%	9.20%	5.00%
占总销售额比重	6.30%	11.78%	13.35%	13.39%	13.66%	13.66%
占主营业务利润比重	5.82%	11.12%	12.42%	12.28%	12.82%	12.81%
Patricia	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(百万元)	93.65	111.49	111.41	111.41	116.98	122.83
增长率(YOY)		19.05%	-0.07%	0.00%	5.00%	5.00%
毛利率	50.84%	52.46%	53.24%	53.00%	54.00%	55.00%
销售成本(百万元)	46.04	53.00	52.10	52.36	53.81	55.27
增长率(YOY)		15.12%	-1.70%	0.50%	2.77%	2.72%
毛利(百万元)	47.61	58.49	59.31	59.05	63.17	67.56
增长率(YOY)		22.85%	1.40%	-0.44%	6.98%	6.94%
占总销售额比重	7.26%	7.39%	6.62%	6.57%	6.71%	6.71%
占主营业务利润比重	6.86%	7.21%	6.37%	6.39%	6.54%	6.65%
ZsaZsaZsu	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(百万元)	47.10	56.74	73.23	73.23	76.89	80.74
增长率(YOY)		20.47%	29.06%	0.00%	5.00%	5.00%
毛利率	53.61%	48.92%	52.55%	52.00%	52.00%	52.00%
销售成本(百万元)	21.85	28.98	34.75	35.15	36.91	38.75
增长率(YOY)		32.63%	19.91%	1.15%	5.00%	5.00%
毛利(百万元)	25.25	27.76	38.48	38.08	39.98	41.98
增长率(YOY)		9.94%	38.62%	-1.04%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	3.65%	3.76%	4.35%	4.32%	4.41%	4.41%
占主营业务利润比重	3.64%	3.42%	4.13%	4.12%	4.14%	4.13%
合计	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售总收入(百万元)	1290.57	1507.70	1683.38	1694.99	1744.61	1831.85
增长率(YOY)		16.82%	11.65%	0.69%	2.93%	5.00%
销售总成本(百万元)	596.32	696.85	752.39	771.09	778.31	816.00
毛利(百万元)	694.25	810.85	930.99	923.90	966.30	1015.85
平均毛利率	53.79%	53.78%	55.30%	54.51%	55.39%	55.45%

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

根据以上假设条件，测算出天创时尚 2015-17 年实现归属于母公司净利润分别为 1.01、1.11、1.24 亿元，同降 15.58%、同增 9.41%、同增 11.70%，对应 EPS（按发行后总股本计）分别 0.36、0.40、0.44 元。

5.2 市盈率估值

根据我们的业绩预测，选取目前与公司业务较为接近的高端女装企业进行市盈率比较，同时参考海外同类龙头企业在基于资本并购的成熟商业模式下，整体估值中枢提升的趋势，给予公司 2016 年 30-40 倍市盈率，对应上市后价值区间 11.89-15.85 元。

表 14 同类企业市盈率相对估值比较

公司名称	股票代码	首发上市日期	股价 (元/股)	每股收益 (元/股)				市盈率 (X)			
				2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E
星期六	002291.SZ	2009-09-03	9.23	0.10	0.08	0.09	0.10	92.30	111.61	105.25	92.02
奥康国际	603001.SH	2012-04-26	21.34	0.64	0.95	1.17	1.41	33.13	22.52	18.30	15.13
朗姿股份	002612.SZ	2011-08-30	75.46	0.61	0.49	0.60	0.77	123.70	154.89	125.45	98.40
维格娜丝	603518.SH	2014-12-03	25.01	1.21	0.81	0.98	1.16	20.67	30.91	25.52	21.64
歌力思	603808.SH	2015-04-22	35.18	1.15	0.94	1.09	1.28	30.59	37.38	32.31	27.39

