

2016年12月27日

太平鸟 (603877)

——“多品牌+跨品类+全渠道”，助力潮流鸟儿腾飞

发行上市资料:

发行价格(元)	21.30
发行股数(万股)	5500
发行日期	2016-12-27
发行方式	网下询价,上网定价
主承销商	海通证券股份有限公司
上市日期	-

*首日上市股数-万股

基础数据(发行前):2016年06月30日

每股净资产(元)	4.08
总股本/流通A股(百万)	420/-
流通B股/H股(百万)	-/-

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

王一博 A0230116070007
wangyb@swsresearch.com

联系人

王一博
(8621)23297818x7419
wangyb@swsresearch.com

投资要点:

- 公司是中档时尚休闲服饰领导集团，在国内休闲服饰市场占有率排名第五。1) 公司服饰品类包括女装、男装、童装，拥有 PEACEBIRD 女装、乐叮、Material Girl、PEACEBIRD 男装、AMAZING PEACE、Mini PEACE 六大品牌。2) 11-15 年公司营业收入复合增速 35%，净利润复合增速 55%；16 年 1-9 月营业收入增长 4.4% 至 39 亿元，归母净利润下滑 13.3% 至 2.4 亿元。16 年 1-9 月业绩下滑主要因加盟渠道销售不佳及女装品牌转型调整；新开直营门店较多致收入尚未覆盖成本；计提存货减值准备所致。目前，加盟商增速已逐步恢复，利润下滑已有所缓解，未来业绩有望触底反弹。公司预计 16 年全年收入 62-64 亿元，同比增长 5%-8.4%，扣非归母净利润 3.5-3.8 亿元，同比下滑 13.7%-20.5%。3) 公司实际控制人为张江平、张江波兄弟，股权激励充分，整体团队年轻，富有创新思维。
- 品牌端：公司从“价格+年龄+品类”多角度出发，搭建形成“核心品牌、新兴品牌、初创品牌”三个不同发展梯度、结构合理的品牌矩阵，有效覆盖消费者，具备滚动式发展的潜力和优势。1) 女装：PEACEBIRD 女装（核心品牌，16 年上半年实现营收 10 亿元，处于调整转型期）、乐叮女装（新兴品牌，16 年上半年实现营收 3 亿元，发展势头迅猛）、Material Girl（初创品牌、16 年上半年实现营收 3201 万元，快速增长但尚未盈利）。2) 男装：PEACEBIRD 男装（核心品牌，16 年上半年实现营收 9 亿元，稳健发展）、AMAZING PEACE（初创品牌、16 年上半年实现营收 840 万，尚处于发展期）。3) 童装：Mini PEACE（新兴品牌 16 年上半年实现营收 2 亿元，爆发式增长）。公司还入股法国高级定制品牌 Alexis Mabile，未来有望进军高端定制领域，为消费者提供更高阶、更专业的时尚选择。
- 渠道端：公司实行四轮驱动策略，“街店+百货店+购物中心店+网上销售”全方位覆盖消费群体，紧随零售业态变化趋势调整销售渠道，传统街店和百货店销售占比不断下降，购物中心店和网上销售占比逐渐提升。1) 街店：16 年上半年实现零售额 11.9 亿元，销售占比下降至 26%；2) 百货店：16 年上半年实现零售额 16.6 亿元，销售占比基本保持在 37% 左右。3) 购物中心：2016 年上半年实现零售额 11 亿元，年均复合增长率为 70%，销售占比上升至 24%。4) 网上销售：2016 年上半年实现零售额 5.5 亿元，销售占比上升至 12%，16 年“双十一”实现零售额约 6.15 亿元。公司还成立 O2O 项目组，开发“云仓”系统，布局 O2O 业务，实现线上线下有机结合，更好地满足消费者的购物体验。
- 运营端：强化研发实力，加强供应链管理，向“快时尚”靠拢。1) 快：公司不断强化对供应链进行管理，提升品牌上新速度，零售门店确保平均每 1-2 周上一次新品。2) 时尚：设计研发团队高频次考察全球时尚都市与国内市场，及时洞察消费者需求，2015 年开发超过 8000 款色新品投放市场，产品的售罄率较高。
- 公司本次拟发行 5500 万股，募集资金净额 10.81 亿元，用于营销网络建设项目（5.8 亿元），太平鸟慈东服饰整理配送物流中心项目（3.5 亿元）和信息化系统建设项目（1.5 亿元）。
- 公司是中档时尚休闲服饰领导集团，创新思路活跃，“多品牌+跨品类+差异化价位”满足消费者需求，搭建品牌梯度保证公司滚动式前行，渠道四轮驱动全方位覆盖消费群体，我们看好公司未来市场份额与市值的提升。预计公司 16-18 年全面摊薄后 EPS 为 0.93/1.21/1.56 元，我们给予公司 2017 年合理估值区间 35-40 倍，对应公司合理价格区间为 42-48 元。
- 风险提示：消费环境低迷、未能把握休闲装潮流趋势、存货管理和存货跌价
- 特别提示：本报告所预测新股定价不是上市首日价格表现，而是现有市场环境基本保持不变情况下的合理价格区间

盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	5,903	3,931	6,397	7,428	8,826
同比增长率(%)	18.09	-	8.36	16.12	18.82
净利润(百万元)	536	238	443	576	742
同比增长率(%)	22.65	-	-17.34	30.02	28.82
每股收益(元/股)	1.28	-	0.93	1.21	1.56
毛利率(%)	54.2	56.3	56.0	56.0	56.0
ROE(%)	30.1	13.2	20.0	20.6	21.0
市盈率	-	-	22.90	17.60	13.65



申万宏源研究微信服务号

目录

1.中档时尚休闲服饰领导集团，走在时代潮流前列	6
1.1 六大品牌并驾齐驱，构筑中档时尚休闲服饰集团	6
1.2 渠道调整及女装转型拖累今年业绩，明年业绩有望转好	8
1.3 实控人为张江平、张江波兄弟，股权激励充分，员工多为 80 后	9
2.中档时尚休闲服饰市场稳定增长，公司在行业中身处领先	10
2.1 休闲服市场持续扩张，男女士中档休闲服均保持增长	10
2.2 行业集中度逐步提升，公司市占率高居第五	12
3.玩转品牌梯度，四轮驱动实现渠道全覆盖	13
3.1 品牌端：“价格+年龄+品类”搭建多重品牌梯度	13
3.2 渠道端：四轮驱动，全渠道覆盖消费者，布局 O2O 业务	20
3.3 运营端：强化设计研发实力，加快新品上货波段	23
4.国际公司对标：时尚巨头——Inditex 集团	24
4.1 世界四大休闲时尚巨头之一，品牌 ZARA 独领风骚	24
4.2 收入利润保持中高速增长，开店数逐年增加	25
4.3 行业低迷时异军突起，得益于快反供应链和多品牌弹性	25
5.募投项目分析	26
6. 风险分析	28
6.1 市场竞争加剧的风险	28
6.2 未能准确把握市场流行趋势变化的风险	28
6.3 宏观经济波动风险	28
6.4 存货余额风险	28
6.5 利润下滑风险	28
7. 盈利预测	29

图表目录

图 1: 公司渠道分布情况.....	7
图 2: 公司各类门店数量均呈上升状态.....	7
图 3: 公司主要收入来自于直营.....	7
图 4: 2016 年 1-6 月公司各渠道销售情况.....	7
图 5: 公司营业收入情况.....	8
图 6: 公司归母净利润情况.....	8
图 7: 公司毛利率净利率情况.....	8
图 8: 公司管理费用率与销售费用率情况.....	8
图 9: 公司股权结构情况.....	9
图 10: 公司员工年龄情况.....	10
图 11: 国内成人服装及成人休闲服装市场规模.....	11
图 12: 国内成人中档休闲服装市场规模.....	11
图 13: 国内女装中档休闲服装市场规模.....	11
图 14: 国内男装中档休闲服装市场规模.....	11
图 15: 公司的多品牌矩阵.....	13
图 16: PEACEBIRD 女装产品图.....	14
图 17: PEACEBIRD 女装的营业收入.....	14
图 18: PEACEBIRD 女装门店数量变动情况.....	14
图 19: 乐町 LED' IN 女装门店风格.....	15
图 20: 乐町 LED' IN 女装的营业收入.....	15
图 21: 乐町 LED' IN 女装门店数量变动情况.....	15
图 22: MATERIAL GIRL 女装门店及产品风格.....	16
图 23: MATERIAL GIRL 女装的营业收入.....	17
图 24: MATERIAL GIRL 女装门店数量变动情况.....	17
图 25: PEACEBIRD 男装门店及产品风格.....	17
图 26: PEACEBIRD 男装的营业收入.....	18
图 27: PEACEBIRD 男装门店数量变动情况.....	18
图 28: PEACEBIRD 男装门店及产品风格.....	18

图 29: Mini Peace 童装门店及产品风格	19
图 30: MiniPeace 童装的营业收入	19
图 31: MiniPeace 童装门店数量变动情况	19
图 32: 国内明星穿 Alexis Mabilie 高定华服拍摄的杂质封面	20
图 33: 四轮驱动, 实现渠道全覆盖	20
图 34: 街店零售额变动情况	21
图 35: 百货店零售额变动情况	21
图 36: 购物中心店零售额变动情况	21
图 37: 购物中心店	21
图 38: 网上销售的零售额变动情况	22
图 39: 历年“双十一”电商销售情况	22
图 40: Inditex 集团八大品牌样式	24
图 41: Inditex 集团收入情况	25
图 42: Inditex 集团净利润情况	25
图 43: Inditex 集团毛利率与净利率	25
图 44: Inditex 集团门店总数与净增店数	25
图 45: ZARA 供应链管理与运营管理模式	26
表 1: 公司各大品牌创立情况	6
表 2: 公司各产品不含税单价 (元/件)	9
表 3: 持有禾乐投资 2% 以上的公司高管	10
表 4: 中档休闲服企业市占率排名, 公司高居第五	12
表 5: 公司各品牌发展情况	13
表 6: PEACEBIRD 女装	14
表 7: 乐町 LED' IN 女装	15
表 8: MATERIAL GIRL 女装	16
表 9: PEACEBIRD 男装	17
表 10: Mini Peace	19
表 11: 2016 年上半年“线上下单, 线下配送”发展情况	23
表 12: 2016 年上半年“线下缺货, 线上调配”发展情况	23

