

TOC 助力男装表现优秀，覆盖面持续提升，叠加开店下半年收入增速有望提升 买入（维持）

2018 年 08 月 21 日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003
021-60199793

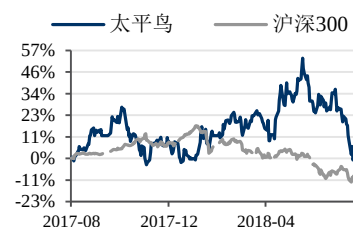
linjch@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	7141.65	8274.61	9579.38	10937.46
同比（%）	12.99%	15.86%	15.77%	14.18%
归母净利润（百万元）	456.25	655.15	851.32	1030.23
同比（%）	6.72%	43.59%	29.94%	21.02%
每股收益（元/股）	0.95	1.36	1.77	2.14
P/E（倍）	25.2	17.5	13.5	11.1

投资要点

- **事件：**公司公布中报，18H1 收入同增 12.4%至 31.69 亿元，归母净利同增 115%至 1.97 亿元；具体到 18Q2，收入同增 9.9%至 14.33 亿元，归母净利同增 87.5%至 6412 万元。
- **零售口径看销售：**线上及购物中心仍是零售增长最主要拉动力，整体/线下/线上 18H1 同增 14.6%/11.7%/29.1%
- **分品牌看报表收入，男装表现仍是最大亮点，TOC 运行效果显著，收入增速稳健、毛利率提升。**1) 整体报表收入 H1/Q1/Q2 同增 12%/14%/10%，上半年净开门店 56 家（包含 53 家贝甜/太平鸟巢）至 4307 家（+2.57%）2) 太平鸟男装 H1/Q1/Q2 收入同增 20%/21%/18%，TOC 应用效果显著，H1 毛利率升 2.22pp，体现 TOC 带来终端折扣率改善；3) 太平鸟女装 H1/Q1/Q2 收入同增 5.9%/6.5%/5.3%，增速放缓与初入 TOC 带来加盟收入增速暂时放缓有关，H1 毛利率降 2.98pp，与库存处理有关；4) 童装 H1/Q1/Q2 收入同增 35%/51%/19%，H1 毛利率下滑 4.66pp 与存货处理有关；5) 乐町 H1/Q1/Q2 收入同降 8%/10%/6%，仍在调整期，但 H1 毛利率同比升 1.85pp
- **分渠道看报表收入，线上、线下直营表现优秀。**1) 线上 H1/Q1/Q2 收入同增 24%/24%/24%，Q1、Q2 增速保持稳定；2) 线下 H1/Q1/Q2 收入同增 9%/11%/5%，其中直营 H1/Q1/Q2 收入同增 20%/25%/13%，门店数量增长不多（18H1 直营门店整体较期初净增 57 家至 1328 家），收入增长基本来自同店提升；加盟 H1/Q1/Q2 收入同增-0.2%/-2.9%/2.4%，增速较缓主要受到本年度 TOC 在女装、乐町等品牌中持续推进影响，发货节奏有所调整。
- **盈利及周转：**期间费用下降以及资产减值损失下降、补贴增加是 18H1 利润高增的主要原因。存货及应收周转整体稳健；经营活动现金流入同增 12%至 38.30 亿元，与收入基本匹配，但流出同增 15%至 41.1 亿元（预付账款较期初增加 1.26 亿元、应付账款较期初减少 4.64 亿元），致经营性现金净流量较去年同期有所下降，净流出 2.71 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**上半年来看公司渠道质量提升、全体系提效下同店增长势头较为稳健，加之下半年多数门店开店意向已经确定、全年开店计划基本可以落实，助力三四季度营收增长，加之有效费用节约以及库存结构改善下减值较去年同期的有效下降，预计可顺利达成股权激励业绩目标。我们预计 18/19/20 年归母净利同增 44%/30%/21%至 6.55/8.51/10.30 亿元，对应 PE 18/14/11X，作为 A 股大众时尚龙头持续全体系提效打造核心竞争力，维持“买入”评级。
- **风险提示：**扩店不及预期、零售环境遇冷导致同店增长低于预期、小非减持带来的股价波动

