

2018年01月30日

公司研究•证券研究报告

太平鸟 (603877.SH)

增资“太平鸟巢”布局时尚家居板块，品牌生态圈进一步完善

事件

太平鸟 29 日晚间公告称，公司拟以自有资金 2325 万元增资宁波太平鸟巢艺术文化传播有限公司，增资完成后，公司将持有太平鸟巢 51% 的股权。

◆ **增资控股太平鸟巢，抢占时尚家居先机：**太平鸟巢成立于 2011 年，2017 年末注册资本 4200 万元，是一家定位于 25~35 岁、追求生活品质的年轻女性的时尚家居公司，主营产品包括家纺、香薰、餐厨和家饰等，其产品分为“自然主义”与“现代主义”两条主线，前者以自然元素为灵感，追求简约、环保的设计风格，后者以流行色彩和时尚图案塑造实用与趣味的结合。

截止 2017 年末，太平鸟巢拥有 6 家自营门店，营业面积总计 800 平米，员工 80 人，该年度零售额 1545 万元 (+19%)；营收增长 84.2% 达 1346.83 万元，渠道拓展带来费用上升，净利润 -1201.34 万元。

公司以 2325 万元增资入股，取得太平鸟巢 51% 股权，本次对太平鸟巢增资的市场估值约为 4559 万元，PB 为 3.18 倍，考虑到未来家居业务的良好前景以及公司业务布局进一步完善，收购价格合理。

◆ **家居行业发展潜力大，太平鸟增资家居公司完善品牌生态圈：**据 Euromonitor 数据显示，目前国内家居市场集中度较低，宜家占比为 4.8%，ZARA HOME 占比不足 0.5%，时尚家居市场仍有较大发展潜力，预计家纺行业市场规模将以 5.3% 的年复合增速增长。

太平鸟已有业务涉及女装、男装、童装等主要服饰板块，此次增资控股太平鸟巢，将设立与服饰品牌统一风格的家居产品，拓展太平鸟家居产品线，进一步完善太平鸟品牌生态圈，二者在品牌定位、客户群体方面均有较高相似性，品牌的统一营销、客户资源的互通、供应链及渠道的共享将为太平鸟巢降本增效，家居业务有望带来公司新的增长点。

◆ **投资建议：**（1）公司女装业务经过 2-3 年的调整，目前渠道、产品调整都基本接近尾声；（2）男装、童装保持较快增长；（3）从库存角度，公司 2017 年大幅计提库存减值拖累净利润，2018 年库存结构改善有利于提升盈利水平。根据业绩预告，公司预计 2017 年实现归母净利润 4.7 亿左右，同比 +10.73% 左右。（4）与万达、阿里巴巴的战略合作将持续推动线上线下新兴渠道高增长，而增资控股太平鸟巢进一步完善业务布局，抢占家居市场，我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.98、1.38 和 1.78 元。净资产收益率分别为 20.6%、25.2% 和 28.1%，维持“买入-A”建议，6 个月目标价为 35.00 元，相当于 2018 年 25.4 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**服装终端消费低于预期；公司外延/同店增长低于预期；太平鸟巢家居业务不达预期。

公司快报

纺织服装 | 休闲快时尚 III

投资评级

买入-A(维持)

6 个月目标价

35.00 元

股价(2018-01-30)

28.65 元

交易数据

总市值 (百万元)	13,778.71
流通市值 (百万元)	5,694.65
总股本 (百万股)	480.93
流通股本 (百万股)	198.77
12 个月价格区间	23.50/43.98 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.21	-2.95	-23.25
绝对收益	5.68	-0.87	-12.84

分析师

 王冯
 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn
 021-20377089

报告联系人

 齐莉娜
 qilina@huajinsec.cn
 021-20377037

相关报告

太平鸟：携手阿里，新零售战略合作促线上线下齐发展 2017-09-22

太平鸟：品牌外延空间较大、股权激励业绩目标高 2017-07-28

太平鸟：股权激励提升团队积极性，高业绩标准彰显信心 2017-07-05

太平鸟：终端门店维持较快增速，存货消化拖累净利润 2017-05-17

太平鸟：毛利率继续提升，费用上升拖累净利润 2017-04-19

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	5,903.3	6,320.4	7,234.0	8,551.0	9,999.2
同比增长(%)	18.1%	7.1%	14.5%	18.2%	16.9%
营业利润(百万元)	637.7	439.7	512.0	861.0	1,116.7
同比增长(%)	4.9%	-31.0%	16.4%	68.2%	29.7%
净利润(百万元)	535.9	427.5	472.6	662.3	856.9
同比增长(%)	22.7%	-20.2%	10.5%	40.1%	29.4%
每股收益(元)	1.11	0.89	0.98	1.38	1.78
PE	25.9	32.4	29.3	20.9	16.2
PB	7.8	6.9	6.0	5.3	4.5