表 13: 上市服装新款色数量	23
表 14: 品牌上新波段	23
表 15: Inditex 集团八大品牌基本情况	24
表 16: 募投项目基本情况.....	26
表 17: 按各城市各类型门店数统计.....	27
表 18: 按品牌分类开店数统计.....	27
表 19: 行业内相关公司市盈率对比.....	29
表 20: 公司营业收入拆分.....	30
表 21: 太平鸟盈利预测表.....	31

1.中档时尚休闲服饰领导集团，走在时代潮流前列

1.1 六大品牌并驾齐驱，构筑中档时尚休闲服饰集团

公司从单一男装品牌商发展成为拥有多个品牌，年零售额超过 88 亿元的时尚休闲服饰集团。公司创始人张江平先生于 1995 年创立 PEACEBIRD 男装品牌，1997 年创立 PEACEBIRD 女装品牌，后续又打造乐叮 LEDIN 女装、Mini Peace 童装、MATERIAL GIRL 女装、AMAZING PEACE 男装等服饰品牌，成为一家拥有“男装+女装+童装”三大主要服装品类，六大品牌的中档时尚休闲服饰集团。公司 2015 全年零售额超过 88 亿元，同比增长 17%，2016 年上半年实现零售额达 45 亿元，2016 年“双十一”电商实现零售额 6.15 亿元，多个品牌入围天猫细分品类销售前十位。

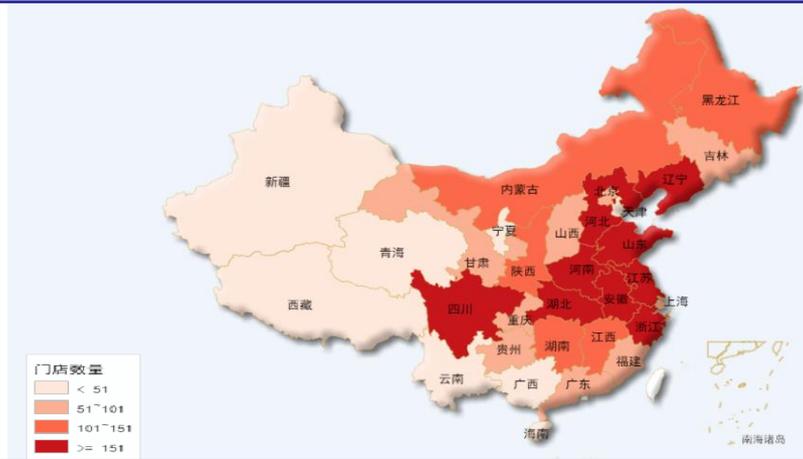
表 1：公司各大品牌创立情况

品种	品牌标识	创立时间	目标群体	2016H1 门店数量	2016H1 营业收入 (百万元)	2016H1 营收占比 (%)
女装		1997 年	时尚、活力、亚洲” 25-30 岁都市女性	1490	995	40.68
		2008 年	“甜美、优雅、活力” 18-25 岁都市少女	756	341	13.94
		2013 年	“新潮、大胆、俏皮” 18-25 岁新时代少女	80	32	1.31
男装		1995 年	“时尚、优雅、亚洲” 25-30 岁都市男性	1145	882	36.06
		2014 年	“品位、时尚、轻奢” 30-40 岁时尚商务男士	17	8	0.37
童装		2011 年	“时尚、活泼” 4-10 岁都市儿童	529	188	7.69

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

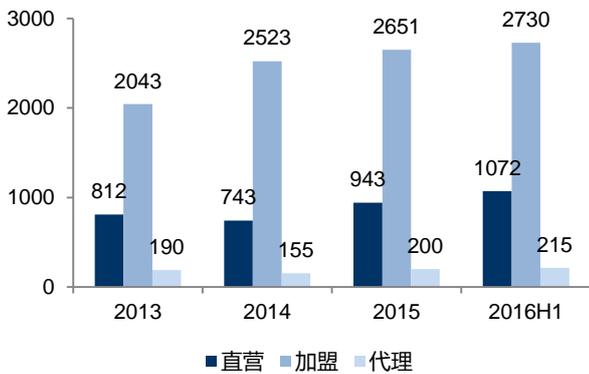
公司借鉴 SPA 运营模式，采用“直营与加盟为主，代理为辅”相结合的销售模式，渠道遍布全国。公司门店布局实施“以二、三线城市为重点，一线城市及四线城市并行推广”的策略，现已形成了遍布全国 31 个省、自治区、直辖市的营销网络。公司一般在省会城市及经济发达的城市开设直营门店，在其他地区采取加盟、代理模式开设门店，并对销售网络实行小区域、网格化的扁平化管理模式，对加盟、代理商的授权细化到市、县的小区域。截至 2016 年 6 月 30 日，公司共有门店 4017 家，其中直营店 1072 家，加盟店 2730 家，代理店 215 家。2016 年 1-6 月公司直营收入（包括线上及线下）占品牌服饰运营业务收入比例为 66.7%，加盟收入占 30.8%，代理销售收入占 2.5%。

图 1：公司渠道分布情况



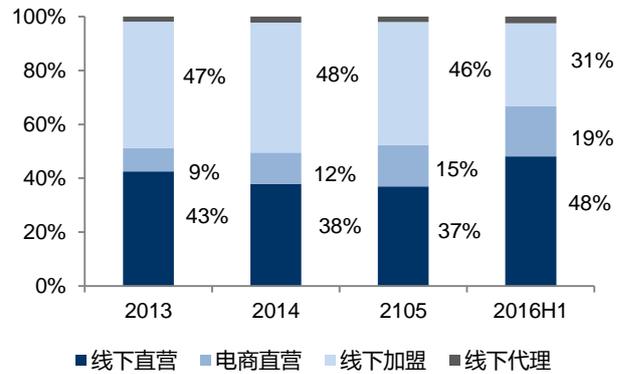
资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 2：公司各类门店数量均呈上升状态



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

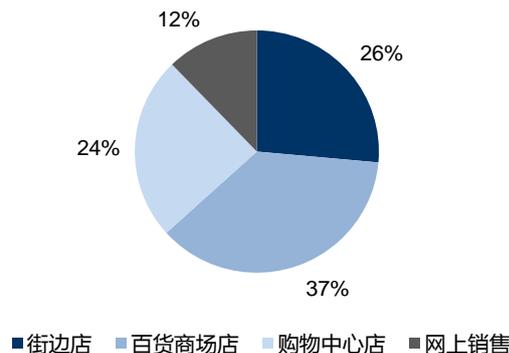
图 3：公司主要收入来自于直营



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

公司采取百货、购物中心、街店、电商相互协调的“四轮驱动”销售渠道策略。街店、百货商场店、购物中心店、电子商务等各类销售渠道具有自身的特点与局限，公司四维并进，形成街店、百货商场店、购物中心店、网上销售为核心的“四轮驱动”渠道优势。近年来，街边店、百货店销售占比有所下降，购物中心店、网上销售占比明显上升，各渠道相互协同，共同发展。

图 4：2016 年 1-6 月公司各渠道销售情况



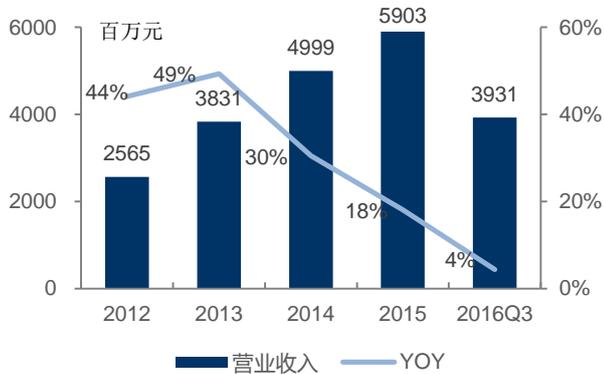
资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

1.2 渠道调整及女装转型拖累今年业绩，明年业绩有望转好

2011-2015 年公司营业收入复合增速 35%，净利润复合增速 55%。2016 年 1-9 月公司实现营业收入 39.3 亿元，同比增长 4.4%，实现归母净利润 2.4 亿元，同比下滑 13.3%，扣非归母净利润 1.6 亿元，同比下滑 21.1%，主要是 1) 加盟渠道销售不佳：随着购物中心和网上销售发展迅速，零售街店增长乏力，而公司约 90% 街店为加盟店，进而导致加盟收入下降；太平鸟女装品牌转型调整，致加盟渠道收入下降金额的 70% 左右来自于太平鸟女装，但 4 季度女装收入增速已经企稳，基本与上年同期持平；2) 直营渠道拓展较快：2016 年 1-9 月新开直营门店 196 家，相应销售费用略有增加；3) 存货跌价准备有所增加：随着公司营业规模及门店数量的不断增加，库存商品的备货随之增加，计提存货减值准备增加。

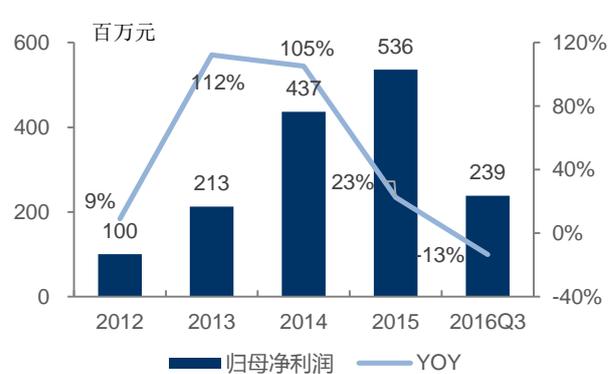
利润下滑因素已逐步缓解，加盟店收入下滑已明显好转，未来业绩有望触底反弹。对于经营利润下滑，公司将采取 1) 进一步改善加盟渠道销售，提振加盟商拿货信心；2) 已新开的直营店将进一步发力，盈利能力逐步提高；3) 大力发展电商平台，拓展网络销售渠道，扩大销售覆盖面。目前，利润下滑最主要的影响因素加盟店收入的下滑，已在第三季度得到明显改善，同比降幅从 1-6 月的 23.32% 减少到 12.92%，加盟商提货量逐步提升，信心逐渐恢复。公司预计 2016 年全年实现营业收入 62-64 亿元，同比增长 5%-8.4%，实现扣非归母净利润 3.5-3.8 亿元，同比下滑 13.7%-20.5%。

