

2018 年 04 月 24 日

太平鸟 (603877.SH)

公司快报

女装男装回暖，线上持续增长，轻装上阵有望继续稳步增长

事件

23 日晚，太平鸟发布 2017 年年报。公司全年实现营收 71.42 亿元，同比增长 12.99%；实现归母净利润 4.56 亿元，同比增长 6.72%；基本每股收益为 0.97 元，同比减少 4.9%。2017 年度拟 10 派 7 元。

投资要点

◆ **电商渠道高增长推动全年业绩提升，库存减值损失拖累净利润；年末库龄结构改善，18 年轻装上阵有望稳步增长：**2017 年全年公司实现营收同比增长 12.99%至 71.42 亿元。分季度看，公司 Q1~Q4 营收同比增长分别为 11.47%、14.20%、4.51%、18.37%。全年四季度营收增速最快或收“双十一”等电商收入良好以及品牌会员营销带动业绩增长。2017 年“双十一”，五大品牌合计销售额增长 31.38%至 8.08 亿元，其中太平鸟男装实现销售额 3.28 亿元，位列男装类第四名，而太平鸟女装位列第六名，乐町位列第八名，童装位列第七名，另有 MG 销售额再创新高。

财务情况方面，电商渠道及库存清理使公司毛利率下降 2pct 至 52.95%，同时营业收入规模提升促使销售费用率、管理费用率下行，推动期间费用率下降 1.32pct 至 42.22%，最终销售净利率下降 0.33pct 至 6.34%。同时，2017 年库存减值损失计提得到控制，占营收比率较去年同期减少 0.88pct 至 2.66%，恢复至 2015 年水平。而存货库龄方面，截止 2017 年末，库龄 1 年以内库存商品账面金额占比约为 50.66%，较 2016 年末的 43.03%提升 7.63pct，库龄结构逐步改善，公司轻装上阵有望在 18 年内稳步增长。

◆ **多品牌差异化定位，女装男装稳步回暖，童装 MG 销售额持续增长：**公司太平鸟、乐町、太平鸟童装等多品牌覆盖 2~10 岁儿童、18~25 岁都市少女、25 岁~30 岁时尚商务人士，多品牌差异化定位构建中端至高端价格梯度，满足各细分市场消费需求。

公司 2017 全年实现零售总额 104.63 亿元，同比增长 5.74%。其中，核心品牌稳健增长，太平鸟女装零售总额 39.40 亿元，同比增长 3.85%；太平鸟男装零售总额 37.38 亿元，同比增长 5.56%；两者合计占总零售额比例为 73.38%。而该年度童装实现零售额 10.42 亿元，同比增长 29.31%。培育品牌发展势头强劲，MG 实现零售额 2.51 亿元，同比增长 59.38%。乐町品牌运营模式调整结束，为未来发展夯实基础。此外，今年 1 月公司增资太平鸟巢，布局集中度仍然较低的家居市场，抢占市场先机，有望开拓新的增长点。

◆ **线下渠道逐步优化，四轮驱动稳步回暖：**2013 年来，公司线下渠道逐步优化，从街边店、百货商场店向购物中心店转移，将联营店向加盟店转化。2017 年，街边店销售额较 2016 年降低 19.24%至 18.47 亿元，百货商场店微升 0.71%至 35.66 亿元，两者占比分别为 17.66%、34.08%，而购物中心店销售额增长 16.79%至 28.84 亿元，占比已达 27.56%。同时乐町、MG 品牌联营店已全部转为加盟店，提升公司门店质

纺织服装 | 休闲快时尚 III

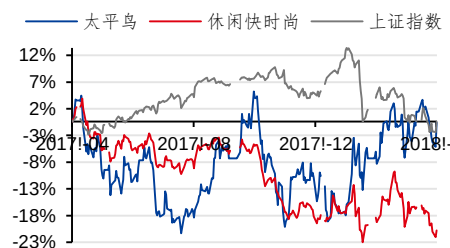
投资评级 买入-A(维持)

