

审慎推荐-A (维持)

太平鸟 603877.SH

目标估值: NA 元
 当前股价: 31.98 元
 2017 年 04 月 17 日

新兴品牌增长迅速, 资产减值损失影响利润表现

基础数据

上证综指	3222
总股本(万股)	47500
已上市流通股(万股)	5500
总市值(亿元)	152
流通市值(亿元)	18
每股净资产(MRQ)	3.8
ROE(TTM)	27.6
资产负债率	59.7%
主要股东	太平鸟集团有限公司
主要股东持股比例	48.29%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-15	57	57
相对表现	-16	51	50



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《太平鸟(603877)新股投资价值分析报告-多品类多品牌驱动的优秀时尚休闲服饰代表》2016-12-28

孙好

010-57601717
 sunyu2@cmschina.com.cn
 S1090511110003

王孜

wangzi@cmschina.com.cn
 S1090516090006

在零售业整体低迷的环境下, 公司加强精细化管理, 同时积极调整门店结构, 推动线上业务快速发展, 营收保持稳健增长。公司以多品类多品牌共同驱动, 通过有梯度的品牌组合迎合不同年龄、性别、收入群体的消费需求, 已发展成为国内休闲服饰的优秀代表, 在中档休闲服饰行业中, 公司处于第一梯队。随着公司 16 年的品牌调整逐步到位, 配合供应链管理提升, 渠道布局有的放矢, 今年公司业绩有望企稳回升。公司目前市值 152 亿元, 对应 17PE 为 33X, 短期估值偏高, 但中长期而言, 公司作为行业龙头, 多品牌运营能力优秀, 同时核心品牌稳健发展, 新兴品牌增长迅速, 在震荡市下, 待次新股高估值消化, 可积极关注。

- **新兴品牌成长迅速, 公司 17Q1 营收净利润分别增长 11%/ -5%。** 公司公布一季报, 公司 2017Q1 实现营收/营业利润/归属上市公司净利润分别为 15.14/0.57/0.59 亿元, 同比增长 11.47%/ -23.22%/ -4.60%。基本每股收益 0.12 元。伴随着公司 16 年的品牌调整逐步到位, 新兴品牌和线上销售的迅速增长, 叠加公司加强精细化管理, 今年业绩有望企稳回升。
- **各品牌均保持稳步发展, 线上销售异军突起。** 1) 分品牌, 公司各品牌均保持稳步发展, 其中, 核心品牌 PeaceBird 女装/男装分别实现营收 5.60/5.41 亿元, 同比增长 6.59%/3.94%; 而新兴品牌则增速较快, Mini Peace 童装及 MATERIAL GIRL 分别实现 41.40%和 87.82%的增长; 乐町女装也实现营收 2.12 亿元, 同比增长 16.62%。2) 分渠道, 公司各渠道均实现正向增长, 其中, 线上和联营店增速较快, 分别实现营收 3.68/0.39 亿元, 同比增长 39.96%/22.51%; 公司的主要渠道直营店和加盟店分别实现营收 7.02/3.40 亿元, 同比增长 2.89%/4.08%。截至 17Q1 末, 公司线下门店 4145 家, 较 16 年底的 4279 家减少了 3.13%, 其中, 公司 17Q1 新开直营店 38 家, 加盟店 68 家, 联营店 5 家; 关闭直营店 35 家, 加盟店 187 家, 联营店 22 家。即净关店 134 家, 其中有 72 家加盟闭店是由于 16 年底系统数据未及时输入所致, 10 家闭店是因门店性质变化造成的, 而其余的门店调整则是计划内的关闭店。
- **17Q1 毛利率略有提升, 但期间费用率提升叠加库存减值拖累净利率表现。** 公司 17Q1 的毛利率为 54.40%, 较 16Q1 提升 0.44PCT; 公司 17Q1 的期间费用率为 43.70%, 同比增加 0.18PCT; 其中, 销售费用率和管理费用率分别增加 1.15 和 1.19PCT, 主要是公司直营规模扩大和大力推广电商销售平台的广告宣传费用增加所致, 而财务费用率下降 0.15PCT, 相对比较稳定。公司 17Q1 的净利率为 3.87%, 较 16 年 Q1 下滑 0.65PCT, 一方面是由于期间费用率增加带来的拖累, 另一方面是由于过季商品占比较去年同期增加较多, 导致存货跌价准备计提(同比增加 58%)增加所致。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	5903	6320	7150	8123	9271
同比增长	18%	7%	13%	14%	14%
营业利润(百万元)	638	440	477	565	670
同比增长	5%	-31%	9%	18%	19%
净利润(百万元)	536	428	457	526	610
同比增长	23%	-20%	7%	15%	16%
每股收益(元)	1.28	1.02	0.96	1.11	1.28
PE	25.1	31.4	33.2	28.9	24.9
PB	7.6	6.7	4.4	4.0	3.6

