

纺织服装

2017年08月24日

# 太平鸟 (603877)

## —— 打造时尚新生代首选品牌, 股权激励彰显高发展信心

报告原因: 首次覆盖

### 增持 (首次评级)

**市场数据:** 2017年08月23日

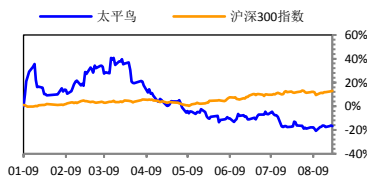
收盘价(元)	25.12
一年内最高/最低(元)	44.8/23.5
市净率	3.8
息率(分红/股价)	1.99
流通A股市值(百万元)	1382
上证指数/深证成指	3287.71/10619.34

注:“息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据:** 2017年03月31日

每股净资产(元)	6.61
资产负债率%	40.06
总股本/流通A股(百万)	475/55
流通B股/H股(百万)	-/-

#### 一年内股价与大盘对比走势:



#### 相关研究

##### 证券分析师

王立平 A0230511040052  
wanglp@swsresearch.com

##### 研究支持

武楠 A0230117080002  
wunan@swsresearch.com

##### 联系人

武楠  
(8621)23297818 × 转  
wunan@swsresearch.com

#### 投资要点:

- 公司是中档休闲服饰领导集团, 专注打造时尚新生代首选品牌。1) 公司服饰品类包括男装、女装、童装, 拥有 PEACEBIRD 女装、乐叮、Material Girl、PEACEBIRD 男装、AMAZING PEACE、Mini Peace 六大品牌。2) 搭建“核心品牌、新兴品牌、初创品牌”不同发展梯度, 核心品牌 PEACEBIRD 男女装稳健增长, 16 年女装、男装分别实现 24 亿元、23 亿元收入。培育品牌发展强劲, 16 年乐叮实现 8.9 亿收入, Mini Peace 童装实现 5.2 亿元收入, 同比上升 66%。初创品牌 Material Girl 16 年收入 0.96 亿元, 同比上升 100%, 今年有望实现盈亏平衡。3) 采取直营与加盟为主的销售模式, 渠道遍布全国。2017Q1 直营收入(线上+线下)占比 71%, 公司共有门店 4145 家, 其中直营店 1201 家, 加盟店 2715 家, 联营店 229 家, 未来公司计划将乐叮联营店全部转为更高利润的加盟店形式。
- 近期董事长拟增持股份及授予高管股权激励, 彰显公司对未来增长信心。公司于 8 月 13 日发布公告, 董事长张江平、太平鸟集团和全资子公司鹏源资产拟增持不低于 5000 万元金额, 增持股份上限不超过 1%。7 月 24 日已授予中高层管理人员限制性股票, 授予 988 万股价格为 13.96 元/股, 解锁条件为 17-19 年净利润不低于 4.5 亿/6.5 亿/8.5 亿元, 复合增速为 26%, 深度绑定管理层利益。公司是国内少有的多品牌成功运营的典范, 11-15 年收入复合增速 35%, 净利润复合增速 55%。2016 年受加盟销售不佳和女装转型影响, 同时新开直营门店较多致收入尚未覆盖成本, 净利润同比下滑 20.2%至 4.3 亿元, 净利率为 6.7%, 为近三年最低。预计 17H1 仍然保持下降态势, 随着存货出清预计中报将是业绩见底拐点。目前公司净利率水平较低, 未来改善空间大, 公司有能力强完成股权激励目标。
- 公司实行“街店+百货商场店+购物中心店+网上销售”全方位的四轮驱动渠道策略, 紧随零售业态变化趋势, 积极调整销售渠道, 电商+购物中心渠道销售占比逐步上升, 结构合理根基稳健。2014 年公司开始发力建设购物中心+电商渠道, 二者销售额占比从 2014 年 20%上升至 2016 年 41%, 目前结构布局基本完成。公司秉承“新零售”理念, 实施 O2O 战略与“云仓”战略并重, 打通线上与线下双向联通。积极拥抱新营销, 组合拳出击提高产销率。1) 公司积极与多种 IP 合作且追求跨界合作; 2) 积极提升供应链运营能力。
- 公司是国内不可多得的多品牌公司, 男装+女装+童装覆盖多层次客群, 渠道结构四轮驱动, 结构合理根基稳健, 新兴购物中心+网上销售占比超过 40%, 首次覆盖给予“增持”评级。前期因渠道调整及女装年轻化定位调整, 导致计提存货减值较多净利率水平较低, 预计未来业绩提升空间较大。公司全力推动股权激励, 深度绑定管理层利益, 董事长拟增持股票, 彰显信心。考虑到公司 17 年上半年仍处于调整期, 我们预计公司 17-19 年净利润为 4.54 亿/6.63 亿/8.79 亿元, EPS 为 0.96/1.40/1.85 元, 对应 17-19 年 PE 为 26/18/14 倍, 给予“增持”评级。

#### 财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,320	1,514	7,337	8,554	10,136
同比增长率(%)	7.06	11.47	16.10	16.60	18.50
净利润(百万元)	428	59	454	663	879
同比增长率(%)	-20.22	-4.59	6.10	46.10	32.60
每股收益(元/股)	1.02	0.12	0.96	1.40	1.85
毛利率(%)	55.0	54.4	55.1	55.5	55.5
ROE(%)	21.4	1.9	12.5	15.5	17.0
市盈率	25		26	18	14

注:“市盈率”是指目前股价除以各年业绩;“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 投资评级与估值

公司是国内不可多得的多品牌公司，男装+女装+童装覆盖多层次客群，渠道结构四轮驱动，新兴购物中心+网上销售占比超过 40%，首次覆盖给予“增持”评级。前期因渠道调整及女装年轻化定位调整，导致计提存货减值较多净利率水平较低，预计未来业绩提升空间较大。公司全力推动股权激励，深度绑定管理层利益，董事长拟增持股票，彰显信心。我们预计 17-19 年公司净利润为 4.54 亿/6.63 亿/8.79 亿元，EPS 为 0.96/1.40/1.85 元，对应 17-19 年 PE 为 26/18/14 倍，给予“增持”评级。

### 关键假设点

公司未来净利润增长来源于两方面：1) 各品牌服饰收入稳步增长；2) 调整完成后净利率显著提升。

我们预计 17-19 年核心品牌 PEACEBIRD 男女装和乐叮保持 10%-15% 的收入增速，Mini Peace 收入增速在 35%-40% 之间，Material Girl 收入增速在 50%-80% 之间。

净利率提升空间来源于以下三方面：1) 前期女装转型调整存货跌价损失较大，后续有望改善；2) 加盟渠道销售不佳，提货率不高，公司选择多种方式提振加盟商信心，现已逐步恢复；3) 新开直营门店较多收入尚未覆盖成本，未来收入有望进一步提升。

### 有别于大众的认识

1、我们认为公司是国内不可多得的多品牌公司，男装+女装+童装覆盖多层次客群，渠道结构四轮驱动，新兴购物中心+网上销售占比超过 40%，具有坚实的可持续增长基础。

2、公司于 7 月 24 日授予高管股权激励，解锁条件为 17-19 年实现净利润不低于 4.5 亿/6.5 亿/8.5 亿元。市场可能担心公司实际经营会低于该业绩考核目标。我们认为随着调整接近尾声，收入和利润有望恢复高增长，公司有完成股权激励设定的目标。

### 股价表现的催化剂

女装和渠道调整接近尾声，导致存货规模稳定，带来存货跌价准备明显下降。

### 核心假设风险

女装调整不达预期；零售终端持续不景气。

## 目录

---

<b>1. 休闲服饰领导集团，股权激励彰显发展信心</b> .....	<b>6</b>
1.1 六大品牌并驾齐驱，打造时尚新生代首选品牌.....	6
1.2 股权激励+董事长增持，彰显未来高发展信心.....	8
<b>2. 玩转品牌梯度，全力打造鸟儿时尚</b> .....	<b>10</b>
2.1 “价格+年龄+品类”构建多重品牌梯度 .....	10
2.2 设计为王，广泛合作打造极致时尚.....	16
<b>3. 顺势而为，渠道发力，转型调整铿锵稳健</b> .....	<b>18</b>
3.1 街店+百货渠道逐步式微，电商+购物中心快速崛起.....	18
3.2 持续优化渠道布局，合理结构打造稳健根基 .....	20
3.3 积极拥抱新营销，立体化展现品牌形象 .....	23
<b>4. 盈利能力同业领先，净利率提升空间大</b> .....	<b>24</b>
4.1 公司毛利率同业领先，净利率略落后 .....	24
4.2 调整拖累期间费用，后续净利率有望恢复高水平 .....	25
<b>5. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>28</b>

## 图表目录

图 1: 公司各品牌形象 .....	6
图 2: 太平鸟零售网络遍布全国 .....	7
图 3: 直营和加盟门店数量呈上升趋势 .....	7
图 4: 公司主要收入来自于直营 .....	7
图 5: 2016 年购物中心和网上销售零售额占比超过 40% .....	8
图 6: 营业收入逐年上升 .....	8
图 7: 净利润保持稳步增长态势 .....	8
图 8: 品牌组合构建多层面梯度实现广覆盖 .....	10
图 9: PEACEBIRD 女装产品形象 .....	11
图 10: PEACEBIRD 女装营业收入保持上升趋势 .....	11
图 11: PEACEBIRD 女装门店数逐年增加 .....	11
图 12: 乐町女装产品形象 .....	12
图 13: 乐町女装收入高速增长 .....	12
图 14: 乐町女装门店数大幅提升 .....	12
图 15: MATERIAL GIRL 女装产品形象 .....	13
图 16: MATERIAL GIRL 女装收入翻倍增长 .....	13
图 17: MATERIAL GIRL 女装门店快速扩张 .....	13
图 18: PEACEBIRD 男装产品形象 .....	14
图 19: PEACEBIRD 男装收入稳定上升 .....	14
图 20: PEACEBIRD 男装门店稳定扩张 .....	14
图 21: AMAZING PEACE 男装店面及产品形象 .....	15
图 22: Mini Peace 童装门店及产品形象 .....	15
图 23: Mini Peace 童装收入高速增长 .....	16
图 24: Mini Peace 童装门店数高速扩张 .....	16
图 25: 公司研发费用占收入比重逐年上升 .....	16
图 26: 国内明星穿 Alexis Mabilie 高定华服拍摄的杂志封面 .....	17
图 27: 与知名 IP 合作 .....	18
图 28: 与世界顶级花艺师合作款 .....	18