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.20
一年最低/最高价	23.49/37.58
市净率(倍)	3.64
流通 A 股市值(百万元)	4810.14

基础数据

每股净资产(元)	6.65
资产负债率(%)	40.77
总股本(百万股)	480.93
流通 A 股(百万股)	198.77

相关研究

- 1、《太平鸟一季报：业绩翻番，直营高增长成为亮点》2018-04-27
- 2、《太平鸟 17 年报：库龄结构历史最优，冬装备货充足保障 18Q1 高增长，大众时尚龙头已扬帆启航》2018-04-24
- 3、《太平鸟：Q4 单季度业绩同增 60%超 3 亿，大众时尚龙头破茧》2018-01-09

■ 事件：

公司公布中报，18H1 收入同增 12.4%至 31.69 亿元，归母净利同增 115%至 1.97 亿元；具体到 18Q2，收入同增 9.9%至 14.33 亿元，归母净利同增 87.5%至 6412 万元。

■ 零售口径看销售：线上及购物中心仍是零售增长最主要拉动力。18H1 终端零售增长 15%至 53 亿元，其中线上收入（剔除退货）同增 29%至 9.8 亿元，线下零售同增 12%至 43.3 亿元。线下渠道中，街店零售规模有所萎缩、百货商场平稳增长，购物中心渠道则展现活力，零售收入同增 28%至 16.5 亿元，贡献零售占比达到 31%，报告期内公司购物中心门店数量达到 1493 家（占比 35%，18H1 净开 107 家）。

表 1：公司零售分渠道情况（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
街店	2,483.11	2,502.41	2,287.63	1,847.41	942.50	870.94
YOY	9.52%	0.78%	-8.58%	-19.24%	-20.80%	-7.59%
收入占比	32.87%	28.41%	23.12%	17.66%	20.32%	16.40%
百货商场店	2,879.89	3,263.12	3,540.47	3,565.77	1,643.11	1,812.79
YOY	30.63%	13.31%	8.50%	0.71%	-0.98%	10.33%
收入占比	38.12%	37.05%	35.78%	34.08%	35.43%	34.12%
购物中心店	1,495.83	1,931.47	2,469.23	2,883.70	1,292.97	1,648.75
YOY	68.50%	29.12%	27.84%	16.79%	17.32%	27.52%
收入占比	19.80%	21.93%	24.95%	24.95%	27.88%	31.04%
网上销售	695.70	1,110.51	1,598.00	2,166.38	758.88	979.79
YOY	70.45%	59.62%	43.90%	35.57%	37.82%	29.11%
收入占比	9.21%	12.61%	16.15%	16.15%	16.36%	18.44%
合计	7,554.53	8,807.51	9,895.34	10,463.26	4,637.46	5,312.23
YOY	30.98%	16.59%	12.35%	5.74%	3.01%	14.55%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

■ 分品牌看报表收入，男装表现仍是最大亮点，TOC 运行效果显著，收入增速稳健、毛利率提升。

- 1) 整体报表收入 H1/Q1/Q2 同增 12%/14%/10%，上半年净开门店 56 家（包含 53 家贝甜/太平鸟巢）至 4307 家（+2.57%）
- 2) 太平鸟男装 H1/Q1/Q2 收入同增 20%/21%/18%，TOC 应用效果显著，H1 毛利率升 2.22pp，体现 TOC 带来终端折扣率改善；
- 3) 太平鸟女装 H1/Q1/Q2 收入同增 5.9%/6.5%/5.3%，增速放缓与初入 TOC 带来加盟收入增速暂时放缓有关，H1 毛利率降 2.98pp，与库存处理有关；
- 4) 童装 H1/Q1/Q2 收入同增 35%/51%/19%，H1 毛利率下滑 4.66pp 与存货处理有关；
- 5) 乐町 H1/Q1/Q2 收入同降 8%/10%/6%，仍在调整期，但 H1 毛利率同比升 1.85pp