资料来源: 公司数据、招商证券

- **存货与应收账款均有所减少，经营性现金流较去年同期略有增长但仍为负值。**公司 17Q1 末存货为 14.14 亿元，较 16 年底减少 12.72%；应收账款余额为 2.72 亿元，较 16 年底减少 27.61%。公司 17Q1 末的经营性现金流为-0.17 亿元，去年同期为 -0.92 亿元，变动原因是收入增加导致经营活动现金流入增加，而在控制当季货品采购，改善存货状况的方针下，经营活动现金流出增加较少所致。
- **盈利预测和投资评级。**在零售业整体低迷的环境下，公司加强精细化管理，同时积极调整门店结构，推动线上业务快速发展，营收保持稳健增长。公司以多品类多品牌共同驱动，通过有梯度的品牌组合迎合不同年龄、性别、收入群体的消费需求，已发展成为国内休闲服饰的优秀代表，在中档休闲服饰行业中，公司处于第一梯队。随着公司 16 年的品牌调整逐步到位，配合供应链管理提升，渠道布局有的放矢，今年公司业绩有望企稳回升。

根据公司年报及一季报，预计 17-19 年 EPS 为 0.96/1.11/1.28 元，公司目前市值 152 亿，对应 17PE 为 33X，短期估值较为合理，但中长期而言，公司作为行业龙头多品牌运作能力优秀，核心品牌稳健发展，新兴品牌有望快速增长，震荡市下，待次新股高估值消化，可积极关注。

- **风险提示：**零售环境持续低迷；休闲服饰竞争加剧；新开直营店边际收益低于预期。

表1: 公司17Q1业绩同比和环比情况

(百万元)	16Q1	16Q4	17Q1	同比	环比
营业收入	1359	2390	1514	11%	-37%
营业毛利	733	1260	824	12%	-35%
销售费用	492	694	550	12%	-21%
管理费用	92	164	105	15%	-36%
财务费用	8	13	6	-19%	-51%
营业利润	75	264	57	-23%	-78%
归属母公司净利润	61	189	59	-5%	-69%
EPS (元)	-	0.45	0.12		

数据来源: 公司公告、招商证券

表2: 公司季度利润指标

(百万元)	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
营业收入	2139	1359	1139	1433	2390	1514
营业毛利	1145	733	690	790	1260	824
销售费用	624	492	498	519	694	550
管理费用	140	92	129	129	164	105
财务费用	10	8	8	8	13	6
营业利润	337	75	23	78	264	57
归属母公司净利润	261	61	82	95	189	59
EPS (元)	0.62	-	-	0.23	0.45	0.12
主要比率						
毛利率	54%	54%	61%	55%	53%	54%
销售费用率	29%	36%	44%	36%	29%	36%
管理费用率	7%	7%	11%	9%	7%	7%
财务费用率	0%	1%	1%	1%	1%	0%
营业利润率	16%	5%	2%	5%	11%	4%
有效税率	23%	35%	19%	-	30%	24%
净利率	12%	5%	7%	7%	8%	4%
YoY						
收入	-	-36%	-	-	67%	-37%
归属母公司净利润	-	-76%	-	-	98%	-69%

数据来源: 公司公告、招商证券

参考报告:

1、《太平鸟新股投资价值分析报告-多品类多品牌驱动的优质时尚休闲服饰代表》2016/12/28

2、《网红经济深度报告-从“草根”到“明星” 网红经济崛起》2016/3/23

“Papi” 薯获得 1200 万元投资事件又一次引发了大众对于网红的关注，本文将对网红经济的发展情况和目前国内外网红主要的变现模式进行梳理，并着重分析了时尚搭配类网红变现的主要方式—红人电商、网红孵化器与网聚红人平台。目前网红经济市场规模过千亿，短期内行业或将加速扩张，长期而言，实力不同的网红群体将出现内部分层，各自配合不同的变现模式形成较为稳定的金字塔结构。