图 29: 中国服装网购市场交易规模快速增长.....	18
图 30: 中国服装网购渗透率逐步上升.....	18
图 31: 2016Q1 全国购物中心数量多、面积广.....	20
图 32: 各渠道零售额规模均不断提升.....	20
图 33: 新兴渠道零售额增速迅猛.....	20
图 34: 购物中心+网上零售占比增长迅速.....	21
图 35: 太平鸟首家集合店——长沙开福万达广场店.....	21
图 36: O2O+“云仓”, 打造线上线下互联互通.....	22
图 37: 慈溪太平鸟物流中心情况.....	22
图 38: 公司聘请众多超模为品牌代言.....	23
图 39: 把音乐节搬进秀场——鸟人音乐节.....	24
图 40: 太平鸟毛利率保持领先.....	24
图 41: 太平鸟净利率水平不高.....	25
图 42: 存货账面价值逐年上升.....	26
图 43: 存货周转次数略有下降.....	26
图 44: 调整期存货跌价准备计提比例大.....	26
图 45: 近两年公司三大费用率上升明显.....	27
图 46: 销售费用分解: 各项费用占营业收入的比重.....	27
表 1: 限制性股票广泛覆盖中层管理人员和核心业务人员.....	9
表 2: 股权激励解除限售业绩要求条件高.....	9
表 3: 业绩达标 90%及以上可享受股权激励.....	9
表 4: 公司品牌构建不同发展梯度.....	10
表 5: 上市服装款色数量.....	17
表 6: 2013 年 VS. 2016 年天猫双十一男女装品牌前十名.....	19
表 7: 同行业不同公司经营模式差异比较.....	25
表 8: 行业内相关公司市盈率对比.....	28
表 9: 公司营业收入拆分.....	29
表 10: 太平鸟盈利预测表.....	31

# 1. 休闲服饰领导集团，股权激励彰显发展信心

## 1.1 六大品牌并驾齐驱，打造时尚新生代首选品牌

公司是国内稀缺的多品牌均成功运营的服饰集团，旨在打造时尚新生代的首选品牌。公司成立于 1995 年，从单一 PEACEBIRD 男装品牌逐步发展到 PEACEBIRD 女装品牌、乐町 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。2016 年公司实现收入 63 亿元，同比增长 7%，净利润 4.3 亿元，网上零售额达 16 亿元，近三年复合增速达 52%，发展势头强劲。

图 1：公司各品牌形象



资料来源：公司官网，申万宏源研究

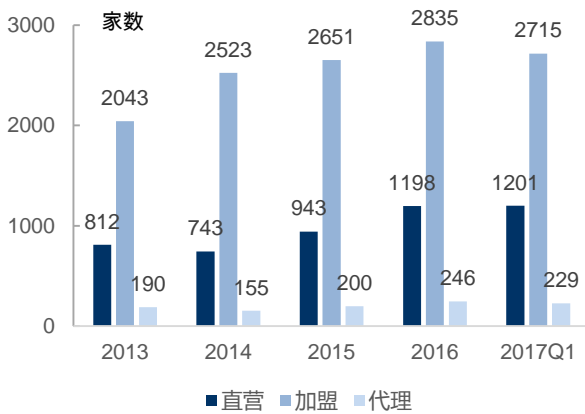
公司借鉴 SPA 模式，采取直营与加盟为主的销售模式，渠道遍布全国。公司旨在打造以客户为中心，从设计到零售的高效价值链。公司门店布局实施“以二、三线城市为重点，一线城市及四线城市并行推广”的策略，现已形成了遍布全国 31 个省、自治区、直辖市的营销网络。公司一般在省会城市及经济发达的城市开设直营门店，在其他地区采取加盟等形式开设门店，并对销售网络实行小区域、网格化的扁平化管理模式。截至 2017 年 3 月 31 日，公司共有门店 4145 家，其中直营店 1201 家，加盟店 2715 家，联营店 229 家，未来公司将逐步减少联营店的形式，选择以“直营+加盟”为主的销售模式。2017 年第一季度公司直营收入（包括线上及线下）占品牌服饰运营收入比重为 71%，加盟收入占比 26%，联营收入占比 3%。

图 2：太平鸟零售网络遍布全国



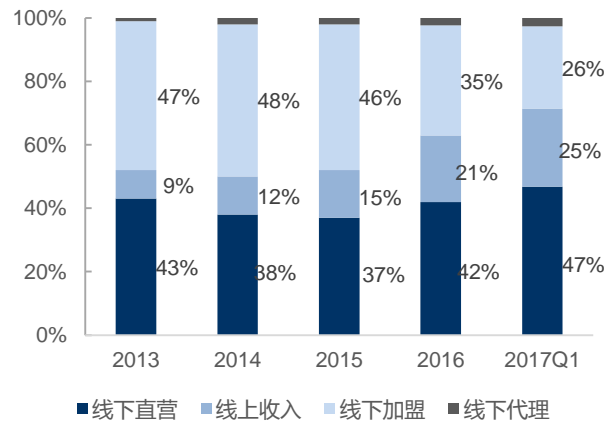
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：直营和加盟门店数量呈上升趋势



资料来源：公司年报，申万宏源研究

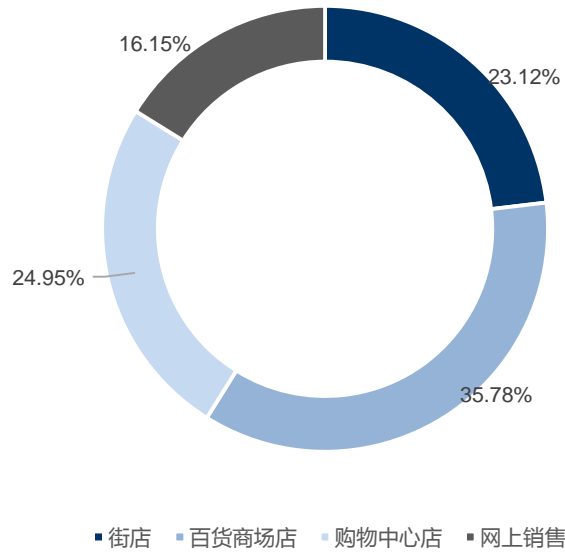
图 4：公司主要收入来自于直营



资料来源：公司年报，申万宏源研究

公司采取街店、百货商场店、购物中心店、网上销售相互协调的“四轮驱动”销售渠道策略。由于不同地区的经济发展水平和商业业态存在差异，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。近年来，街店、百货商场店销售占比有所下降，购物中心店和网上销售零售额占比大幅上升，后两者 2016 年占比超过 40%。各渠道相互协同，共同发展。

图 5：2016 年购物中心和网上销售零售额占比超过 40%



资料来源：公司年报，申万宏源研究

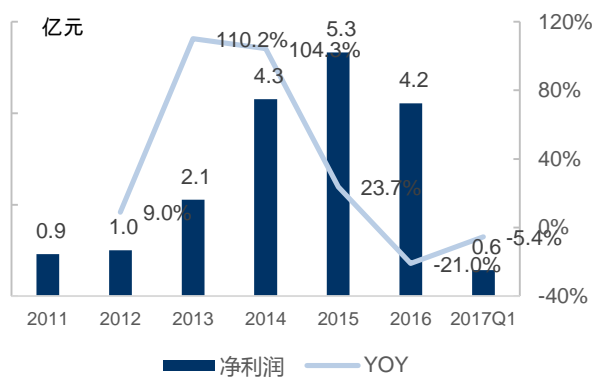
公司业绩保持优秀，2011-2015 年营业收入复合增速 35%，净利润复合增速 55%。2016 年受渠道调整及女装风格转换的影响，期间费用、存货跌价准备较高，因此净利率为近三年来最低，仅为 6.7%，而 2014、2015 年净利率为 8.6%和 9.0%。公司营业收入依然保持高速增长，净利润受调整影响 16、17 年影响较大，调整完成后恢复此前净利率水平后，净利润增长空间较大。

图 6：营业收入逐年上升



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 7：净利润保持稳步增长态势



资料来源：公司年报，申万宏源研究

## 1.2 股权激励+董事长增持，彰显未来高发展信心

2017 年 7 月 24 日，公司公布新一轮股权激励，本次股权激励覆盖广、力度大、解禁公司业绩考核目标为 2017/2018/2019 实现的净利润不低于 4.5 亿/6.5 亿/8.5 亿元，同比增速为 5.1%/44.4%/30.7%，彰显公司未来发展信心。该激励计划涉及的激励对象共计 412 人，包括 281 名中层管理人员和 131 名核心业务人员，覆盖面广。以每股 13.96 元授予 988.37



万股，占公司股本总额 47500 万股的 2.08%，人均 2.40 万股，激励力度大。公司旨在通过广覆盖、大力度的股权激励来充分调动公司核心人员的积极性和创造力。同时解禁公司业绩考核目标的设定彰显了公司对于未来高速发展的坚定信心。

**表 1：限制性股票广泛覆盖中层管理人员和核心业务人员**

分类	获授的限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占本计划公告日股本总额的比例
中层管理人员（281 人）	681.82	68.98%	1.44%
核心业务人员（131 人）	306.55	31.02%	0.65%
合计（412 人）	988.37	100%	2.08%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

本次股权激励计划解除限售考核年度为 2017-2019 年三个会计年度，每个会计年度考核一次。解禁比例的确定方法为：激励对象个人当年实际解除限售额度=公司层面系数(M)×个人层面系数(N)×个人当年计划解除限售额度。激励对象考核当年不能解除限售的限制性股票，由公司按授予价格加上银行同期定期存款利率的利息回购注销。

从股权激励解除限售公司层面业绩考核来看，该激励目标的实现对公司利润增长率要求高，三个年度的净利润复合增长率为 26%。

**表 2：股权激励解除限售业绩要求条件高**

解除限售期	业绩考核目标	利润增长率要求
第一个解除限售期	2017 年净利润不低于 4.5 亿元	5.1%
第二个解除限售期	2018 年净利润不低于 6.5 亿元	44.4%
第三个解除限售期	2019 年净利润不低于 8.5 亿元	30.7%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**表 3：业绩达标 90%及以上可享受股权激励**

解除限售期	公司层面业绩考核目标完成度 (P)	公司层面系数 (M)
第一个解除限售期	$P \geq 100\%$	100%
第二个解除限售期	$90\% \leq P < 100\%$	50%
第三个解除限售期	$P < 90\%$	0%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司于 8 月 13 日发布董事长等股东股票增持计划，增持金额不低于 5000 万元。公司董事长张江平、控股股东太平鸟集团及全资子公司鹏源资产计划于 6 个月内增持公司股份，累计增持金额不低于 5000 万元，增持股份上限不超过公司总股本的 1%。董事长的股份增持进一步彰显对未来公司业绩的信心。

## 2. 玩转品牌梯度，全力打造鸟儿时尚

### 2.1 “价格+年龄+品类”构建多重品牌梯度

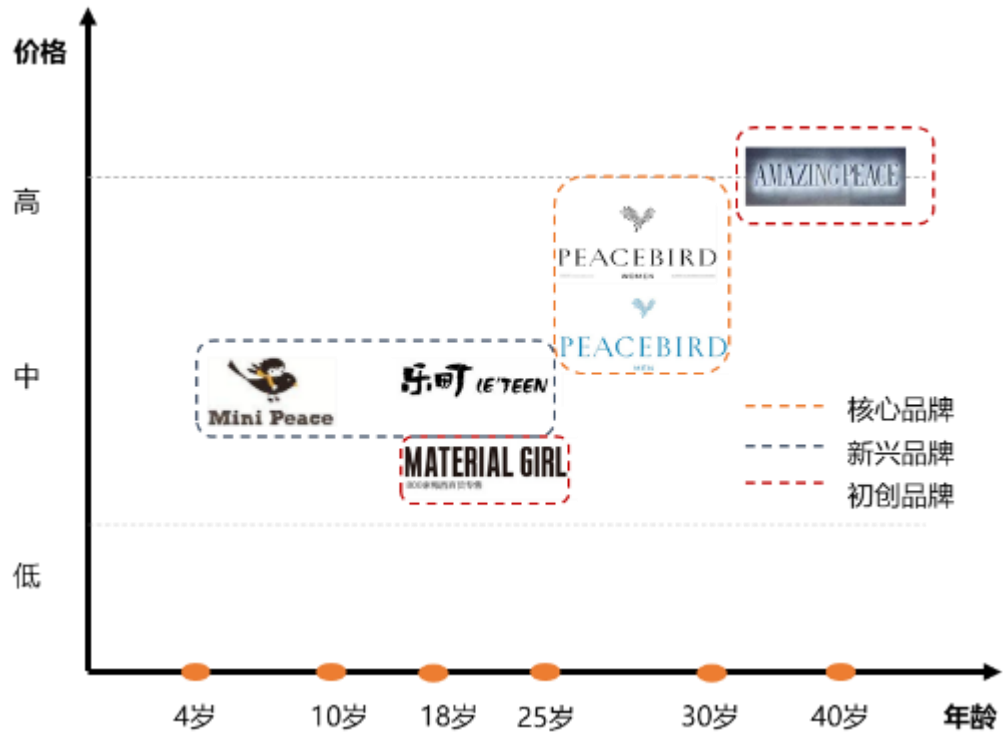
公司品牌构建了“价格+年龄+品类”角度多重梯度，形成了核心品牌、新兴品牌、初创品牌三个不同发展梯度、结构合理的品牌矩阵，具备滚动式发展的潜力和优势。多品牌战略，一方面帮助公司有效覆盖目标客户群，另一方面，公司可以紧随潮流，滚动对品牌进行转型升级，并培育未来潜力品牌，在保证公司可持续发展的同时避免业绩大幅波动。

表 4：公司品牌构建不同发展梯度

品牌	创立时间	发展阶段	门店数(2016 年底)	2016 年盈利情况
PEACEBIRD 女装	1997 年	核心品牌	1626	盈利
PEACEBIRD 男装	1995 年	核心品牌	1196	盈利
乐町 LED'IN	2008 年	新兴品牌	687	盈利
Mini Peace	2011 年	新兴品牌	635	盈利
MATERIAL GIRL	2013 年	初创品牌	118	未盈利
AMAZING PEACE 男装	2014 年	初创品牌	17	未盈利

资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 8：品牌组合构建多层面梯度实现广覆盖



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

在女装领域，公司拥有 PEACEBIRD 女装、乐町 LED'IN、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、丰富多样的时尚产品，提供了消费者的时尚选择性。

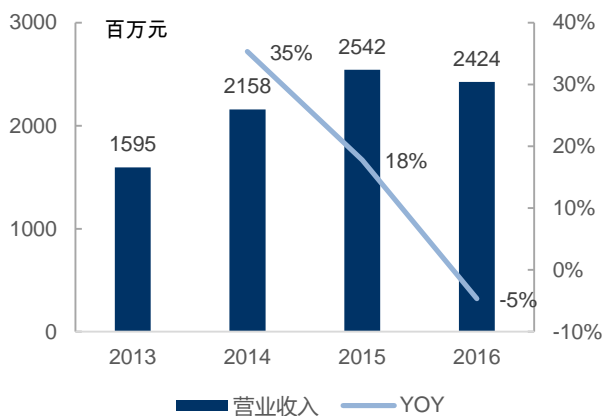
图 9：PEACEBIRD 女装产品形象



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

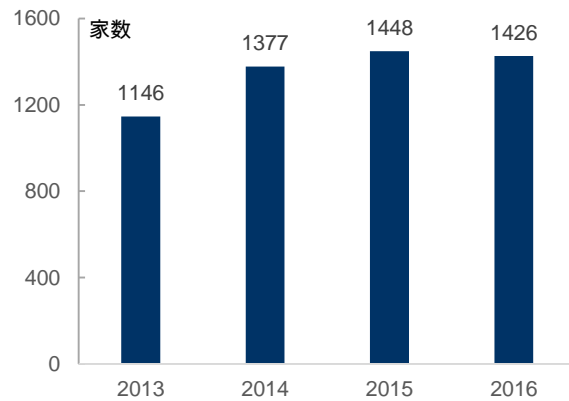
PEACEBIRD 女装品牌是公司的核心品牌，2016 年以来处于调整转型期。截止 2016 年底，该品牌拥有门店 1626 家。2015 年、2016 年分别实现营业收入 25.4 亿元、24.2 亿元，2013-2015 年平均年复合增速为 26%。2017 年第一季度实现销售收入 5.6 亿元，占总收入比重为 37%。

图 10：PEACEBIRD 女装营业收入保持上升趋势



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 11：PEACEBIRD 女装门店数逐年增加



资料来源：公司年报，申万宏源研究

## 2) 乐町 LED'IN 女装

“乐町”品牌创立于 2008 年，是太平鸟旗下一颗冉冉升起的新星。品牌以 18-25 岁都市少女为目标群体，年龄层次低于 PEACEBIRD 女装。“乐町”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。

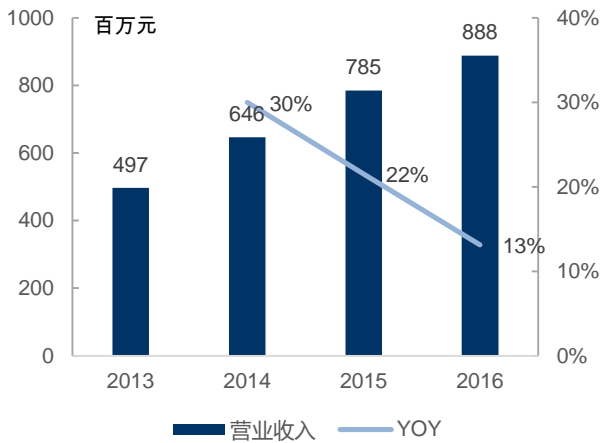
图 12: 乐町女装产品形象



资料来源: 招股说明书, 申万宏源研究

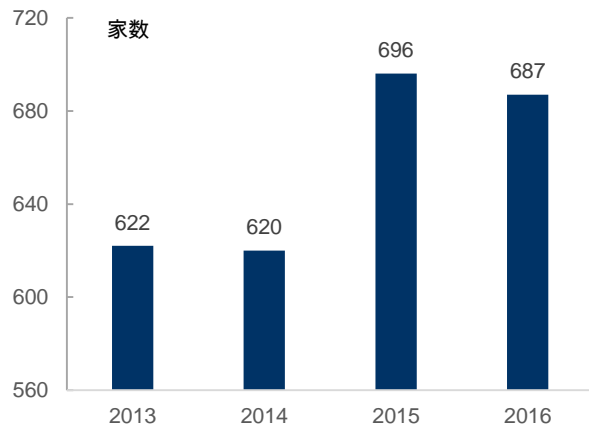
“乐町”女装是公司的新兴品牌, 发展势头迅猛。2015 年、2016 年乐町女装实现收入 7.9 亿元、8.9 亿元, 保持高速增长, 2016 年门店数有 687 家, 新兴品牌的强劲发展为公司长期稳定发展保驾护航。

