

太平鸟(603877)

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+ 买入(维持)

2017 年 08 月 29 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 林骥川

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

事件

公司公布半年报，17H1 营业收入同比增长 12.72%至 28.15 亿元，归母净利润同比降 34.36%至 9401 万元；扣非归母净利润同比下降 87.81%至 873 万元。

具体到二季度，公司收入同增 14.20%至 13 亿元，归母净利润同比降 56.71%至 3540 万元。

投资要点

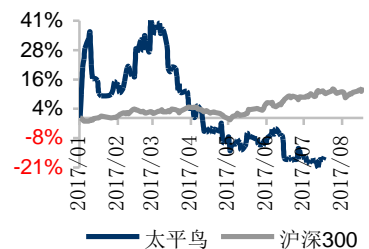
■ **线上收入增速+毛利率提升表现亮眼：**线上呈现高速增长，收入同比上升 46.46%至 6.68 亿元，毛利率同比升 3.31pp 至 45.23%反映成功的产品策划带来的销售走俏（且电商渠道中线下新品上架数量占比已达到 39.6%、女装部门达到 50%）。（请参考表 1）

受线上占比提升+线下毛利率下滑影响，公司 17H1 毛利率同比下滑 0.74pp 至 56.58%。公司线下渠道本期较期初净减 80 家至 4199 家、较去年同期增长 182 家，渠道增加带动线下收入同比提升 5.92%至 21.08 亿元，但毛利率较去年同期降 0.67pp 至 60.17%，主要由于各线下渠道毛利率较去年同期都有所下滑；受低毛利率电商销售占比上升（17H1 达到 24.08%）及线下渠道毛利率下滑影响，17H1 公司总体毛利率下滑 0.74pp 至 56.58%。（请参考表 2）

分品牌来看，本期报表收入同比增 12.72%，主要由乐町及童装品牌 Mini Peace 带动：乐町在相较去年同期门店数量下降 121 家的背景下仍实现同比 18.74%的收入增长，我们认为这主要线下店效上升及线上销售的迅速增长有关；Mini Peace 相较去年同期净开店 106 家，加之线上销售增长迅速，带动品牌销售同比增长 49.81%至 2.81 亿元。（请参考表 3）

零售口径看公司业绩：本期公司终端零售额同比增 3.01%至 46.37 亿元，其中街店渠道收缩明显，购物中心及电商渠道零售额放量。具体来看，线下渠道方面本期较期初缩减门店数量 80 家，对线下渠道的调整持续进行中，包括缩减街店占比（净关店 170 家、收入占比降至 20.32%）、平稳调整传统百货渠道、增加购物中心布店（期内经开店 49 家达到 1225 家）；线上方面，公司大力发展电商业务（零售额同比增长 37.82%至 7.58 亿元），并打通总仓及直营门店的“云仓系统”推动线上线下销售配合（期内已通过“云仓”实现成交额 9854 万元）。（请参考表 4）

股价走势



市场数据

收盘价（元）	25.65
一年最低/最高价	23.50/44.00
市净率（倍）	4.14
流通 A 股市值（百万元）	1,411

基础数据

每股净资产（元）	6.19
资本负债率（%）	41.26
总股本（百万股）	475
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

表 1: 太平鸟线上收入及毛利情况 (百万元)

	2013	2014	2015	2016	2017H1
线上收入	318.52	564.71	891.39	1,302.15	668.36
YOY		77.29%	57.85%	46.08%	46.46%
占比	8.64%	11.66%	15.42%	20.99%	24.08%
毛利率	43.17%	49.98%	44.57%	45.16%	45.23%
增减		6.81%	-5.41%	0.59%	3.31%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 2: 太平鸟线下及整体毛利情况 (百万元)

