



# TOC全面推行，公司盈利能力提升可期

## ——太平鸟（603877）调研简报

2019年02月26日

推荐/首次

太平鸟

调研简报

### 报告摘要：

**年轻生力军提档消费，服装消费持续升级可期。**消费人群年轻化、消费意愿强烈的消费者不断进入市场，驱动当前服装行业持续发展。在品质生活理念的影响下，购买时尚、知名品牌服饰已经成为85、90后人群的消费习惯。随着高偏好的年轻消费者进入职场、可支配收入显著提升，服装消费水平、价格具备提档基础。

**公司是国内大众时尚服饰领导者。**公司是一家轻资产运营的时尚服饰运营企业，公司旗下拥有PEACEBIRD男装、PEACEBIRD女装、乐町LED'IN女装、MATERIAL GIRL女装、Mini Peace童装、贝甜童装、太平鸟巢等多个品牌。

**TOC全面推行，公司运营效率持续提升中。**2018年公司在服饰全品牌推行实施TOC模式，以“聚焦TOP款”为核心目标，从而使各个品牌TOP30畅销款的平均折扣率较2017年度均有所提高，售罄率方面较2017年有明显提高。随着TOC模式的全面推进，公司的运营效率和盈利能力都将有所提升。

**公司渠道调整接近尾声，新店贡献可期。**公司过去两年门店调整的品牌主要为童装和乐町两个品牌。2017年至今公司关闭了乐町、MATERIAL GIRL品牌旗下低效联营门店，并将其余联营门店全部转换为直营店和加盟店，目前上述品牌联营店已经调整完毕。童装在早期也经历了“跑马圈地”，前期所开的店面质量参差不齐，在2018年上半年公司对低效店面和整体的店面陈设进行调整，下半年童装调整也基本结束，净开店转正。

**公司盈利预测及投资评级：**公司是国内大众时尚服饰的领导品牌，收入利润增长稳健，随着年轻人对服装消费时尚要求的提升，公司在服装设计领域的优势渐显。同时现阶段公司各品牌梯度合理，渠道产品风格调整都已结束，后续利润释放可期。我们预测太平鸟2018-2020年营收为77.12亿元、85.95亿元、92.74亿元，归母净利润为5.6亿元、6.6亿元、7.34亿元，同比增长23.75%、17.77%、11.15%，EPS为1.11元、1.35元、1.53元，对应PE为15.6X/12.9X/11.4X，给予公司“推荐”评级。

### 财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	6,320.37	7,141.65	7,712.11	8,595.09	9,274.13
增长率（%）	7.06%	12.99%	7.99%	11.45%	7.90%
净利润（百万元）	421.32	452.83	560.39	659.97	733.55
增长率（%）	-20.95%	7.48%	23.75%	17.77%	11.15%
净资产收益率（%）	21.41%	13.75%	14.95%	17.11%	18.13%
每股收益(元)	0.89	0.95	1.11	1.35	1.53
PE	19.57	18.33	15.62	12.87	11.40
PB	3.66	2.52	2.34	2.20	2.07

## 目 录

1. 服装行业介绍 .....	3
1.1 男女装稳定增长, 童装和运动高景气 .....	3
1.2 新中产的扩大、年轻消费群体进入, 驱动服装行业发展 .....	4
1.3 大众化业务集中化和中高端业务细分化 .....	4
2. 公司介绍: 大众时尚服饰领导者 .....	4
2.1 男装为标杆, 多品牌梯度合理 .....	4
2.2 公司业绩稳步恢复 .....	5
3. TOC 全面推行, 公司运营效率持续提升中 .....	6
4. 公司渠道调整接近尾声, 新店贡献可期 .....	6
5. 财务状况 .....	7
6. 投资建议 .....	8
7. 风险提示 .....	8