股价(2018-04-24) 30.13 元

交易数据

总市值(百万元)	14,490.49
流通市值(百万元)	5,988.82
总股本(百万股)	480.93
流通股本(百万股)	198.77
12 个月价格区间	23.50/32.28 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.87	29.93	-2.16
绝对收益	7.11	18.16	-3.56

分析师

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

报告联系人

齐莉娜
qilina@huajinsc.cn
021-20377037

相关报告

太平鸟：控股太平鸟巢抢占时尚家居先机，品牌、业务协同促进业绩增长 2018-01-31
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

量与形象。渠道逐步优化，使太平鸟线下零售随社会零售回暖而稳步复苏，全年线下零售增长 6.97%，增速较 2016 年提升 6.68pct。

◆ **线上较快增速延续，会员销售体系效果显现：**受益于云仓系统打通线上线下数据，以及与阿里巴巴的线上线下新零售战略合作，2017 年公司线上渠道实现 37.49% 的较快增长，延续 2015 年以来线上快速增长的趋势，就目前来看，线上渠道销售占比已达 20.70%，为公司业绩增长做出较大贡献。同年，公司会员销售体系效果显现，年末会员总数同比提升 38.15% 至 1406 万人，活跃会员人数提升 30.95% 至超 124 万人，累计消费金额同比增长 35.9% 至 39.58 亿元，占比交 2016 年提升 7.44pct 至 37.81%。线上线下会员销售稳步向好，为公司业绩持续增长提供契机。

◆ **投资建议：**太平鸟女装业务调整接近尾声，男装、童装保持较快增速，增资太平鸟巢开拓家居业务。17 年公司大幅库存减值计提拖累净利润，18 年公司轻装上阵，有望在多品牌多类目发展中取得更好成绩。

公司 18 年拓店速度有望回升，我们预计太平鸟女装、男装稳步复苏，分别增长 11%、14%，乐町品牌恢复较快扩张速度，童装、MG、太平鸟巢保持超 30% 的较快增长。

因此，我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 1.36、1.78 和 2.16 元。净资产收益率分别为 17.5%、20.6% 和 22.2%，目前公司 PE (TTM) 约为 32 倍，PE (18E) 约为 22 倍，维持“买入-A”建议。

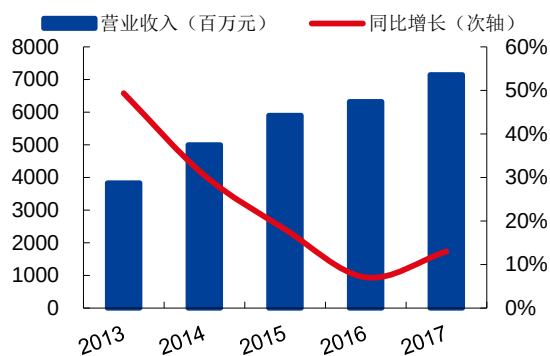
◆ **风险提示：**新品牌、业务的扩张不及预期；外延增长低于预期，线下同店销售持续下降；电商渠道占比提升以及市场竞争加剧或致毛利率下行。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	6,320.4	7,141.7	8,398.1	9,978.0	11,807.2
同比增长(%)	7.1%	13.0%	17.6%	18.8%	18.3%
营业利润(百万元)	439.7	555.5	855.5	1,122.5	1,361.8
同比增长(%)	-31.0%	26.3%	54.0%	31.2%	21.3%
净利润(百万元)	427.5	456.3	651.7	855.4	1,038.1
同比增长(%)	-20.2%	6.7%	42.8%	31.3%	21.4%
每股收益(元)	0.89	0.95	1.36	1.78	2.16
PE	32.3	30.3	21.2	16.2	13.3
PB	6.9	4.2	3.7	3.3	3.0

