

太平鸟 (603877) 2017 年业绩预增公告点评

业绩预增，复苏趋势更为明朗，坚定看好

2018 年 1 月 9 日

投资要点

- ❖ **公司业绩预增，2017 年收入/净利润同增约 15.4%/10.7%。**公司公布 2017 年业绩预增公告，预计 2017 年收入同增约 15.4%至 73 亿元、净利润同增约 10.7%至 4.73 亿元，略超预期。经我们测算，2017 年公司毛利率约 53%，同比下降约 2PCTs；费用率约 42%，同降约 2PCTs；资产减值损失同增约 15%至 2.57 亿元，综合考虑投资收益同增约 1300 万元和股权激励费用支出，致扣非净利润同增约 7.2%至 3.76 亿元。同时政府补贴增加使得营业外收入同增约 2000 万，推动全年业绩同增 10.7%。分季度看，2017Q4 公司实现收入/净利润分别同增约 25%/60%，显著优于前三季度（10%/-29%）。
- ❖ **主品牌复苏增长，童装延续高增，电商表现优异。**分品牌看，公司主品牌调整逐渐落地，我们预测 2017 年 PB 男女装收入/净利均实现约 15%/10%+增长，其中女装全年预计净增门店大几十家、但同店仍有下滑（预测约中单位数下滑），线上收入同增 80%+成为主要增长来源。男装预计门店净增近 50 家、同店逐季改善（全年预计持平）。乐町受联营转加盟影响，全年预计门店净关 80+家、店效略有提升，综合预测收入同比持平，但得益于折扣管控/存货控制合理/费用节约/电商发展，净利润超翻倍增长。Mini Peace 外延拓店&同店提升延续高增趋势，预计 2017 年收入/净利分别同增约 30%/300%。MG 不断发展成熟，全年实现收入增长 60%+，净利基本持平。此外 2017 年公司电商渠道延续优异表现，收入净利增速均超 40%。
- ❖ **主品牌回暖&多品牌发力，2018 年值得期待，Q1 业绩望实现更高弹性。**2017 年 PB 女装产品改善明显，目前老会员已基本退出/新会员正快速流入，2018 年同店望恢复正增长，同时预计延续百家左右的净开店趋势，2018 年业绩望提速增长。男装 2017 年同店逐季改善，2018 春夏订货会同增 10%+，延续良好发展趋势，加之门店仍有扩张空间，2018 年业绩增速有望提升。乐町调整完毕 2018 年望加速拓店，Mini Peace/MG 预测延续高增趋势。此外，出售宜昌工厂收益进一步增加 2018 年业绩确定性，我们判断 2018 年大概率实现 6.5 亿元业绩目标。而由于 2018 年春节前可销售天数（较去年同期多 19 天），公司有 1235 家直营店（截至 2017 年三季报），预计 2018Q1 公司业绩有望超 1 亿元（2017 年 5861 万）。
- ❖ **产品&渠道调整完毕，有望持续复苏向好。**公司主品牌 PB 男女装产调整效果逐渐显现，男装同店增速逐季改善、女装电商高增验证产品力不断提升，未来望回复净开店步伐，持续复苏增长；乐町联营转加盟迅速调整完毕，优质联营商保留转为加盟商，未来有望加速拓店步伐、迅速扩张；童装表现出众，内生&外延合力、望延续高增长趋势；MG 发展日趋成熟。同时公司与线上（天猫）和线下（万达/银泰/百盛/印力/新城）优质渠道形成战略合作，为公司在优质渠道的扩张与客户挖掘提供强有力支撑。
- ❖ **风险提示。**市场竞争加剧风险；多品牌运作不及预期风险。
- ❖ **盈利预测及估值。**公司具备龙头潜力，2018/2019 年望实现高增长，估值较低（2018 年 PE18 倍）。前期因限售股解禁导致股价出现调整，综合考虑交易量/持股规模/减持新规等，我们判断小非通过二级市场减持概率较低/数量有限。上调 2017 年 EPS 预测至 0.98 元（原为 0.95 元）维持 2018/2019 年 EPS 预测为 1.35/1.77 元，现价对应 2018 年 PE 18 倍，维持“买入”评级。

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5903	6320	7294	8295	9242
营业收入增长率	18.1	7.1	15.4	13.7	11.4
净利润(百万元)	536	427.54	471.78	652.97	851.60
净利润增长率	22.7	-20.2	10.3	38.4	30.4
每股收益 EPS(基本)(元)	1.11	0.89	0.98	1.35	1.77
毛利率%	54.2	54.9	53.3	54.5	54.9
净资产收益率 ROE%	30.1	21.4	13.8	17.2	20.0
每股净资产(元)	3.70	4.15	7.13	7.88	8.85
PE	22	28	25	18	14
PB	6.7	6.0	3.5	3.1	2.8

资料来源：中信量化投资分析系统

注：股价为 2018 年 1 月 8 日收盘价



买入 (维持)