图 13: 乐町女装收入高速增长



资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

图 14: 乐町女装门店数大幅提升



资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

### 3) MATERIAL GIRL 女装

MATERIAL GIRL 公司于 2013 年引进的品牌, 是时尚教母麦当娜为女儿 Lola 专门打造的时尚品牌。品牌定位时尚, 价格适宜, 风格多变, 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。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。

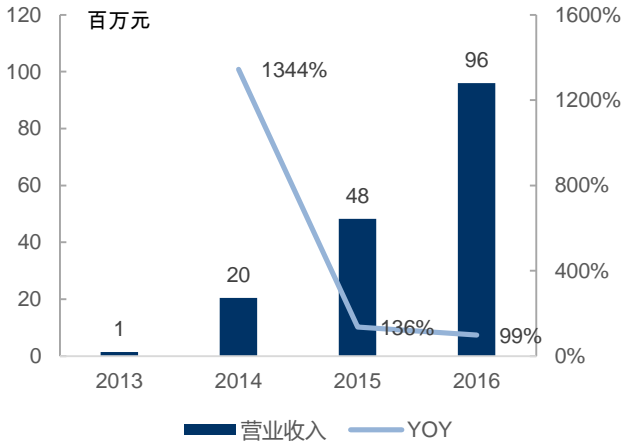
图 15: MATERIAL GIRL 女装产品形象



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

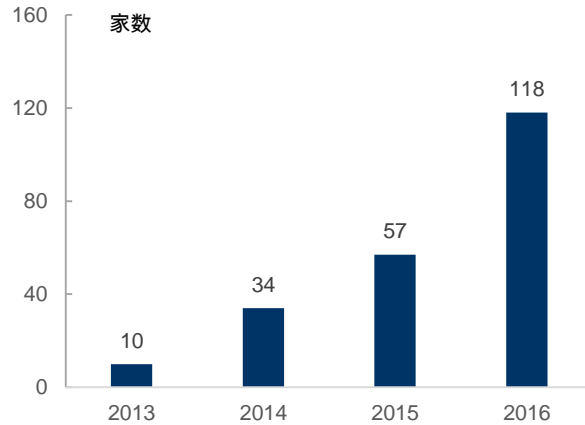
MATERIAL GIRL 女装是公司的初创品牌，预计于 2017 年底能够实现盈亏平衡，后续有望为公司利润提升注入持续发展动力。MATERIAL GIRL 自成立以来收入保持高速增长，引入当年实现收入 100 万元，到 2016 年收入接近 1 个亿的规模，增速强劲，2013 年门店数为 10 家，到 2016 年门店数有 118 家，并持续保持高速扩张态势。2017 年有望为该品牌盈亏平衡的元年，达到盈亏平衡后，边际利润值将迅速提升，为公司后续利润发展注入源源动力。

图 16: MATERIAL GIRL 女装收入翻倍增长



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 17: MATERIAL GIRL 女装门店快速扩张



资料来源：公司年报，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 男装成立于 1995 年，现已成为全国时尚休闲男装的领先品牌。品牌以 25-30 岁的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。

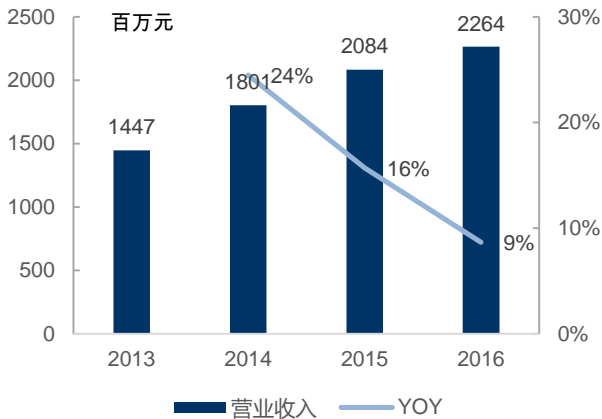
图 18: PEACEBIRD 男装产品形象



资料来源：公司官网，申万宏源研究

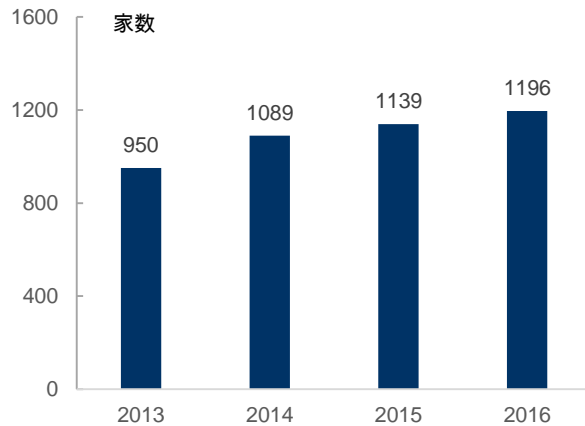
**PEACEBIRD 男装是公司的核心品牌，保持稳健发展。**男装收入保持稳定增长，2013-2016 年平均年复合增速为 16%，2016 年实现收入 23 亿元，保持市场领先地位。门店数同样保持稳定增长态势，2016 年门店数为 1196 家，预计 PEACEBIRD 男装将持续保持收入 10%-15% 的稳定发展态势。

图 19: PEACEBIRD 男装收入稳定上升



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 20: PEACEBIRD 男装门店稳定扩张



资料来源：公司年报，申万宏源研究

## 2) AMAZING PEACE 男装

AMAZING PEACE 男装成立于 2014 年，以“品味、时尚、轻奢”的品牌风格，选取高品质的面料，以精细的做工、考究的剪裁以及精致的细节处理，充满了极简主义的风格与高贵时尚的内涵，专为时尚充满向往的白领精英量身定制。

图 21: AMAZING PEACE 男装店面及产品形象



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

**AMAZING PEACE 男装为公司的初创品牌，尚处在培育期，目前尚未盈利。2016 年门店数为 17 家，收入为 1619 万元。**

**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。

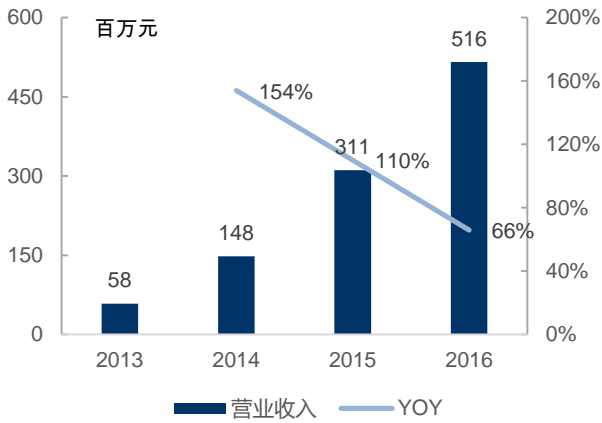
图 22: Mini Peace 童装门店及产品形象



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

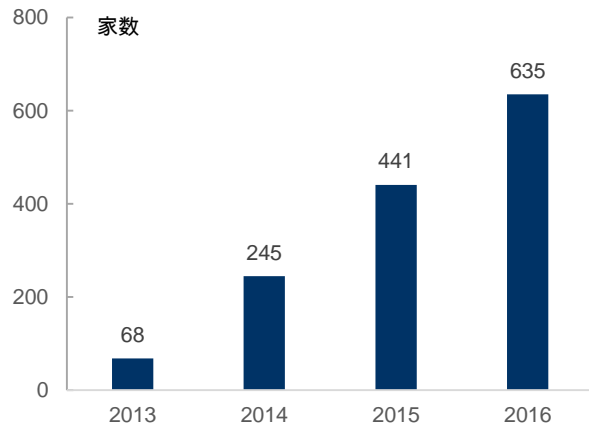
**Mini Peace 童装为公司的新兴品牌，门店和业绩均保持高速增长态势，保障公司整体盈利能力的稳定性。截至 2016 年底，童装门店有 635 家，较 2015 年底上升了 194 家；实现收入 5.2 亿元，同比上升 66%。童装 Mini Peace 和乐町女装两大新兴品牌的高速增长保证了公司盈利的稳定性，MATERIAL GIRL 的强劲增长为公司后续盈利注入源源不断动力。**

图 23: Mini Peace 童装收入高速增长



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 24: Mini Peace 童装门店数高速扩张



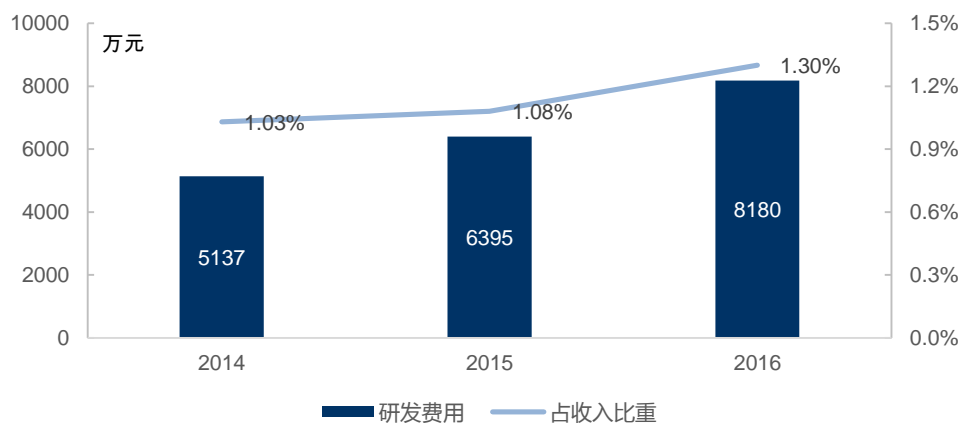
资料来源：公司年报，申万宏源研究

未来公司将进一步精耕核心品牌，发展新型品牌，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 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 实现盈利，逐渐转化为新兴品牌，助推公司不断发展。