图 5：公司营业收入情况



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 6：公司归母净利润情况

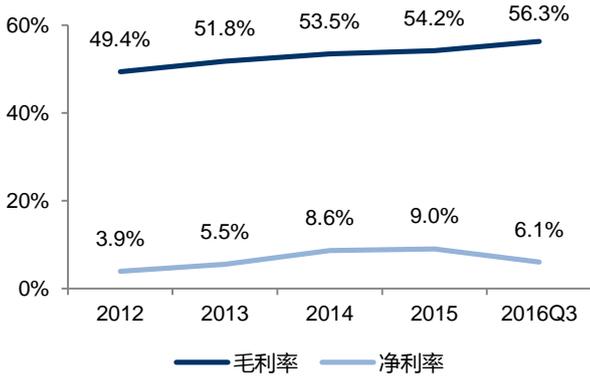


资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

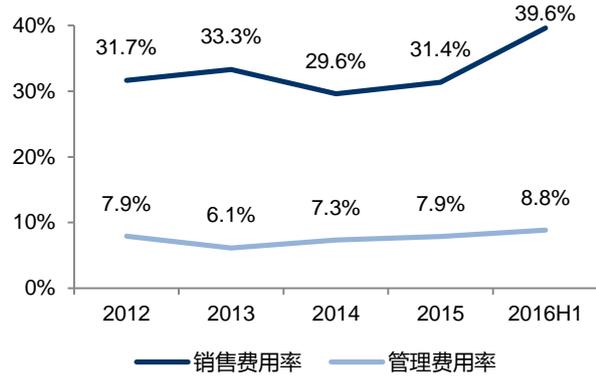
受益公司品牌力不断增强，产品定位不断提高，平均单价逐步略有提升，公司毛利率与净利率呈上升趋势。公司毛利率从 2011 年的 48.5% 上升至 2015 年的 54.2%，净利率从 5.2% 上升至 9%，主要是受益于公司产品品类调整、品质上升、直营比例提高带来的平均单价上涨；销售费用率和管理费用率也呈现上升趋势，主要受公司规模不断扩张，新开直营门店较多

图 7：公司毛利率净利率情况

图 8：公司管理费用率与销售费用率情况



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

表 2：公司各产品不含税单价（元/件）

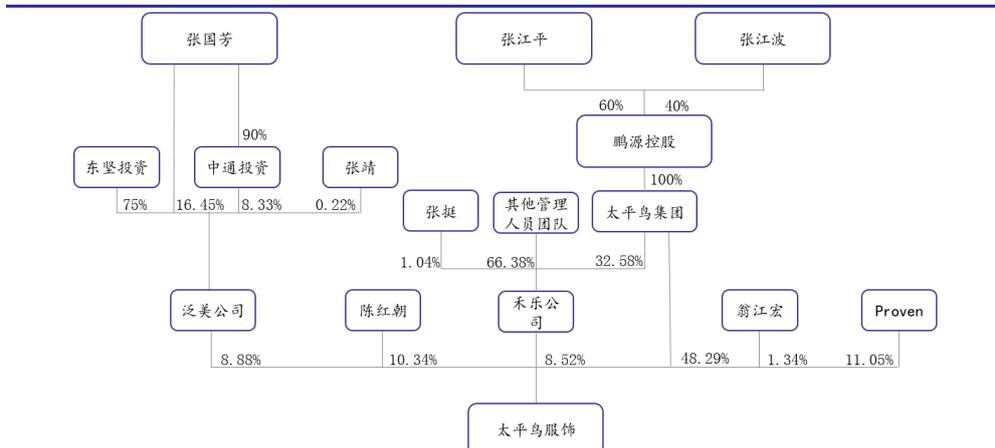
种类	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
厚外套	391	415	446	694
薄外套	187	212	256	219
裙装类	143	179	210	188
裤类	125	153	159	173
衬衫	113	153	132	168
毛线衫	117	181	197	169
T 恤	100	111	116	124

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

1.3 实控人为张江平、张江波兄弟，股权激励充分，员工多为 80 后

张江平、张江波兄弟通过持有太平鸟集团 100% 股权，直接+间接持有公司 51.06% 的股权，成为公司实际控制人。前六大股东的出资人中张国芳为实际控制人之父；张靖、胡惠达、张挺、翁江宏与实际控制人是亲属关系。外资股东 Proven 与东坚投资最终出资人相同，Proven 董事为张明堂、张为信。

图 9：公司股权结构情况



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

公司于2011年成立禾乐投资作为员工实施股权激励的平台，有125名员工持有禾乐投资的股份，股权激励充分。太平鸟集团持有禾乐投资32.6%的股份，在员工持股中，持股最多的是公司男装及AP事业部总经理王明峰，持有禾乐投资10.4%的股份，间接持有公司0.88%的股份。

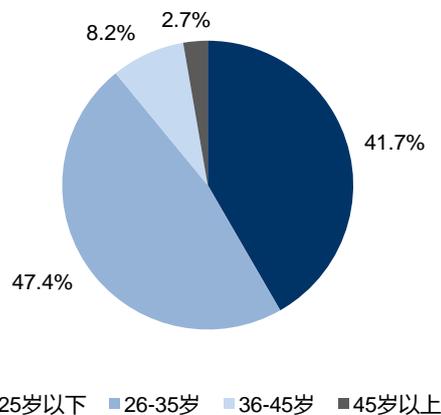
表 3：持有禾乐投资 2% 以上的公司高管

股东	担任职务	持有禾乐投资股权比例	间接持有上市公司股权比例
王明峰	男装及 AP 事业部总经理	10.40%	0.88%
欧利民	公司董事、总经理	4.10%	0.35%
严翔	乐町事业部总经理	3.10%	0.26%
戎益勤	公司行政人事总监	2.10%	0.18%

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

公司整体团队相对年轻，董事长正值壮年，富有创新思维。公司89%的员工都是80后，后备人才充足，富有创新活力。董事长张江平仅49岁，总经理欧利民仅45岁，能紧跟时尚潮流，有效制定公司发展战略。

图 100：公司员工年龄情况



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

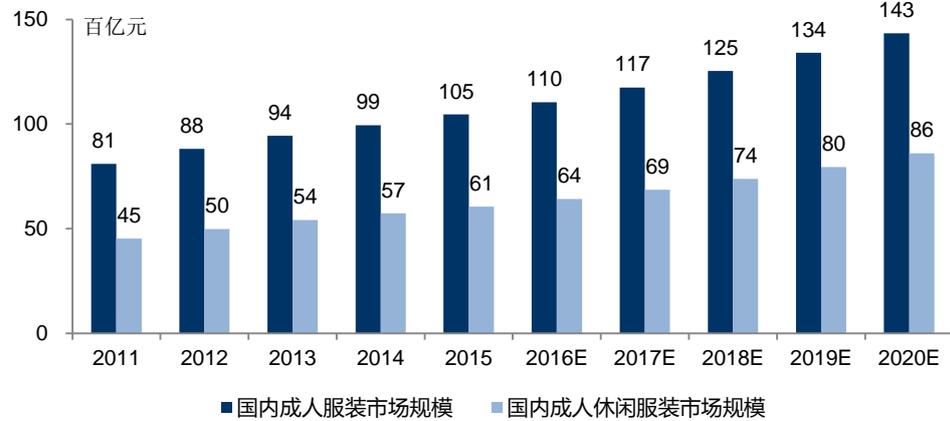
2. 中档时尚休闲服饰市场稳定增长，公司在行业中身处领先

2.1 休闲服市场持续扩张，男女士中档休闲服均保持增长

休闲服装是成人服装的主要品类之一，国内休闲服装市场保持稳健增长。休闲服装涵盖的品类和所适用的场合最为广泛，是人们工作、学习、旅游、社交等的常用穿着。2015

年，中国成人休闲服装的市场零售额规模达到 6055 亿元，较上一年增长 5.5%，占同期总体成人服装市场的 57.9%。

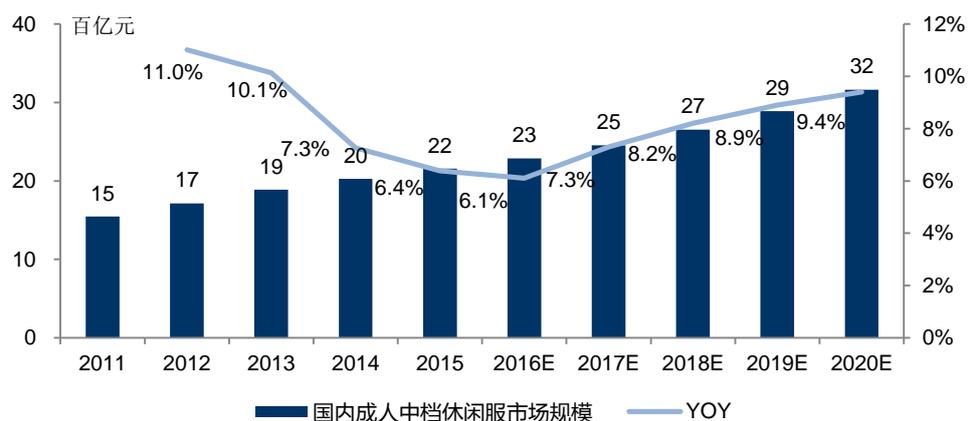
图 111：国内成人服装及成人休闲服装市场规模



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

中档休闲服市场稳定增长，在整体休闲服中占比不断提升，女士、男士中档休闲服均保持增长。根据欧睿统计，2015 年国内成人中档休闲服装市场零售额规模同比增长约 6.4%，达到 2156 亿元，其在成人休闲服装中的占比由 2011 年的 34.1% 提升到 2015 年的 35.6%。2011-2015 年，女士中档休闲服饰市场规模从 1001 亿元增长至 1402 亿元，年均复合增长率为 8.8%，高于女士服饰市场与女士休闲服饰市场整体增幅；2011-2015 年，男士中档休闲服饰市场规模从 544 亿元增长至 753 亿元，年均复合增长率为 8.5%，高于男士服饰市场与男士休闲服饰市场整体增幅。预计女士和男士中档休闲服饰市场将在 2016-2020 年中分别保持 8.3% 和 8.7% 的复合增长率。

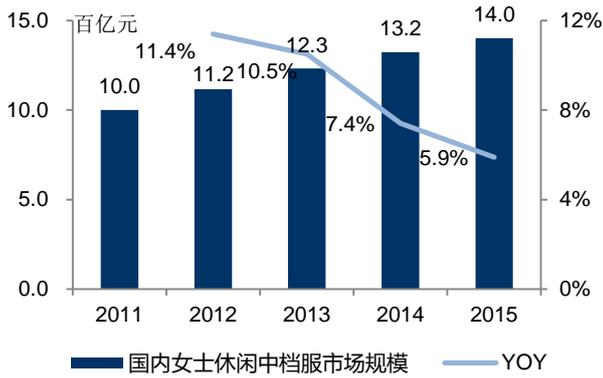
图 122：国内成人中档休闲服装市场规模



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

图 13：国内女装中档休闲服装市场规模

图 14：国内男装中档休闲服装市场规模



资料来源：招股说明书，申万宏源研究



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

2.2 行业集中度逐步提升，公司市占率高居第五

中档时尚休闲服市场中，海外品牌竞争力强，国内企业逐步追赶。从 2015 年零售额排名来看，在前 10 位的成人中档休闲服企业中，海外品牌占据明显优势，海外品牌在知名度、品牌忠诚度维护、消费者体验营造、产品设计等方面具备一定优势。但近年来，国内领先企业在门店扩张、借鉴国际品牌运营模式、创建自身品牌风格、品牌营销、供应链管理、加强客户体验等方面加大投入并取得长足进步。