表 2：分品牌看报表收入情况（单位：百万元）

	2017Q1	2017Q2	2017H1	2018Q1	2018Q2	2018H1
PEACEBIRD 女装	560.00	507.91	1,067.90	596.19	534.72	1,130.91
YOY				6.46%	5.28%	5.90%
毛利率	57.81%	57.37%	57.60%	54.76%	54.46%	54.62%
增减				-3.05%	-2.90%	-2.98%
PEACEBIRD 男装	541.09	407.74	948.83	656.56	482.61	1,139.17
YOY				21.34%	18.36%	20.06%
毛利率	58.53%	60.83%	59.52%	61.32%	62.31%	61.74%

增减				2.79%	1.48%	2.22%
乐町 LED'IN 女装	211.93	193.36	405.30	190.70	181.24	371.94
YOY				-10.02%	-6.27%	-8.23%
毛利率	48.84%	47.83%	48.36%	45.47%	55.20%	50.21%
增减				-3.37%	7.36%	1.85%
Mini Peace 童装	143.32	137.93	281.25	216.46	163.65	380.11
YOY				51.03%	18.65%	35.15%
毛利率	57.11%	35.43%	46.48%	50.08%	30.89%	41.82%
增减				-7.03%	-4.54%	-4.66%
其他 (MG、贝甜童装、太平鸟巢等)	45.00	32.58	77.57	58.13	41.37	99.50
YOY				29.19%	27.00%	28.27%
毛利率	47.02%	48.00%	47.43%	45.23%	38.47%	42.42%
增减				-1.79%	-9.52%	-5.01%
合计	1,501.26	1,279.46	2,780.71	1,718.04	1,403.59	3,121.63
YOY				14.44%	9.70%	12.26%
毛利率	56.41%	56.63%	56.51%	55.32%	56.74%	55.96%
增减				-1.09%	0.12%	-0.55%
门店数量				4320	4307	4307

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

■ 分渠道看报表收入，线上、线下直营表现优秀。1) 线上 H1/Q1/Q2 收入同增 24%/24%/24%，Q1、Q2 增速保持稳定；2) 线下 H1/Q1/Q2 收入同增 9%/11%/5%，其中直营 H1/Q1/Q2 收入同增 20%/25%/13%，门店数量增长不多 (18H1 直营门店整体较期初净增 57 家至 1328 家)，收入增长基本来自同店提升；加盟 H1/Q1/Q2 收入同增-0.2%/-2.9%/2.4%，增速较缓主要受到本年度 TOC 在女装、乐町等品牌中持续推进影响，发货节奏有所调整。

表 3：分渠道看报表收入情况 (单位：百万元)

	2017Q1	2017Q2	2017H1	2018Q1	2018Q2	2018H1
线上收入	369.23	301.05	670.28	456.55	371.91	828.46
YOY				23.65%	23.54%	23.60%
占比	24.59%	23.53%	24.10%	26.57%	26.50%	26.54%
毛利率	46.16%	43.73%	45.07%	35.75%	53.59%	43.76%
增减				-10.41%	9.86%	-1.31%
线下收入	1,132.09	978.51	2,110.60	1,261.49	1,031.68	2,293.17
YOY				11.43%	5.43%	8.65%
占比	75.41%	76.48%	75.90%	73.43%	73.50%	73.46%
门店数量	4145	4199	4199	4320	4307	4307
毛利率	59.75%	60.59%	60.14%	62.41%	57.88%	60.37%
增减				2.66%	-2.72%	0.23%
其中：直营收入	702.82	535.12	1,237.93	879.79	605.36	1,485.15
YOY				25.18%	13.13%	19.97%
占比	46.82%	41.82%	44.52%	51.21%	43.13%	47.58%
门店数量				1296	1328	1328
毛利率	64.86%	67.10%	65.83%	66.33%	61.79%	64.48%
增减				1.47%	-5.31%	-1.35%
其中：加盟收入	389.80	414.98	804.78	378.53	424.96	803.49