## 表格目录

表 1:各年龄段人群的特征 .....	4
表 2: 公司盈利预测表 .....	9

## 插图目录

图 1: 纺织服装、服饰业收入和利润进入低速稳定增长 .....	3
图 2: 社零总额、服装类零售总额的增速 .....	3
图 3: 服装各子行业增速 .....	3
图 4: 2017 年我国男装行业 CR10 .....	4
图 5: 2017 年我国女装行业 CR10 .....	4
图 6: 太平鸟主要品牌具体情况 .....	5
图 7: 太平鸟主要品牌收入增速 .....	5
图 8: 2014 年-2018Q3 营业收入及增速 (亿元) .....	6
图 9: 2014 年-2018Q3 净利润及增速 (亿元) .....	6
图 10: 太平鸟公服装品牌经营模式各环节运作方式 .....	6
图 11: 公司自 2017 年以来的开关店情况 .....	7
图 12: 2014 年-2018Q3 净利润及增速 (亿元) .....	7
图 13: 太平鸟个渠道收入占比 .....	7
图 14: 公司 2014-2017 年毛利率与净利率 .....	8
图 15: 公司 2014-2017 年期间费用率 .....	8

## 1. 服装行业介绍

近年来, 国内服装行业的增速放缓, 但城镇化的持续推进、中高端收入阶层的崛起以及人均可支配收入的稳步增长, 推动了居民在服饰方面的消费支出。

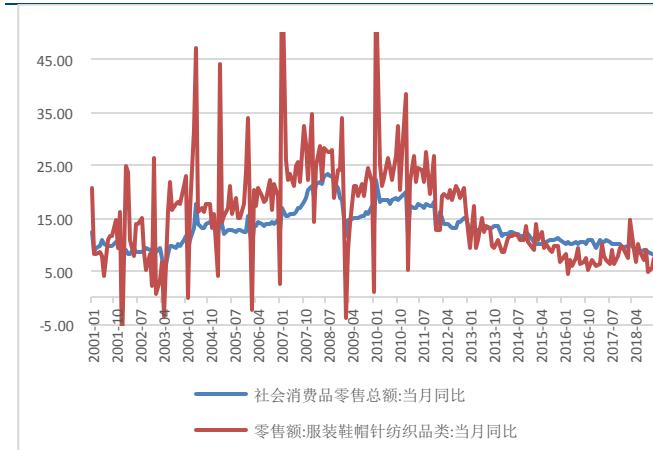
从工业企业收入和利润看, 服装类企业的收入和利润自 2012 年以来维持在低速增长。从零售总额看, 服装类零售总额与社零总额较为同步, 近年来增速有所放缓, 目前维持在高个位数增速。

**图 1: 纺织服装、服饰业收入和利润进入低速稳定增长**



资料来源: Wind、东兴研究所

**图 2: 社零总额、服装类零售总额的增速**

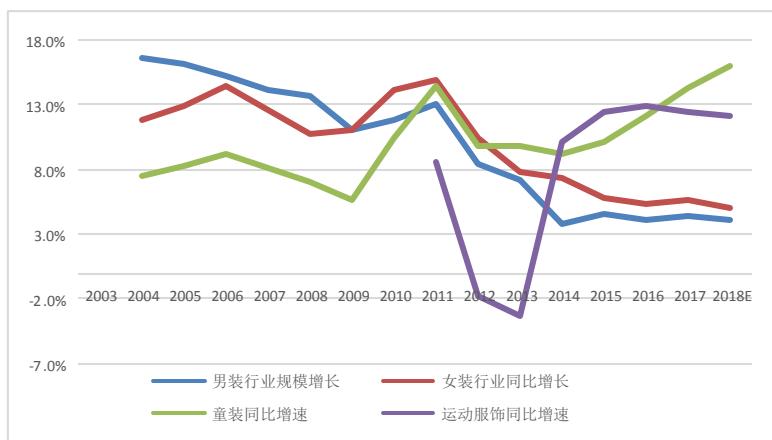


资料来源: Wind、东兴研究所

### 1.1 男女装稳定增长, 童装和运动高景气

将服装分为男装、女装、童装和运动类服饰, 近年来运动和童装维持高景气。而男装、女装在低位增长。

**图 3: 服装各子行业增速**



资料来源: Euromonitor、东兴研究所

## 1.2 新中产的扩大、年轻消费群体进入, 驱动服装行业发展

年轻生力军提档消费, 服装消费量持续升级可期。年龄结构年轻、消费意愿强烈的消费者不断进入市场, 是当前服装行业发展的重要驱动力。已成为职场主力的 85 后 90 后小有积蓄, 消费意愿受到预期收入水平的影响, 是绝对的消费主力。在品质生活理念的影响下, 购买时尚、知名品牌服饰已经成为 85、90 后人群的消费习惯。随着高偏好的年轻消费者进入职场、可支配收入显著提升, 服装消费水平、价格具备提档基础。