行业集中度逐步提升，领先企业优于行业平均的表现成为市场进一步成长的主要推动因素。2015 年国内中档休闲服饰市场排名前十位企业的零售额总计达 1081 亿元，市场集中度为 50.2%，这两个数字较 2014 年分别增长了约 13.41% 和提高了 3.8 个百分点，市场集中度趋于提高。

公司在中档休闲服市场处于领先地位，2015 年公司在中档休闲服市场的占有率为 3.9%，排名第五，排在公司之前的均为外国品牌。公司在男士中档休闲服市场占有率排名第五，女士中档休闲服市场占有率排名第八。

表 4：中档休闲服企业市占率排名，公司高居第五

排名	名称	主要品牌	2015 年市占率
1	绫致时装(天津)有限公司	Jack&Jones, Selected, Only, Vero Moda	15.3%
2	迅销(中国)商贸有限公司	Uniqlo, GU	7.0%
3	上海拉夏贝尔服饰股份有限公司	La Chapelle, La Chapelle sport, Candie's, La Chapelle Homme, 7.Modifier, La babite	5.0%
4	中国衣恋集团	E-land, Teenie Weenie, Roem, Scofield, Prich, So Basic, SCAT, TERESIA, WHO.A.U, GEROLAMO, Hunt, Plory, SPAO, MIXXO	4.7%
5	太平鸟公司	PEACEBIRD, 乐町 LED'IN, MATERIAL GIRL	3.9%
6	飒拉商业有限公司	Zara, Pull & Bear, Bershka, Stradivarius	\
7	海恩斯莫里斯(上海)商业有限公司	H&M, Cheap Monday, Monki	\
8	赫基中国服饰贸易	Ochirly, Five Plus, TRENDIANO	\
9	宁波合和杰斯卡服饰有限公司	GXG, gxg jeans	\
10	卡宾服饰(中国)商业有限公司	Cabbeen Lifestyle, Cabbeen Urban	\

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

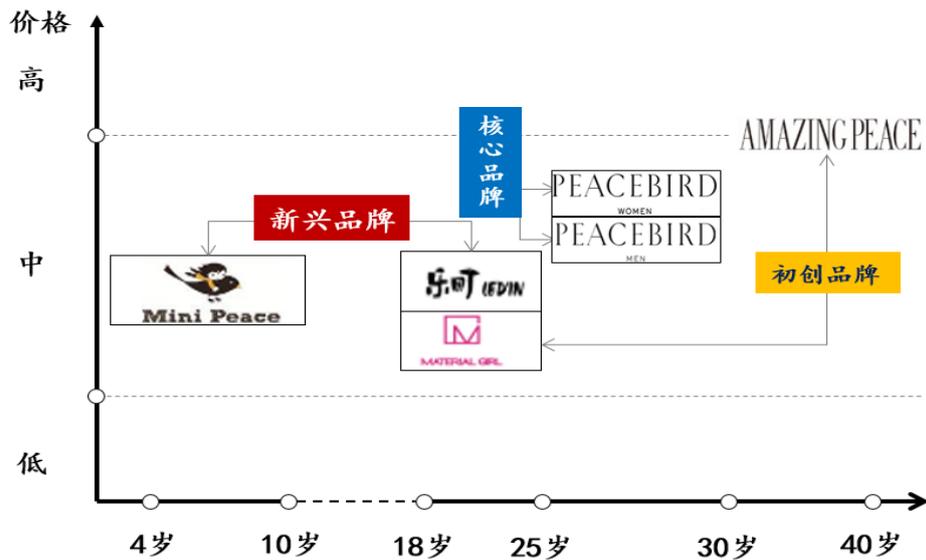
未来中档休闲服市场消费将日益个性化、差异化，市场将进一步细分。随着国内消费者购买力提升以及对时尚资讯的获取渠道愈加丰富，消费者对于服装的个性化、差异化的购买需求也日益明显。为适应这一需求变化，国内中档休闲服装市场的细分化的趋势日益显著，有利于服装品牌实现更准确的顾客定位和产品宣传扩大市场份额。

3.玩转品牌梯度，四轮驱动实现渠道全覆盖

3.1 品牌端：“价格+年龄+品类”搭建多重品牌梯度

经过多年发展，公司根据市场需求，从“价格+年龄+品类”角度组合多重梯度，已形成了核心品牌、新兴品牌、初创品牌三个不同发展梯度、结构合理的品牌矩阵，具备滚动式发展的潜力和优势。多品牌战略，一方面帮助公司有效覆盖目标客户群，另一方面，公司可以紧随潮流，滚动对品牌进行转型升级，并培育未来潜力品牌，在保证公司可持续发展的同时避免业绩大幅波动。

图 155：公司的多品牌矩阵



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

表 5：公司各品牌发展情况

品牌	创立时间	发展阶段	门店数 (2016.6.30)	2015 年盈利情况
PEACEBIRD 女装	1997 年	核心品牌	1490	盈利
PEACEBIRD 男装	1995 年	核心品牌	1145	盈利
乐町 LED' IN	2008 年	新兴品牌	756	盈利
Mini Peace	2011 年	新兴品牌	529	盈利
MATERIAL GIRL	2013 年	初创品牌	80	未盈利
AMAZING PEACE 男装	2014 年	初创品牌	17	未盈利

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

在女装领域，公司拥有 PEACEBIRD 女装、乐町 LED' IN 女装、MATERIAL GIRL 女装：

1) PEACEBIRD 女装：

PEACEBIRD 女装品牌创立于 1997 年，专注于为 25-30 岁的都市女性提供平价优质的时尚产品。品牌以“时尚、活力、亚洲”为风格，致力于提供优质平价、丰富多样化的时尚产品，提高了消费者的时尚选择性。

表 6: PEACEBIRD 女装

品牌	目标客户	产品系列	设计风格
PEACEBIRD 女装	“时尚、活力、亚洲”、 25-30 岁都市女性	STYLE	名媛风尚。STYLE 是专为具有优雅气质、充满女性魅力的消费者设计的品牌系列
		SHOW	秀场造型。SHOW 是为具有强烈创新意识和独立意识的消费者设计的品牌系列
		STREET	高街潮流。STREET 专为着装随性但追求有型、不断寻找新的形象来表达自己年青活力的消费者设计的品牌系列

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 16: PEACEBIRD 女装产品图

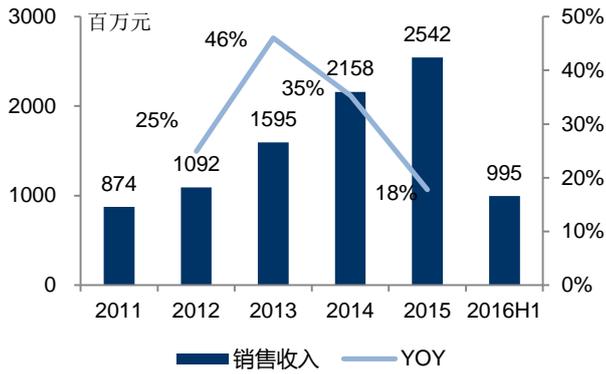


资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

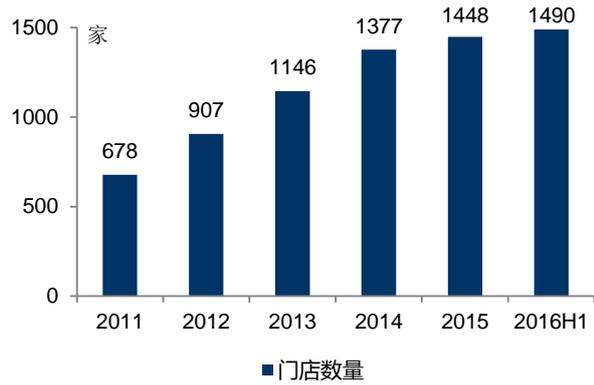
PEACEBIRD 女装品牌是公司的核心品牌，今年来处于调整转型期。截止 2016 年 6 月 30 日，该品牌拥有门店 1490 家。2015 年和 2016 年 1-6 月分别实现主营业务收入分别为 25.42 亿元、9.9 亿元，2011 至 2015 年年均复合增长率为 30%。

图 17: PEACEBIRD 女装的营业收入

图 18: PEACEBIRD 女装门店数量变动情况



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

2) 乐叮 LED' IN 女装

“乐叮”品牌创立于 2008 年，以 18-25 岁都市少女作为目标群体，年龄层次低于 PEACEBIRD 女装。“乐叮”以“甜美、优雅、活力”的品牌风格，结合了欧洲与亚洲的街头流行时尚，跨界演绎出独特、个性、混搭的流行服饰。

表 7: 乐叮 LED' IN 女装

品牌	目标客户	产品系列	设计风格
乐叮 LED'IN	“甜美、优雅、活力”、 18-25 岁都市少女	TIBI	复古甜美、轻盈精巧、趣味的少女风
		LOVE	优雅摩登，崇尚独特创意，打造艺术新 浪潮的全新少女风
		COOL	俏皮叛逆、帅气、小性感的少女风格

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 199: 乐叮 LED' IN 女装门店风格



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

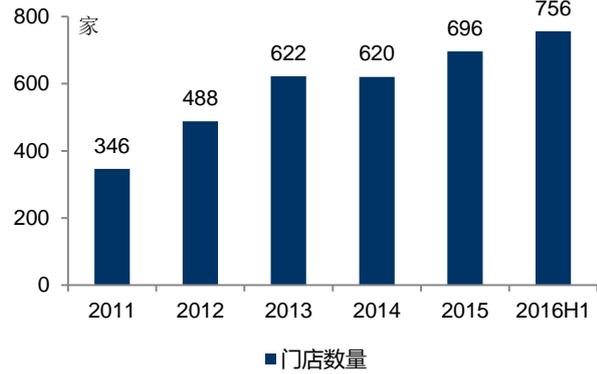
“乐叮”女装是公司的新兴品牌，发展势头迅猛。截止 2016 年 6 月 30 日，该品牌拥有门店 756 家。2015 年和 2016 年 1-6 月分别实现主营业务收入分别为 7.85 亿元、3.41 亿元，2011 至 2015 年年均复合增长率为 52%。

