

# 太平鸟(603877)

## 太平鸟：携手阿里剑指线上线下双百亿！ 买入(维持)

2017年09月21日

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002  
021-60199793

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号：S0600517070001  
chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林驥川

执业证书编号：S0600517050003  
021-60199793  
linjch@dwzq.com.cn

### 事件

太平鸟于9月20日晚间公告，与阿里巴巴达成战略合作意向，未来双方拟在品牌建设、大数据运用、消费者运营和线上线下全渠道融合领域以及国际市场开拓等方面开展新零售战略合作。

### 投资要点

#### ■ 与阿里平台开展战略级别合作，时尚新锐太平鸟 2020 年线上目标百亿

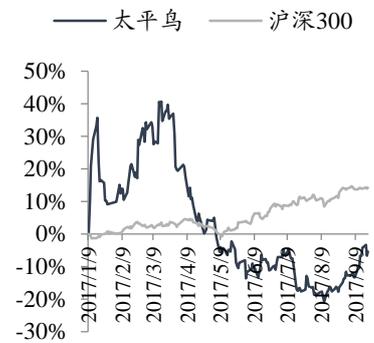
线下品牌的电商业务在度过电商大发展初期的适应阶段后，凭借营销和供应链上的强大优势，相对纯线上品牌展现出了碾压式的统治力。17年H1 线下品牌的电商业务增速普遍超过 30%，40%+/50%+增速的比比皆是。太平鸟电商也展示出了超强的成长能力，目前线上业务已成为公司重要收入来源，我们预计此次与阿里的战略合作将会使公司电商业务获得新的增长驱动，公司公告中亦提到战略合作目标为 2020 年线上销售突破百亿（退货前零售额）。

表 1：各上市公司线上、线下收入、占比及增长速度（单位：亿元）

	2016	2017H1		2016	2017H1
森马线下	85	32	红蜻蜓线下	23.9	11.5
YOY	3%	5%	YOY	-6%	2%
线上	21	12	线上	4.8	2.6
YOY	77%	51%	YOY	16%	31%
线上占比	20%	27%	线上占比	17%	18%
安踏线下		60 亿+	富安娜线下	18	7.1
YOY		15%+	YOY	5%左右	基本持平
线上		大约 10 亿	线上	5.1	2.5
YOY		50%+	YOY	34%	47%
线上占比		14%左右	线上占比	22%	26%
太平鸟线下	49.0	21.4	九牧王线下	21	10
YOY	0%	5%	YOY	-2%	12%
线上	13.0	6.7	线上	2.1	1.2
YOY	46%	46%	YOY	29%	32%
线上占比	21%	24%	线上占比	9%	11%
七匹狼线下	17	7.5 亿左右			
YOY	低个位数增长	基本持平			
线上	9	5			
YOY	30%+	40%			
线上占比	35%	40%			

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	28.49
一年最低/最高价	23.50/44.00
市净率(倍)	4.66
流通 A 股市值(百万元)	1,567

### 基础数据

每股净资产(元)	6.11
资本负债率(%)	41.26
总股本(百万股)	481
流通 A 股(百万股)	55

### 相关研究

1. 太平鸟：股权激励方案高速增长指引，快时尚龙头投资价值明显-20170705
2. 太平鸟：存货大幅计提减值加速减负，下半年业绩指标剑指 3.6 亿+-20170828

表 2：太平鸟电商发展情况

(单位：亿元)	2014	2015	2016	2017H1
电商零售额	6.96	11.05	15.98	7.59
YOY		58.8%	44.6%	37.8%
占总零售比	9.21%	12.61%	16.15%	16.36%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### ■ 公告中 2020 年线下零售同样目标百亿稳健增长，线上线下融合后的核心能力提升值得期待

此次太平鸟与阿里的合作有望从【流量互补】、【零售管理】以及【供应链提效】等方面持续提升公司核心竞争力：

(1) **流量互补，全渠道协同。**线上下单+线下体验+线下发货三者结合，将一举改变电商平台与线下渠道的固有缺陷（线上缺体验、线下缺效率、双十一巨额备货），激发全渠道运营效率，实现流量的高效利用与转化，平台方与品牌方的战略合作将有利于这一理想状态的加速实现，先发品牌企业将最为受益。

(2) **强化零售管控能力。**作为电商垄断级平台，阿里在针对消费者的一系列数据化运营方面登峰造极，太平鸟有望从线下零售管理角度上借助进行数字化运营实践（门店形象设计、产品陈列布局、商品库存管控），全面提高终端门店的运营效率。

(3) **供应链组织全流程提效。**电商运营完全围绕数据展开，其产品开发体系也遵循这一规律。与阿里的深度合作有助于将前端消费数据更及时更准确地反馈至产品开发与供应链组织环节，从而提升整个供应链体系的反馈效率，这一高效供应链组织流程的打造同样将反补线下，整体强化太平鸟的供应链组织效率。

### ■ 盈利预测及投资建议

公司此前公布的股权激励计划中，解锁条件为 2017/2018/2019 年归母净利润不低于 4.5/6.5/8.5 亿元，我们认为此次与阿里的合作使公司在流量互补、零售管理以及供应链体系升级上均有望获得大幅提升，进一步保障管理层顺利完成业绩指标。