表 1:各年龄段人群的特征

	95、00 后	85、90 后	60-80 后	60 前
统计年龄段	10-19 岁	20-34 岁	35-49 岁	50 岁及以上
消费特征	消费新力量	消费中坚	务实派	数字不落伍
人口	1.55 亿	3.23 亿	3.23 亿	2.72 亿
群体所占比例	11%	23%	23%	20%
社会特征	经济结构性调整 信息爆炸时代 大学生或刚步入职场	经济高速发展 互联网时代 新中产阶级	经济起飞 事业有成 中产核心	改革开放的红利 安逸洒脱 或已退休

资料来源: 艾瑞咨询、东兴证券研究所

## 1.3 大众化业务集中化和中高端业务细分化

品牌集中度的提升已成为行业调整的主旋律。在男装行业, CR10 为 18%; 女装行业 CT10 为 9.4%。男装行业 CR10 在过去十年提升了 9.8 PCT, 女装行业 CR10 在过去十年提升了 4.5 PCT, 同时也说明了男装行业集中度更容易提升。

图 4: 2017 年我国男装行业 CR10

品牌名	2017 占有率
海澜之家 Heilan Home	4.70%
杰克琼斯 Jack & Jones	2.30%
adidas	1.90%
优衣库 Uniqlo	1.60%
Nike	1.20%
罗蒙 Romon	1.10%
雅戈尔 Youngor	1.00%
GXG	0.90%
Bosideng	0.90%
森马 Semir	0.80%
安踏 Anta	0.80%
七匹狼 Septwolves	0.80%
Others	82.00%

资料来源: Euromonitor、东兴研究所

图 5: 2017 年我国女装行业 CR10

品牌名	2017 占有率
拉夏贝尔 La Chapelle	1.20%
优衣库 Uniqlo	1.10%
Vero Moda	0.90%
Only	0.90%
adidas	0.90%
Ochirly	0.70%
Zara	0.70%
太平鸟 Peacebird	0.60%
都市丽人 Cosmo Lady	0.60%
森马 Semir	0.60%
波司登 Bosideng	0.60%
H&M	0.60%
Others	90.60%

资料来源: Euromonitor、东兴研究所

## 2. 公司介绍: 大众时尚服饰领导者

### 2.1 男装为标杆, 多品牌梯度合理

公司是一家以零售为导向的多品牌时尚服饰运营商, 致力于为消费者提供中等价位的优质时尚休闲服饰。公司旗下拥有 PEACEBIRD 男装、PEACEBIRD 女装、乐町 LED'IN 女装、MATERIAL GIRL 女装、Mini Peace 童装、贝甜童装、太平鸟巢等多个品牌。公司品牌组合在性别、年龄、价格上存在梯度, 并在目标消费群、品牌定位及产品设计等方面相互补充, 已形成了核心品牌、新兴品牌、培育品牌三个不同发展梯度的品牌组合, 具备滚动式发展的潜力。