图 200: 乐叮 LED' IN 女装的营业收入

图 21: 乐叮 LED' IN 女装门店数量变动情况



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

3) MATERIAL GIRL 女装

MATERIAL GIRL 是公司于 2013 年从美国纽约引入的品牌，由时尚教母麦当娜为其爱女 Lora 打造。MATERIAL GIRL 定位 18-25 岁少女，价格亲民适宜，风格多变。品牌现已遍布于美国、加拿大、英国、德国、俄罗斯、瑞士等十几个国家和地区，并在时尚界掀起狂潮。MATERIAL GIRL 以“都市、明星、音乐”的品牌风格，代表了充满梦想、自信、创造潮流的新时代少女形象。

表 8: MATERIAL GIRL 女装

品牌	目标客户	产品系列	设计风格
MATERIAL GIRL	“新潮、大胆、俏皮” 18-25 岁新时代少女	STYLE STREET	明星气质、闪耀的新新少女风 街头、随性、独立精神的少女形象

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

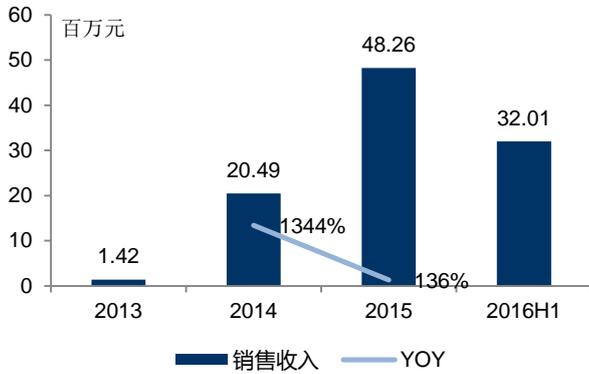
图 22: MATERIAL GIRL 女装门店及产品风格



资料来源：网页图片，申万宏源研究

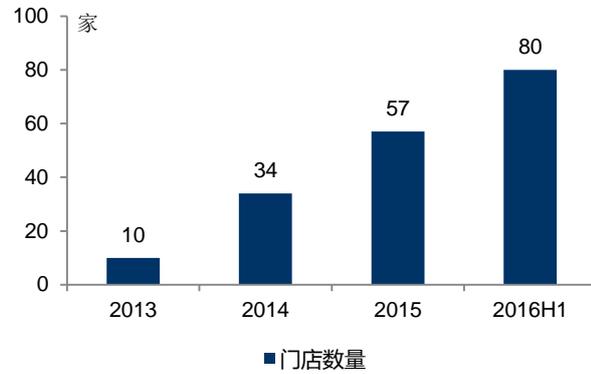
MATERIAL GIRL 女装是公司的初创品牌，快速增长但尚未盈利。截止 2016 年 6 月 30 日，该品牌拥有门店 80 家。2015 年和 2016 年 1-6 月分别实现主营业务收入分别为 4826 万元、3201 万元，同比增速分别达到 136%、95%，2013 至 2015 年年均复合增长率为 142%。

图 233: MATERIAL GIRL 女装的营业收入



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 24: MATERIAL GIRL 女装门店数量变动情况



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

在男装领域，公司拥有 **PEACEBIRD 男装、AMAZING PEACE 男装**：

1) PEACEBIRD 男装

PEACEBIRD 男装创立于 1995 年，由知名明星张亮代言，现已成为全国时尚休闲男装的领先品牌。品牌以 25-30 岁都市男性作为目标群体，追求“时尚、优雅、亚洲”的风格，打造非凡而卓越的绅士生活态度。

表 9: PEACEBIRD 男装

品牌	目标客户	产品系列	设计风格
PEACEBIRD 男装	“时尚、优雅、亚洲” 25-30 岁都市男性	COLLECTION	斯文系列。以高级剪裁为代表，倾力打造自信的都市男性形象
		CASUAL	生活系列。以多种时尚元素融合，热衷于表达自由的男性形象

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

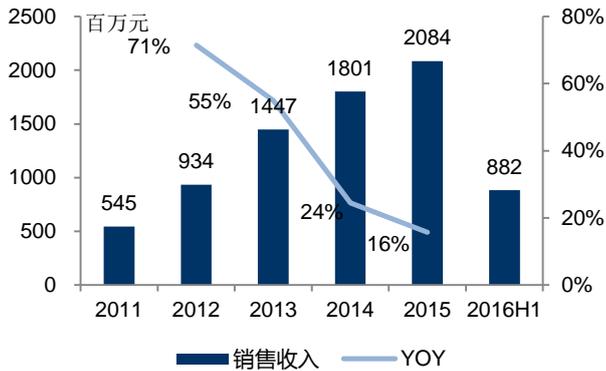
图 25: PEACEBIRD 男装门店及产品风格



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

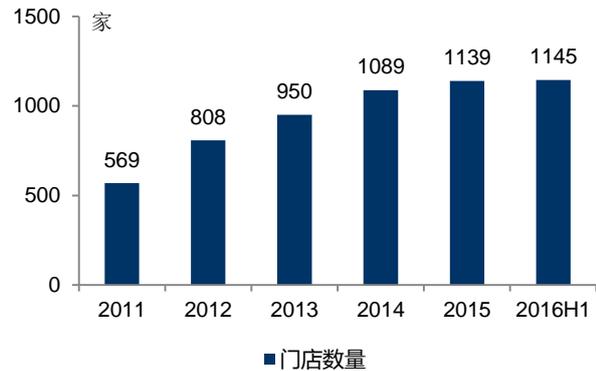
PEACEBIRD 男装是公司的核心品牌，保持稳健发展。截止 2016 年 6 月 30 日，该品牌拥有门店 1145 家。2015 年和 2016 年 1-6 月分别实现主营业务收入分别为 20.84 亿元、8.82 亿元，2011 至 2015 年年均复合增长率为 40%。

图 266: PEACEBIRD 男装的营业收入



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 27: PEACEBIRD 男装门店数量变动情况



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

2) AMAZING PEACE 男装

AMAZING PEACE 男装是公司的初创品牌，创立于 2014 年，定位于“品位、时尚、轻奢”30-40 岁时尚商务男士。2014 年 8 月，在杭州设立第一家 AMAZINGPEACE 门店。至 2016 年 6 月 30 日，AMAZINGPEACE 品牌门店数量为 17 家。2016 年上半年实现收入 840 万元。

图 28: PEACEBIRD 男装门店及产品风格



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

在童装领域，公司拥有 Mini Peace:

Mini Peace 品牌创立于 2011 年，针对 4-10 岁的都市儿童。品牌以引领时尚、“童真看世界”为设计理念，风格新颖，工艺精湛。以舒适的服装面料，整合时尚、合身的版

式设计，给予孩子最舒适的肌肤感受。此外，MiniPeace 获得迪斯尼官方授权，推出 2016 春季 WHAAM 迪斯尼授权合作系列。

表 10: Mini Peace

品牌	目标客户	产品系列	设计风格
Mini Peace	“时尚、活泼”，4-10 岁都市儿童	男童	时尚、童趣、玩味的都市男童
		女童	时尚、优雅、梦幻的都市女童

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

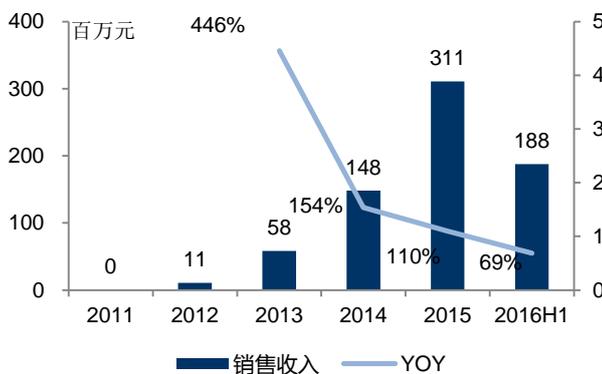
图 29: Mini Peace 童装门店及产品风格



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

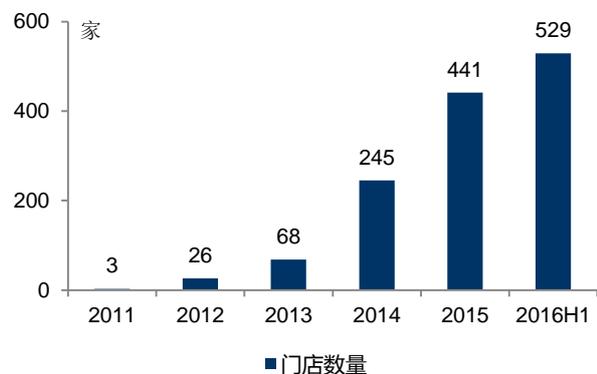
MiniPeace 在 2014 年成功实现盈利，由初创品牌成长为新兴品牌。截止 2016 年 6 月 30 日，该品牌拥有门店 529 家。2015 年和 2016 年 1-6 月分别实现主营业务收入分别为 3.11 亿元、1.88 亿元，同比增速分别达到 110%、69%。由于童装品牌发展较快，公司出资 5000 万元现金投资设立全资子公司宁波太平鸟悦尚童装有限公司，负责经营 MiniPeace 童装品牌的设计研发、生产采购、运营管理。

图 30: MiniPeace 童装的营业收入



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 31: MiniPeace 童装门店数量变动情况



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

未来公司将进一步精耕核心品牌，发展新兴品牌，培育初创品牌。公司核心品牌 PEACEBIRD 女装和 PEACEBIRD 男装力争进入国内中档休闲服饰市场的前三位，新兴品牌

乐町 LED' IN 力争进入国内中档休闲服饰市场的前列，Mini Peace 品牌进入童装市场前列；初创品牌 MATERIAL GIRL 及 AMAZING PEACE 实现盈利，逐渐转化为新兴品牌，助推公司不断发展。

此外，公司紧跟时尚潮流，培育未来潜力品牌，推进公司可持续发展。公司于 2015 年 4 月入股法国高级定制品牌 Alexis Mabille（法国 15 个高级定制时装协会正式会员之一），成为国内首家入股高定品牌的服装公司。Alexis Mabille 公司是以其创意总监的名字所命名的。创意总监 Alexis Mabille 曾在 Dior 和 Yves Saint Laurent 工作十多年，是法国高级时装工会的成员，时尚界已经将他列为未来大师的最佳候选之一。入股 Alexis Mabille 有助于公司不断提升整体形象，获得更多国际时尚资源，为消费者提供更高阶、更专业的时尚选择。