## 2.2 设计为王，广泛合作打造极致时尚

公司自成立以来即立足于独立设计，重研发重设计打造鸟儿潮流。公司立足于独立设计，近年来不断加大研发投入，研发投入占比逐年上升。2014 年公司研发投入为 5137 万元，2016 年上升至 8180 万元，增幅达 60%。

图 25: 公司研发费用占收入比重逐年上升



资料来源：公司年报，申万宏源研究

专注带来卓越，公司产品快速上新，且迅速完成客户定位切换。公司储备了一批素质、具有国际视野的设计师，2016 年设计人员有 535 人。由此公司得以保持快速上新节奏，零售门店平均每 1-2 周上新一次产品。多波段上货，保持门店的高新鲜度，有效推动门店业绩。



表 5：上市服装款色数量

	2014 年	2015 年	2016 年
上市服装新款色数量（件）	8254	8632	9836

资料来源：公司年报，申万宏源研究

**调整后再出发，迅速切换完成 95 后客群定位。**2016 年开始公司女装重新进行风格调整，将目标客户群体切换至 95 后客户群体，调整中略拖累业绩，2017 年底预计完成切换。客户群体的重新年轻化定位，有利于品牌保持鲜活生命力。

**公司紧跟时尚潮流，携手高级定制，提升公司时尚形象。**公司于 2015 年 4 月正式签署协议，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 26：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

**公司选择与知名 IP 合作以及广泛进行跨界合作，全方面提升品牌形象。**2015 年 PEACEBIRD & Mini Peace 太平鸟推出与迪士尼合作系列——“WHAAM”，并在天猫线上线同步发售，引爆当季流行。2016 年公司与迪士尼（上海）签订了合作协议，推出迪士尼系列产品。另外公司还积极寻求品牌跨界，与国际知名设计师（Dior 御用花艺师、法国高定设计师合作款等）、娱乐明星推进创意产品，保证产品常见常新。

图 27：与知名 IP 合作



资料来源：申万宏源研究

图 28：与世界顶级花艺师合作款



资料来源：申万宏源研究

### 3. 顺势而为，渠道发力，转型调整铿锵稳健

#### 3.1 街店+百货渠道逐步式微，电商+购物中心快速崛起

服饰行业销售渠道正在发生较大变化，街店、百货店是服饰行业的传统零售渠道，传统渠道受到新兴渠道购物中心和电商的较大冲击，后者呈现快速发展的态势。街店和传统百货商场在停车设施、配套服务设施等方面非常老化，购物环境也远比不上新开的购物中心，使得人气和业绩下滑。服装企业在线下的渠道方面，呈现逐步从街店和百货渠道转移至电商和购物中心等新兴渠道。

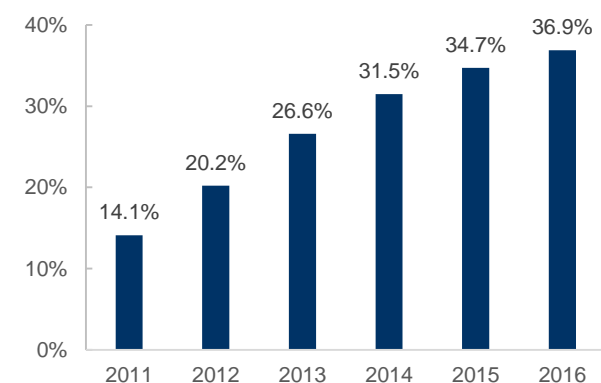
随着网上购物用户规模持续扩大、网上交易环境和支付方式的不断健全和物流配送体系的逐渐完善，服饰的互联网销售在国内呈现出高速发展态势。2011-2016 年服装网购市场复合增速为 36%，2016 年达到 9343 亿元规模。未来仍将保持 20% 以上的增速，持续高速增长。从服装网购渗透率来看，电商渠道的重要性逐步增加，从 2011 年 14.1% 上升到 2016 年的 36.9%，占比超过 1/3。电商渠道重要性日益凸显，使得服装企业纷纷加码线上布局。

图 29：中国服装网购市场交易规模快速增长



资料来源：中国电子商务研究中心，申万宏源研究

图 30：中国服装网购渗透率逐步上升



资料来源：中国电子商务研究中心，申万宏源研究

从 2016 年天猫男女装排行 TOP10 可以看出,上榜企业多为线下品牌商在线上的布局,淘品牌的影响力在不断降低。从天猫女装排行 TOP10 来看,上榜企业中,仅有韩衣都舍和吾欢喜的衣橱两大淘品牌上榜,前者为 2006 年创立的淘品牌,后者为网红张大奕运营的女装店铺。从天猫男装排行 TOP10 来看,上榜企业中均为线下品牌商,无任何淘品牌上榜。

再看三年前的数据,2013 年天猫双十一的情况则完全不一样。2013 年女装品牌前五名中,除了欧时力是线下品牌外,其余四家茵曼、韩都衣舍、Artka、裂帛均为淘品牌,淘品牌影响力巨大。男装则一直是线下品牌上榜。由此可见,未来电商的发展,淘品牌在逐步式微,而线下企业发力线上之后,影响力和号召力都在逐渐增强,线上的市场将由线下品牌主导。

表 6: 2013 年 VS. 2016 年天猫双十一男女装品牌前十名

2016 年		2013 年	
女装 TOP10	男装 TOP10	女装 TOP10	男装 TOP10
1.优衣库	1.GXG	1.茵曼	1.杰克琼斯
2.ONLY	2.森马	2.韩都衣舍	2.七匹狼
3.乐町	3.太平鸟	3.Artka	3.GXG
4.韩都衣舍	4.杰克琼斯	4.裂帛	4.罗蒙
4.欧时力	5.优衣库	5.欧时力	5.马克华菲
6.拉夏贝尔	6.马克华菲	6.波司登	6.太平鸟
7.VEROMODA	7.恒源祥	7.ONLY	7.颈霸
8.波司登	8.花花公子	8.歌莉娅	8.战地吉普
9.太平鸟	9.战地吉普	9.VEROMODA	9.骆驼
10.吾欢喜的衣橱	10.美特斯邦威	10.初语	10.美特斯邦威

资料来源: 网络资料整理, 申万宏源研究

以万达广场为代表的购物中心因其购物、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。与百货单一的购物形态相比,购物中心除购物外,还有饮食、娱乐等多种配套,电影院、餐饮、儿童体验业态是如今拉动实体商业的主力,而百货店内通常只售服饰、家具、化妆品等。现在的主流消费群体 80 后、90 后,提倡“伴随消费业态”——有四成消费者会在孩子游戏或培训的过程中进行其他消费,餐饮和超市消费是两大最主要的伴随消费业态。

截止到 2016 年第一季度,全国已开购物中心总数量达到 3547 个,总建筑面积达到 3.53 亿平方米,总经营面积达到 2.39 亿平方米。以上三项指标均在持续增长中。

图 31: 2016Q1 全国购物中心数量多、面积广



资料来源：联商网，申万宏源研究

目前来看，服装销售渠道呈现街店、百货、电商、购物中心四大主力渠道平行发展的格局。街店和百货店呈现没落态势近几年关店加快，而购物中心和电商渠道快速崛起，服装企业如何快速有效地适应渠道调整，完成自身渠道布局，是其健康运营的有力保障。

### 3.2 持续优化渠道布局，合理结构打造稳健根基

公司渠道布局秉承四轮驱动战略，街店+百货商场店+购物中心店+网上销售店共同发展。从2013年-2016年公司各渠道的零售额情况来看，除了街店渠道在2016年略降以外，各渠道零售额均保持增长态势。顺应零售业渠道调整的趋势，公司购物中心店零售额和网上零售额保持快速增长态势，2016年购物中心店零售额同比增速27.4%，网上销售渠道同比增速44%。百货商场渠道增速放缓，仍然保持稳健增长，同比增长8.5%，街店渠道零售额则略有下降。公司积极进行渠道调整，顺应零售渠道向购物中心+电商转移的大趋势，渠道结构合理。

图 32: 各渠道零售额规模均不断提升

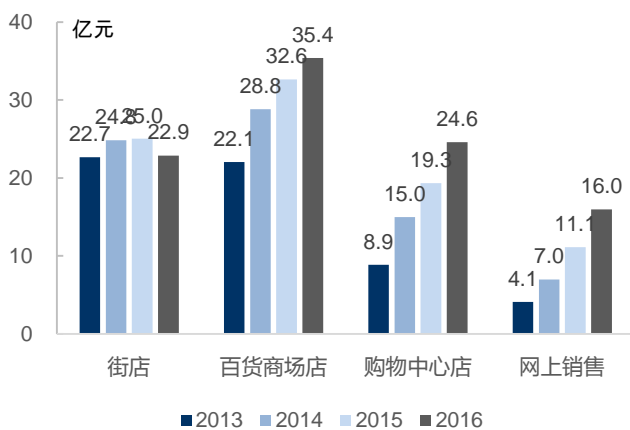
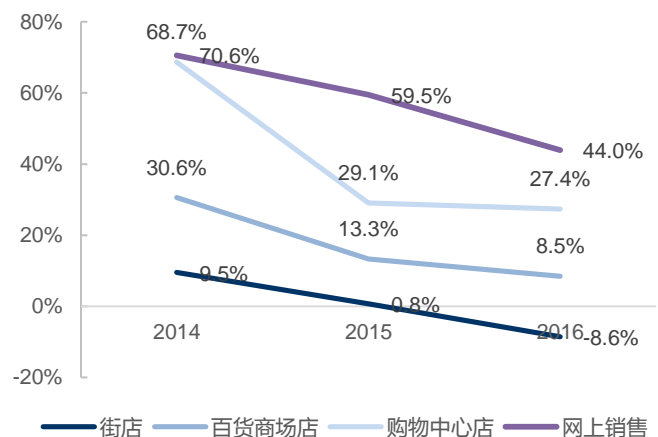