3、《医疗美容行业深度报告-“颜值经济”时代来临 医美行业机遇空前》2016/8/7

本文着重分析了医疗美容产业链下游的医疗美容机构和医疗美容 APP 的盈利模式、行业格局和未来发展趋势。需求、技术及政策等因素共同推动医美产业爆发。与医美发达国家相比，我国技术差异不明显，关键在于其精细化的高水平服务、风险管控以及完善的监管制度。当前我国医疗美容机构竞争格局较为分散，政策差异将使大型连锁模式或成为我国未来的发展趋势，而医美 APP 的发展也将推动行业生态重构。

4、《买手行业深度报告-消费升级启动时尚新引擎 买手店将迎个性品味时代新机遇》2016/8/22

在消费再升级大背景下，个性化消费需求爆发。针对该领域巨大的挖掘潜力，本文从买手业态切入，对买手行业、欧美买手业态、国内买手业态的发展历程及趋势进行了深入的案例式分析。我们认为尽管 97 年的老佛爷最终以失败告终，但中国消费时代的变化，或将为买手业态迎来新的机遇。首先买手制可以打破原有传统产品开发的弊端，有效缩短前导期，提升动销率，同时买手业态以消费者需求为导向，以时尚潮流为基准，更加符合消费者的购买心理，购物效率更高，此外，买手店采用集合方式经营，在租金、人员成本方面也具有一定优势。而“轻奢”全民化趋势的形成也将使买手制不仅局限于高端线下，随着本土买手队伍的壮大及线上的发展，未来定位亲民的买手全渠道业态也将陆续出现。

5、《服饰纺织行业 2017 年投资策略报告-“新趋势+新模式”下打造品牌消费的别样市场》2016/11/28

近年来，随着我国人均收入的逐年提高以及 85、90 后逐渐成为消费主力群体，人们的消费观念和消费习惯不断变化，消费结构特征也在不断改变。本文通过类比日本 80 年代消费演变史，发现目前我国消费需求正处于暨按照服装大品类细分化之后的第二阶段，需求正在按照生活场景化细分，消费出现个性化趋势，共享经济兴起。而针对变革的消费环境，国内品牌正进行着迎合“新趋势+新模式”的革新，我们认为在大众品牌集中化发展及个性化品牌兴起的阶段，目前分别在供应链整合和产品独创设计等领域深耕，并通过全渠道生活场景式布局的传统品牌有望成为新的赢家。

6、《健身行业深度报告-热潮之下蓄势待发的中国健身行业》2017/3/13

随着国民消费水平的提高以及对自身健康的关注，健身需求逐渐提升，随之而来的是线下健身房的快速扩张和雨后春笋般崛起的互联网健身企业。而喧闹的背后，行业运营模式与盈利状况究竟如何？行业发展的历史与未来方向何在？新老模式的优劣与未来盈利点是什么？经过大量草根调研，我们利用一手详实数据，详尽梳理目前线下健身房的盈利模式，从品牌、渠道、粘性、格局、收入和成本构成等细节逐一剖析，提供全市场最接近健身房真实运营情况的分析，并对一兆韦德、威尔士，超级猩猩、Liking，乐刻、Fitime 等 12 家不同模式健身业态进行了逐一分析。我们认为，健身行业未来发展空间巨大，不同线城市之间深度服务价值的挖掘与浅层新客户流量的利用将并行发展，资本介入下行业洗牌将加速，并可通过区域内自主扩张和区域外并购方式推进行业集中度的提升与产业链的延伸，与大众健身需求的培育共同进步。