资料来源：WIND，海通证券研究所，股价为 1 月 28 日的收盘价，每股收益均为 WIND 一致预期值

6. 不确定因素

我们认为公司主要风险在于：

- 新产品开发不达预期，
- 国内需求继续恶化，
- 行业运营成本持续攀升，
- 行业竞争加剧等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标 (元)					营业总收入	1685.88	1697.50	1747.20	1834.56
每股收益	0.43	0.36	0.40	0.44	营业成本	753.68	772.23	779.47	817.21
每股净资产	2.77	5.27	5.53	5.81	毛利率%	55.29	54.51	55.39	55.45
每股经营现金流	0.81	0.42	0.55	0.55	营业税金及附加	-20.61	-16.98	-17.47	-18.35
每股股利	0.15	0.13	0.14	0.15	营业税金率%	1.22	1.00	1.00	1.00
价值评估 (倍)					营业费用	-474.62	-483.79	-506.69	-550.37
P/E	17.13	27.06	24.74	22.14	营业费用率%	28.15	28.50	29.00	30.00
P/B	2.65	1.86	1.77	1.69	管理费用	-237.35	-246.14	-262.08	-275.18
P/S	1.59	1.36	1.22	1.62	管理费用率%	14.08	14.50	15.00	15.00
EV/EBITDA	10.74	14.32	13.96	14.42	EBIT	196.79	177.95	181.10	173.07
股息率 (%)	2.08	1.29	1.41	1.58	财务费用	-16.93	-24.98	-18.50	-13.23
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.00	1.47	1.06	0.72
毛利率	55.29	54.51	55.39	55.45	资产减值损失	-15.35	-17.00	-17.00	-17.00
净利润率	7.12	5.97	6.35	6.75	投资收益	1.82	2.00	2.00	2.00
净资产收益率	15.47	6.87	7.17	7.61	营业利润	169.15	138.39	147.99	145.22
资产回报率	8.61	5.00	5.26	5.61	营业外收支	1.33	1.50	5.00	5.00
投资回报率	14.11	11.78	11.06	11.24	利润总额	167.66	139.47	152.59	149.84
盈利增长 (%)					EBITDA	213.71	206.82	212.19	205.50
营业收入增长率	11.67	0.69	2.93	5.00	所得税	-43.67	-34.87	-38.15	-22.48
EBIT 增长率	19.12	-10.64	1.75	-4.43	有效所得税率%	26.05	25.00	25.00	15.00
净利润增长率	15.43	-15.58	9.41	11.70	少数股东损益	-3.88	-3.21	-3.51	-3.45
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	120.11	101.40	110.94	123.92
资产负债率	42.99%	26.14%	25.43%	25.05%	扣除非经常性损益净利润	125.09	103.79	110.99	123.44
流动比率	1.82	3.29	3.47	3.60	资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
速动比率	1.00	2.38	2.56	2.68	货币资金	215.21	836.93	932.54	1021.82
现金比率	0.38	1.66	1.83	1.94	应收款项	282.53	279.04	287.21	301.57
经营效率指标					存货	472.19	458.54	461.85	484.31
应收帐款周转天数	60.33	59.18	59.18	59.18	其它流动资产	73.43	84.88	87.36	91.73
存货周转天数	225.55	213.76	213.31	213.35	流动资产合计	1043.37	1659.38	1768.96	1899.42
总资产周转率	1.21	0.84	0.83	0.83	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产周转率	6.55	6.18	7.07	8.40	固定资产	253.73	267.31	240.58	211.86
现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	在建工程	3.62	7.24	6.55	6.51
净利润	120.11	101.40	110.94	123.92	无形资产	10.35	9.94	9.54	9.16
折旧摊销	16.92	28.87	31.09	32.43	非流动资产合计	351.20	367.98	340.16	311.02
营运资金变动	71.15	-33.42	-8.01	-24.07	资产总计	1394.57	2027.36	2109.12	2210.45
经营活动现金流	227.31	116.98	154.44	152.65	短期借款	242.95	200.00	200.00	200.00
固定资产投资	65.71	50.00	20.00	20.00	应付账款	160.94	125.06	125.96	132.08
无形资产投资	-1.36	-0.41	-0.40	-0.38	预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00	其它流动负债	169.47	178.88	184.20	195.49
投资活动现金流	-65.71	-50.00	-20.00	-20.00	流动负债合计	573.36	503.94	510.16	527.57
债务变化	-68.02	-42.95	0.00	0.00	长期借款	23.91	23.91	23.91	23.91
股票发行	0.00	6.33	0.00	0.00	其它长期负债	2.20	2.20	2.20	2.20
融资活动现金流	-94.00	554.73	-38.83	-43.37	非流动负债合计	26.11	26.11	26.11	26.11
现金净流量	67.59	621.72	95.61	89.28	负债总计	599.47	530.05	536.27	553.68
公司自由现金流	1.68	0.79	1.39	1.35	实收资本	210.00	280.00	280.00	280.00
股权自由现金流	1.17	0.17	1.25	1.24	普通股股东权益	776.37	1475.45	1547.56	1628.10
					少数股东权益	18.73	21.86	25.29	28.66
					负债和所有者权益合计	1394.57	2027.36	2109.12	2210.45