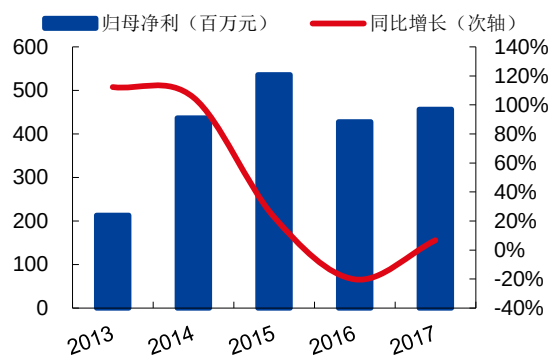
数据来源：贝格数据，华金证券研究所

图 1：太平鸟营业收入及其增长



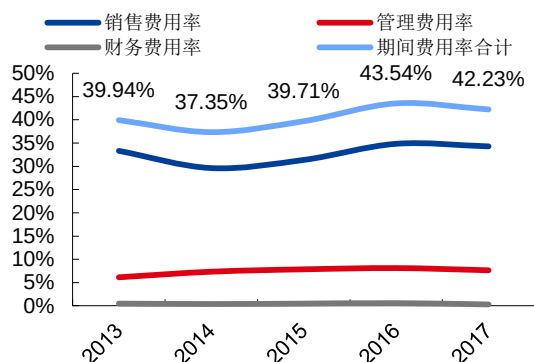
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：太平鸟归母净利润及其增长



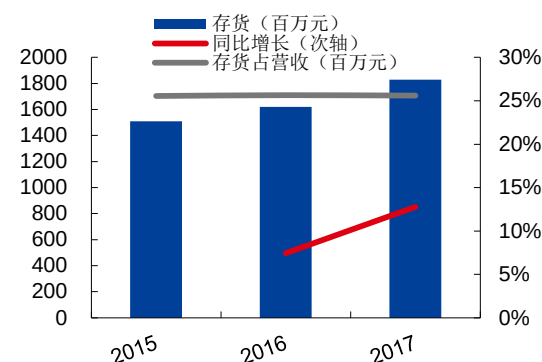
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：太平鸟期间费用情况



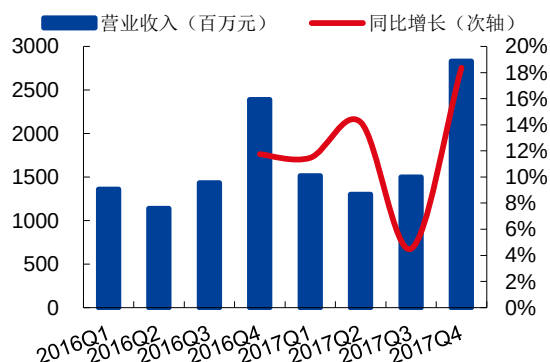
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：太平鸟存货及其占比



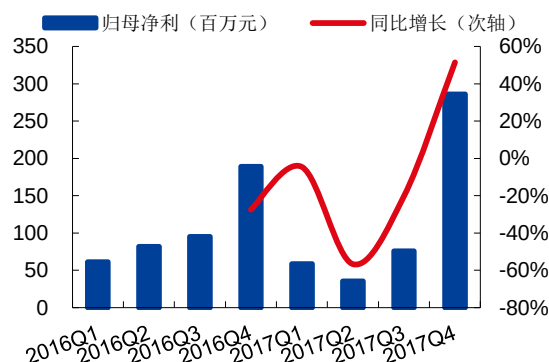
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：太平鸟分季度营收及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：太平鸟分季度净利润及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

