

Q3 线下表现优于线上, 存货规模得到良好控制

买入 (维持)

2018 年 10 月 28 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	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	7141.65	8043.77	9006.61	10019.50
同比 (%)	12.99%	12.63%	11.97%	11.25%
归母净利润 (百万元)	456.25	638.23	842.27	1009.16
同比 (%)	6.72%	39.89%	31.97%	19.81%
每股收益 (元/股)	0.95	1.33	1.75	2.10
P/E (倍)	18.9	13.5	10.2	8.5

投资要点

■ **事件:** 公司公布 18 三季报, Q1-Q3 收入增长 13.14%至 48.88 亿元, 归母净利同增 69.72%至 2.82 亿元; Q3 单季度收入同增 14.73%至 17.19 亿元, 归母净利同增 13.93%至 8522 万元。

■ **整体来看主要品牌相关业务 Q3 收入同增 14.1%至 16.9 亿元, 多数品牌收入增长表现优于 Q2, 其中:** 1) **太平鸟男装:** Q3 收入增长 17.4%, 仍是增长最快的品牌, 但受库存处理影响毛利率同比下行 5.7pp 至 54.4%; 2) **太平鸟女装:** 受益库存处理 Q3 收入增长 15.4%, 但同样由于剪标影响毛利率降 4.3pp 至 54.3%; 3) **乐町女装:** 调整后逐渐复苏, Q3 表现明显优于 Q2, 收入同增 10.2%(增速转正)同时毛利率同增 4.9pp 至 49.7%; 4) **童装:** 收入增速放缓至 6.0%, 毛利率降幅较此前缩窄, 同降 2.2%至 66.5%。

■ **分渠道来看:** Q3 线上增长承压, 线下直营表现优秀, 线下加盟在积极的库存处理政策推动下增长提速。Q3 线上收入微降 0.5%至 2.99 亿元, 线上增速放缓是三季度品牌服装普遍现象, 我们判断和平台流量导向变化有关; 线下直营增长 23%同时毛利率基本与去年同期持平, 是表现最为优秀的渠道业务; 线下加盟方面, 收入增长 15%但毛利率同比下降 12.6pp 至 40.6%, 与公司采取主动的存货处理政策(剪标销售给经销商)有关。三季度开店较 H1 提速较明显, 全年继续向开店 350-400 家方向推进。

■ **积极的存货控制带来周转稳定, 但毛利率受存货剪标处理影响下滑, 致单三季度利润增速放缓。**受益前述积极的存货控制举措, Q3 存货较去年同期增长 12%至 21.91 亿元, 与收入增长基本持平, 保持了稳定的周转效率, 受益于此, Q3 单季现金流虽然尚未转正 (-1658 万元), 但同比和环比改善已经非常明显。

■ **盈利预测与投资评级:** Q3 开店速度所提升, 全年来看净开 350+家计划仍在勉力推进中, 助力销售增长, 结合有意识的存货控制以及费用管控, 总体来看完成股权激励目标虽有一定挑战但仍可实现, 预计 18/19/20 年归母净利同增 40%/32%/20%至 6.4/8.4/10.1 亿元, 对应 PE14/10/9X, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 渠道扩张不及预期、同店增长不及预期、线上业务增长不及预期、存货去化不畅导致减值增加

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.90
一年最低/最高价	15.53/37.58
市净率(倍)	2.62
流通 A 股市值(百万元)	3557.91

基础数据

每股净资产(元)	6.83
资产负债率(%)	45.85
总股本(百万股)	480.82
流通 A 股(百万股)	198.77

相关研究

1、《太平鸟 (603877): 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》

2018-08-21

2、《太平鸟一季报: 业绩翻番, 直营高增长成为亮点》2018-04-27

3、《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

■ 完整点评：

■ **事件：**公司公布 18 三季报，Q1-Q3 收入增长 13.14%至 48.88 亿元，归母净利同增 69.72%至 2.82 亿元；Q3 单季度收入同增 14.73%至 17.19 亿元，归母净利同增 13.93%至 8522 万元。

■ **整体来看主要品牌相关业务 Q3 收入同增 14.1%至 16.9 亿元，多数品牌收入增长表现优于 Q2，其中：**

1) **太平鸟男装：**Q3 收入增长 17.4%，仍是增长最快的品牌，但受库存处理影响（包括向经销商剪标处理库存、奥特莱斯打折销售等）毛利率同比下行 5.7pp 至 54.4%；