	2013	2014	2015	2016	2017H1
线下收入	3,369.18	4,279.65	4,888.19	4,902.48	2,107.78
YOY		27.02%	14.22%	0.29%	5.92%
占比	91.36%	88.34%	84.58%	79.01%	75.92%
门店数量	3045	3421	3794	4279	4199
毛利率	54.54%	55.51%	57.21%	79.01%	60.17%
增减		0.97%	1.70%	21.80%	-0.67%
其中: 直营收入	1,567.35	1,834.32	2,133.68	2,599.68	1,235.22
YOY		17.03%	16.32%	21.84%	5.10%
占比	42.50%	37.87%	36.92%	41.90%	44.49%
门店数量	812	743	943	1187	1191
毛利率	65.30%	64.59%	65.44%	65.80%	65.90%
增减		-0.71%	0.85%	0.36%	-0.78%
其中: 加盟收入	1,730.65	2,335.34	2,637.96	2,156.62	806.76
YOY		34.94%	12.96%	-18.25%	6.79%
占比	46.93%	48.21%	45.64%	34.76%	29.06%
门店数量	2043	2523	2651	2835	2926
毛利率	45.72%	49.22%	51.50%	50.21%	53.61%
增减		3.50%	2.28%	-1.29%	-0.27%
其中: 联营收入	71.19	109.98	116.55	146.18	67.69
YOY		54.49%	5.97%	25.43%	11.01%
占比	1.93%	2.27%	2.02%	2.36%	2.44%
门店数量	190	155	200	246	71
毛利率	31.95%	37.80%	35.89%	34.53%	33.81%
增减		5.85%	-1.91%	-1.36%	-0.87%
线上+线下	3,687.77	4,844.36	5,779.57	6,204.62	2,776.14
YOY		31.36%	19.31%	7.35%	13.48%
毛利率	53.56%	54.87%	55.26%	55.31%	56.58%
增减		1.31%	0.39%	0.05%	-0.74%

数据来源: 公司招股说明书、公司年报、东吴证券研究所

表 3: 太平鸟旗下各品牌收入及毛利情况 (百万元)

	2013	2014	2015	2016	2017H1
PEACEBIRD 女装	1,595.02	2,157.95	2,542.04	2,424.04	1,067.90
YOY		35.29%	17.80%	-4.64%	7.36%
毛利率	56.82%	56.96%	55.87%	56.52%	57.59%
增减		0.14%	-1.09%	0.65%	-0.49%
门店数量	1,146	1,377	1448	1626	1593
PEACEBIRD 男装	1,447.25	1,801.46	2,083.82	2,264.12	948.79
YOY		24.48%	15.67%	8.65%	7.56%
毛利率	53.48%	55.40%	57.45%	58.19%	59.52%
增减		1.92%	2.05%	0.74%	-0.69%
门店数量	950	1,089	1139	1196	1162
乐町 LED'IN 女装	496.69	645.65	784.79	887.97	405.27
YOY		29.99%	21.55%	13.15%	18.74%
毛利率	45.39%	46.93%	46.79%	46.45%	48.36%
增减		1.54%	-0.14%	-0.34%	-0.62%
门店数量	622	620	696	687	635
Mini Peace 童装	58.31	148.07	310.89	515.82	281.25
YOY		153.94%	109.97%	65.91%	49.81%
毛利率	60.06%	60.13%	54.53%	53.70%	56.48%
增减		0.07%	-5.60%	-0.83%	-0.15%
门店数量	68	245	441	635	675
MATERIAL GIRL 女装	1.42	20.49	48.26	96.48	72.92
YOY		1344.38%	135.56%	99.94%	80.49%
毛利率	56.07%	52.43%	71.92%	46.04%	49.51%
增减		-3.64%	19.49%	-25.88%	0.60%
门店数量	10	34	57	118	133
AMAZING PEACE 男装		未披露	5.70	16.19	(与 MG 品牌共同披露)
YOY				184.16%	
毛利率		未披露	70.77%	64.81%	
增减				-5.96%	
门店数量		5	13	17	1
合计	3,687.77	4,844.36	5,779.57	6,204.62	2,776.14
YOY		31.36%	19.31%	7.35%	13.48%
毛利率	53.56%	54.87%	55.26%	55.31%	56.58%
增减		1.31%	0.39%	0.05%	-0.74%
门店数量	3045	3421	3794	4279	4199

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 4: 太平鸟旗下各渠道零售额及其占比 (百万元)