**图 6: 太平鸟主要品牌具体情况**

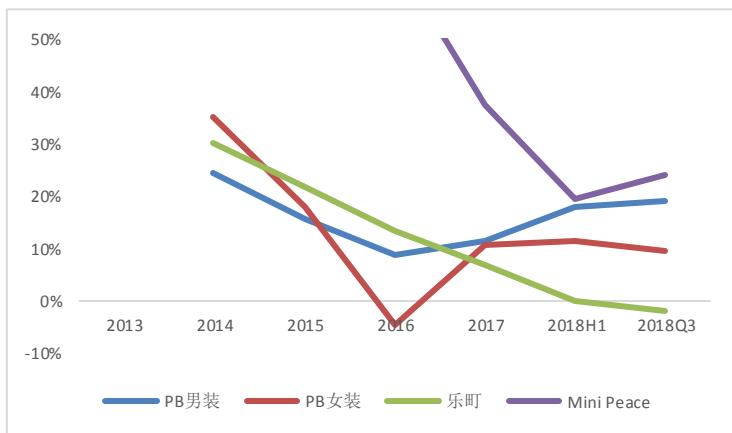


资料来源: Euromonitor、东兴研究所

## 2.2 公司业绩稳步恢复

公司核心品牌 PEACEBIRD 女装和男装营收占比 73%, 乐町女装和 Mini Peace 童装分别占收入比重的 13% 和 10%。从增速看, 目前童装增速最快, 2018 前三季度的增速为 24%; 其次为男装, 前三季度增速为 19%。

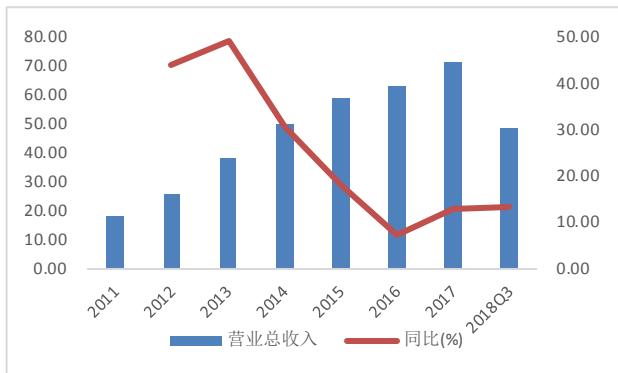
**图 7: 太平鸟主要品牌收入增速**



资料来源: Euromonitor、东兴研究所

近年来核心品牌 PEACEBIRD 贡献主要收益, 童装提振收入公司增速, 公司的业绩保持稳健增长。2014-2017 年公司的收入复合增速为 12.6%。业绩方面 2016 年为公司渠道调整深化的一年, 业绩收到影响同比下滑 20.22%, 2017 年起公司开始恢复增长。至 2018 年公司的业绩大幅改善, 根据公司最新业绩预告, 2018 年公司全年实现业绩 5.6 亿元左右, 同比增加 23% 左右。

图 8: 2014 年-2018Q3 营业收入及增速 (亿元)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 9: 2014 年-2018Q3 净利润及增速 (亿元)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

### 3. TOC 全面推行, 公司运营效率持续提升中

2018 年公司在服饰全品牌推行实施 TOC (Theory of constraints) 模式, 以“聚焦 TOP 款”为奋斗目标, 从而使各个品牌 TOP30 畅销款的平均折扣率较 2017 年度均有所提高, 售罄率方面较 2017 年有明显提高。TOC 模式下加盟商按照初始订货量的 70%-80%下单, 剩余 20%根据实际销售情况进行补货。以女装为例, 2017 年夏季 PB 女装的售罄率为 62%, 2018 年夏季开始采用 TOC 模式后, 售罄率提升到 70%。TOC 模式下, 公司的库存结构得到明显改善, 同时 TOC 模式也有助于公司寻找年轻消费者的消费偏好, 助力公司设计出更多“适销对路”的产品。

图 10: 太平鸟公服装品牌经营模式各环节运作方式



资料来源: 公司公告、东兴研究所

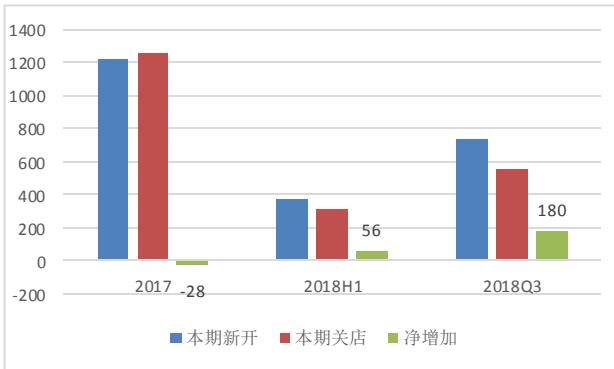
### 4. 公司渠道调整接近尾声, 新店贡献可期

截止 2018Q3, 公司的线下门店数量为 4,431 家, 较上年同期数增长 6.18%, 其中直营店 1,407 家, 加盟店 3,007 家, 联营店 17 家。2018 年第三季度, 公司结合宏观经济形势和市场变化, 主动调整年初制定的拓展计划, 适当控制开店规模, 不断优化渠道结构。

