

太平鸟 (603877)

证券研究报告

2017 年 04 月 18 日

业绩略低于预期，看好品牌梯度带来滚动式发展潜力

事件：公司公布 2016 年报，实现营收 63.20 亿元，同比增长 7.06%；实现归属母公司净利润 4.28 亿元，同比减少 20.22%；EPS 为 1.02 元。其中 16Q4 实现营收 23.90 亿元，实现归属母公司净利润 1.89 亿元，全年业绩低于市场预期，净利润下滑主要系渠道变化以及 PEACEBIRD 女装销售不及预期所致。2016 年分红预案为每 10 股派发现金红利 5.00 元（含税）。

门店盈利能力提升，费用率增加系门店优化及新品牌培育

公司 Q4 业绩贡献较大提振公司全年业绩表现，主要系直营店盈利能力提升（通过强化直营店管控力以及谨慎选址以提高新开店成功率等）、大力推动电商以及新兴和初创品牌业绩显现所致。从收入端来看，线下单店收入依旧负增长但相比于去年有所回暖。从费用端来看，销售费用和管理费用累计较去年增加了 3.7pcts，主要系直营占比提升、大力开设购物中新店以及新品牌培育所致。从营运能力来看，公司应收、应付账款周转率以及存货周转率均小幅下滑，经营效率未见起色。

展望 2017，持续看好公司多品牌轮动式发展以及全渠道布局策略

品牌方面，公司已形成“核心+新兴+初创”品牌梯度。（1）核心品牌 PeaceBird 女、男装受终端需求疲软以及门店调整影响，增速放缓；（2）新兴品牌发展势头强劲，尤其 MiniPeace 受益于二胎政策增速达到 66%保证了公司整体盈利能力的稳定性，并将仍以高速增长；（3）初创品牌开始盈利，Material Girl 同比增长 100%，具备较大成长潜力。综合来看，公司品牌梯度将迎合不同年龄、性别、价位层次，增加消费者覆盖面及粘性，新兴及初创品牌为业绩提供源源不断的动能，公司具备强大滚动式发展潜力。

渠道方面，受消费趋势改变公司适当优化效益不佳的街店与百货店，着力开设购物中心店（CAGR 41%）以及线上电商（同比增长 44%）。公司积极整合并充分发挥各渠道特点及优势以实现精细化管理，目的是最大程度覆盖目标客户，助力推广新兴及初创品牌。

维持“买入”评级，3-6 个月目标价 40.25 元

预计公司 17-19 年核心 EPS 为 1.15、1.39、1.71 元，对应 PE28、23、19 倍。公司独特的品牌梯度带来的滚动式发展潜力以及四轮驱动全渠道渗透将为公司带来持续的业绩增长空间。考虑到公司是次新股，核心品牌增速放缓，初创及新兴品牌尚在培育期但发展空间较大，我们给予公司 17 年 35 倍 PE，下调 3-6 个月目标价至 40.25 元。

风险提示：新品牌培育不及预期；国内外休闲服饰品牌竞争加剧等。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5903	6320	7102	8266	9862
增长率(%)	18.1	7.1	12.4	16.4	19.3
EBITDA(百万元)	821	778	905	1032	1123
净利润(百万元)	533	428	545	662	814
增长率(%)	23.8	-20.2	27.4	21.4	23.1
EPS(元/股)	1.28	1.02	1.15	1.39	1.71
市盈率(P/E)			28	23	19
市净率(P/B)			9	9	8
市销率(P/S)			2	4	2
EV/EBITDA			21.66	18.99	17.45

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	31.98 元
目标价格	40.25 元
上次目标价	47.56 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	475.00
流通 A 股股本(百万股)	55.00
A 股总市值(百万元)	15,190.50
流通 A 股市值(百万元)	1,758.90
每股净资产(元)	4.30
资产负债率(%)	59.69
一年内最高/最低(元)	44.80/25.56

作者

吴晓宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100002
wuxiaoyu@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《太平鸟-公司深度研究：“多品牌+全渠道”缔造快时尚休闲品牌先锋》
2017-03-16

表 1: 盈利预测明细表 (百万元/%)

渠道	2014	2015	2016A	2017E	2018E	2019E	CAGR17_19
直营渠道							
直营收入	1834	2134	2600	2970	3430	3926	
YOY		16.3%	21.8%	14.2%	15.5%	14.5%	9.7%
直营店数	743	943	1198	1342	1476	1609	
YOY		26.9%	27.0%	12.0%	10.0%	9.0%	
直营单店收入	2.47	2.26	2.17	2.21	2.32	2.44	
YOY		-8.4%	-4.1%	2.0%	5.0%	5.0%	
直营毛利率	64.6%	65.4%	65.8%	66.0%	66.2%	66.2%	
加盟渠道							
加盟收入	2335	2638	2157	2038	2072	2283	
YOY		13.0%	-18.2%	-5.5%	1.7%	10.2%	3.9%
加盟店数	2523	2651	2835	2977	3185	3408	
YOY		5.1%	6.9%	5.0%	7.0%	7.0%	
加盟单店收入	0.9	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7	
YOY		7.5%	-23.6%	-10.0%	-5.0%	3.0%	
加盟毛利率	49.2%	51.5%	50.2%	51.0%	51.2%	51.5%	
代理渠道							
代理收入	110	117	146	171	203	230	
YOY		6.0%	25.4%	17.3%	18.5%	13.3%	10.3%
代理店数	155	200	246	283	325	358	
YOY		29.0%	23.0%	15.0%	15.0%	10.0%	
代理单店收入	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	
YOY		-17.9%	2.0%	2.0%	3.0%	3.0%	
代理毛利率	37.8%	35.9%	34.5%	34.8%	34.8%	35.0%	
电商渠道							
电商收入	565	891	1302	1823	2461	3322	
YOY		57.8%	46.1%	40.0%	35.0%	35.0%	22.1%
电商毛利率	50.0%	44.6%	45.2%	45.3%	45.4%	45.5%	
营业总收入	4999	5903	6320	7102	8266	9862	
YOY		18.1%	7.1%	12.4%	16.4%	19.3%	11.6%
总体毛利率	53.2%	55.3%	55.3%	55.5%	55.5%	55.6%	
销售费用率	29.6%	31.1%	34.8%	33.5%	32.5%	32.4%	
管理费用率	7.3%	7.2%	8.1%	7.6%	7.5%	7.5%	
财务费用率	0.4%	0.5%	0.6%	0.4%	0.6%	0.5%	
营业税金及附	1.9%	1.2%	0.9%	1.0%	1.2%	1.2%	
加比率							
资产减值损失	3.0%	2.8%	3.5%	3.3%	3.5%	3.5%	
所得税率	21.5%	21.5%	21.2%	21.5%	21.5%	21.5%	
核心净利润	431	536	428	545	662	814	
YoY		24.4%	-20.2%	27.4%	21.4%	23.1%	14.3%
核心 EPS	1.04	1.28	1.02	1.15	1.39	1.71	
PE				28	23	19	

资料来源: Wind, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com