资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

唐苓：纺织服装行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：森马服饰、富安娜、罗莱家纺、梦洁家纺、探路者、朗姿股份、乔治白、七匹狼、九牧王、报喜鸟、奥康国际、汇洁股份、歌力思、鲁泰 A、百隆东方、华孚色纺、联发股份、孚日股份、新澳股份、美盛文化、金发拉比、浔兴股份、伟星股份、兴业科技、健盛集团

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

 路 颖 所长
 (021)23219403 luying@htsec.com

 高道德 副所长
 (021)63411586 gaodd@htsec.com

 姜 超 副所长
 (021)23212042 jc9001@htsec.com

 江孔亮 副所长
 (021)23219422 klijang@htsec.com

 邓 勇 所长助理
 (021)23219404 dengyong@htsec.com

宏观经济研究团队
 姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
 联系人
 王 丹(021)23219885 wd9624@htsec.com
 于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
 秦 泰(021)23154127 qt10341@htsec.com
 梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com

金融工程研究团队
 吴先兴(021)23219449 wuxx@htsec.com
 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
 张欣懋(021)23219370 zxw6607@htsec.com
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
 纪锡靓(021)23219948 jxj8404@htsec.com
 联系人
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
 沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
 罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
 赵 晔 zy10383@htsec.com
 姚 石 021-23219443 ys10481@htsec.com

金融产品研究团队
 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
 陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
 田本俊(021)23212001 tbj8936@htsec.com
 联系人
 宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com

固定收益研究团队
 姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
 联系人
 张御云(021)23219445 zqy9731@htsec.com
 朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
 张 雯(021)23154149 zw10199@htsec.com
 姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com

策略研究团队
 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
 张华恩(0755)82900465 zhe9642@htsec.com
 钟 青 23219635
 李 珂(021)23219821 lk6604@htsec.com
 高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
 联系人
 申 浩(021)23154117 sh10156@htsec.com
 郑英亮 021-23154147 zyl10427@htsec.com

中小市值团队
 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
 张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
 何继红(021)23219674 hejh@htsec.com
 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
 联系人
 潘莹练(8621)23154122 pyl10297@htsec.com

政策研究团队
 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
 陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
 朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
 王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

批发和零售贸易行业
 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 联系人
 王 晴 021-23154116 wq10458@htsec.com
 王汉超 021-23154125 whc10335@htsec.com

石油化工业
 邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
 王晓林(021)23219812 wxl6666@htsec.com
 联系人
 朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com

非银行金融行业
 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com

电力设备及新能源行业
 周旭辉(021)23219406 zxh9573@htsec.com
 牛 品(021)23219390 np6307@htsec.com
 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com
 徐柏乔(021)32319171 x bq6583@htsec.com
 杨 帅(010)58067929 ys8979@htsec.com
 联系人
 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
 张向伟 zwx10402@htsec.com