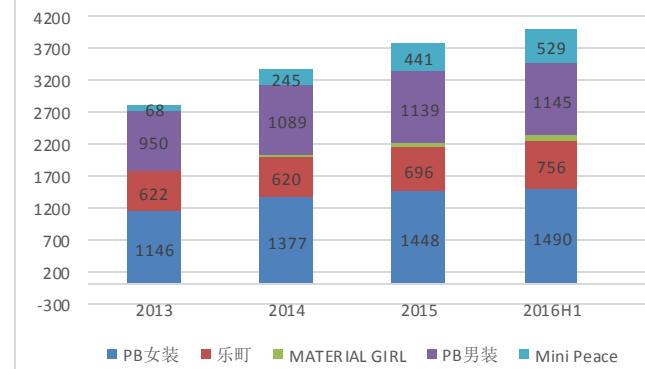
从品牌拆分看, 公司过去两年门店调整的品牌主要为童装和乐町两个品牌。2017 年至今公司关闭了乐町、MATERIALGIRL 品牌旗下低效联营门店, 并将其余联营门店全部转换为直营店和加盟店, 目前上述品牌联营店已经调整完毕。童装在早期也经历

了“跑马圈地”, 前期所开的店面质量参差不齐, 在 2018 年上半年公司对低效店面和整体的店面陈设进行调整, 下半年童装调整也基本结束, 净开店转正。

从渠道结构看, 近几年顺应潮流加大了对购物中心和电商的布局。2015-2017 年, 对传统渠道进行了调整, 关闭了部分低效街店, 街店零售额呈下滑趋势; 百货店零售额保持稳定增长, 但零售额占比逐年下降。购物中心店零售额保持较快增长, 从 2015 年的 19.31 亿元增长至 2017 年 28.68 亿元, 三年年均复合增速约为 21.9%。

**图 11: 公司自 2017 年以来的开关店情况**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 12: 2014 年-2018Q3 净利润及增速 (亿元)**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 13: 太平鸟个渠道收入占比**


类型	零售额	占比
街店	184,741	17.66%
百货商场店	356,577	34.08%
购物中心店	288,370	27.56%
网上销售(净额)	216,638	20.70%
合计	1046,326	100%

单位: 万元

类型	零售额	占比
街店	228,763	23.12%
百货商场店	354,047	35.78%
购物中心店	246,923	24.95%
网上销售(净额)	159,800	16.15%
合计	989,534	100%

单位: 万元

类型	零售额	占比
街店	250,241	28.41%
百货商场店	326,312	37.05%
购物中心店	193,147	21.93%
网上销售(净额)	111,051	12.61%
合计	880,751	100%

单位: 万元

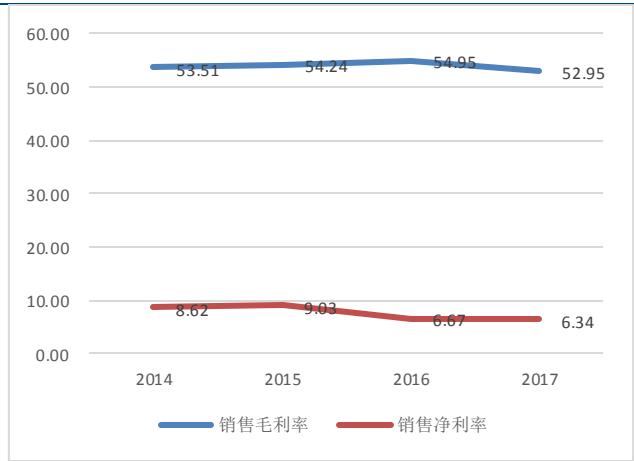
资料来源: 公司公告、东兴研究所

## 5. 财务状况

净利率近两年在恢复期, 销售费用压缩空间仍大。公司毛利率 14 年到 17 年 4 整体稳定, 净利率近两年还在修复期。公司目前各个品牌的供应链相互独立, 随着公司供应链整合, 采购端将有更多的协同效应, 展望后期公司的毛利仍有很大的上行空间。

