

太平鸟 (603877) 研究报告

股权激励方案高增长指引，快时尚龙头投资价值明显

买入 (首次)

2017年7月5日

事件:

公司公布限制性股票激励计划，拟以 13.96 元/股价格向 412 名员工授予 988.37 万股，约占公司总股本 2.08%。

投资要点:

- 本次限制性股权激励面向中层员工，覆盖面广、力度大，业绩考核目标体现公司对未来发展信心。本次限制性补票激励计划涉及激励对象 412 人，其中中层管理人员 281 人，核心业务人员 131 人，覆盖面较广；同时平均每人授予 2.40 万股，授予价格 13.96 元/股，激励力度较大；从解禁考核目标来看，2017/2018/2019 年归母净利润不低于 4.5/6.5/8.5 亿元，三年复合增速达到 35% 以上，对应目前市值市盈率为 29.5/20.5/16.5 倍，高业绩增长目标体现公司对于自身发展的充足信心。
- 公司上市前曾通过员工持股平台进行高层激励：2011 年，公司控股股东太平鸟集团及 125 位公司高级管理人员共同出资成立禾乐投资（当年确认 7463.35 万元管理费用进入上市公司报表），目前禾乐投资持有公司 8.52% 股份。禾乐投资的成立及本次限制性股权计划推动下，高层管理人员+中层管理及技术人员激励到位。公司组织架构本身就具备充分授权的特征，男装/女装/童装/乐叮/MG 分属五个事业部，充分授权与充分激励结合保证了公司各个品牌品类均能快速健康成长，在货品组织和终端零售方面近几年在时尚领域一直走在行业前列。

图：太平鸟武汉旗舰店



数据来源：赢商网

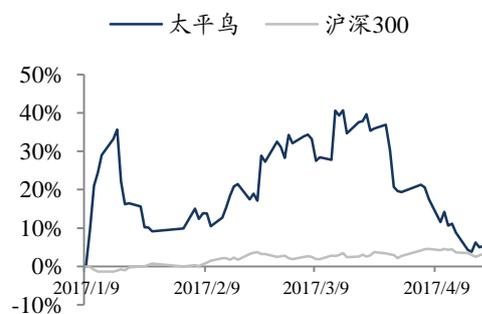
- IPO 以后，公司的在保留原有的机制体制下，战略重心逐步转向内部提效，重点提升的方面包括存货的管理系统、供应链组织体系、设计创意平台等极具协同效应的环节。

证券分析师 马莉
执业资格证书号码：S0600517050002
(010) 66573632
mal@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川
执业资格证书号码：S0600517050003
linjch@dwzq.com.cn

研究助理 陈腾曦
chentx@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	27.99
一年最低价/最高价	25.10/44.00
市净率	4.23
流通 A 股市值 (百万元)	1539

基础数据

每股净资产 (元)	6.61
资产负债率 (%)	40.06
总股本 (百万股)	475
流通 A 股 (百万股)	55

相关研究

■ 对于未来的成长空间，主要来源于两个方面：

(1) 在整体提效前提下的门店扩张，从单品牌品类角度出发，门店最多的太平鸟女装门店总数仅 1,600 家，成长空间仍较大。

(2) 内部提效——库存管理能力提升、供应链组织高效化等等都将带来效率的提升，从而影响毛利率及净利润率，公司 16 年终端零售 63 亿，净利润 4.3 亿，净利润率 6.8%，正常快时尚品牌净利润率能达到 10%，太平鸟的提效战略有望助推公司净利润率的逐步攀升。

此外，公司 16 年净利润 4.3 亿，但其中包含了 2.23 亿的存货减值损失，主要是历史上产品风格调整所遗留的问题，从存货结构来看，我们认为这一历史情况将于 2017 年得到有效改善。

表：太平鸟重点财务数据（百万元）

	2014	2015	2016	2016Q1	2017Q1
归母净利润	436.93	535.90	427.54	61.43	58.61
资产减值损失	149.75	167.80	223.89	57.61	91.06
应收账款	277.52	373.13	375.78	未披露	272.04
存货	1062.80	1508.75	1621.09	未披露	1414.07
净资产	1417.18	1771.88	1983.20	未披露	3125.51

数据来源：公司招股说明书、公司年报、东吴证券研究所

表：太平鸟 2016 年存货情况（百万元）

库龄	账面余额	跌价准备	账面价值
当季及下一季	680.87	0.42	680.45
过季一年以内	694.74	47.23	647.51
过季一至两年	332.39	164.74	167.65
过季两年以上	218.66	171.68	46.98
总计	1926.67	384.06	1542.61