YOY					-2.89%	2.40%	-0.16%
占比	25.96%	32.43%	28.94%	22.03%	30.28%	25.74%	
门店数量				3005	2960	2960	
毛利率	53.00%	54.16%	53.60%	53.90%	52.61%	53.22%	
增减				0.90%	-1.55%	-0.38%	
其中：联营收入	39.49	28.32	67.81	3.17	1.36	4.53	
YOY				-91.97%	-95.20%	-93.32%	
占比	2.63%	2.21%	2.44%	0.18%	0.10%	0.15%	
门店数量				19	19	19	
毛利率	35.56%	31.37%	33.81%	-9.03%	-44.56%	-19.69%	
增减				-44.59%	-75.93%	-53.50%	
线上+线下	1,501.26	1,279.46	2,780.71	1,718.04	1,403.59	3,121.63	
YOY				14.44%	9.70%	12.26%	
毛利率	56.41%	56.63%	56.51%	55.32%	56.74%	55.96%	
增减				-1.09%	0.12%	-0.55%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

■ 盈利能力来看：期间费用下降以及资产减值损失下降、补贴增加是 18H1 利润高增的主要原因。18H1 收入同增 13%，H1 毛利率 55.77%(-0.3pp)带动毛利润增 12%，期间费用率下行 1.0 pp(主要是销售费用率下行 1.2pp)，加之资产减值损失同降 29%至 1.23 亿元带来营业利润同增 126%至 2.35 亿元，加之营业外收入同增 113%至 4607 万元，归母净利同增 115%至 1.97 亿元。

表 4：半年度主要财务数据（单位：百万元）

百万元	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
营业总收入	4,999.05	5,903.34	6,320.37	7,141.65	2,819.37	3,169.20
yoy	30.48%	18.09%	7.06%	12.99%	12.90%	12.41%
毛利润	2,674.83	3,201.89	3,472.93	3,781.23	1,581.70	1,767.50
yoy	780.98%	19.70%	8.47%	8.88%	11.16%	11.75%
毛利率	53.51%	54.24%	54.95%	52.95%	56.10%	55.77%
期间费用率	37.34%	39.71%	43.54%	42.22%	48.64%	47.65%
销售费用	1,480.64	1,852.72	2,202.07	2,448.88	1,103.14	1,201.13
销售费用率	29.62%	31.38%	34.84%	34.29%	39.13%	37.90%
管理费用	366.92	463.66	513.21	545.42	258.76	300.79
管理费用率	7.34%	7.85%	8.12%	7.64%	9.18%	9.49%
财务费用	19.29	28.09	36.83	21.26	9.32	8.33
财务费用率	0.39%	0.48%	0.58%	0.30%	0.33%	0.26%
资产减值损失	149.75	167.80	223.89	190.02	171.98	122.66
yoy	26.90%	12.05%	33.43%	-15.13%	109.86%	-28.68%
营业利润	608.15	637.74	439.72	555.52	103.91	234.77
yoy	100.30%	4.87%	-31.05%	26.33%	6.54%	125.95%
营业外收入	36.88	99.11	109.59	93.67	21.62	46.07
yoy	38.08%	168.74%	10.57%	-14.53%	-78.20%	113.10%
利润总额	633.29	725.56	538.66	642.92	123.48	278.02
yoy	96.81%	14.57%	-25.76%	19.36%	-35.20%	125.15%
所得税税率	31.99%	26.54%	21.78%	29.57%	30.40%	30.88%

