

## 太平鸟(603877)

# 太平鸟：董事长增持强化信心，Q4 业绩拐点或将确立，大众时尚龙头启航

买入(维持)

2017 年 11 月 30 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  
021-60199793

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

近期，太平鸟核心高管连续增持。

11 月 28 日太平鸟董事长张江平先生二级市场增持 38.8 万股，增持均价 25.77 元/股，耗资 1000 万。8 月份，公司曾公告大股东计划于 6 个月内累计增持不低于 5,000 万元。

11 月 24 日高管翁江宏增持 1.07 万股，增持均价 24.3 元/股。

### 投资要点

■ 我们认为，自公司将品牌经营理念转化为以聚焦年轻消费者为核心后，具备了大众品牌的快时尚运营雏形，产品设计、零售、供应链等方面改革均走在行业前列，为效率持续改善打下良好基础。而上述内部改革未来将从收入增长与周转效率提升上得到验证。

■ 未来的成长性上，单三季报可以得出：公司渠道结构改善理想（电商与购物中心收入贡献稳步上升），男装进入良性增长轨道、女装已呈现稳定趋势，电商仍在高速增长。（参考表 1-3）

■ 另一方面，截至目前的产品售罄率情况也表现良好，关键时点售罄率同比提升明显。考虑到库龄结构相较 17H1 的改善，预计未来的存货减值负担将大幅减轻。（参考表 4）

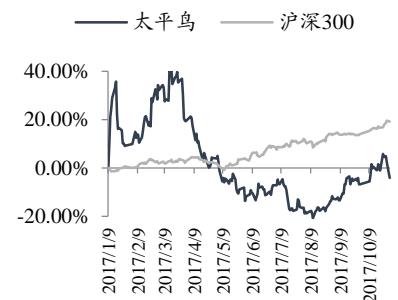
■ 公司管理层也通过限制性股权激励的指标设置，展现出了对公司未来高增长的强烈信心。公司于 2017/7/24 完成限制性股票授予，以 13.96 元/股价格向 319 名员工授予 593.24 万股，从解禁考核目标来看，2017/2018/2019 年归母净利润不低于 4.5/6.5/8.5 亿元，三年复合增速达到 35% 以上，对应目前市值市盈率为 28/20/15 倍。

■ 从业绩指标推算，公司 17 年 Q4 单季度的净利润将达 2.8 亿元，同比增长 48.15%，我们预计 2017 年 Q4 公司业绩将出现拐点。

■ **投资建议：**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，加之 9/20 晚间公告与阿里达成战略合作意向，目标 2020 年线上线下零售规模双双破百亿，强强联合使公司发展更具想象空间。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 4.7/6.7/8.5 亿元，对应目前市值市盈率 28/19/15 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。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	27.03
一年最低/最高价	23.50/44.00
市净率(倍)	4.31
流通 A 股市值(百万元)	1,487

### 基础数据

每股净资产(元)	6.27
资本负债率(%)	46.67
总股本(百万股)	481
流通 A 股(百万股)	55

### 相关研究

1. 太平鸟三季报：Q3 线上加速增长，存货减值包袱渐轻，业绩增长将进入快车道-20171031
2. 太平鸟：携手阿里剑指线上线下双百亿！-20170921
3. 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 1: 太平鸟线上收入及毛利情况 (百万元)

	2014	2015	2016	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017 Q1-Q3
线上收入	564.71	891.39	1,302.15	367.62	300.74	299.51	967.87
YOY	77.29%	57.85%	46.08%	39.96%	55.28%	55.56%	49.16%
占比	11.66%	15.42%	20.99%	24.53%	23.55%	20.30%	22.77%
毛利率	49.98%	44.57%	45.16%	46.36%	43.85%	42.97%	44.53%
增减	6.81%	-5.41%	0.59%	5.46%	0.55%	-5.39%	0.70%

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)