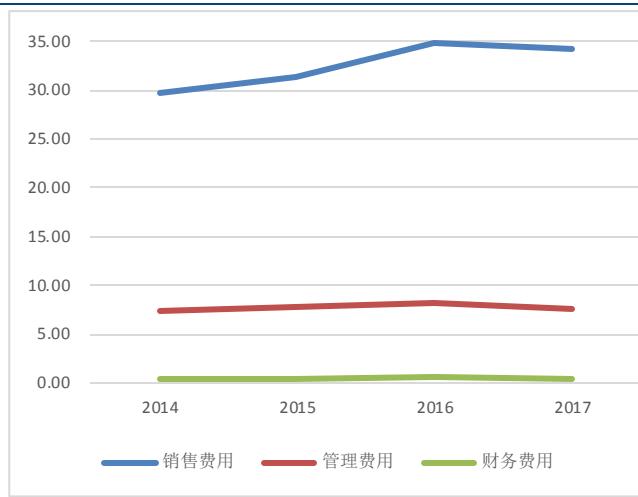
期间费用看, 公司销售费用率较高, 主要因为公司定位时尚大众, 购物中心和百货的收入占比较高, 在购物中心和百货渠道公司的直营门店占比较高, 直营店的租金和人力成本拉高了销售费用。公司在 2018 年新开店直营占比仍高, 预计在短时间销售费用仍承压, 但是长期来看, 随着店铺结构调整结束, 新开直营店也会贡献更高的业绩。

图 14: 公司 2014-2017 年毛利率与净利率



资料来源: WIND、东兴证券研究所

图 15: 公司 2014-2017 年期间费用率



资料来源: WIND、东兴证券研究所

## 6. 投资建议

公司是国内大众时尚服饰的领导品牌, 收入利润增长稳健, 随着年轻人对服装消费时尚要求的提升, 公司在服装设计领域的优势渐显。同时现阶段公司各品牌梯度合理, 渠道产品风格调整都已结束, 后续利润释放可期。我们预测太平鸟 2018-2020 年营收为 77.12 亿元、85.95 亿元、92.74 亿元, 归母净利润为 5.6 亿元、6.6 亿元、7.34 亿元, 同比增长 23.75%、17.77%、11.15%, EPS 为 1.11 元、1.35 元、1.53 元, 对应 PE 为 15.6X/12.9X/11.4X, 给予公司“推荐”评级。