数据来源：公司年报、东吴证券研究所

■ **投资建议及盈利预测：**我们认为随公司渠道扩张及内部管理理顺，作为快时尚龙头投资价值将逐步体现，限制性股权激励业绩指标的可实现性较强，预计 2017/2018/2019 年 EPS 为 0.98/1.38/1.80 元/股，对应目前市值市盈率 28.6/20.3/15.5 倍，综合考虑成长性与估值水平，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**多品牌协同不及预期，库存管理及供应链管理能力提升不及预期，终端销售不振。

财务报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3522.43	4649.34	5780.96	6408.94	营业收入	6320.37	7075.87	8529.54	10163.54
现金	1110.44	2070.91	2238.20	2619.09	营业成本	2847.44	3218.01	3935.33	4725.75
应收款项	376.60	400.57	561.31	593.58	营业税金及附加	55.29	63.68	76.77	91.47
存货	1621.09	1766.28	2376.17	2598.30	销售费用	2202.07	2465.29	2899.26	3360.00
其他	19.68	44.03	43.23	35.65	管理费用	513.21	574.55	669.11	766.80
非流动资产	1202.78	1255.31	1345.87	1441.37	财务费用	36.83	(41.17)	(43.37)	(53.46)
长期股权投资	31.07	31.07	31.07	31.07	投资净收益	(1.92)	(0.96)	(1.28)	(1.39)
固定资产	446.05	432.06	410.06	384.81	其他	223.89	244.35	198.12	201.14
无形资产	212.29	202.12	191.96	181.79	营业利润	439.72	550.20	793.03	1070.45
其他	12.43	10.32	13.31	12.02	营业外净收支	98.95	70.63	85.80	85.13
资产总计	4725.21	5904.65	7126.83	7850.31	利润总额	538.66	620.83	878.83	1155.58
流动负债	2380.40	2195.56	2961.71	3113.97	所得税费用	117.34	155.21	219.71	288.89
短期借款	340.00	153.33	204.44	232.59	少数股东损益	(6.22)	0.00	5.00	10.00
应付账款	1211.81	1126.60	1810.96	1775.35	归属母公司净利润	427.54	465.62	654.12	856.68
其他	208.60	224.77	221.90	218.42	EBIT	757.65	818.02	1025.83	1310.99
非流动负债	361.61	347.62	353.56	354.60	EBITDA	831.02	875.97	1095.67	1394.21
长期借款	272.24	265.75	271.00	269.66					
其他	0.00	1.00	1.00	1.00	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	2742.01	2543.18	3315.27	3468.56	每股收益(元)	1.02	0.98	1.38	1.80
少数股东权益	(13.46)	(8.35)	(9.68)	(10.49)	每股净资产(元)	4.75	7.08	8.02	9.22
归属母公司股东权益	1996.66	3361.47	3811.56	4381.75	发行在外股份(百万股)	420	475	475	475
负债和股东权益总计	4725.21	5904.65	7126.83	7850.31	ROIC(%)	22.83%	16.23%	17.95%	20.13%
					ROE(%)	22.77%	17.42%	18.24%	20.91%
					毛利率(%)	54.95%	54.52%	53.86%	53.50%
					EBIT Margin(%)	11.99%	11.56%	12.03%	12.90%
					销售净利率(%)	6.76%	6.58%	7.67%	8.43%
					资产负债率(%)	58.03%	43.07%	46.52%	44.18%
					收入增长率(%)	7.06%	11.95%	20.54%	19.16%
					净利润增长率(%)	-20.22%	8.91%	40.48%	30.97%
					P/E	31.10	28.55	20.33	15.52
					P/B	6.70	3.96	3.49	3.03
					EV/EBITDA	16.74	15.66	12.57	9.90
现金流量表 (百万元)									
	2016.00	2017E	2018E	2019E					
经营活动现金流	630.17	713.10	764.55	1107.54					
投资活动现金流	(212.50)	(565.22)	(436.77)	(492.58)					
筹资活动现金流	(21.33)	812.60	(160.49)	(234.06)					
现金净增加额	396.34	960.47	167.28	380.90					
折旧与摊销	73.37	57.94	69.85	83.23					
资本开支	229.90	565.22	486.77	542.58					
营运资本变动	(139.87)	(153.47)	(232.07)	(102.14)					
企业自由现金流	756.00	1083.21	1093.92	1506.91					

数据来源: Wind, 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 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5% 以下。

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>