	2014	2015	2016	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q1-Q3
线下收入	4,279.65	4,888.19	4,902.48	1,131.23	976.55	1,175.65	3,283.42
YOY	27.02%	14.22%	0.29%	3.88%	8.39%	-3.46%	2.36%
占比	88.34%	84.58%	79.01%	75.47%	76.45%	79.70%	77.23%
门店数量	3421	3794	4279		4199		4173
毛利率	55.51%	57.21%	58.01%	59.78%	60.62%	59.47%	59.92%
增减	0.97%	1.70%	0.80%	0.79%	-2.45%	2.95%	0.72%
其中: 直营收入	1,834.32	2,133.68	2,599.68	701.94	533.29	521.81	1,757.03
YOY	17.03%	16.32%	21.84%	2.89%	8.16%	5.57%	5.24%
占比	37.87%	36.92%	41.90%	46.83%	41.75%	35.37%	41.33%
门店数量	743	943	1198		1202		1235
毛利率	64.59%	65.44%	65.80%	64.91%	67.20%	67.89%	66.49%
增减	-0.71%	0.85%	0.36%	-0.89%	-0.69%	3.71%	0.55%
其中: 加盟收入	2,335.34	2,637.96	2,156.62	389.81	416.95	642.43	1,449.19
YOY	34.94%	12.96%	-18.25%	4.08%	9.45%	-6.34%	0.54%
占比	48.21%	45.64%	34.76%	26.01%	32.64%	43.55%	34.09%
门店数量	2523	2651	2835		2926		2938
毛利率	49.22%	51.50%	50.21%	53.00%	54.18%	53.16%	53.41%
增减	3.50%	2.28%	-1.29%	4.02%	-4.52%	1.00%	0.35%
其中: 联营收入	109.98	116.55	146.18	39.48	28.22	9.51	77.20
YOY	54.49%	5.97%	25.43%	22.51%	-1.88%	-73.45%	-20.24%
占比	2.27%	2.02%	2.36%	2.63%	2.21%	0.64%	1.82%
门店数量	155	200	246		71		0
毛利率	37.80%	35.89%	34.53%	35.56%	31.36%	24.72%	32.69%
增减	5.85%	-1.91%	-1.36%	4.41%	-7.27%	-10.02%	-2.01%
线上+线下	4,844.36	5,779.57	6,204.62	1,498.85	1,277.29	1,475.15	4,251.30
YOY	31.36%	19.31%	7.35%	10.89%			10.23%
毛利率	54.87%	55.26%	55.31%	56.49%	56.69%	56.12%	56.42%
增减	1.31%	0.39%	0.05%	1.02%			-0.20%

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)

	2014	2015	2016	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q1-Q3
PEACEBIRD 女装	2,157.95	2,542.04	2,424.04	560.00	507.91	602.69	1,670.59
YOY	35.29%	17.80%	-4.64%	6.59%	8.22%	-0.26%	4.48%
毛利率	56.96%	55.87%	56.52%	57.81%	57.35%	58.50%	57.92%
增减	0.14%	-1.09%	0.65%	1.55%	-2.77%	3.52%	1.01%
门店数量	1,377	1,448	1,626		1,593		未披露
PEACEBIRD 男装	1,801.46	2,083.82	2,264.12	541.08	407.72	448.33	1,397.12
YOY	24.48%	15.67%	8.65%	3.94%	12.77%	3.79%	6.32%
毛利率	55.40%	57.45%	58.19%	58.53%	60.83%	60.14%	59.72%
增减	1.92%	2.05%	0.74%	1.78%	-4.36%	0.30%	-0.37%
门店数量	1,089	1,139	1,196		1,162		未披露
乐町 LED'IN 女装	645.65	784.79	887.97	211.93	193.34	216.44	621.72
YOY	29.99%	21.55%	13.15%	16.62%	21.15%	-0.46%	11.27%
毛利率	46.93%	46.79%	46.45%	48.84%	47.83%	44.83%	47.13%
增减	1.54%	-0.14%	-0.34%	0.37%	-1.73%	-5.16%	-2.24%
门店数量	620	696	687		635		未披露
Mini Peace 童装	148.07	310.89	515.82	143.32	137.93	170.58	451.83
YOY	153.94%	109.97%	65.91%	41.40%	59.68%	31.75%	42.44%
毛利率	60.13%	54.53%	53.70%	57.11%	55.83%	52.19%	54.86%
增减	0.07%	-5.60%	-0.83%	1.07%	-1.50%	0.73%	0.34%
门店数量	245	441	635		675		未披露
MATERIAL GIRL 女装	20.49	48.26	96.48	42.53	30.40	37.13	110.05
YOY	1344.38%	135.56%	99.94%	87.82%	71.15%	35.52%	62.32%
毛利率	52.43%	71.92%	46.04%	49.12%	50.06%	52.83%	50.63%
增减	-3.64%	19.49%	-25.88%	-12.41%	17.23%	-4.27%	-1.59%
门店数量	34	57	118		133		
AMAZING PEACE 男装	未披露	5.697	16.19	(与 MG 品牌共同披露)			
YOY			184.16%				
毛利率	未披露	0.7077	0.6481				
增减			-5.96%				
门店数量	5	13	17		1		
合计	4,844.36	5,779.57	6,204.62	1,498.85	1,277.29	1,475.15	4,251.30
YOY	31.36%	19.31%	7.35%	10.89%	16.68%	4.59%	10.23%
毛利率	54.87%	55.26%	55.31%	56.49%	56.69%	56.12%	56.42%
增减	1.31%	0.39%	0.05%	1.02%	-2.92%	0.71%	-0.20%
门店数量	3421	3794	4279		4199		4173