图 33: 新兴渠道零售额增速迅猛

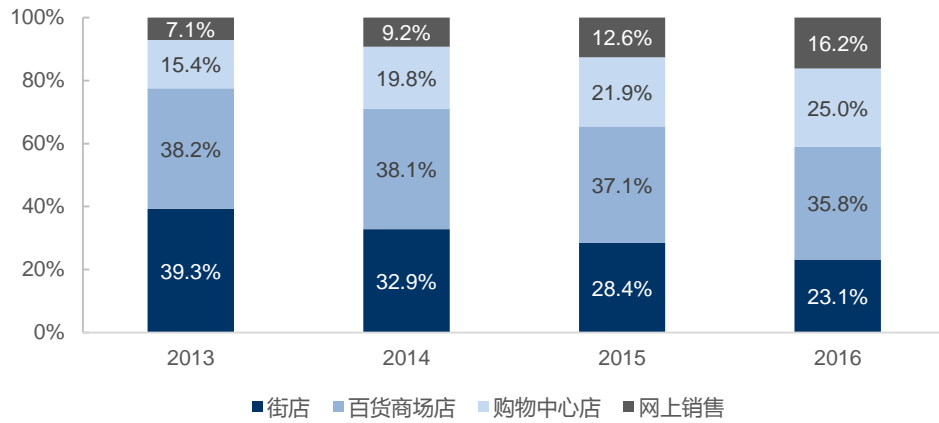


资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

从各零售渠道占比情况来看，街店和百货商场店零售额占比逐年下降，购物中心店和网上销售零售额占比大幅上升，后两者 2016 年占比超过 40%。从公司的渠道结构来看，目前街店、百货商场店、购物中心店、网上销售零售额占比分别为 23.1%、35.8%、25.0%和 16.2%，渠道结构合理，未来购物中心店与网上销售渠道占比将进一步提升。

图 34：购物中心+网上零售占比增长迅速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

在开店模式上，公司利用多品牌经营优势，开设品牌集合门店，提升客户购物体验与品牌形象。以太平鸟首家集合店为例，首家集合店开在湖南长沙开福万达广场，面积达 1300 平方米，汇聚了太平鸟旗下的 PEACEBIRD 女装、PEACEBIRD 男装和 Mini Peace 童装三大主力品牌。截止 2016 年底，公司拥有品牌集合店 18 家，单店零售额超过 1600 万元，集合店形式创造收入近 3 亿元。

图 35：太平鸟首家集合店——长沙开福万达广场店

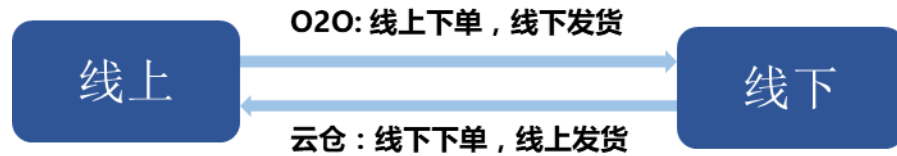


资料来源：申万宏源研究

秉承“新零售”理念，实施 O2O 战略与“云仓”战略并重，打通线上与线下双向联通。公司积极推进 O2O 战略，对多家直营店实施线上购物线下体验与发货。公司于 2016 年 3

月推出“云仓”系统，目前所有品牌的直营店和部分加盟店已加入“云仓”系统，覆盖 23 个省。通过“云仓”打通了公司总仓与门店货品实时仓储信息，实现了线上线下销售和物流配送的联通。四轮销售渠道以及 O2O 战略的实施，有利于公司全渠道网络的协同运营。

图 36: O2O+“云仓”，打造线上线下互联互通



资料来源：公司公告，申万宏源研究

精心打造五星级物流中心，急速响应线上线下大量订单，提升客户购物体验。慈溪太平鸟物流有限公司是公司投资约 5 亿元资金倾力建设的物流科技公司，整合公司旗下所有品牌服饰线上线下的物流配送服务，通过集中统筹规划实现物流服务创新平台，专注于打造具有国际先进水平的、现代化的大型物流精准服务平台，也是全国首个 B2B、B2C 融合的现代化物流中心。

图 37: 慈溪太平鸟物流中心情况



资料来源：申万宏源研究

2015 年慈溪太平鸟物流有限公司荣获“中国五星级仓库”及“中国仓储服务金牌企业”两项重量级奖项，也是中国仓储协会认证的第一家中国服装行业五星级仓储企业。2015 年双十一单仓单日可配发线上订单 20 万单，线下渠道配发吞吐量超 45 万件，实现货品 2 小时内入库全流程。

同时公司致力于提升供应链运营能力，多种方式提升产销率：

1) **积极推进信息化系统建设。**公司于 2016 年上市时即提出募集资金建设信息化系统，致力于建立一个高效统一的信息化平台，从而贯通设计研发、供应链环节、经销渠道直至店面和零售渠道的信息化系统，建立市场销售信息库。**研发发面，跟踪消费者需求，进行精准研发；供货方面，动态追踪销售数据，增加爆款供货率；**

2) **全面推进渠道力建设。**公司在与加盟商的合作方面，拟推出先行订货 70%+后续补货 30%的模式，后续 30%将基于先行的销售情况，追踪新一期产品的销售情况，从而在后续 30%中给加盟商供最热销的产品，降低存货形成。

### 3.3 积极拥抱新营销，立体化展现品牌形象

**积极拥抱“95后”，推崇新营销。**公司积极拥抱“95后”，顺应其追求个性、提倡不同的潮流，推出多种新兴营销方式。公司持续聘请众多国际超模为品牌代言(包括为 Prada、TF、Dior 等品牌拍摄过平面的 Natalie Westling、拍摄过 Saint Laurent 和 Burberry 广告片的 Ruth Bell 以及 Molly Bair、何聪、王新宇等)，在《VOGUE》、《时尚芭莎》等知名刊物推广公司新产品和品牌理念，扩大品牌影响力，提升品牌形象。

图 38：公司聘请众多超模为品牌代言



资料来源：申万宏源研究

**闪耀 20 周年，助力品牌传播。**公司通过 PEACEBIRD 融时代发布会、周年企宣片、鸟人音乐节、UBER&PB 一键呼叫男神、20 周年员工大片、IPO&FLY PEACEBIRD、鸟人在哪里地标互动等多种方式推进品牌传播。缤纷绚丽的秀场和企宣活动，全方位立体地展现品牌形象，提升品牌传播力。

图 39：把音乐节搬进秀场——鸟人音乐节



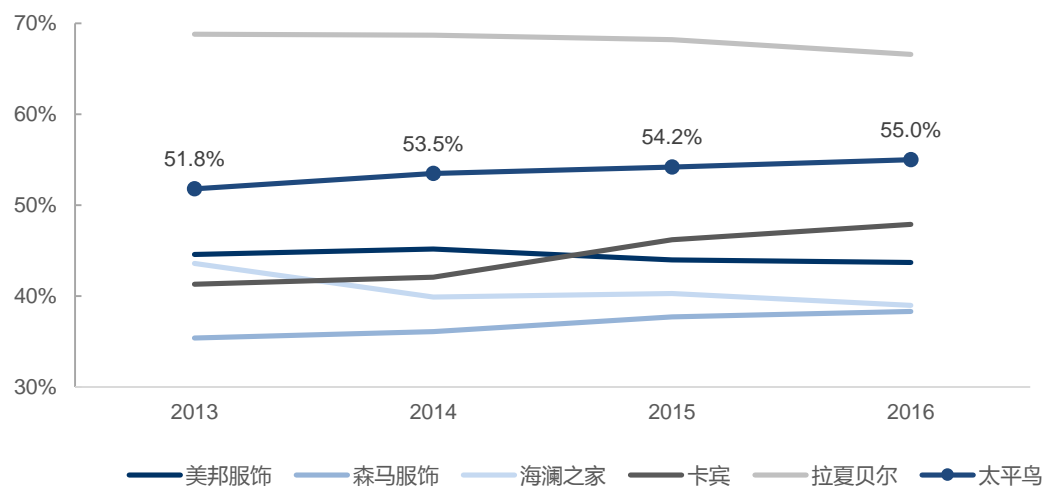
资料来源：申万宏源研究

## 4. 盈利能力同业领先，净利率提升空间大

### 4.1 公司毛利率同业领先，净利率略落后

从公司毛利率和净利率的同业比较可以看出，公司毛利率在同业中处于领先地位，但净利率落后明显。横向的差异与不同公司的不同经营模式直接相关，直营模式销售价格相对较高，毛利率较高，同时会发生较多店铺相关租赁、装修以及人员费用，期间费用率较高。而加盟模式销售采取经销商买断的方式，销售价格较低，因此带来毛利率较低，但同时不会发生店铺相关费用，期间费用较低。同等档次的服装企业来看，毛利率与净利率的整体排名与其渠道结构高度相关。太平鸟直营渠道销售收入占比较高，毛利率保持领先，净利率排名较为靠后。