2) **太平鸟女装：**受益库存处理 Q3 收入增长 15.4%，但同样由于剪标影响毛利率降 4.3pp 至 54.3%；

3) **乐町女装：**调整后逐渐复苏，Q3 表现明显优于 Q2，收入同增 10.2%（增速转正）同时毛利率同增 4.9pp 至 49.7%；

4) **童装：**收入增速放缓至 6.0%，毛利率降幅较此前缩窄，同降 2.2%至 66.5%。

表 1：太平鸟旗下各品牌收入及毛利情况（百万元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2018Q1	2018Q2	2018Q3
PEACEBIRD 女装	560.00	507.91	602.74	596.19	534.72	695.61
YOY				6.46%	5.28%	15.41%
毛利率	57.81%	57.37%	58.49%	54.76%	54.46%	54.23%
增减				-3.05%	-2.90%	-4.26%
PEACEBIRD 男装	541.09	407.74	448.23	656.56	482.61	526.41
YOY				21.34%	18.36%	17.44%
毛利率	58.53%	60.83%	60.14%	61.32%	62.31%	54.40%
增减				2.79%	1.48%	-5.74%
乐町 LED'TIN 女装	211.93	193.36	216.41	190.70	181.24	238.45
YOY				-10.02%	-6.27%	10.18%
毛利率	48.84%	47.83%	44.83%	45.47%	55.20%	49.67%
增减				-3.37%	7.36%	4.85%
Mini Peace 童装	143.32	137.93	170.57	216.46	163.65	180.87
YOY				51.03%	18.65%	6.04%
毛利率	57.11%	35.43%	68.68%	50.08%	30.89%	66.51%
增减				-7.03%	-4.54%	-2.17%
其他（2017 年及以前是 MG，之后是 MG、贝甜童装、鸟巢家居等）	45.00	32.58	50.55	58.13	41.37	45.15
YOY				29.19%	27.00%	-10.69%
毛利率	47.02%	48.00%	51.54%	45.23%	38.47%	27.71%
增减				-1.79%	-9.52%	-23.82%
合计	1,501.26	1,279.46	1,478.03	1,718.04	1,403.59	1,686.49
YOY				14.44%	9.70%	14.10%
毛利率	56.41%	56.63%	56.11%	55.32%	56.74%	52.00%
增减				-1.09%	0.12%	-4.11%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

■ 分渠道来看：Q3 线上增长承压，线下直营表现优秀，线下加盟在积极的库存处理政策推动下增长提速。Q3 线上收入微降 0.5%至 2.99 亿元，线上增速放缓是三季度品牌服装普遍现象，我们判断和平台流量导向变化有关；线下直营增长 23%同时毛利率基本与去年同期持平，是表现最为优秀的渠道业务；线下加盟方面，收入增长 15%但毛利率同比下降 12.6pp 至 40.6%，与公司采取主动的存货处理政策（剪标销售给经销商）有关。截至 18Q3 公司共有门店 4431 家（直营/加盟/联营 1407/3007/17 家），年初至今净开店 180 家（包含贝甜及太平鸟巢 56 家），三季度开店较 H1 提速较明显，全年继续向开店 350-400 家方向推进。

表 2：太平鸟分渠道收入及毛利情况（百万元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2018Q1	2018Q2	2018Q3
线下收入	1,132.09	978.51	1,178.07	1,261.49	1,031.68	1,387.84
YOY				11.43%	5.43%	17.81%
占比	75.41%	76.48%	79.71%	73.43%	73.50%	82.29%
门店数量	4145	4199		4320	4307	4431
毛利率	59.75%	60.59%	59.44%	62.41%	57.88%	52.81%
增减				2.66%	-2.72%	-6.63%
其中：直营收入	702.82	535.12	524.24	879.79	605.36	645.67
YOY				25.18%	13.13%	23.16%
占比	46.82%	41.82%	35.47%	51.21%	43.13%	38.28%
门店数量				1296	1328	1407
毛利率	64.86%	67.10%	67.75%	66.33%	61.79%	67.45%
增减				1.47%	-5.31%	-0.30%
其中：加盟收入	389.80	414.98	644.43	378.53	424.96	740.35
YOY				-2.89%	2.40%	14.88%
占比	25.96%	32.43%	43.60%	22.03%	30.28%	43.90%
门店数量				3005	2960	3007
毛利率	53.00%	54.16%	53.17%	53.90%	52.61%	40.60%
增减				0.90%	-1.55%	-12.57%
其中：联营收入	39.49	28.32	9.41	3.17	1.36	1.82
YOY				-91.97%	-95.20%	-80.68%
占比	2.63%	2.21%	0.64%	0.18%	0.10%	0.11%
门店数量				19	19	17
毛利率	35.56%	31.37%	24.62%	-9.03%	-44.56%	-180.28%
增减				-44.59%	-75.93%	-204.90%
线上收入	369.23	301.05	300.03	456.55	371.91	298.65
YOY				23.65%	23.54%	-0.46%
占比	24.59%	23.53%	20.30%	26.57%	26.50%	17.71%
毛利率	46.16%	43.73%	43.03%	35.75%	53.59%	48.21%
增减				-10.41%	9.86%	5.18%
线上+线下	1,501.26	1,279.46	1,478.03	1,718.04	1,403.59	1,686.49
YOY				14.44%	9.70%	14.10%
毛利率	56.41%	56.63%	56.11%	55.32%	56.74%	52.00%
增减				-1.09%	0.12%	-4.11%