## 7. 风险提示

上游原材料价格波动, 下游需求不及预期。

**表 2: 公司盈利预测表**

资产负债表					利润表						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	3522	4752	7520	7713	8030	<b>营业收入</b>	6320	7142	7712	8595	9274
货币资金	1110	1089	2841	1746	1061	<b>营业成本</b>	2847	3360	3610	3996	4313
应收账款	376	487	526	586	632	<b>营业税金及附加</b>	55	72	78	87	94
其他应收款	101	97	105	117	126	<b>营业费用</b>	2202	2449	2661	2922	3107
预付款项	273	275	277	277	277	<b>管理费用</b>	513	545	589	656	708
存货	1621	1828	2162	2393	2583	<b>财务费用</b>	37	21	-120	-120	-120
其他流动资产	20	935	1571	2556	3313	<b>资产减值损失</b>	223.89	190.02	224.70	248.75	268.46
<b>非流动资产合计</b>	1203	1422	1587	1473	1362	<b>公允价值变动收益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	31	29	31	31	31	<b>投资净收益</b>	-1.92	12.61	0.00	0.00	0.00
固定资产	446.05	399.40	818.45	737.51	656.56	<b>营业利润</b>	440	556	670	804	904
无形资产	212	193	173	156	140	<b>营业外收入</b>	109.59	93.67	93.67	93.67	93.67
其他非流动资产	12	133	133	133	133	<b>营业外支出</b>	10.64	6.28	6.28	6.28	6.28
<b>资产总计</b>	4725	6174	9107	9185	9392	<b>利润总额</b>	539	643	757	892	991
<b>流动负债合计</b>	2380	2482	3112	3303	3484	<b>所得税</b>	117	190	197	232	258
短期借款	340	0	0	0	0	<b>净利润</b>	421	453	560	660	734
应付账款	1212	1436	1521	1684	1817	<b>少数股东损益</b>	-6	-3	25	10	0
预收款项	187	205	225	234	243	<b>归属母公司净利润</b>	428	456	535	650	734
一年内到期的非	0	0	0	0	0	<b>EBITDA</b>	750	832	650	783	880
<b>非流动负债合计</b>	362	392	2592	2623	2811	<b>EPS (元)</b>	0.89	0.95	1.11	1.35	1.53
长期借款	272	301	301	301	301	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	2200	2231	2419		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	2742	2874	5704	5926	6295	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	-13	-17	8	18	18	<b>营业收入增长</b>	7.06%	12.99%	7.99%	11.45%	7.90%
实收资本 (或股)	420	481	481	481	481	<b>营业利润增长</b>	-31.05%	26.34%	20.59%	20.09%	12.36%
资本公积	308	1432	1432	1432	1432	<b>归属母公司净利润</b>	17.34%	21.40%	17.34%	21.40%	12.86%
未分配利润	1166	1352	1372	1397	1425	<b>盈利能力</b>					
归属母公司股东	1997	3318	3580	3799	4046	<b>毛利率 (%)</b>	54.95%	52.95%	53.19%	53.50%	53.49%
<b>负债和所有者权益</b>	4725	6174	9293	9743	10359	<b>净利率 (%)</b>	6.67%	6.34%	7.27%	7.68%	7.91%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利率 (%)</b>	9.05%	7.39%	5.88%	7.08%	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	<b>ROE (%)</b>	21.41%	13.75%	14.95%	17.11%	18.13%
<b>经营活动现金流</b>	630	627	395	-194	171	<b>偿债能力</b>					
净利润	421	453	560	660	734	<b>资产负债率 (%)</b>	58%	47%	61%	61%	61%
折旧摊销	273.80	254.95	0.00	80.95	80.95	<b>流动比率</b>	1.48	1.91	2.42	2.33	2.30
财务费用	37	21	-120	-120	-120	<b>速动比率</b>	0.80	1.18	1.72	1.61	1.56
应收账款减少	0	0	-39	-60	-46	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	0	0	20	9	9	<b>总资产周转率</b>	1.43	1.31	1.00	0.90	0.92
<b>投资活动现金流</b>	-212	-1237	-505	-249	-268	<b>应收账款周转率</b>	17	17	15	15	15
公允价值变动收	0	0	0	0	0	<b>应付账款周转率</b>	5.52	5.39	5.22	5.36	5.30
长期股权投资减	0	0	-9	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
投资收益	-2	13	0	0	0	<b>每股收益 (最新摊薄)</b>	0.89	0.95	1.11	1.35	1.53
<b>筹资活动现金流</b>	-21	599	2047	-280	-179	<b>每股净现金流 (最新)</b>	0.94	-0.02	4.03	-1.50	-0.57
应付债券增加	0	0	2200	31	188	<b>每股净资产 (最新摊)</b>	4.75	6.90	7.45	7.90	8.42
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	61	0	0	0	<b>P/E</b>	19.57	18.33	15.62	12.87	11.40
资本公积增加	0	1124	0	0	0	<b>P/B</b>	3.66	2.52	2.34	2.20	2.07
<b>现金净增加额</b>	396	-11	1938	-723	-276	<b>EV/EBITDA</b>	9.08	9.11	12.34	11.69	11.38

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长, 9年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

## 研究助理简介

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好评级：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性评级：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡评级：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。