	2013	2014	2015	2016	2017H1
街店	2,267.25	2,483.11	2,502.41	2,287.63	942.50
YOY		9.52%	0.78%	-8.58%	-20.80%
收入占比	32.87%	32.87%	28.41%	23.12%	20.32%
百货商场店	2,204.65	2,879.89	3,263.12	3,540.47	1,643.11
YOY		30.63%	13.31%	8.50%	-0.98%
收入占比	32.87%	38.12%	37.05%	35.78%	35.43%
购物中心店	887.71	1,495.83	1,931.47	2,469.23	1,292.97
YOY		68.50%	29.12%	27.84%	17.32%
收入占比	32.87%	19.80%	21.93%	24.95%	27.88%
网上销售	408.16	695.70	1,110.51	1,598.00	758.88
YOY		70.45%	59.62%	43.90%	37.82%
收入占比	32.87%	9.21%	12.61%	16.15%	16.36%
合计	5,767.77	7,554.53	8,807.51	9,895.34	4,637.46
YOY		30.98%	16.59%	12.35%	3.01%

数据来源: 公司招股说明书、公司年报、东吴证券研究所

■ 费用率稳定, 资产减值损失同比上升 109.87%至 1.72 亿元拖累净利润: 线上收入增速+毛利率提升表现亮眼:

费用率较 16 年全年上升, 但相较去年同期下降 0.59%至 48.51%, 主要来自销售费用率的同比下降及上市后归还短期借款带来的财务费用率下降。

表 5: 公司期间费用率较去年同期有所下降

	2013	2014	2015	2016	2017H1
销售费用	1,276.72	1,480.64	1,852.72	2,202.07	1,099.86
销售费用率	33.32%	29.62%	31.38%	34.84%	39.08%
管理费用	235.27	366.92	463.66	513.21	256.24
管理费用率	6.14%	7.34%	7.85%	8.12%	9.10%
财务费用	18.49	19.29	28.09	36.83	9.30
财务费用率	0.48%	0.39%	0.48%	0.58%	0.33%
期间费用率	39.95%	37.34%	39.71%	43.54%	48.51%
增减	0.30%	-2.60%	2.37%	3.83%	-0.59%

数据来源: 公司招股说明书、公司年报、东吴证券研究所

但与此同时, 本期公司资产减值损失同比增 109.87%至 1.72 亿元。公司资产减值主要由存货跌价损失构成, 其同比高增长主要由于本期过季商品较去年同期增加较多且库龄较长(过季一年及以上产品账面余额达 8.52 亿元、占比 44.56%, 去年同期为 4.81 亿元/28.23%), 受此影响, 公司 17H1 存货跌价准备占原材料+库存商品原值比重同比提升 8.47pp 至 24.85%。

表 6: 公司资产减值损失构成 (百万元)

	2015	2016	2016H1	2017H1
资产减值损失	167.80	223.89	81.95	171.98
其中: 坏账损失	22.76	14.47	-4.19	-1.15
存货跌价损失	145.04	209.42	86.14	173.13

数据来源: 公司年报、东吴证券研究所

表 7: 太平鸟 2016 年存货情况 (百万元)

库龄	账面余额	跌价准备	账面价值
当季及下一季	680.87	0.42	680.45
过季一年以内	694.74	47.23	647.51
过季一至两年	332.39	164.74	167.65
过季两年以上	218.66	171.68	46.98
总计	1926.67	384.06	1542.61

数据来源: 公司年报、东吴证券研究所

受到毛利率相比同期略有下降同时资产减值损失同比大幅上升影响, 本期公司净利润率相较同期降 2.42pp 至 3.22%, 净利润同比下滑 35.58% 至 9075 万元。

表 8: 资产减值损失成为 17H1 净利润率下降的主要原因

	2013	2014	2015	2016	2017H1
毛利率	53.56%	54.87%	55.26%	55.31%	56.58%
增减		1.31%	0.39%	0.05%	-0.74%
期间费用率	39.95%	37.34%	39.71%	43.54%	48.51%
增减		-2.60%	2.37%	3.83%	-0.59%
资产减值损失/收入	3.08%	3.00%	2.84%	3.54%	6.11%
增减		-0.08%	-0.15%	0.70%	2.83%
净利润率	5.50%	8.62%	9.03%	6.67%	3.22%
增减		3.11%	0.41%	-2.36%	-2.42%