表 1：太平鸟部分主营业务预测

		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
女装	门店数量	1448	1626	1526	1596	1696	1796
	门店增长	71	178	-100	70	100	100
	收入	2542.03	2424.00	2684.50	2952.95	3336.83	3770.62
	YOY	17.80%	-4.64%	10.75%	10.00%	13.00%	13.00%
男装	门店数量	1139	1196	1226	1296	1396	1496
	门店增长	50	57	30	70	100	100
	收入	2083.81	2264.00	2519.77	2922.93	3449.06	4069.89
	YOY	15.67%	8.65%	11.30%	16.00%	18.00%	18.00%
乐町	门店数量	696	687	591	791	891	991
	门店增长	76	-9	-96	200	100	100
	收入	784.80	888.00	947.95	1184.94	1481.17	1777.41
	YOY	21.55%	13.15%	6.75%	25.00%	25.00%	20.00%
童装	门店数量	441	635	761	961	1161	1311
	门店增长	196	194	126	200	200	150
	收入	310.90	515.80	709.13	957.33	1196.66	1495.82
	YOY	109.97%	65.91%	37.48%	35.00%	25.00%	25.00%
Material Girl	门店数量	57	118	147	247	347	447
	门店增长	23	61	29	100	100	100
	收入	48.25	96.50	173.24	233.87	304.04	395.25
	YOY	135.60%	100.00%	79.52%	35.00%	30.00%	30.00%
家居（太平鸟巢）	门店数量				20	70	170
	门店增长				14	50	100
	收入				20.20	60.61	121.21
	YOY				50.00%	200.00%	100.00%
合计	门店数量	3794	4279	4251	4911	5561	6211
	门店增长	424	485	-28	660	650	650
	收入	5769.79	6204.50	7034.59	8272.22	9828.37	11630.20
	YOY	20.87%	7.53%	13.38%	17.59%	18.81%	18.33%