归母净利润	436.93	535.90	427.54	456.25	91.55	197.13
yoy	105.16%	22.65%	-20.22%	6.72%	-36.07%	115.31%
净利率	8.74%	9.08%	6.76%	6.39%	3.25%	6.22%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **周转及现金流：**周转整体稳健，存货周转天数同降 5 天至 225 天，应收账款周转天数同升 3 天至 23 天；经营活动现金流入同增 12%至 38.30 亿元，与收入基本匹配，但流出同增 15%至 41.亿元（预付账款较期初增加 1.26 亿元、应付账款较期初减少 4.64 亿元），致经营性现金净流量较去年同期有所下降，净流出 2.71 亿元。
- **盈利预测及投资建议：**上半年来看公司渠道质量提升、全体系提效下同店增长势头较为稳健，加之下半年多数门店开店意向已经确定、全年开店计划基本可以落实，助力三四季度营收增长，加之有效费用节约以及库存结构改善下减值较去年同期的有效下降，预计可顺利达成股权激励业绩目标。我们预计 18/19/20 年归母净利润同增 44%/30%/21%至 6.55/8.51/10.30 亿元，对应 PE 18/14/11X，作为 A 股大众时尚龙头持续全体系提效打造核心竞争力，维持“买入”评级。
- **风险提示：**扩店不及预期、零售环境遇冷导致同店增长低于预期、小非减持带来股价波动

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	5406.50	6172.29	7087.71	营业收入	7141.65	8274.61	9579.38	10937.46
现金	1089.00	1675.19	2029.65	2720.98	减:营业成本	3360.42	3965.75	4601.34	5290.29
应收账款	486.81	547.52	649.91	636.85	营业税金及附加	72.06	75.74	89.38	104.17
存货	1828.19	1948.71	2234.32	2365.94	营业费用	2448.88	2723.44	3029.85	3349.03
其他流动资产	935.36	740.00	740.00	741.00	管理费用	545.42	585.42	667.99	754.52
非流动资产	1422.21	1357.20	1374.34	1398.48	财务费用	21.26	18.17	12.93	7.40
长期股权投资	29.39	29.39	29.39	29.39	加:投资净收益	12.61	0.00	0.00	0.00
在建工程	399.40	406.30	389.94	310.09	其他收益	150.70	112.60	120.61	131.00
无形资产	192.58	181.33	170.07	158.82	营业利润	555.52	793.50	1057.28	1301.04
其他非流动资产	133.26	54.29	66.66	84.74	加:营业外净收支	87.39	91.39	92.57	90.45
资产总计	6174.28	6763.70	7546.64	8486.19	利润总额	642.92	884.89	1149.85	1391.49
流动负债	2481.50	2713.07	3034.24	3452.62	减:所得税费用	190.08	229.74	298.53	361.27
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	1733.55	1939.74	2285.46	归属母公司净利润	456.25	655.15	851.32	1030.23
其他流动负债	244.58	228.50	227.23	233.44	EBIT	786.93	1000.01	1280.20	1543.62
非流动负债	392.04	356.08	359.61	361.36	EBITDA	862.39	1066.40	1357.06	1631.37
长期借款	300.64	270.00	270.00	271.00					
其他非流动负债	0.00	1.00	1.00	2.00					
负债合计	2873.54	3069.15	3393.86	3813.98	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	1.36	1.77	2.14
归属母公司股东权益	3317.55	3694.55	4152.78	4672.22	每股净资产(元)	6.90	7.68	8.63	9.71
负债和股东权益	6174.28	6763.70	7546.64	8486.19	发行在外股份(百万股)	481	481	481	481
					ROIC(%)	15.39%	18.68%	21.43%	23.12%
					ROE(%)	17.27%	18.73%	21.70%	23.35%
					毛利率(%)	52.95%	52.07%	51.97%	51.63%
					销售净利率(%)	6.39%	7.92%	8.89%	9.42%
					资产负债率(%)	46.54%	45.38%	44.97%	44.94%
					收入增长率(%)	12.99%	15.86%	15.77%	14.18%
					净利润增长率(%)	6.72%	43.59%	29.94%	21.02%
					P/E	25.2	17.5	13.5	11.1
					P/B	3.5	3.1	2.8	2.5
					EV/EBITDA	13.65	11.01	8.65	7.20

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>