当前价：24.75 元

中信证券研究部

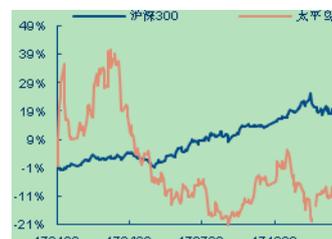
薛缘

电话：021-20262134

邮件：xueyuan@citics.com

执业证书编号：S1010514080007

相对指数表现



资料来源：中信量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	4160.16 点
总股本/流通股本	480.9/55 百万股
近 12 月最高/最低价	43.15 元/23.87 元
近 1 月绝对涨幅	-8.96%
近 6 月绝对涨幅	-11.92%
今年以来绝对涨幅	-8.7%
12 个月日均成交额	150.57 百万元

相关研究

1. 太平鸟 (603877) 深度跟踪报告—品牌夯实，布局前瞻，鸟人振翅 (2017-11-23)
2. 太平鸟 (603877) 电话会议纪要—纵览太平鸟 Q3 经营详情. (2017-11-02)
3. 太平鸟 (603877) 2017 年三季报点评—Q3 表现平淡，不改全年业绩判断 (2017-10-31)
4. 太平鸟 (603877) 调研纪要—存货影响削弱调整复苏，多品牌携手助力增长 (2017-09-04)
5. 太平鸟 (603877.SH) 重大事项点评—股权激励落地，多品牌发展有序，业绩增长可期 (2017-07-07)
6. 太平鸟 (603877) 调研纪要—调整已就业绩企稳，内生发展助力增长 (2017-03-02)

利润表 (百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,903	6,320	7,294	8,295	9,242
营业成本	2,701	2,847	3,406	3,774	4,133
毛利率	54.24%	54.95%	53.30%	54.50%	54.85%
营业税金及附加	51	55	73	83	92
营业费用	1,853	2,202	2,407	2,830	3,024
营业费用率	31.38%	34.84%	33.00%	34.12%	32.72%
管理费用	464	513	576	676	732
管理费用率	7.85%	8.12%	7.90%	8.15%	7.92%
财务费用	28	37	18	4	1
财务费用率	0.48%	0.58%	0.25%	0.04%	0.01%
投资收益	-1	-2	1	1	1
营业利润	638	440	486	714	983
营业利润率	10.80%	6.96%	6.66%	8.61%	10.64%
营业外收入	99	110	135	140	127
营业外支出	11	11	11	11	10
利润总额	726	539	610	843	1,100
所得税	193	117	134	186	242
所得税率	26.54%	21.78%	22.00%	22.00%	22.00%
少数股东损益	-3	-6	4	5	7
归属于母公司股东的净利润	536	428	472	653	851
净利率	9.08%	6.76%	6.47%	7.87%	9.21%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	536	428	472	653	852
少数股东损益	-3	-6	4	5	7
折旧和摊销	154	174	147	156	165
营运资金变动	-603	-140	-682	-52	-353
其他	153	174	346	217	237
经营现金流	237	630	287	979	909
资本支出	-242	-230	-167	-161	-162
投资收益	0	0	1	1	1
资产变卖	11	1	0	-6	0
其他	-37	17	0	0	0
投资现金流	-268	-212	-166	-165	-161
发行股票	0	0	1,173	0	0
负债变化	145	217	-340	0	0
股息支出	-210	-239	-212	-294	-383
其他	0	0	-18	-3	-1
融资现金流	-65	-21	602	-297	-384
现金净增加额	-96	396	723	516	363

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	704	1,110	1,834	2,350	2,714
存货	1,509	1,621	2,025	2,138	2,411
应收账款	373	376	466	470	565
其他流动资产	414	415	482	502	552
流动资产	3,000	3,522	4,807	5,460	6,242
固定资产	480	446	483	511	529
长期股权投资	33	31	31	31	31
无形资产	216	212	208	203	198
其他长期资产	375	513	503	491	475
非流动资产	1,103	1,203	1,225	1,236	1,233
资产总计	4,103	4,725	6,032	6,695	7,475
短期借款	120	340	0	0	0
应付账款	1,080	1,212	1,350	1,537	1,710
其他流动负债	857	916	988	1,101	1,233
流动负债	2,056	2,468	2,338	2,638	2,942
长期借款	275	272	272	272	272
其他长期负债	0	2	2	2	2
非流动性负债	275	274	274	274	274
负债合计	2,331	2,742	2,612	2,912	3,216
股本	420	420	481	481	481
资本公积	308	308	1,419	1,419	1,419
归属于母公司所有者权益合计	1,779	1,997	3,429	3,788	4,259
少数股东权益	-7	-13	-10	-4	2
负债股东权益总计	4,103	4,725	6,032	6,695	7,475

主要财务指标

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
增长率 (%)					
营业收入	18.1	7.1	15.4	13.7	11.4
营业利润	4.9	-31.0	10.5	47.2	37.6
净利润	22.7	-20.2	10.3	38.4	30.4
利润率 (%)					
毛利率	54.2	54.9	53.3	54.5	54.9
EBIT Margin	14.1	11.1	11.4	11.2	13.2
EBITDA Margin	16.8	13.9	13.4	13.1	15.0
净利率	9.1	6.8	6.5	7.9	9.2
回报率 (%)					
净资产收益率	30.1	22.6	17.4	18.1	21.2
总资产收益率	13.0	9.7	8.8	10.2	12.0
其他 (%)					
资产负债率	56.8	58.0	43.3	43.5	43.0
所得税率	26.5	21.8	22.0	22.0	22.0
股利支付率	4.8	0.0	45.0	45.0	45.0

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSASingaporePteLtd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSASingapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。