数据来源: 公司招股说明书、公司年报、东吴证券研究所

- 经营活动现金流较去年同期进一步下滑至-1.55 亿水平 (去年同期为-7565 万元), 主要与线上业务存货采购较去年同期有所增加导致现金流出较大有关 (预付款项较去年增多 1.4 亿至 3.75 亿元)。
- 限制性股权激励高业绩增长指引, 彰显公司对未来发展信心: 公司于 2017/7/25 公告向激励对象授予限制性股票, 以 13.96 元/股价格向 412 名员工授予 988.37 万股, 约占公司总股本 2.08%。本次限制性补票激励计划涉及激励对象 412 人, 其中中层管理人员 281 人, 核心业务人员 131 人, 覆盖面较广; 同时平均每人授予 2.40 万股, 授予价格 13.96 元/股, 激励力度较大; 从解禁考核目标来看, 2017/2018/2019 年归母净利润不低于 4.5/6.5/8.5 亿元, 三年复合增速达到 35% 以上, 对应目前市值市盈率为 27/19/14 倍, 高业绩增长目标体现公司对于自身发展的充足信心。另公司 8/14 发布公告, 实际控制人张江平及控股股东太平鸟集团及其全资子公司鹏远资产拟在 6 个月内累计增持不低于 5000 万元公司股票, 侧面反映对公司前景看好。

■ **盈利预测及投资建议**

考虑公司股权激励目标为归母净利润 4.5 亿，则 17H2 公司需实现 3.6 亿归母净利润方能达标，较去年同期增长 28.6%。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 26/19/14 倍，综合考虑成长性与估值水平，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
流动资产	3522.43	4649.34	5780.96	6408.94	营业收入	6320.37	7075.87	8529.54	10163.54
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
非流动资产	1202.78	1255.31	1345.87	1441.37	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	营业利润	439.72	550.20	793.03	1070.45
其他	12.43	10.32	13.31	12.02	营业外净收支	98.95	70.63	85.80	85.13
资产总计	4725.21	5904.65	7126.83	7850.31	利润总额	538.66	620.83	878.83	1155.58
流动负债	2380.40	2195.56	2961.71	3113.97	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	归属母公司净利润	427.54	465.62	654.12	856.68
其他	208.60	224.77	221.90	218.42	EBIT	757.65	818.02	1025.83	1310.99
非流动负债	361.61	347.62	353.56	354.60	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					
负债总计	2742.01	2543.18	3315.27	3468.56					
少数股东权益	(13.46)	(8.35)	(9.68)	(10.49)					
归属母公司股东权益	1996.66	3361.47	3811.56	4381.75					
负债和股东权益总计	4725.21	5904.65	7126.83	7850.31					
现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2016.00	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	630.17	713.10	764.55	1107.54	每股收益(元)	1.02	0.98	1.38	1.80
投资活动现金流	(212.50)	(565.22)	(436.77)	(492.58)	每股净资产(元)	4.75	7.08	8.02	9.22
筹资活动现金流	(21.33)	812.60	(160.49)	(234.06)	发行在外股份(百万股)	420	475	475	475
现金净增加额	396.34	960.47	167.28	380.90	ROIC(%)	22.83%	16.23%	17.95%	20.13%
折旧和摊销	73.37	57.94	69.85	83.23	ROE(%)	22.77%	17.42%	18.24%	20.91%
资本开支	229.90	565.22	486.77	542.58	毛利率(%)	54.95%	54.52%	53.86%	53.50%
营运资本变动	(139.87)	(153.47)	(232.07)	(102.14)	EBIT Margin(%)	11.99%	11.56%	12.03%	12.90%
企业自由现金流	756.00	1083.21	1093.92	1506.91	销售净利率(%)	6.76%	6.58%	7.67%	8.43%
					资产负债率(%)	58.03%	43.07%	46.52%	44.18%
					收入增长率(%)	7.06%	11.95%	20.54%	19.16%
					净利润增长率(%)	-20.22%	8.91%	40.48%	30.97%
					P/E	28.50	26.17	18.63	14.22
					P/B	6.14	3.62	3.20	2.78
					EV/EBITDA	15.40	14.39	11.55	9.10

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>