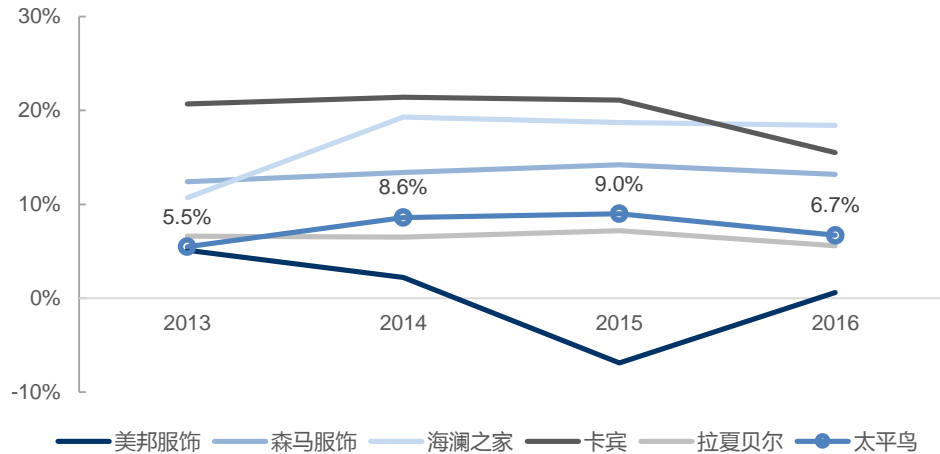
图 40：太平鸟毛利率保持领先



资料来源：Wind，申万宏源研究



图 41：太平鸟净利率水平不高



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 7：同行业不同公司经营模式差异比较

公司	销售模式	数据来源
美邦服饰	直营 48.18%	2014 年年报
森马服饰	加盟 81.15%	2014 年年报
海澜之家	加盟 96.73%	2013 年重大资产重组报告书
卡宾	几乎全部为加盟	2013 年招股意向书
拉夏贝尔	几乎全部为直营	2017 年招股意向书
太平鸟	直营 62.89%	2016 年年报

资料来源：Wind，申万宏源研究

从纵向比较来看，公司毛利率呈现逐年上升的趋势，净利率受调整影响近期有所下滑。2013-2016 年毛利率分别为 51.8%、53.5%、54.2%和 55%。而净利率从 2013 年到 2015 年逐步上升，从 5.5%上升到 9%，而从 2015 年到 2016 年，净利率下降明显，下降至 6.7%，这与公司 2016 年开始客户定位与渠道调整密切相关。

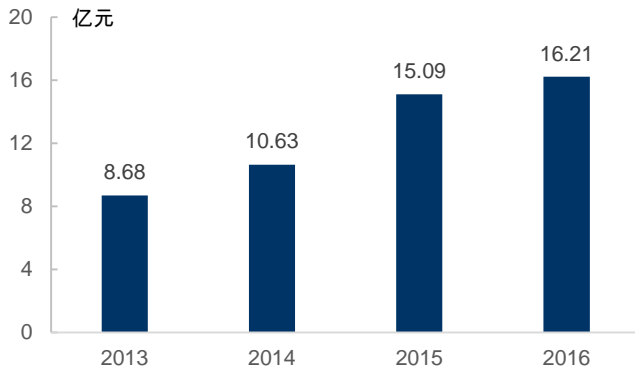
## 4.2 调整拖累期间费用，后续净利率有望恢复高水平

受女装转型和渠道调整影响，公司期间费用增速较快，净利率受到的影响较大。未来随着调整的完成，公司净利率提升的空间主要体现在以下三方面：1) 前期女装转型调整存货跌价损失较大，后续有望改善；2) 加盟渠道销售不佳，提货率不高，公司选择多种方式提振加盟商信心，现已逐步恢复；3) 新开直营门店较多收入尚未覆盖成本，未来收入有望进一步提升。

首先，从存货调整来看，受客户定位和渠道调整影响，公司存货周转自 2015 年开始出现下降，2016 年下降明显。从 2014 年 2.41 次高位下降至 2016 年的 1.84 次。由于公司重新进行客户定位调整，受此影响，已有产品库存较大。与之相适应，公司存货跌价准备计提比例 2016 年大幅上升，从 2015 年的 13.85% 上升至 2016 年的 19.68%。

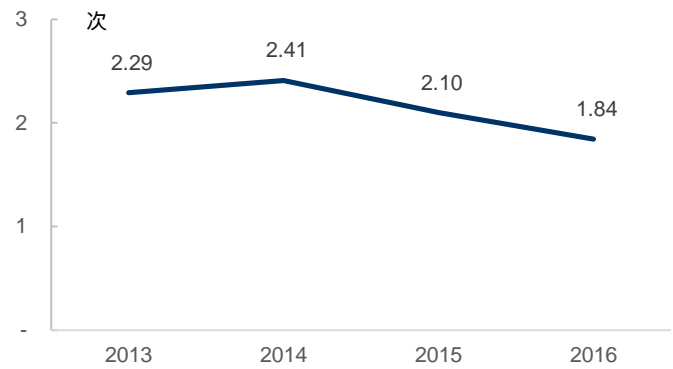
从 2017 年第一季度的数据来看，存货账面价值已有明显下降，下降了 2 亿元至 14.14 亿元。公司采用多种手段降低存货比例，主要包括：1) 产品精准研发，提高产销率；2) 电商业务有效处理过季产品，优化存货结构；3) 基于信息化系统实现销售大数据跟踪，跟踪消费者需求，增加爆款供货率。

图 42：存货账面价值逐年上升



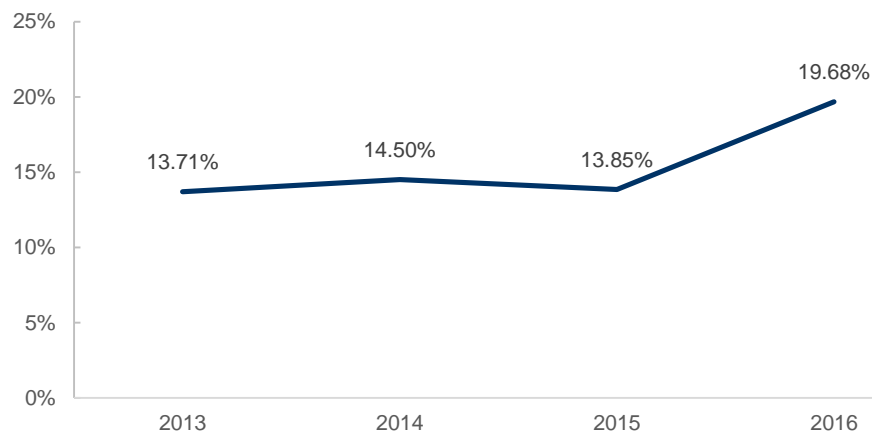
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 43：存货周转次数略有下降



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 44：调整期存货跌价准备计提比例大

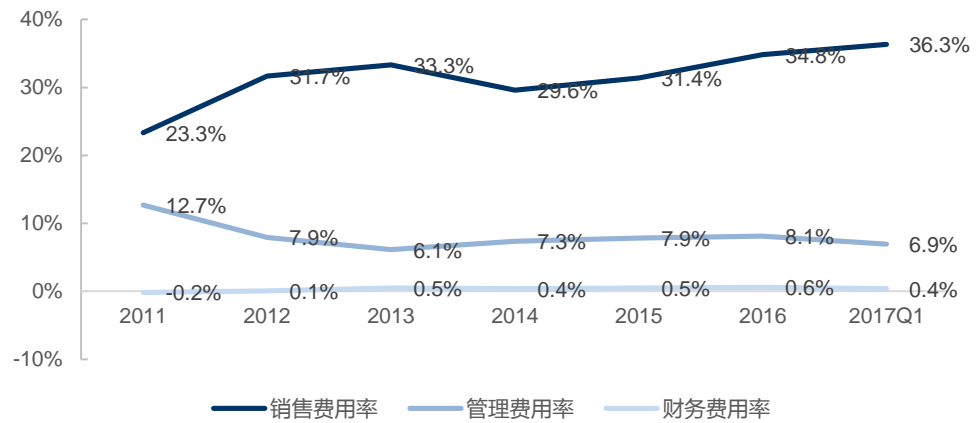


资料来源：公司公告，申万宏源研究

其次，渠道调整带来销售费用和管理费用大幅提升。2015 年开始，百货渠道和街店渠道受到的冲击逐步增强，渠道调整拖累业绩，公司完成渠道调整，目前结构健康合理。2014 年百货渠道+街店渠道零售额占到公司总零售额 80%，到 2016 年该比例下降到 59%，下降明显，可见公司对于渠道调整的执行力。渠道调整完成后将明显降低公司各项费用。

从公司三大费用率情况可以看出，2015 年开始，公司销售费用率迅速上升，从 2014 年的 29.6% 上升到 2017 年第一季度的 36.3%，这与公司调整渠道模式密切相关。直营模式规模扩大导致直营门店员工薪酬、租赁费、装修费和商场店铺费增加，另一方面，公司大力推广电商销售平台，支付的广告宣传费有所增加。

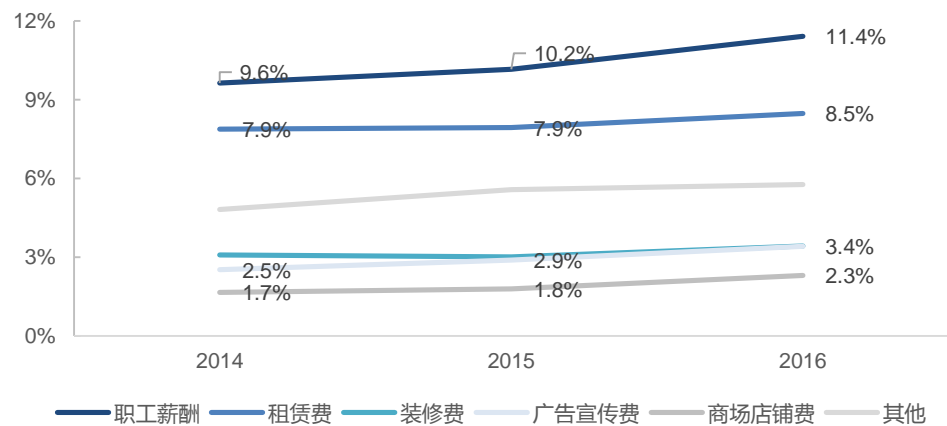
图 45：近两年公司三大费用率上升明显



资料来源：公司公告，申万宏源研究

从销售费用的分解可以看出，直营模式的拓展带动职工薪酬、租赁费、装修费和商场店铺费用同比上升较大，从 22.3% 上升至 25.6%，对于电商渠道的大力推广导致广告费用从 2014 年的 2.5% 上升到 2016 年的 3.4%，上升幅度较大。而新开直营店通常情况下有 18 个月的培育期，在 18 个月左右可以达到盈亏平衡，2016 年新开直营店较多同时收入尚未覆盖成本拖累净利润。