数据来源：公司招股说明书、公司年报、东吴证券研究所

■ 积极的存货控制带来周转稳定，但毛利率受存货剪标处理影响下滑，致单三季度利润增速放缓。受益前述积极的存货控制举措，Q3 存货较去年同期增长 12%至 21.91 亿元，与收入增长基本持平，保持了稳定的周转效率，受益于此，Q3 单季现金流虽然尚未转正（-1658 万元），但同比和环比改善已经非常明显。但也因为积极的存货控制举措，Q3 毛利率同比下降 3.9pp 至 51.7%，毛利润同比增长 6.6%，慢于收入增速（14.7%），但期间费用的较有效控制（同比增长 16%）以及存货结构优化带来的减值降低（同降 50%至 2440 万元）带动归母净利润增长 12%至 8522 万元。

表 3：太平鸟单季度财务拆分（单位：百万元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入	1,514.45	1,300.26	1,498.09	2,828.85	1,736.67	1,432.53	1,718.83
YOY	11.47%	14.20%	4.52%	18.37%	14.67%	10.17%	14.73%
毛利润	823.82	756.88	834.09	1,366.43	958.57	808.93	889.23
YOY	12.38%	9.72%	5.62%	8.42%	16.36%	6.88%	6.61%
毛利率	54.40%	58.21%	55.68%	48.30%	55.20%	56.47%	51.73%
期间费用	661.85	703.55	667.78	963.94	774.30	735.94	776.09
YOY	11.94%	10.84%	1.77%	10.81%	16.99%	4.60%	16.22%
期间费用率	43.70%	54.11%	44.58%	34.08%	44.59%	51.37%	45.15%
销售费用	550.44	549.42	545.66	803.35	635.80	565.32	634.32
销售费用率	36.35%	42.25%	36.42%	28.40%	36.61%	39.46%	36.90%
管理费用	105.23	151.01	117.52	153.23	133.16	167.63	137.06
管理费用率	6.95%	11.61%	7.84%	5.42%	7.67%	11.70%	7.97%
研发费用	与管理费用共同列支		19.86	与管理费用共同列支			19.20
研发费用率			1.33%				1.12%
财务费用	6.18	3.12	4.60	7.36	5.34	2.99	4.71
财务费用率	0.41%	0.24%	0.31%	0.26%	0.31%	0.21%	0.27%
资产减值损失	91.06	80.92	48.99	-30.95	62.38	60.28	24.40
YOY	58.06%	232.46%	20.34%	-130.57%	-31.50%	-25.51%	-50.19%
投资净收益		0.29	3.62	8.70	10.15	8.57	7.51
其他收益+营业外收入	18.60	94.59	12.05	8.72	30.46	88.60	51.89
YOY	-12.92%	21.55%	79.85%	135.04%	63.76%	-6.33%	330.62%
利润总额	75.30	52.99	98.85	415.77	180.74	97.29	109.62
YOY	-17.81%	-46.45%	20.08%	56.43%	140.03%	83.60%	10.90%
所得税率	24.16%	36.52%	23.98%	30.99%	27.92%	36.38%	25.29%
净利润	57.12	33.63	75.15	286.93	130.28	61.90	81.90
YOY	-5.38%	-58.22%	-19.85%	53.69%	128.08%	84.06%	8.98%
归母净利	58.61	35.40	75.97	286.27	133.00	64.12	85.22
YOY	-4.60%	-56.71%	-20.27%	51.43%	131.88%	87.51%	13.93%
资产负债表相关							
应收账款	272.01	275.22	421.65	486.81	409.03	320.88	461.11
YOY		21.82%	26.36%	29.55%	50.37%	16.59%	9.36%
存货	1414.07	1537.33	1961.46	1828.19	1573.23	1674.06	2191.45
YOY		2.42%	5.47%	12.78%	11.26%	8.89%	11.73%
现金流量表相关							