图 32：国内明星穿 Alexis Mabille 高定华服拍摄的杂志封面



资料来源：申万宏源研究

3.2 渠道端：四轮驱动，全渠道覆盖消费者，布局 O2O 业务

公司已经形成“街店+百货商场店+购物中心店+网上销售”为核心的“四轮驱动”渠道优势。截止 2016 年 6 月 30 日，公司已建立遍布全国 31 个省、自治区和直辖市的营销网络，拥有门店 4017 家。由于不同地区的经济发展水平和商业业态存在差异，因此，公司综合运用街店、百货商场店、购物中心店等各类实体销售渠道，充分发挥各渠道特点与优势，实现对客户群体的全方位覆盖。

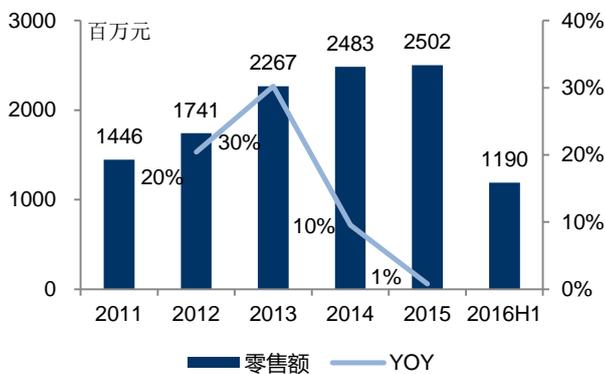
图 33：四轮驱动，实现渠道全覆盖



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

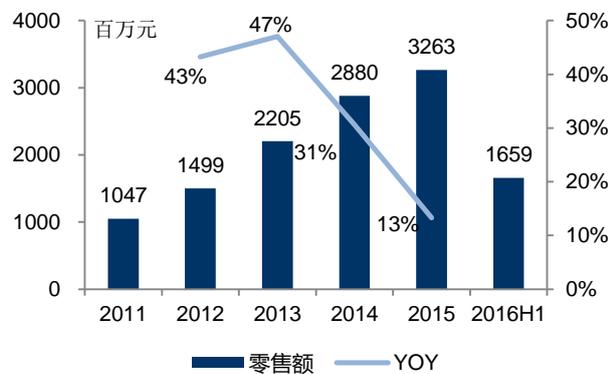
街店、百货店是公司的传统销售渠道，在公司的销售占比逐步下滑。传统服饰行业的终端销售主要依靠街店与百货店，近年来随着街店、百货店客流下滑，在企业的销售占比呈现下滑趋势。2016年上半年，公司街店实现零售额11.9亿元，销售占比从2011年的50%下降至2016年的26%；百货店实现零售额16.6亿元，销售占比基本保持在37%左右。

图 34：街店零售额变动情况



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 355：百货店零售额变动情况

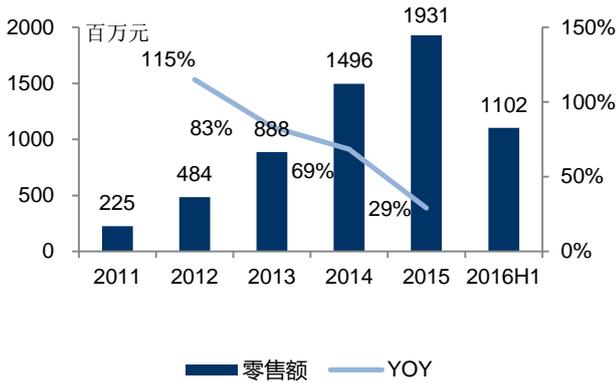


资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

购物中心店异军突起，销售占比快速上升。近年来，商业零售业态发生较大变化，购物中心因其集购物、餐饮、文化、娱乐等多种功能于一体，为消费者提供一站式服务，得到迅速发展。公司顺应潮流，在购物中心开设门店，实现的零售额从2011年的2.3亿元增长至2015年的19.3亿元，年均复合增长率为70%，2016年上半年实现零售额11亿元，销售占比从2011年的8%上升至2016年的24%。

图 36：购物中心店零售额变动情况

图 377：购物中心店



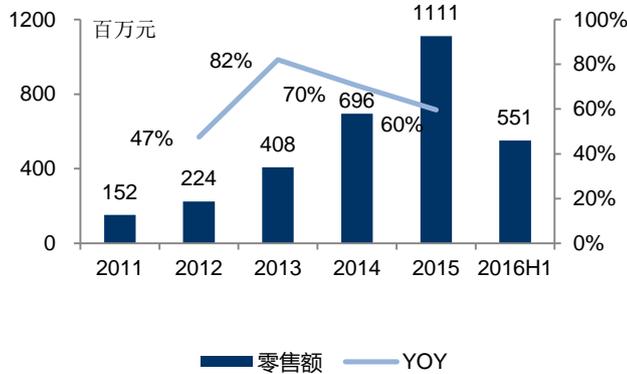
资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

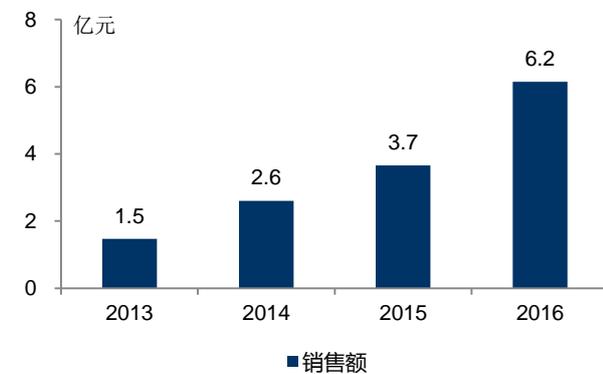
公司积极发展电商业务，销售额呈爆发式增长。网上销售实现的零售额从2011年的1.5亿元增长至2015年的11.1亿元，年均复合增长率为65%，2016年上半年实现零售额5.5亿元，销售占比从2011年的5%上升至2016年的12%。在2016年天猫商城的“双十一购物节”，电商业务实现零售额约6.15亿元，较2015年“双十一”增长超过60%，其中太平鸟男装以2.5亿元的销售额，排名男装类目第三；少女品牌乐叮销售额突破1.65亿元，位居女装类目第四；太平鸟女装、Mini peace和Material Girl的销售额分别达到1.19、0.36、0.29亿元。此外，公司还试水跨境电商业务，通过与阿里巴巴平台合作将公司服饰卖向国际客户。

图 38: 网上销售的零售额变动情况



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 399: 历年“双十一”电商销售情况



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

成立 O2O 项目组，开发“云仓”系统，将线上和线下销售有机结合，发展 O2O 业务。公司通过开发云端仓储大数据信息平台，通过“云仓”打通公司总仓与直营门店的货品实时仓储信息，实现了线上线下销售和配货的联通。主要分作两块业务：

1) “线上下单，线下配送”：线上支付购买，线上订单由消费者所在省市门店就近配发，避免线上订单统一由公司总仓发货，降低物流配送成本。预计今年将会有 300 多家男装门店接入 O2O，明年乐叮以及 Mini Peace 童装也会逐步接入 O2O 业务。

表 11: 2016 年上半年“线上下单, 线下配送”发展情况

省份	城市	门店数	订单数	零售额
21 个	39 个	103 家	13505 单	577.36 万

资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

2) “线下缺货, 线上调配”: 当门店面临款色陈列有限、断色断码等问题时, 店员将线下订单传输到公司“云仓”系统平台, 再由“云仓”平台结合消费者所处城市及货品分布情况, 给消费者就近门店或总仓下达指令并发货, 弥补了单个门店货品的断色断码或库存不足时错失的销售机会。

表 12: 2016 年上半年“线下缺货, 线上调配”发展情况

品牌	开通店数	上线时长	零售额
PEACEBIRD 女装	31 家	3 个月	17 万
PEACEBIRD 男装	312 家	1 个月	192 家
乐町女装	94 家	1 个月	56 家
Mini Peace 童装	197 家	4 个月	813 家

资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

3.3 运营端: 强化设计研发实力, 加快新品上货波段

公司品牌研发创新能力强大, 2015 年开发超过 8000 款色新品投放市场。目前, 公司品牌研发设计团队共有 501 人, 通过高频次考察全球时尚都市与国内市场, 及时洞察目标消费者的需求, 并与生产供应商密切合作, 设计研发出国际前沿流行的深受目标消费者喜爱的优质产品。

表 13: 上市服装新款色数量

年份	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
上市服装新款色数量	6956	7056	7846	8254	8632	4719

资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

公司不断强化对供应链的管理, 提升品牌上新速度, 不断吸引消费者造访。2016 年 1-6 月, PEACEBIRD 女装上新品 17 波段, PEACEBIRD 男装上新品 15 波段, 乐町 LED' IN 上新品 15 波段, Mini Peace 童装上新品 12 波段, 零售门店确保平均每 1-2 周上一次新品。多波段上货, 可保持门店商品的高新鲜度, 确保门店商品的时尚度, 增加消费者门店造访次数, 有效推动门店零售业绩。

表 14: 品牌上新波段

品牌	2014 春夏	2015	2016H1
PEACEBIRD 女装	15	36	17
PEACEBIRD 男装	22	32	15
乐町女装	16	36	15
Mini Peace 童装		28	12

资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

4.国际公司对标：时尚巨头——Inditex 集团

4.1 世界四大休闲时尚巨头之一，品牌 ZARA 独领风骚

全球四大时尚集团之一，品牌 ZARA 在快时尚界领跑全球。Inditex 集团成立于 1975 年，由服装商人 Amancio Ortega Gaona 创办，总部位于西班牙阿尔泰霍，2001 年在西班牙马德里证券交易所上市。目前在全球拥有 7000 多家门店，15 万名员工，遍布近 80 个国家和地区。公司致力于销售全球质量最好，时尚度最高的服装，主要八大品牌有 Zara, Pull&Bear, Massimo Dutti, Bershka, Stradivarius, Oysho, Zara Home 和 Uterqüe。其中 Zara 品牌以其时尚设计、优质平价、限量发售、快速流通的“快时尚”特点独领风骚。2016 年 6 月 8 日，《2016 年 Brand 全球最具价值品牌百强榜》公布，其中 Zara 位列全部品牌第 35 名，服饰品牌第二位，仅次于耐克。

