

太平鸟(603877)

太平鸟一季报：业绩翻番，直营高增长成为亮点

买入（维持）

事件

公司公布年报一季报，Q1 收入同增 14.49%至 17.37 亿元，归母净利润同增 131.88%至 1.33 亿元。

投资要点

■分品牌来看，男装、童装持续强劲，女装受加盟发货影响增速较 Q4 有所放缓。

图表 1：太平鸟旗下主要品牌收入及毛利拆分（单位：百万元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
PEACEBIRD 女装	560.00	507.91	602.69	1,013.92	596.19
YOY	6.59%	8.22%	-0.26%	22.89%	6.46%
毛利率	57.81%	57.35%	58.50%	48.23%	54.76%
增减	1.55%	-2.77%	3.52%	-7.53%	-3.05%
门店数量		1,593		1,526	
PEACEBIRD 男装	541.08	407.72	448.33	1,122.65	656.56
YOY	3.94%	12.77%	3.79%	18.17%	21.34%
毛利率	58.53%	60.83%	60.14%	52.96%	61.32%
增减	1.78%	-4.36%	0.30%	-2.60%	2.79%
门店数量		1,162		1,226	
乐町 LED'IN 女装	211.93	193.34	216.44	326.23	190.70
YOY	16.62%	21.15%	-0.46%	-0.91%	-10.02%
毛利率	48.84%	47.83%	44.83%	37.16%	45.47%
增减	0.37%	-1.73%	-5.16%	-4.33%	-3.37%
门店数量		635		591	
Mini Peace 童装	143.32	137.93	170.58	257.30	216.46
YOY	41.40%	59.68%	31.75%	29.55%	51.03%
毛利率	57.11%	55.83%	52.19%	48.00%	50.08%
增减	1.07%	-1.50%	0.73%	-4.39%	-7.03%
门店数量		675		761	

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

1) 太平鸟男装：收入同比增长 21.34%至 6.57 亿元，增速较 17Q4 再上新台阶，线上依然表现强劲同时线下零售及发货增长良好，男装成为带动公司收入增长的主要动力，尤其值得注意的是，本期男装销售毛利率同比增长 2.79pp 至 61.32%

2) 太平鸟女装：收入同比增长 6.46%至 5.96 亿元，线上增速依旧表现优秀，但受线下加盟发货节奏调整影响报表端收入增速较 17Q4 放缓。

2018 年 4 月 27 日

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002
021-60199793

mal@dwzq.com.cn

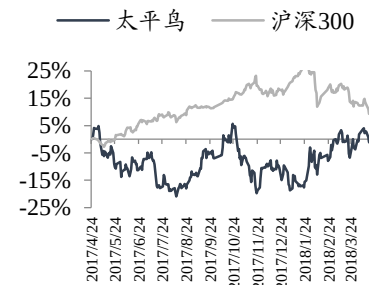
证券分析师 陈腾曦

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
linjch@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元) 27.40
一年最低/最高价 23.50/31.99
市净率(倍) 3.97
流通 A 股市值(百万元) 5,453

基础数据

每股净资产(元) 6.90
资产负债率(%) 40.05
总股本(百万股) 481
流通 A 股(百万股) 199

相关研究

1. 太平鸟：Q4 单季度业绩同增 60%超 3 亿，大众时尚龙头破茧-20180108
2. 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-20180102
3. 太平鸟：董事长增持强化信心，Q4 业绩拐点即将确立-20171130
4. 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

3) 童装: 仍处于线下快速展店阶段, 线下门店数量较上年同期增长 100 家以上, 线上方面 Q1 集中处理备货库存, 带动收入增 51.03%至 2.16 亿元, 毛利率降 7.03pp 至 50.08%。

4) 乐町女装: 线上继续稳步增长, 线下受联营模式关闭 (部分转为加盟店) 影响门店净减近百家, 拖累线下收入下降 10.02%至 1.91 亿元。

5) 其他品牌: 本年除 MG 品牌外并表贝甜童装、鸟巢家居等品牌, 其他品牌收入增长 29.19%至 5813 万元。

■ **线上线下来看:** 电商 18Q1 发展稳健, 收入同增 23.65%至 4.57 亿元, 毛利率下滑 10.41pp 至 35.75%, 与库存处理有关; 线下方面, 直营渠道表现优秀, 收入增长 25.18%至 8.80 亿元, 毛利率亦同比提升 1.47pp 至 66.33%, 印证冷冬+春节较晚+公司产品企划到位、补单迅速等多重利好下零售表现优秀, 加盟渠道方面, 收入同降 4.76%至 3.79 亿元, 与公司发货安排调整有关, 联营渠道方面, 由于 17 年集中对乐町、MG 品牌联营渠道进行关闭, 收入同比下降 92%。

■ **受益库龄优化减值降低, 叠加投资收益、资产处置收益增加, 带动归母净利同比增长 132%至 1.33 亿元。** 报告期内受益线下渠道毛利率提升, 公司整体毛利率小幅提升, 带动毛利同增 16.3%至 9.58 亿元, 费用方面增长平稳, 但本期新增 1015 万投资收益 (理财产品收益)、3075 万资产处置收益 (宜昌工厂)、资产减值损失同降 31.50%至 6238 万元 (受益库龄结构优化、存货减值减少), 其他收益+营业外支出同增 63.8%至 3046 万元, 带动公司归母净利同增 132%至 1.33 亿元。