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3000	3522	4872	5564	6339
现金	704	1110	2203	2544	2919
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	1	1	1	1
应收款项	373	376	404	459	524
其它应收款	93	101	115	130	149
存货	1509	1621	1833	2080	2368
其他	321	313	350	396	449
非流动资产	1103	1203	1118	1046	985
长期股权投资	33	31	31	31	31
固定资产	480	446	416	389	366
无形资产	216	212	191	172	155
其他	375	513	480	454	433
资产总计	4103	4725	5991	6610	7324
流动负债	1982	2380	2234	2472	2742
短期借款	120	340	0	0	0
应付账款	1080	1212	1377	1563	1779
预收账款	136	187	212	241	274
其他	646	642	668	701	737
长期负债	349	362	362	362	362
长期借款	275	272	272	272	272
其他	74	89	89	89	89
负债合计	2331	2742	2595	2833	3103
股本	420	420	475	475	475
资本公积金	308	308	1424	1424	1424
留存收益	1052	1269	1516	1905	2358
少数股东权益	(7)	(13)	(20)	(28)	(37)
归属于母公司所有者权益	1779	1997	3415	3805	4257
负债及权益合计	4103	4725	5991	6610	7324

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	237	630	512	503	555
净利润	536	428	457	526	610
折旧摊销	154	174	114	101	90
财务费用	21	29	13	(3)	(6)
投资收益	1	2	0	0	0
营运资金变动	(424)	84	(78)	(122)	(143)
其它	(51)	(87)	(6)	(5)	(5)
投资活动现金流	(268)	(212)	(28)	(28)	(28)
资本支出	(242)	(230)	(28)	(28)	(28)
其他投资	(26)	17	0	0	0
筹资活动现金流	(65)	(21)	608	(134)	(152)
借款变动	163	212	(340)	0	0
普通股增加	0	0	55	0	0
资本公积增加	11	0	1117	0	0
股利分配	(210)	(210)	(210)	(137)	(158)
其他	(30)	(23)	(13)	3	6
现金净增加额	(96)	396	1092	341	375

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5903	6320	7150	8123	9271
营业成本	2701	2847	3236	3672	4179
营业税金及附加	51	55	63	71	81
营业费用	1853	2202	2510	2851	3254
管理费用	464	513	593	674	770
财务费用	28	37	13	(3)	(6)
资产减值损失	168	224	260	285	310
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	(2)	0	0	0
营业利润	638	440	477	565	670
营业外收入	99	110	110	110	110
营业外支出	11	11	12	12	12
利润总额	726	539	575	663	768
所得税	193	117	125	144	167
净利润	533	421	450	519	601
少数股东损益	(3)	(6)	(7)	(8)	(9)
归属于母公司净利润	536	428	457	526	610
EPS (元)	1.28	1.02	0.96	1.11	1.28

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	18%	7%	13%	14%	14%
营业利润	5%	-31%	9%	18%	19%
净利润	23%	-20%	7%	15%	16%
获利能力					
毛利率	54.2%	54.9%	54.7%	54.8%	54.9%
净利率	9.1%	6.8%	6.5%	6.6%	6.7%
ROE	30.1%	21.4%	13.4%	13.8%	14.3%
ROIC	22.6%	14.4%	10.5%	10.9%	11.6%
偿债能力					
资产负债率	56.8%	58.0%	43.3%	42.9%	42.4%
净负债比率	9.6%	13.0%	4.5%	4.1%	3.7%
流动比率	1.5	1.5	2.2	2.3	2.3
速动比率	0.8	0.8	1.4	1.4	1.5
营运能力					
资产周转率	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
存货周转率	2.1	1.8	1.9	1.9	1.9
应收帐款周转率	18.1	16.9	18.3	18.8	18.9
应付帐款周转率	2.8	2.5	2.5	2.5	2.5
每股资料 (元)					
每股收益	1.28	1.02	0.96	1.11	1.28
每股经营现金	0.56	1.50	1.08	1.06	1.17
每股净资产	4.24	4.75	7.19	8.01	8.96
每股股利	0.50	0.50	0.29	0.33	0.39
估值比率					
PE	25.1	31.4	33.2	28.9	24.9
PB	7.6	6.7	4.4	4.0	3.6
EV/EBITDA	13.3	18.0	16.0	14.6	12.8

分析师承诺

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

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

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

团队成绩：2011-2014 年连续 4 年上榜《新财富》服装纺织行业最佳分析团队前三，2015 年第五。

投资评级定义

公司短期评级

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

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

公司长期评级

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

行业投资评级

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

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

重要声明

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

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