图 40: Inditex 集团八大品牌样式



资料来源：Inditex 公司官网、申万宏源研究

表 15: Inditex 集团八大品牌基本情况

品牌	成立时间	产品定位	16H1 收入 (百万欧元)	YOY	收入占比	全球店面数
Zara	1975	多年龄层男女时装	6957	13%	66%	2170
Pull&Bear	1991	中低端年轻时尚	681	6%	7%	953
Massimo Dutti	1991	都市中高端时装	720	8%	7%	749
Bershka	1998	街头风格前卫群体	893	6%	9%	1053
Stradivarius	1999	年轻潮流女装	607	2%	6%	962
Oysho	2001	女士内衣及紧身衣	229	8%	2%	615
Zara Home	2003	家居用品装饰品	343	17%	3%	524
Uterqüe	2008	时尚饰品	36	9%	0%	70

资料来源：Inditex 公司公告，申万宏源研究

4.2 收入利润保持中高速增长，开店数逐年增加

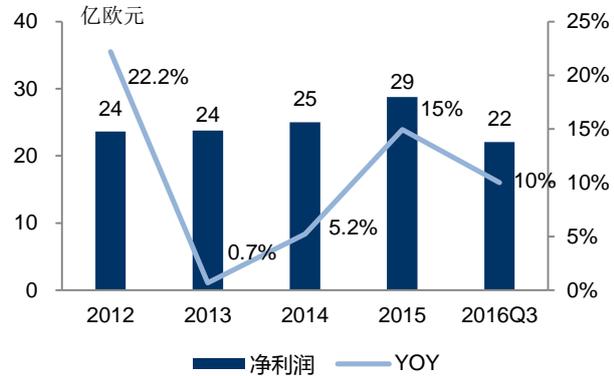
收入利润保持中高速增长，毛利率净利率保持高位稳定，开店数逐年稳定增加。Inditex 集团 16 年 Q3 收入为 164 亿欧元，约 1191 亿人民币，同比增长 11%；净利润 22.1 亿欧元，约 160 亿人民币，同比增长 10%；毛利率为 58%，净利率为 13.7%，与去年同期基本保持一致；截至 16 年 10 月 31 日，共开店 7240 家，相比于去年同期的 6913 家增加了 327 家，同比增长 4.7%。如此规模的收入仍能保持 10%+ 的收入和利润增长，尤其是在全球服装行业低迷的今天，实属不易。（注：因会计制度不同，年度数据为 1 月 31 日到次年 1 月 31 日；前三季度数据为 1 月 31 日至 10 月 31 日）

图 41: Inditex 集团收入情况



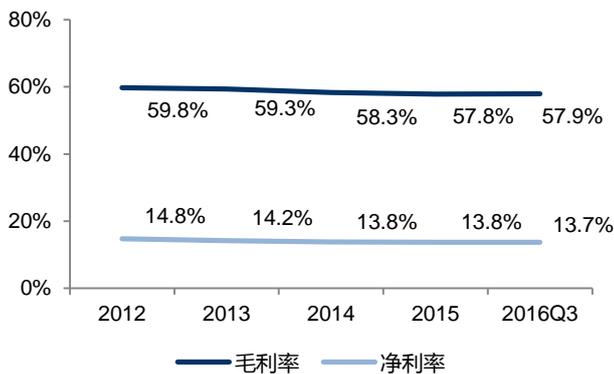
资料来源: Inditex 公司公告, 申万宏源研究

图 42: Inditex 集团净利润情况



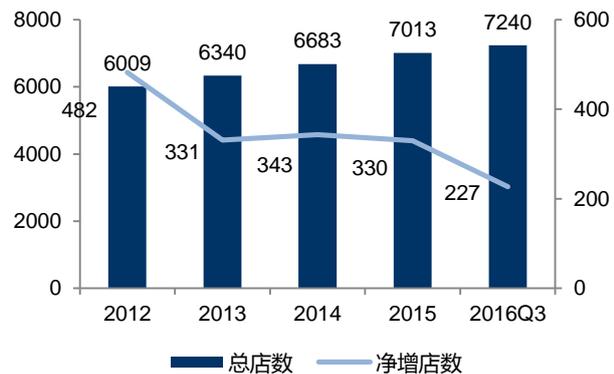
资料来源: Inditex 公司公告, 申万宏源研究

图 43: Inditex 集团毛利率与净利率



资料来源: Inditex 公司公告, 申万宏源研究

图 44: Inditex 集团门店总数与净增店数



资料来源: Inditex 公司公告, 申万宏源研究

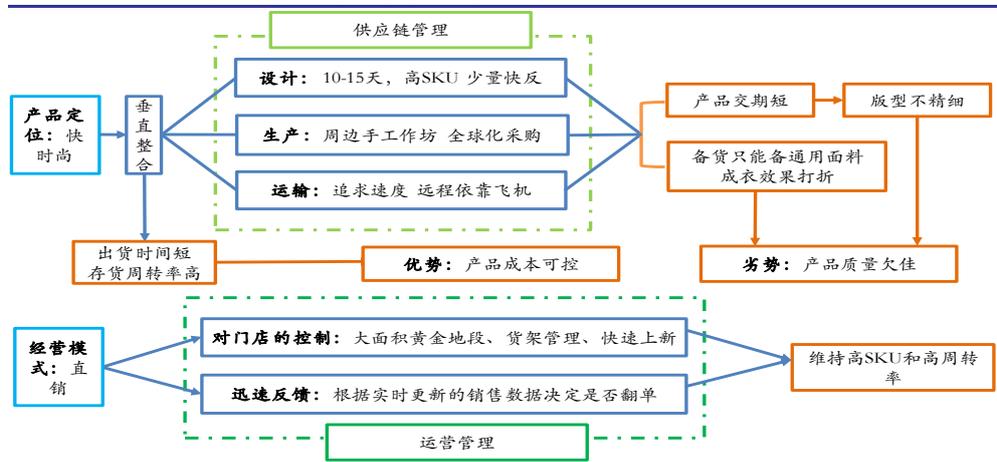
4.3 行业低迷时异军突起，得益于快反供应链和多品牌弹性

行业终端销售不景气，但 Inditex 集团异军突起，主要得益于快速反应的供应链系统和多品牌弹性。如此规模的收入仍能保持 10%+ 的收入利润增长，尤其是在全球服装行业低迷的今天，实属不易，这主要得益于集团优质的供应链整合能力和集团多品牌弹性。

快反供应链优势: Inditex 集团是市场的快速反应者，以 ZARA 为例，其服装周期从设计，生产，成衣到上架销售，仅需要约 15 天时间。在设计方面，ZARA 目前旗下有超过 200 名设计师，随时对各大时尚圈最流行的服饰做出反应，寻求灵感。在生产方面，ZARA 大多选择周边生产，对原材料全球化采购；在物流仓储方面，ZARA 对速度有极致的追求，宁可花费昂贵运输成本，也要保证产品上新速度，ZARA 每年推出的款式约是同行业的五倍。

多品牌弹性: Inditex 集团多品牌战略是其经营成功的重要法宝之一。一方面，多品牌战略可以覆盖更广的消费人群，满足不同年龄，消费水平和着装风格下的消费需求。另一方面，多品牌战略可以增加产品线弹性，把集团的整体利润分散到多个品牌中去，增强集团抵御风险的能力。即便是某一个或几个子品牌所在的市场遭遇强大的竞争对手，或者市场规模急速缩水，集团整体营收也不会受到过大冲击。

图 45: ZARA 供应链管理与管理运营模式



资料来源: 申万宏源研究

5.募投项目分析

本次拟发行不超过 5500 万股，占发行后总股本的 11.58%，募集资金净额 10.81 亿元，主要用于以下三个项目的建设，分别是营销网络建设项目，太平鸟慈东服饰整理配送物流中心项目，信息化系统建设项目。

表 16: 募投项目基本情况

序号	项目名称	投资金额 (亿元)	募集资金投入 (亿元)
1	营销网络建设项目	10.28	5.79
2	太平鸟慈东服饰整理配送物流中心项目	4.79	3.5
3	信息化系统建设项目	1.52	1.52
	合计	16.59	10.81

资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

1) 营销网络建设项目, 总投资 10.3 亿元, 募集资金投入 5.8 亿元。本项目采用购置及租赁方式建设直营门店 238 家, 建筑总面积 73,050 平方米。其中, 购置 5 家, 面积 2,800 平方米, 租赁 233 家, 面积 70,250 平方米。项目建设主要包括门店的租赁或购置, 以及门店装饰装修、设备购置及开办投入等。在店面分布上, 其中一线城市门店 51 家, 二线城市门店 145 家, 三线城市门店 17 家, 四线城市门店 25 家。在店面类型上, 包括了旗舰店 34 家, 形象店 106 家, 标准店 98 家。该项目预计税后静态回收期 6.5 年, 预计内部收益率 21.76%。项目实施后, 公司将通过店面的扩张完善整个营销网络, 通过直营店的方式, 加强终端品牌影响力, 提高终端服务水平。

表 17: 按各城市各类型门店数统计

区域	旗舰店		形象店		标准店		合计	
	店数 (家)	面积 (平方米)						
一线城市	6	3200	17	4750	28	4990	51	12940
二线城市	18	13300	68	20290	59	10450	145	44040
三线城市	6	4800	8	2400	3	450	17	7650
四线城市	4	2500	13	4150	8	1770	25	8420
总计	34	23800	106	31590	98	17660	238	73050

资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

表 18: 按品牌分类开店数统计

服饰品牌	直营店数量 (家)	直营店面积 (平方米)
PEACEBIRD (含女装和男装)	25	19200
PEACEBIRD 女装	59	17820
PEACEBIRD 男装	80	22760
乐町 LED' IN	33	5820
Mini Peace	26	4150
AMAZING PEACE	15	3300
合计	238	73050

资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

2) 太平鸟慈东服饰整理配送物流中心项目, 总投资 4.8 亿元, 募集资金投入 3.5 亿元。本项目通过对物流配送系统进行重新规划, 在宁波慈溪市慈东滨海区内新建物流中心, 将提高公司仓储配送效率, 加快新品上架时间和存货周转, 有利于支持营销网络的扩张。项目建成后, 新物流中心将取代现有的 14 个仓库, 其大库容量可达 60 余万箱 (注: 箱尺寸 600mm×500mm×400mm) 各类服饰产品, 可实现服饰年配送量 3,788 万件。本项目占地面积为 163,333 平方米, 总建筑面积 148,831 平方米, 新增货架系统、搬移设备、分拣系统、WMS 系统等。项目总投资 47,900 万元, 建设期为 2 年。该项目预计税后静态回收期 9.14 年, 预计内部收益率 11.18%。2015 年, 本项目工程已竣工。各品牌已陆续迁入。项目完成后, 公司将进一步整合物流资源, 提高物流专业化水平, 从而达到物流与整体营销网络的有机结合。