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 4：公司库存商品账面原值

	2013	2014	2015	2016	2017H1
<b>当季及下一季</b>	<b>453.86</b>	<b>577.75</b>	<b>737.36</b>	<b>680.87</b>	<b>406.08</b>
占比	48.60%	49.17%	44.07%	35.34%	21.24%
<b>过季一年以内</b>	<b>308.91</b>	<b>384.61</b>	<b>624.74</b>	<b>694.74</b>	<b>653.87</b>
占比	33.08%	32.73%	37.34%	36.06%	34.20%
<b>过季一年及两年</b>	<b>121.71</b>	<b>137.29</b>	<b>172.42</b>	<b>332.40</b>	<b>442.37</b>
占比	13.03%	11.68%	10.31%	17.25%	23.14%
<b>过季两年以上</b>	<b>49.37</b>	<b>75.47</b>	<b>138.56</b>	<b>218.66</b>	<b>409.65</b>
占比	5.29%	6.42%	8.28%	11.35%	21.43%
<b>合计</b>	<b>933.85</b>	<b>1175.12</b>	<b>1673.08</b>	<b>1926.67</b>	<b>1911.97</b>

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

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>4572.72</b>	<b>5517.45</b>	<b>6194.57</b>	<b>营业收入</b>	<b>6320.37</b>	<b>6759.32</b>	<b>7725.46</b>	<b>8870.36</b>
现金	1110.44	1033.62	1638.03	1703.77	营业成本	2847.44	3051.79	3500.66	4073.24
应收款项	376.60	468.32	497.36	611.43	营业税金及附加	55.29	59.13	67.58	77.60
存货	1621.09	1866.67	2134.09	2521.04	销售费用	2202.07	2236.39	2406.90	2596.98
其他	19.68	740.00	740.00	740.00	管理费用	513.21	552.64	632.60	717.89
<b>非流动资产</b>	<b>1202.78</b>	<b>1263.41</b>	<b>1252.76</b>	<b>1246.43</b>	财务费用	36.83	32.31	22.13	19.48
长期股权投资	31.07	31.07	31.07	31.07	投资净收益	(1.92)	0.00	0.00	0.00
固定资产	446.05	382.06	372.56	359.31	其他	223.89	260.06	287.11	347.84
无形资产	212.29	202.12	191.96	181.79	<b>营业利润</b>	<b>439.72</b>	<b>566.99</b>	<b>808.48</b>	<b>1037.34</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>5836.13</b>	<b>6770.21</b>	<b>7441.00</b>	<b>利润总额</b>	<b>538.66</b>	<b>637.63</b>	<b>894.28</b>	<b>1122.47</b>
<b>流动负债</b>	<b>2380.40</b>	<b>2073.58</b>	<b>2540.98</b>	<b>2656.94</b>	所得税费用	117.34	170.69	223.84	275.32
短期借款	340.00	40.00	40.00	40.00	少数股东损益	(6.22)	0.00	0.00	0.00
应付账款	1211.81	1216.29	1576.46	1671.76	<b>归属母公司净利润</b>	<b>427.54</b>	<b>466.94</b>	<b>670.43</b>	<b>847.15</b>
其他	208.60	224.77	221.90	218.42	EBIT	757.65	918.50	1185.30	1482.26
<b>非流动负债</b>	<b>361.61</b>	<b>351.87</b>	<b>352.56</b>	<b>354.93</b>	EBITDA	831.02	973.85	1248.56	1554.90
长期借款	272.24	270.00	270.00	270.00					
其他	0.00	1.00	1.00	1.00					
<b>负债总计</b>	<b>2742.01</b>	<b>2425.45</b>	<b>2893.54</b>	<b>3011.87</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
少数股东权益	(13.46)	(13.46)	(13.46)	(13.46)	每股收益(元)	1.02	0.97	1.39	1.76
归属母公司股东权益	1996.66	3410.68	3876.67	4429.13	每股净资产(元)	4.75	7.09	8.06	9.21
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4725.21</b>	<b>5836.13</b>	<b>6770.21</b>	<b>7441.00</b>	发行在外股份(百万股)	420	481	481	481
					ROIC(%)	22.83%	18.08%	21.22%	23.61%
					ROE(%)	22.77%	17.31%	18.40%	20.40%
					毛利率(%)	54.95%	54.85%	54.69%	54.08%
					EBIT Margin(%)	11.99%	13.59%	15.34%	16.71%
					销售净利率(%)	6.76%	6.91%	8.68%	9.55%
					资产负债率(%)	58.03%	41.56%	42.74%	40.48%
					收入增长率(%)	7.06%	6.94%	14.29%	14.82%
					净利润增长率(%)	-20.22%	9.21%	43.58%	26.36%
					P/E	30.41	27.84	19.39	15.35
					P/B	6.55	3.81	3.35	2.94
					EV/EBITDA	16.38	13.67	10.66	8.56
现金流量表 (百万元)									
	2016.00	2017E	2018E	2019E					
经营活动现金流	630.17	564.69	1317.36	942.30					
投资活动现金流	(212.50)	(1380.62)	(486.37)	(562.40)					
筹资活动现金流	(21.33)	739.11	(226.58)	(314.17)					
现金净增加额	396.34	(76.82)	604.41	65.74					
折旧和摊销	73.37	55.35	63.26	72.64					
资本开支	229.90	1380.62	536.37	612.40					
营运资本变动	(139.87)	(402.47)	144.30	(474.58)					
企业自由现金流	756.00	1706.12	1632.54	1329.14					

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>