资料来源：公司公告，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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,320.4	7,141.7	8,398.1	9,978.0	11,807.2	年增长率					
减: 营业成本	2,847.4	3,360.4	3,963.9	4,689.6	5,549.4	营业收入增长率	7.1%	13.0%	17.6%	18.8%	18.3%
营业税费	55.3	72.1	75.6	89.8	106.3	营业利润增长率	-31.0%	26.3%	54.0%	31.2%	21.3%
销售费用	2,202.1	2,448.9	2,813.4	3,292.7	3,896.4	净利润增长率	-20.2%	6.7%	42.8%	31.3%	21.4%
管理费用	513.2	545.4	587.9	678.5	802.9	EBITDA 增长率	-25.3%	11.5%	58.8%	27.4%	18.6%
财务费用	36.8	21.3	4.9	-1.5	-15.2	EBIT 增长率	-28.4%	12.8%	60.1%	30.3%	20.1%
资产减值损失	223.9	190.0	110.0	120.0	120.0	NOPLAT 增长率	-23.8%	9.0%	58.8%	30.3%	20.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-8.7%	86.6%	2.1%	0.6%	-6.5%
投资和汇兑收益	-1.9	12.6	13.0	13.7	14.3	净资产增长率	11.9%	66.4%	12.1%	11.2%	12.2%
营业利润	439.7	555.5	855.5	1,122.5	1,361.8	盈利能力					
加: 营业外净收支	98.9	87.4	0.6	1.2	1.8	毛利率	54.9%	52.9%	52.8%	53.0%	53.0%
利润总额	538.7	642.9	856.1	1,123.7	1,363.6	营业利润率	7.0%	7.8%	10.2%	11.2%	11.5%
减: 所得税	117.3	190.1	214.0	280.9	340.9	净利润率	6.8%	6.4%	7.8%	8.6%	8.8%
净利润	427.5	456.3	651.7	855.4	1,038.1	EBITDA/营业收入	8.7%	8.6%	11.6%	12.4%	12.5%
						EBIT/营业收入	7.5%	7.5%	10.2%	11.2%	11.4%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	58.0%	46.5%	47.9%	48.1%	47.0%
货币资金	1,110.4	1,089.0	1,679.6	1,995.6	2,361.4	负债权益比	138.3%	87.1%	91.8%	92.6%	88.8%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.48	1.91	1.86	1.82	1.92
应收帐款	477.0	583.6	629.4	811.8	893.7	速动比率	0.80	1.18	1.18	1.15	1.22
应收票据	0.8	-	0.9	0.3	1.0	利息保障倍数	12.94	25.28	175.27	-727.98	-88.83
预付帐款	272.9	275.1	363.5	418.1	506.8	营运能力					
存货	1,621.1	1,828.2	2,135.7	2,501.8	2,800.9	固定资产周转天数	26	21	19	17	12
其他流动资产	40.1	976.1	1,000.0	1,050.0	1,102.5	流动营业资本周转天数	22	39	52	47	41
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	186	209	226	227	220
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	27	27	26	26	26
长期股权投资	31.1	29.4	29.4	29.4	29.4	存货周转天数	89	87	85	84	81
投资性房地产	11.1	-	-	-	-	总资产周转天数	251	275	284	271	254
固定资产	446.0	399.4	495.5	427.1	347.5	投资资本周转天数	60	73	81	69	57
在建工程	52.7	161.8	42.4	33.9	33.9	费用率					
无形资产	212.3	192.6	185.2	177.8	170.5	销售费用率	34.8%	34.3%	33.5%	33.0%	33.0%
其他非流动资产	449.6	639.0	534.7	478.6	470.9	管理费用率	8.1%	7.6%	7.0%	6.8%	6.8%
资产总额	4,725.2	6,174.3	7,096.3	7,924.4	8,718.4	财务费用率	0.6%	0.3%	0.1%	0.0%	-0.1%
短期债务	340.0	-	247.9	282.3	12.2	三费/营业收入	43.5%	42.2%	40.6%	39.8%	39.7%
应付帐款	1,271.1	1,571.4	1,864.0	2,304.6	2,720.7	投资回报率					
应付票据	10.0	-	11.8	2.2	14.4	ROE	21.4%	13.8%	17.5%	20.6%	22.2%
其他流动负债	759.3	910.1	1,001.5	1,125.5	1,254.7	ROA	8.9%	7.3%	9.0%	10.6%	11.7%
长期借款	272.2	300.6	178.4	-	-	ROIC	33.9%	40.5%	34.4%	44.0%	52.5%
其他非流动负债	89.4	91.4	93.0	95.0	98.0	分红指标					
负债总额	2,742.0	2,873.5	3,396.6	3,809.6	4,099.9	DPS(元)	0.44	0.70	0.68	0.89	1.08
少数股东权益	-13.5	-16.8	-26.4	-39.1	-54.4	分红比率	49.1%	73.8%	50.0%	50.0%	50.0%
股本	420.0	480.9	480.9	480.9	480.9	股息收益率	1.5%	2.4%	2.4%	3.1%	3.8%
留存收益	1,576.7	2,919.4	3,245.3	3,673.0	4,192.0						
股东权益	1,983.2	3,300.7	3,699.8	4,114.8	4,618.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	421.3	452.8	651.7	855.4	1,038.1	EPS(元)	0.89	0.95	1.36	1.78	2.16
加: 折旧和摊销	174.3	206.0	112.7	118.8	123.9	BVPS(元)	4.15	6.90	7.75	8.64	9.72
资产减值准备	223.9	190.0	-	-	-	PE(X)	32.3	30.3	21.2	16.2	13.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.9	4.2	3.7	3.3	3.0
财务费用	28.8	15.8	4.9	-1.5	-15.2	P/FCF	18.7	-19.1	18.7	19.7	15.5
投资损失	1.9	-12.6	-13.0	-13.7	-14.3	P/S	2.2	1.9	1.6	1.4	1.2
少数股东损益	-6.2	-3.4	-9.6	-12.6	-15.3	EV/EBITDA	20.2	20.2	12.3	9.4	7.4
营运资金的变动	-177.6	-1,185.4	35.2	-39.4	45.4	CAGR(%)	26.0%	31.2%	6.4%	26.0%	31.2%
经营活动产生现金流量	630.2	627.2	781.9	907.0	1,162.5	PEG	1.2	1.0	3.3	0.6	0.4
投资活动产生现金流量	-212.5	-1,237.4	-69.0	-20.9	-22.7	ROIC/WACC	3.3	3.9	3.3	4.3	5.1
融资活动产生现金流量	-21.3	598.7	-122.2	-570.2	-774.0						

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.huajinsc.cn