3) 信息化系统建设项目, 总投资 1.5 亿元, 募集资金投入 1.5 亿元。本项目系统以企业资源计划 (ERP) 为核心, 通过企业集成平台 (EIP) 与其他应用系统进行高速稳定集成, 有利于提高公司整理管理水平, 建立科学决策体系; 有利于提高公司营销网络关系水平; 有利于提高公司供应链管理水平和; 有利于加速整合相关业务信息, 为产品研发设计提供支撑; 有利于帮助公司进一步开拓电子商务市场。

6. 风险分析

6.1 市场竞争加剧的风险

公司所处的国内中档休闲服饰行业处于充分竞争状态, 国际和国内品牌众多, 市场集中度不高, 竞争较为激烈。包括绫致时装公司、Inditex 集团、迅销公司等为代表的国际休闲服饰品牌巨头加速进入国内市场, 与国内品牌服饰企业直接展开竞争。同时, 国内新品牌创立和原有品牌转型加快, 市场参与者和竞争主体增加, 公司正面临日益激烈的市场竞争。

6.2 未能准确把握市场流行趋势变化的风险

如果公司主要目标消费群体的服饰消费偏好发生重大变化, 公司的产品设计、营销方式等不能及时有效调整, 导致与目标消费群体服饰消费偏好产生较大偏差, 可能对公司经营业绩产生重大不利影响。

6.3 宏观经济波动风险

服饰类商品与食品等其它日常消费品相比, 弹性较大, 易受宏观经济影响。目前, 公司服饰产品的销售市场主要在国内, 中国经济形势的重大变化, 可能制约服饰类产品的市场需求, 进而影响公司财务状况和经营业绩。

6.4 存货余额风险

公司 2013 年/2014 年/2015 年/2016 年 6 月末的存货账面价值分别为 8.7 亿元/10.6 亿元/15.1 亿元/15 亿元, 分别占据同期流动资产比例 43.04%/43.11%/50.30%/55.49%。存货跌价准备计提数额占期末存货余额分别为 13.71%/14.50%/13.85%/16.08%。虽然公司的存货规模与销售规模增长相适应, 但如因市场环境发生变化, 竞争加剧等原因导致存货变现困难, 有可能出现存货减值超过跌价准备计提数额的情况, 公司存在存货跌价风险。

6.5 利润下滑风险

2016 年上半年, 公司营业收入较上年同期增长了 1.43 亿元, 增长幅度为 6.09%, 但净利润较去年同期下降了 4241 万元, 下降幅度为 23.14%。公司 2016 年 1-9 月财务数据 (未经审计), 公司营业收入较上年同期增长了 1.66 亿元, 增长幅度为 4.40%, 但净利润较去年同期下降了 3737 万元, 下降幅度为 13.74%。

2016年上半年,公司利润下滑的主要原因是,一方面公司受宏观经济增速放缓、市场竞争加剧等因素的影响,现有加盟商提货减少,新增加盟商拓展缓慢,导致加盟渠道销售收入同比有所下降;另一方面公司2016年上半年新开直营门店161家,导致相应销售费用有所增长,同时新开门店需要一定时间积累消费者,所以利润率相对较低。此外,2016年6月30日,公司存货账面余额较同期有所增长,导致2016年1-6月存货跌价准备计提金额较同期增加,也是导致利润下滑的重要因素。如果宏观经济增速持续放缓、市场竞争进一步加剧,加盟商销售状况持续不景气,新开直营门店不能按计划实现盈利,公司经营业绩存在继续下滑的风险。

7. 盈利预测

公司本次发行5500万股,募集资金净额为10.81亿元,发行费用合计9087万元,发行价为21.30元/股,对应发行市盈率为22.97倍。

盈利预测核心假设:

- 1) 线下销售:假设公司2016-2018年分别净新增店铺313/338/363家,即公司店铺数在2016-2018年末分别为4107/4445/4808家;假设每个品牌线下销售收入占比与公司整体线下销售收入占比相同,2016-2018年线下销售收入分别为49.9/54.2/61.1亿元,增速分别为2.1%/8.5%/12.9%。
- 2) 线上销售:假设公司2016-2018年线上服饰运营销售增速分别为50%/40%/30%,即2016-2018年线上销售收入分别为13.4/18.7/24.3亿元。
- 3) 预计公司2016-2018年销售费用率分别为35.5%/35%/34.5%。

我们预计公司2016-2018年实现收入分别为63.8/73.4/86.0亿元,分别增长8.1%/15.0%/17.2%;归母净利润分别为4.4/5.7/7.2亿元,分别增长-17.5%/28.5%/26.8%。完全摊薄后EPS分别为0.93/1.21/1.56元,发行价对应2016-2018年EPS分别为23/18/14倍。

考虑到公司作为中国中档时尚休闲服领导集团,且上市市盈率与行业平均水平(40倍左右)有较大差距,且未来在门店、品牌、品类方面将继续扩张,电子商务板块发展也相当出色。对比同行业A股可比公司状况,我们给予公司2017年合理估值区间35-40倍,对应公司合理价格区间为42-48元。

表 19: 行业内相关公司市盈率对比

序号	股票代码	股票简称	现价	EPS (元)			PE		
			(2016.12.26)	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
1	002776.SZ	柏堡龙	29.60	0.53	0.67	0.79	56	44	37
2	603808.SH	歌力思	31.27	0.68	1.1	1.34	45	28	23
3	603518.SH	维格娜丝	32.90	0.6	1.02	1.22	55	32	27

资料来源: 歌力思为申万宏源预测, 其余为 Wind 一致预测

表 20: 公司营业收入拆分

		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
PEACEBIRD 女装	门店数量	1,146	1,377	1,448	1,488	1,533	1,583
	平均单店营收 (百万元)	1.27	1.38	1.48	1.40	1.42	1.51
	YOY		9%	7%	-6%	2%	6%
	假设线下收入 (百万元)	1,457	1,906	2,150	2,077	2,182	2,389
	假设线上收入 (百万元)	138	252	392	588	823	1,070
	线上 YOY		83%	56%	50%	40%	30%
	营业收入 (百万元)	1,595	2,158	2,542	2,665	3,006	3,459
	综合毛利率	57%	57%	56%	57%	57%	57%
PEACEBIRD 男装	门店数量	950	1,089	1,139	1,159	1,189	1,229
	平均单店营收 (百万元)	1.39	1.46	1.55	1.52	1.55	1.60
	YOY		5%	6%	-2%	2%	6%
	假设线下收入 (百万元)	1,322	1,591	1,762	1,758	1,839	2,015
	假设线上收入 (百万元)	125	210	321	482	675	877
	线上 YOY		68%	53%	50%	40%	30%
	营业收入 (百万元)	1,447	1,801	2,084	2,240	2,506	2,868
	综合毛利率	54%	55%	58%	59%	59%	59%
乐町	门店数量	622	620	696	776	856	936
	平均单店营收 (百万元)	0.73	0.92	0.95	0.93	0.95	1.01
	YOY		26%	4%	-2%	2%	6%
	假设线下收入 (百万元)	454	570	664	725	816	946
	假设线上收入 (百万元)	43	75	121	182	254	330
	线上 YOY		75%	61%	50%	40%	30%
	营业收入 (百万元)	497	646	785	907	1,070	1,276
	综合毛利率	45%	47%	47%	48%	48%	48%
Mini Peace	门店数量	68	245	441	571	731	911
	平均单店营收 (百万元)	0.78	0.53	0.60	0.61	0.64	0.69
	YOY		-32%	12%	2%	5%	8%
	假设线下收入 (百万元)	53	131	263	347	467	628
	假设线上收入 (百万元)	5	17	48	81	130	196
	线上 YOY		243%	178%	70%	60%	50%
	营业收入 (百万元)	58	148	311	429	597	824
	综合毛利率	60%	60%	55%	56%	56%	56%
MATERIAL GIRL	门店数量	10	34	57	92	152	237
	平均单店营收 (百万元)	0.13	0.53	0.72	0.79	0.88	1.01
	YOY		311%	35%	10%	12%	14%
	假设线下收入 (百万元)	1.30	18.10	40.81	72	134	238
	假设线上收入 (百万元)	0.12	2.39	7.44	15	27	43
	线上 YOY		1849%	212%	100%	80%	60%
	营业收入 (百万元)	1	20	48	86	161	281
	综合毛利率	56%	52%	72%	55%	55%	55%
AMAZING PEACE	门店数量		5	13	21	29	37
	平均单店营收 (百万元)			0.53	0.69	0.86	1.03
	YOY				30%	25%	20%

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)			6.87	14	25	38
综合毛利率			71%	71%	71%	71%
门店数合计	3,045	3,421	3,794	4,107	4,490	4,933
线下销售收入合计 (百万元)	3,369	4,280	4,888	4,994	5,463	6,255
电商销售收入合计 (百万元)	319	565	891	1,348	1,909	2,516
服饰运营收入合计 (百万元)	3,688	4,844	5,780	6,342	7,373	8,771
服装制造收入 (百万元)	91	88	58	15	15	15
主营业务收入合计 (百万元)	3,778	4,933	5,838	6,357	7,588	8,786
其他业务收入 (百万元)	53	67	66	40	40	40
总营业收入合计 (百万元)	3,831	4,999	5,903	6,397	7,428	8,826
综合毛利率	52%	54%	54%	56%	56%	56%

资料来源：申万宏源研究

表 21：太平鸟盈利预测表

单位：百万元，元

利润表						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	3,831	4,999	5,903	6,397	7,428	8,826
二、营业总成本	3,528	4,391	5,265	5,889	6,739	7,911
其中：营业成本	1,846	2,324	2,701	2,814	3,267	3,879
营业税金及附加	33	50	51	55	64	76
销售费用	1,277	1,481	1,853	2,271	2,600	3,045
管理费用	235	367	464	544	609	706
财务费用	18	19	28	25	10	5
资产减值损失	118	150	168	180	190	200
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	(1)	0	0	0
三、营业利润	304	608	638	508	688	914
加：营业外收入	27	37	99	100	100	100
减：营业外支出	9	12	11	10	10	10
四、利润总额	322	633	726	598	778	1,004
减：所得税	111	203	193	158	206	266
五、净利润	211	431	533	439	572	738
少数股东损益	(2)	(6)	(3)	(4)	(4)	(4)
归属于母公司所有者的净利润	213	437	536	442	568	443
六、基本每股收益	0.51	1.04	1.28	0.93	1.21	1.56
全面摊薄每股收益	0.51	1.04	1.28	0.93	1.21	1.56

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。