有色金属行业
 钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
 施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
 刘 博(021)23219401 liub5226@htsec.com
 田 源 23214119 ty10235@htsec.com

钢铁行业
 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com

机械行业
 龙 华(021)23219411 longh@htsec.com
 徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com
 熊哲颖(021)23219407 xzy5559@htsec.com
 联系人
 韩鹏程(021)23219963 hpc9804@htsec.com
 赵 晨(010)50949920 zc9848@htsec.com
 张恒昶 zhx10170@htsec.com

医药行业
 余文心 0755-82780398 ywx9461@htsec.com
 刘 宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com
 郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
 联系人
 高 岳(010)50949923 gy10054@htsec.com
 师成平 scp10207@htsec.com
 廖庆阳 01068067998 lqy10100@htsec.com

建筑工程行业
 赵 健(021)23219472 zhaoj@htsec.com
 联系人
 金 川(021)23219957 jc9771@htsec.com
 毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com

计算机行业
 魏 鑫(021)23212041 wx10618@htsec.com
 联系人
 谢春生 021-23154123 xcs10317@htsec.com
 黄竞晶 021-23154131 hjj10361@htsec.com

房地产行业
 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
 谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
 贾亚童(021)23219421 jiyat@htsec.com

食品饮料行业
 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 联系人
 成 珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
 孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com

汽车行业
 邓 学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
 联系人
 谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com

农林牧渔行业
 丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 联系人
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com

社会服务行业 林周勇(021)23219389 lzy6050@htsec.com	建筑建材行业 邝友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com	银行行业 林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com
交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 联系人 张杨 zy9937@htsec.com	基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 李明刚 18610049678 lmg10352@htsec.com 刘强 021-23219733 lq10643@htsec.com 联系人 刘海荣 23154130 lhr10342@htsec.com	家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 联系人 陈基明(021)23212214 cjm9742@htsec.com	纺织服装行业 焦娟(021)23219356 jj9604@htsec.com 唐琴(021)23212208 tq9709@htsec.com	通信行业 朱劲松 010-50949926 zjs10213@htsec.com
造纸轻工行业 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com	互联网及传媒 联系人 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com	公用事业 联系人 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
煤炭行业 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 戴元灿 23154146 dyc10422@htsec.com		

海通证券股份有限公司机构业务部

宋立民 总经理
(021)23212267
songlm@htsec.com

金芸 副总经理
(021)23219278
jinyun@htsec.com

深广地区销售团队

蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 辜丽娟 (0755)83253022 gulj@htsec.com
 伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 饶伟 0755-82775282
 王雅清 075583254133

上海地区销售团队

黄胜蓝 (021)23219386 hsl9754@htsec.com
 朱健 (021)23219592 zhuj@htsec.com
 季唯佳 (021)23219384 jiwj@htsec.com
 黄毓 (021)23219410 huangyu@htsec.com
 胡雪梅 (021)23219385 huxm@htsec.com
 孙明 (021)23219990 sm8476@htsec.com
 孟德伟 (021)23219989 mdw8578@htsec.com
 毛文英 02123219373 mwy10474@htsec.com
 黄诚 hc10482@htsec.com
 胡宇欣 021-23154192 hyx10493@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦 (010)58067988 yyq9989@htsec.com
 张妍 (010)58067903 zy9289@htsec.com
 张景财 (010)58067977 zjc10211@htsec.com
 杨博 (010)58067996 Yb9906@htsec.com
 李铁生 (010)58067934 lts10224@htsec.com
 陈琳 (010)58067929 cl10250@htsec.com
 隋巍 (010)58067944 sw7437@htsec.com
 许诺 (010)58067931 xn9554@htsec.com
 江虹 (010)58067988 jh8662@htsec.com
 李靓一 (010)58067894 ljy10426@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路689号海通证券大厦9楼
 电话：(021)23219000
 传真：(021)23219392
 网址：www.htsec.com