■ **周转总体稳定。** 18Q1 存货周转天数略降 1 天至 196 天、应收账款周转天数升 3 天至 23 天, 现金流来看, Q1 经营性现金流为 -1.13 亿元 (去年同期 -1854 万元), 主要与本期存货采购及支付薪酬相关增加有关。

■ **投资建议:** 太平鸟作为我国龙头大众时尚集团, 2016 年内部整体提效以来产品力、渠道结构、供应链效率明显向好, 在女装、男装主品牌同店有望在近期迎来拐点的基础上公司 17H2 存货结构得到明显优化、减值包袱减轻, 预计 2018 年收入增长以及利润增长都将迈入新台阶, 我们认为公司在 7 月推出的股权激励计划中提到的 17/18/19 年 4.5 亿/6.5 亿/8.5 亿目标实现确定性较高, 另外 11/22-12/5 期间, 实际控制人张江平等共增持 193.38 万股, 增持金额达到 5079 万元, 成交均价为 26.26 元/股, 彰显对公司业绩信心, 虽 18 年 1 月涉及部分股东解禁, 但考虑减持新规我们认为对二级市场股价冲击较小, 同时对于前日媒体刊登的负面新闻公司亦已作出有力澄清, 错杀后投资价值凸显。业绩方面, 我们预计公司 18/19/20 年归母净利润可达到 6.57 亿/8.74 亿/10.97 亿元, 同比增长 44%/33%/26%, 对应当前市值 PE20/15/12 倍, 作为我国大众时尚领域最有潜力的龙头公司, 估值相对成长性具有吸引力, 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, 小非减持可能带来股价波动

太平鸟三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4752.06	5406.45	6267.13	7241.37	营业收入	7141.65	8313.48	9768.82	11330.20
现金	1089.00	1672.86	2007.59	2742.09	营业成本	3360.42	3962.91	4687.66	5480.52
应收款项	486.81	552.37	668.73	664.24	营业税金及附加	72.06	76.10	91.15	107.91
存货	1828.19	1946.00	2315.51	2450.16	销售费用	2448.88	2733.44	3052.72	3391.13
其他	935.36	740.00	740.00	741.00	管理费用	545.42	614.56	711.86	816.97
非流动资产	1422.21	1359.95	1387.76	1426.29	财务费用	21.26	18.18	13.02	7.41
长期股权投资	29.39	29.39	29.39	29.39	投资净收益	12.61	0.00	0.00	0.00
固定资产	399.40	406.30	389.94	310.09	其他	150.70	112.48	124.94	135.64
无形资产	192.58	181.33	170.07	158.82	营业利润	555.52	795.82	1087.47	1390.62
其他	133.26	54.29	66.66	84.74	营业外净收支	87.39	91.39	92.57	90.45
资产总计	6174.28	6766.40	7654.89	8667.66	利润总额	642.92	887.21	1180.05	1481.07
流动负债	2481.50	2714.05	3119.45	3558.13	所得税费用	190.08	230.34	306.37	384.53
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(3.42)	0.00	0.00	0.00
应付账款	1435.71	1731.28	2011.07	2366.31	归属母公司净利润	456.25	656.87	873.67	1096.55
其他	244.58	228.50	227.23	233.44	EBIT	786.93	1002.58	1316.58	1641.58
非流动负债	392.04	356.08	359.61	361.36	EBITDA	862.39	1069.28	1394.96	1732.49
长期借款	300.64	270.00	270.00	271.00					
其他	0.00	1.00	1.00	2.00					
负债总计	2873.54	3070.13	3479.07	3919.50	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	(16.88)	(16.88)	(16.88)	(16.88)	每股收益(元)	0.95	1.37	1.82	2.27
归属母公司股东权益	3317.55	3696.27	4175.82	4748.17	每股净资产(元)	6.90	7.68	8.68	9.85
负债和股东权益总计	6174.28	6766.40	7654.89	8667.66	发行在外股份(百万股)	481	481	481	482
					ROIC(%)	15.39%	18.71%	21.93%	24.21%
					ROE(%)	17.27%	18.78%	22.20%	24.58%
					毛利率(%)	52.95%	52.33%	52.01%	51.63%
					EBIT Margin(%)	11.02%	12.06%	13.48%	14.49%
					销售净利率(%)	6.39%	7.90%	8.94%	9.68%
					资产负债率(%)	46.54%	45.37%	45.45%	45.22%
					收入增长率(%)	12.99%	16.41%	17.51%	15.98%
					净利润增长率(%)	6.72%	43.97%	33.01%	25.51%
					P/E	28.88	20.06	15.08	12.02
					P/B	3.97	3.57	3.16	2.78
					EV/EBITDA	15.63	12.58	9.64	7.76
现金流量表 (百万元)									
	2017	2018E	2019E	2020E					
经营活动现金流	627.23	915.11	1098.26	1636.74					
投资活动现金流	(1237.37)	16.18	(356.39)	(370.63)					
筹资活动现金流	598.70	(347.44)	(407.14)	(531.61)					
现金净增加额	(11.44)	583.85	334.73	734.50					
折旧与摊销	75.46	66.70	78.38	90.91					
资本开支	2949.42	283.82	356.39	370.63					
营运资本变动	(185.28)	(69.25)	(106.74)	207.65					
企业自由现金流	3393.87	1023.56	1302.79	1884.57					

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>