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表					财务指标						
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,903.3	6,320.4	7,234.0	8,551.0	9,999.2	年增长率					
减:营业成本	2,701.5	2,847.4	3,472.3	4,232.7	4,949.6	营业收入增长率	18.1%	7.1%	14.5%	18.2%	16.9%
营业税费	50.9	55.3	65.1	77.0	90.0	营业利润增长率	4.9%	-31.0%	16.4%	68.2%	29.7%
销售费用	1,852.7	2,202.1	2,372.7	2,650.8	2,999.8	净利润增长率	22.7%	-20.2%	10.5%	40.1%	29.4%
管理费用	463.7	513.2	614.9	684.1	799.9	EBITDA增长率	9.8%	-25.3%	15.3%	57.4%	25.2%
财务费用	28.1	36.8	39.8	35.4	28.2	EBIT增长率	6.1%	-28.4%	15.8%	62.4%	27.7%
资产减值损失	167.8	223.9	257.1	140.0	115.0	NOPLAT增长率	14.6%	-23.8%	11.0%	62.4%	27.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	87.0%	-8.7%	18.6%	5.0%	-3.8%
投资和汇兑收益	-1.0	-1.9	100.0	130.0	100.0	净资产增长率	25.0%	11.9%	14.6%	14.1%	16.0%
营业利润	637.7	439.7	512.0	861.0	1,116.7	盈利能力					
加:营业外净收支	87.8	98.9	108.8	8.9	9.0	毛利率	54.2%	54.9%	52.0%	50.5%	50.5%
利润总额	725.6	538.7	620.8	870.0	1,125.7	营业利润率	10.8%	7.0%	7.1%	10.1%	11.2%
减:所得税	192.5	117.3	155.2	217.5	281.4	净利润率	9.1%	6.8%	6.5%	7.7%	8.6%
净利润	535.9	427.5	472.6	662.3	856.9	EBITDA/营业收入	12.5%	8.7%	8.8%	11.7%	12.5%
资产负债表					EBIT/营业收入						
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
货币资金	703.7	1,110.4	1,446.8	1,710.2	1,999.8	资产负债率	56.8%	58.0%	62.0%	59.1%	58.8%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	负债权益比	131.6%	138.3%	163.5%	144.7%	142.9%
应收帐款	466.4	477.0	447.3	645.3	632.3	流动比率	1.51	1.48	1.41	1.46	1.51
应收票据	0.1	0.8	0.3	0.7	0.7	速动比率	0.75	0.80	0.79	0.92	0.86
预付帐款	244.1	272.9	248.0	410.5	359.5	利息保障倍数	23.70	12.94	13.86	25.35	40.57
存货	1,508.7	1,621.1	2,140.6	1,974.6	2,755.0	营运能力					
其他流动资产	76.7	40.1	618.5	616.5	618.5	固定资产周转天数	29	26	22	19	16
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	12	22	21	23	22
持有至到期投资	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	167	186	210	216	211
长期股权投资	33.0	31.1	31.1	31.1	31.1	应收帐款周转天数	25	27	23	23	23
投资性房地产	11.9	11.1	11.1	11.1	11.1	存货周转天数	78	89	94	87	85
固定资产	479.7	446.0	425.7	483.4	410.7	总资产周转天数	229	251	267	260	246
在建工程	22.0	52.7	109.7	31.9	61.9	投资资本周转天数	51	60	55	51	44
无形资产	215.7	212.3	200.5	188.8	177.0	费用率					
其他非流动资产	341.1	449.6	310.2	245.0	254.2	销售费用率	31.4%	34.8%	32.8%	31.0%	30.0%
资产总额	4,103.1	4,725.2	5,989.7	6,349.1	7,311.9	管理费用率	7.9%	8.1%	8.5%	8.0%	8.0%
短期债务	120.0	340.0	555.2	638.6	475.7	财务费用率	0.5%	0.6%	0.6%	0.4%	0.3%
应付帐款	1,131.0	1,271.1	2,050.7	2,116.2	2,701.4	三费/营业收入	39.7%	43.5%	41.9%	39.4%	38.3%
应付票据	-	10.0	2.2	12.7	4.7	投资回报率					
其他流动负债	730.8	759.3	878.7	905.3	1,035.5	ROE	30.1%	21.4%	20.6%	25.2%	28.1%
长期借款	275.0	272.2	148.6	-	-	ROA	13.0%	8.9%	7.8%	10.3%	11.5%
其他非流动负债	74.5	89.4	80.9	81.6	83.9	ROIC	83.2%	33.9%	41.2%	56.5%	68.7%
负债总额	2,331.3	2,742.0	3,716.3	3,754.3	4,301.3	分红指标					
少数股东权益	-7.2	-13.5	-20.4	-30.2	-42.9	DPS(元)	0.44	0.44	0.49	0.69	0.89
股本	420.0	420.0	480.9	480.9	480.9	分红比率	39.2%	49.1%	50.0%	50.0%	50.0%
留存收益	1,359.1	1,576.7	1,813.0	2,144.1	2,572.6	股息收益率	1.5%	1.5%	1.7%	2.4%	3.1%
股东权益	1,771.9	1,983.2	2,273.4	2,594.8	3,010.6	业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	533.0	421.3	472.6	662.3	856.9	EPS(元)	1.11	0.89	0.98	1.38	1.78
加:折旧和摊销	154.4	174.3	82.2	101.8	104.4	BVPS(元)	3.70	4.15	4.77	5.46	6.35
资产减值准备	167.8	223.9	-	-	-	PE(X)	25.9	32.4	29.3	20.9	16.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.8	6.9	6.0	5.3	4.5
财务费用	21.4	28.8	39.8	35.4	28.2	P/FCF	81.7	18.7	36.7	25.8	18.7
投资损失	1.0	1.9	-100.0	-130.0	-100.0	P/S	2.3	2.2	1.9	1.6	1.4
少数股东损益	-2.9	-6.2	-7.0	-9.8	-12.7	EV/EBITDA	15.5	20.2	20.1	12.5	9.6
营运资金的变动	-676.0	-177.6	-22.5	-26.5	-15.7	CAGR(%)	7.0%	26.1%	2.6%	7.0%	26.1%
经营活动产生现金流量	237.0	630.2	465.0	633.1	861.2	PEG	3.7	1.2	11.1	3.0	0.6
投资活动产生现金流量	-267.9	-212.5	-5.0	61.9	48.0	ROIC/WACC	8.2	3.3	4.0	5.5	6.7
融资活动产生现金流量	-65.4	-21.3	-123.6	-431.6	-619.6						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn