

2018年1月2日

太平鸟：新规下小非减持影响较小，17Q4 冬季零售情况良好，业绩有望保持增长 买入(维持)

事件

公司公告于2018年1月9日，公司将有1.44亿限售股解禁，占公司总股本29.89%。本次限售股涉及Proven Success Investments Limited、陈红朝、宁波泛美投资管理有限公司三位股东，其中Proven Success Investments Limited持股占公司总股本10.91%、陈红朝持股占公司总股本10.21%、宁波泛美持股占公司总股本8.77%。

投资要点

■ Proven 和宁波泛美属同一实际控制人而陈红朝为公司高管，参照根据减持新规，我们认为本次减持对公司二级市场股价冲击较小。根据减持新规，持股5%以上股东在任意90个自然日内不能通过集中竞价交易减持超过公司总股本1%股份，同时也不能在任意90个自然日内通过大宗交易方式减持超过公司总股本2%股份，同时受让方在受让后6个月内不得交易。

而本次解禁股份的股东中，根据公司招股书披露情况，Proven 与持有宁波泛美75%股权的东坚投资均受方源资本控制，因此我们认为Proven 和宁波泛美不排除被认定为同一持股主体，两家机构在1月9日之后的90个自然日，能通过二级市场减持的合计股份数量可能仅为1%。同时，基于公司的业绩高成长性，我们认为陈红朝作为核心高管减持可能性相对较小，若出现极端情况，未来90个自然日三位股东能通过二级市场减持的合计股份数量也可能仅为2%。因此在基本面好的情况下，我们认为本次减持对公司二级市场股价冲击相对较小。

■ 17年Q4各品牌公司销售数据持续向好，我们认为公司股权激励指标达成希望较大。根据草根调研，我们了解到包括太平鸟在内的各家品牌服饰公司17Q4销售在消费转暖、天气较冷的帮助下销售情况均较为理想，较好的产品售罄率也有望让太平鸟未来存货减值负担逐步减轻。

■ 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，解禁条件为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。

■ 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。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4.6/6.6/8.5亿元，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。

证券分析师 马莉
执业证书编号：S0600517050002

021-60199793
mal@dwzq.com.cn

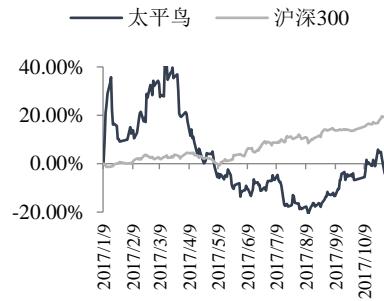
证券分析师 陈腾曦
chentx@dwzq.com.cn

执业证书编号：S0600517070001

证券分析师 林骥川
执业证书编号：S0600517050003

linjch@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	26.52
一年最低/最高价	23.50/44.00
市净率（倍）	4.23
流通A股市值（百万元）	1,487

基础数据

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

相关研究

- 太平鸟：董事长增持强化信心，Q4业绩拐点即将确立 -20171130
- 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
- 太平鸟：携手阿里剑指线上线下双百亿！-20170921

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

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)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3522.43	4654.28	5508.95	6278.80	营业收入	6320.37	6907.90	7851.15	9009.62
现金	1110.44	843.96	1826.84	1773.76	营业成本	2847.44	3159.08	3626.39	4203.06
应收款项	376.60	486.89	494.50	631.70	营业税金及附加	55.29	60.43	68.35	78.69
存货	1621.09	2095.47	1933.85	2490.42	销售费用	2202.07	2318.25	2517.54	2734.51
其他	19.68	740.00	740.00	740.00	管理费用	513.21	564.31	642.48	728.83
非流动资产	1202.78	1273.69	1261.45	1256.06	财务费用	36.83	33.05	22.14	18.51
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	254.77	220.63	243.84
无形资产	212.29	202.12	191.96	181.79	营业利润	439.72	518.01	753.63	1002.18
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	5927.96	6770.41	7534.87	利润总额	538.66	588.65	839.43	1087.31
流动负债	2380.40	2171.93	2558.70	2758.95	所得税费用	117.34	128.23	182.86	236.86
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	1302.12	1591.21	1760.87	归属母公司净利润	427.54	460.41	656.56	850.44
其他	208.60	224.77	221.90	218.42	EBIT	757.65	866.26	1064.74	1343.23
非流动负债	361.61	351.87	352.56	354.93	EBITDA	831.02	922.82	1129.03	1417.00
长期借款	272.24	270.00	270.00	270.00					
其他	0.00	1.00	1.00	1.00	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	2742.01	2523.80	2911.27	3113.88	每股收益(元)	1.02	0.96	1.36	1.77
少数股东权益	(13.46)	(13.46)	(13.46)	(13.46)	每股净资产(元)	4.75	7.08	8.02	9.19
归属母公司股东权益	1996.66	3404.16	3859.14	4420.99	发行在外股份(百万股)	420	481	481	481
负债和股东权益总计	4725.21	5927.96	6770.41	7534.87	ROIC(%)	22.83%	18.24%	19.98%	22.21%
					ROE(%)	22.77%	17.09%	18.08%	20.54%
					毛利率(%)	54.95%	54.27%	53.81%	53.35%
					EBIT Margin(%)	11.99%	12.54%	13.56%	14.91%
					销售净利率(%)	6.76%	6.67%	8.36%	9.44%
					资产负债率(%)	58.03%	42.57%	43.00%	41.33%
					收入增长率(%)	7.06%	9.30%	13.65%	14.76%
					净利润增长率(%)	-20.22%	7.69%	42.60%	29.53%
					P/E	29.83	27.70	19.43	15.00
					P/B	6.43	3.75	3.30	2.88
					EV/EBITDA	16.08	14.16	11.57	9.22

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>