经营性现金流	-16.96	-138.52	-105.81	888.51	-113.26	-158.04	-16.58
YOY		-930.46%	-278.85%	37.40%	-	-	-
销售商品、提供劳务收到的现金	1,840.64	1,392.97	1,594.48	3,072.68	2,109.32	1,545.15	1,808.65
YOY	14.65%	8.83%	-0.56%	17.15%	14.60%	10.92%	13.43%
购买商品、接受劳务支付的现金	940.38	827.96	970.14	1,269.51	1,147.90	904.00	1,026.48
YOY	22.23%	14.82%	8.73%	29.81%	22.07%	9.18%	5.81%
投资性现金流	-61.27	-613.96	-154.27	-407.88	-47.71	-18.98	-191.34
筹资性现金流	828.45	-253.33	100.64	-77.05	44.88	-320.55	43.82

数据来源：Wind，东吴证券研究所

■ **盈利预测及投资建议：**Q3 开店速度所提升，全年来看净开 350+家计划仍在勉力推进中，助力销售增长，结合有意识的存货控制以及费用管控，总体来看完成股权激励目标虽有一定挑战但仍可实现，预计 18/19/20 年归母净利润同增 40%/32%/20%至 6.4/8.4/10.1 亿元，对应 PE14/10/9X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**渠道扩张不及预期、同店增长不及预期、线上业务增长不及预期、存货去化不畅导致减值增加

太平鸟三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4752.06	5295.78	6034.14	6842.48	营业收入	7141.65	8043.77	9006.61	10019.50
现金	1089.00	1463.10	1846.59	2576.25	营业成本	3360.42	3852.23	4329.37	4856.10
应收款项	486.81	518.66	607.17	571.60	营业税金及附加	72.06	72.39	81.06	90.18
存货	1828.19	1840.60	2095.19	2127.51	销售费用	2448.88	2705.90	2908.46	3128.60
其他	935.36	1000.00	1000.00	1000.00	管理费用	545.42	600.39	623.53	660.52
非流动资产	1422.21	1340.85	1333.79	1333.48	财务费用	21.26	19.01	14.48	8.74
长期股权投资	29.39	29.39	29.39	29.39	投资净收益	12.61	30.00	30.00	30.00
固定资产	399.40	406.30	389.94	310.09	其他	150.70	93.45	97.90	101.67
无形资产	192.58	181.33	170.07	158.82	营业利润	555.52	730.38	981.81	1203.70
其他	133.26	54.29	66.66	84.74	营业外净收支	87.39	120.59	141.22	141.85
资产总计	6174.28	6636.63	7367.93	8175.97	利润总额	642.92	850.98	1123.03	1345.54
流动负债	2481.50	2602.92	2871.34	3173.84	所得税费用	190.08	212.74	280.76	336.39
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	1642.74	1812.98	2064.86	归属母公司净利润	456.25	638.23	842.27	1009.16
其他	244.58	228.50	227.23	233.44	EBIT	786.93	885.24	1145.25	1374.27
非流动负债	392.04	356.08	359.61	361.36	EBITDA	862.39	949.78	1217.51	1454.67
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	2959.00	3230.96	3535.21	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	1.33	1.75	2.10
归属母公司股东权益	3317.55	3677.63	4136.97	4640.76	每股净资产(元)	6.90	7.65	8.60	9.65
负债和股东权益总计	6174.28	6636.63	7367.93	8175.97	发行在外股份(百万股)	481	481	481	481
					ROIC(%)	15.39%	16.82%	19.49%	20.98%
					ROE(%)	17.27%	18.29%	21.56%	22.99%
					毛利率(%)	52.95%	52.11%	51.93%	51.53%
					EBIT Margin(%)	11.02%	11.01%	12.72%	13.72%
					销售净利率(%)	6.39%	7.93%	9.35%	10.07%
					资产负债率(%)	46.54%	44.59%	43.85%	43.24%
					收入增长率(%)	12.99%	12.63%	11.97%	11.25%
					净利润增长率(%)	6.72%	39.89%	31.97%	19.81%
					P/E	18.9	13.5	10.2	8.5
					P/B	2.6	2.3	2.1	1.9
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E					
经营活动现金流	627.23	908.33	1061.99	1525.36					
投资活动现金流	(1237.37)	(185.97)	(281.07)	(281.60)					
筹资活动现金流	598.70	(348.26)	(397.42)	(514.10)					
现金净增加额	(11.44)	374.10	383.49	729.66					
折旧与摊销	75.46	64.54	72.26	80.39					
资本开支	2949.42	485.97	281.07	281.60					
营运资本变动	(185.28)	(19.47)	(72.63)	231.52					

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>