个性化渐成趋势的背景下，大众时尚领域，太平鸟出色的产品开发能力、逐步强化的全渠道运营能力、不断升级的供应链组织体系使其成为在当下时点我们认为最具成功潜力的大众时尚企业，我们认为随公司渠道扩张及内部管理理顺，作为快时尚龙头投资价值将逐步体现，限制性股权激励业绩指标的可实现性较强，预计 2017/2018/2019 年归母净利润为 4.66/6.54/8.57 亿元，对应目前市值市盈率 29/21/16 倍，展示出了低 PEG 的属性，维持“买入”评级。

### ■ 风险提示：终端销售不及预期，库存消化不及预期。

太平鸟三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>3522.43</b>	<b>4649.34</b>	<b>5780.96</b>	<b>6408.94</b>	<b>营业收入</b>	<b>6320.37</b>	<b>7075.87</b>	<b>8529.54</b>	<b>10163.54</b>
现金	1110.44	2070.91	2238.20	2619.09	营业成本	2847.44	3218.01	3935.33	4725.75
应收款项	376.60	400.57	561.31	593.58	营业税金及附加	55.29	63.68	76.77	91.47
存货	1621.09	1766.28	2376.17	2598.30	销售费用	2202.07	2465.29	2899.26	3360.00
其他	19.68	44.03	43.23	35.65	管理费用	513.21	574.55	669.11	766.80
<b>非流动资产</b>	<b>1202.78</b>	<b>1255.31</b>	<b>1345.87</b>	<b>1441.37</b>	财务费用	36.83	(41.17)	(43.37)	(53.46)
长期股权投资	31.07	31.07	31.07	31.07	投资净收益	(1.92)	(0.96)	(1.28)	(1.39)
固定资产	446.05	432.06	410.06	384.81	其他	223.89	244.35	198.12	201.14
无形资产	212.29	202.12	191.96	181.79	<b>营业利润</b>	<b>439.72</b>	<b>550.20</b>	<b>793.03</b>	<b>1070.45</b>
其他	12.43	10.32	13.31	12.02	营业外净收支	98.95	70.63	85.80	85.13
<b>资产总计</b>	<b>4725.21</b>	<b>5904.65</b>	<b>7126.83</b>	<b>7850.31</b>	<b>利润总额</b>	<b>538.66</b>	<b>620.83</b>	<b>878.83</b>	<b>1155.58</b>
<b>流动负债</b>	<b>2380.40</b>	<b>2195.56</b>	<b>2961.71</b>	<b>3113.97</b>	所得税费用	117.34	155.21	219.71	288.89
短期借款	340.00	153.33	204.44	232.59	少数股东损益	(6.22)	0.00	5.00	10.00
应付账款	1211.81	1126.60	1810.96	1775.35	<b>归属母公司净利润</b>	<b>427.54</b>	<b>465.62</b>	<b>654.12</b>	<b>856.68</b>
其他	208.60	224.77	221.90	218.42	EBIT	757.65	818.02	1025.83	1310.99
<b>非流动负债</b>	<b>361.61</b>	<b>347.62</b>	<b>353.56</b>	<b>354.60</b>	EBITDA	831.02	875.97	1095.67	1394.21
长期借款	272.24	265.75	271.00	269.66					
其他	0.00	1.00	1.00	1.00	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>2742.01</b>	<b>2543.18</b>	<b>3315.27</b>	<b>3468.56</b>	每股收益(元)	1.02	0.97	1.36	1.78
少数股东权益	(13.46)	(8.35)	(9.68)	(10.49)	每股净资产(元)	4.75	6.99	7.92	9.11
归属母公司股东权益	1996.66	3361.47	3811.56	4381.75	发行在外股份(百万股)	420	481	481	481
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4725.21</b>	<b>5904.65</b>	<b>7126.83</b>	<b>7850.31</b>	ROIC(%)	22.83%	16.23%	17.95%	20.13%
					ROE(%)	22.77%	17.42%	18.24%	20.91%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2016.00</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	毛利率(%)	54.95%	54.52%	53.86%	53.50%
经营活动现金流	630.17	713.10	764.55	1107.54	EBIT Margin(%)	11.99%	11.56%	12.03%	12.90%
投资活动现金流	(212.50)	(565.22)	(436.77)	(492.58)	销售净利率(%)	6.76%	6.58%	7.67%	8.43%
筹资活动现金流	(21.33)	812.60	(160.49)	(234.06)	资产负债率(%)	58.03%	43.07%	46.52%	44.18%
现金净增加额	396.34	960.47	167.28	380.90	收入增长率(%)	7.06%	11.95%	20.54%	19.16%
折旧和摊销	73.37	57.94	69.85	83.23	净利润增长率(%)	-20.22%	8.91%	40.48%	30.97%
资本开支	229.90	565.22	486.77	542.58	P/E	32.05	29.43	20.95	15.99
营运资本变动	(139.87)	(153.47)	(232.07)	(102.14)	P/B	6.91	4.08	3.59	3.13
企业自由现金流	756.00	1083.21	1093.92	1506.91	EV/EBITDA	17.22	16.12	12.94	10.19

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准:

#### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

#### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