图 46：销售费用分解：各项费用占营业收入的比重



资料来源：公司公告，申万宏源研究

从管理费用来看，从 2013 年的 6.1% 上升到 2016 年的 8.1%。主要原因为随着公司产品种类的增加，设计部门支出的样衣采购费用等研发费用增加，另外，随着业务规模扩大，公司管理人员数量上升，平均薪酬水平提升，导致员工薪酬有所增加。从 2017 年 Q1 数据来看，该比例在下降。

随着渠道调整和女装转型的完成，公司加盟渠道的业绩将逐步恢复，从而带动收入和净利润的提升。公司目前选择多种方式提振加盟商信心：1) 采用“补货”形式，允许加盟商首次提货 80%，再依据销售情况进行补单；2) 零售大数据实时追踪“爆款”，为加盟商后续补货提供帮助。从目前的情况来看，该模式取得良好进展，加盟商的提货率从此前低点 82% 上升到 97% 左右，部分品牌的提供率甚至超过 100%，加盟商经营恢复显著。

渠道调整带来公司短期期间费用的上升，高毛利保障未来的净利上升空间大。以公司2016年63.20亿元的营业收入为计，调整完成后净利率上升至2015年的9.0%，则该收入水平对应的净利润为5.7亿元，可见公司的净利润未来有较大提升空间。

## 5. 盈利预测与投资建议

盈利预测核心假设：

- 1) 各品牌线上销售占总销售额比例一样；
- 2) 对于核心品牌 PEACEBIRD 男女装和乐町而言，2017/2018/2019 年线上销售增速为 50%/30%/40%；
- 3) 对于迅速发展的品牌 Mini Peace 和 Material Girl 而言，线上增速分别为 70%/60%/50%和 100%/80%/80%；
- 4) 店铺方面：对于乐町联营模式，联营店将于两年内逐步转为加盟店，缩减步伐为每年缩减 50%；对于线下开店情况，由于 2017 年处于调整期，因此 2017 年门店数增速最小，此后逐年变多；
- 5) 直营店占比较高的品牌，品牌毛利率更高。

我们预计公司 2017-2019 年分别实现归母净利润分别为 4.54 亿/6.63 亿/8.79 亿，EPS 分别为 0.96/1.40/1.85 元，目前价格对应 17-19 年 PE 分别为 26/18/14X。

公司是国内不可多得的多品牌公司，男装+女装+童装覆盖多层次客群，且全渠道布局，新兴购物中心+线上占比超过 40%。前期因渠道调整及女装年轻化定位调整，致计提减值较多净利率水平较低，看好未来调整后的业绩提升。且公司全力推动股权激励，深度绑定管理层利益，董事长拟增持股票，彰显未来发展信心，首次覆盖给予“增持”评级。我们预计 17-19 年分别实现归母净利润分别为 4.54 亿/6.63 亿/8.79 亿，EPS 分别为 0.96/1.40/1.85 元，目前价格对应 17-19 年 PE 分别为 26/18/14X。我们采用可比公司估值法，选取行业内的女装企业作为可比公司，17-19 年行业平均 PE 为 27/22/19X，公司估值水平低于行业平均水平，且估值消化速度快，给予“增持”评级。

表 8：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		
			(2017.08.22)	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
1	603808.SH	歌力思	20.57	0.85	1.07	1.31	24	19	16
2	002612.SZ	朗姿股份	13.60	0.49	0.61	0.72	28	22	19
3	603196.SH	日播时尚	13.80	0.34	0.38	0.44	41	36	31
4	603839.SH	安正时尚	24.21	0.98	1.17	1.55	25	21	16
5	603518.SH	维格娜丝	24.10	1.56	1.85	2.17	15	13	11
平均值							27	22	19

资料来源：基于 wind 一致预测，申万宏源研究

表 9：公司营业收入拆分

单位：百万元

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
PEACEBIRD 女装 门店数量	1146	1377	1448	1626	1692	1783	1867
平均单店收入 (百万元)	1.27	1.38	1.48	1.25	1.29	1.34	1.38
YOY		9%	7%	-16%	3%	4%	3%
假设线下收入 (百万元)	1457	1906	2150	2031	2177	2386	2573
假设线上收入 (百万元)	138	252	392	393	589	766	1072
线上 YOY		83%	56%	0%	50%	30%	40%
营业收入 (百万元)	1595	2158	2542	2424	2766	3152	3645
综合毛利率	53%	55%	57%	58%	57%	58%	58%
PEACEBIRD 男装 门店数量	950	1089	1139	1196	1236	1306	1376
平均单店收入 (百万元)	1.39	1.46	1.55	1.59	1.65	1.68	1.73
YOY		5%	6%	3%	4%	2%	3%
假设线下收入 (百万元)	1322	1591	1762	1897	2039	2198	2385
假设线上收入 (百万元)	125	210	321	367	550	715	1001
线上 YOY		68%	53%	14%	50%	30%	40%
营业收入 (百万元)	1447	1801	2084	2264	2589	2913	3386
综合毛利率	53%	55%	57%	58%	58%	58%	58%
Mini Peace (童装) 门店数量	68	245	441	635	830	1025	1219
平均单店收入 (百万元)	0.78	0.53	0.60	0.68	0.71	0.74	0.77
YOY		-32%	12%	14%	4%	4%	4%
假设线下收入 (百万元)	53	131	263	432	588	755	934
假设线上收入 (百万元)	5	17	48	84	142	227	341
线上 YOY		243%	178%	74%	70%	60%	50%
营业收入 (百万元)	58	148	311	516	730	982	1275
综合毛利率	60%	60%	55%	54%	54%	54%	54%
乐町 (女装) 门店数量	622	620	696	687	708	732	750
平均单店收入 (百万元)	0.73	0.92	0.95	1.08	1.12	1.17	1.22
YOY		26%	4%	14%	3%	5%	4%
假设线下收入 (百万元)	454	570	664	744	790	857	914
假设线上收入 (百万元)	43	75	121	144	216	281	393
线上 YOY		75%	61%	19%	50%	30%	40%
营业收入 (百万元)	497	646	785	888	1006	1138	1306
综合毛利率	45%	47%	47%	46%	47%	48%	48%
Mini Peace (童装) 门店数量	68	245	441	635	830	1025	1219
平均单店收入 (百万元)	0.78	0.53	0.60	0.68	0.71	0.74	0.77
YOY		-32%	12%	14%	4%	4%	4%
假设线下收入 (百万元)	53	131	263	432	588	755	934
假设线上收入 (百万元)	5	17	48	84	142	227	341
线上 YOY		243%	178%	74%	70%	60%	50%
营业收入 (百万元)	58	148	311	516	730	982	1275
综合毛利率	60%	60%	55%	54%	54%	54%	54%
MATERIAL GIRL (女装) 门店数量	10	34	57	118	193	303	403
平均单店收入 (百万元)	0.13	0.53	0.72	0.68	0.71	0.75	0.81

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
YOY		311%	35%	-5%	4%	6%	8%
假设线下收入 (百万元)	1	18	41	80	137	228	327
假设线上收入 (百万元)	0	2	7	16	31	56	101
线上 YOY		1849%	212%	109%	100%	80%	80%
营业收入 (百万元)	1	20	48	96	168	284	428
综合毛利率	56%	52%	72%	46%	46%	47%	48%
AMAZING PEACE 门店数量		5	13	17	20	25	30
(男装) 平均单店收入 (百万元)			0.53	0.94	1.13	1.24	1.34
YOY				30%	20%	10%	8%
营业收入 (百万元)			7	16	23	31	40
综合毛利率			71%	65%	65%	65%	65%
门店数合计	3045	3421	3794	4279	4679	5173	5645
线下销售收入合计 (百万元)	3369	4280	4888	5202	5753	6454	7173
电商销售收入合计 (百万元)	319	565	891	1002	1528	2045	2908
服饰运收入合计 (百万元)	3688	4844	5780	6204	7282	8499	10080
服装制造收入 (百万元)	91	88	58	25	15	15	16
主营业务收入合计 (百万元)	3778	4933	5838	6280	7297	8514	10096
其他业务收入 (百万元)	53	67	66	40	40	40	40
总营业收入合计 (百万元)	3831	4999	5903	6320	7337	8554	10136
综合毛利率	53%	54%	54%	55%	55%	56%	56%

资料来源：申万宏源研究

表 10: 太平鸟盈利预测表

单位: 百万元, 元

利润表						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	4,999	5,903	6,320	7,337	8,554	10,136
二、营业总成本	4,391	5,265	5,879	6,852	7,802	9,109
其中: 营业成本	2,324	2,701	2,847	3,295	3,802	4,507
营业税金及附加	50	51	55	64	75	89
销售费用	1,481	1,853	2,202	2,604	2,994	3,497
管理费用	367	464	513	624	701	811
财务费用	19	28	37	25	10	5
资产减值损失	150	168	224	240	220	200
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	(1)	(2)	0	0	0
三、营业利润	608	638	440	484	752	1,028
加: 营业外收入	37	99	110	100	100	100
减: 营业外支出	12	11	11	10	10	10
四、利润总额	633	726	539	574	842	1,118
减: 所得税	203	193	117	125	183	243
五、净利润	431	533	421	450	659	875
少数股东损益	(6)	(3)	(6)	(4)	(4)	(4)
归属于母公司所有者的净利润	437	536	428	454	663	879
六、基本每股收益	1.04	1.28	1.02	0.96	1.40	1.85
全面摊薄每股收益	0.92	1.13	0.90	0.96	1.40	1.85

资料来源: Wind, 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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 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惟一因素。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。