

2018年10月28日

太平鸟 (603877.SH)

公司快报

三季度营收增长提速，库存清理使毛利率有所下降

事件

周五盘后，公司发布2018年三季报。前三季度，公司实现营业收入48.88亿元，较上年同期增加13.14%；归属于上市公司股东的净利润2.82亿元，较上年同期增加69.72%。EPS为0.59元。

其中第三季度公司营业收入17.19亿元，同比增长14.51%，实现归母净利润8522万元，同比增长13.93%。

投资要点

◆ **外延扩张、库存清理及去年低基数使三季度营收增长提速，主要女装男装品牌均保持良好增速：**分季度看，前三季度公司分别实现营收增长14.49%、9.99%、14.51%，三季度营收增速有所回升，我们认为主要是受门店开拓、积极的库存清理以及去年三季度增长较慢的低基数影响，使公司在三季度整体消费趋缓的背景下取得较好的营收增速。净利润端，前三季度净利增长分别为131.88%、87.51%、13.93%，三季度净利增速放缓，主要是公司积极的库存清理使毛利率下降影响。

门店方面，截止三季度末，公司门店数量达4431家，较去年同期末净增长258家，较上半年末净增加124家，公司线下渠道仍处于扩张态势。其中，与上半年末相比，公司直营门店净增加79家至1407家，加盟门店净增加47家至3007家。三季度末，直营门店、加盟门店和联营门店的占比分别约31.7%、67.9%与0.4%。

分品牌看，前三季度太平鸟女装营收同比增长9.33%至18.27亿元，三季度营收由于去年的低基数而实现15.42%的增长，前三季度毛利率基本平稳。太平鸟男装营收增长18.50%至16.56亿元，三季度受整体消费增速放缓影响，营收增速略有放缓且毛利率由上半年的61.74%降至54.30%。乐町女装延续调整趋势，前三季度营收同比下降1.82%至6.10亿元，三季度营收已实现10.17%的同比增长。太平鸟童装前三季度营收增长24.16%至5.61亿元，童装市场更为激烈以及加大线上销售力度使三季度童装增速与毛利率环比均有所下降。其他品牌前三季度营收增长31.44%至1.45亿元，三季度增速及毛利率均环比略降。

分渠道看，直营加盟角度，前三季度直营店营收同比增长21.27%至21.31亿元，毛利率保持平稳，推算店均收入同比增长约6.45%，直营渠道内生外延均保持良好态势。前三季度加盟渠道加大折扣力度，营收增长6.53%至15.44亿元，三季度营收增长14.89%带动前三季度营收增速重回正值，积极的促销也使第三季度毛利率由上半年的53.22%降至40.60%。线上线下角度的，前三季度公司线下渠道营收平稳增长12.11%至36.81亿元，线上增长16.45%至11.27亿元，线上增速略有放缓。

◆ **积极的库存清理带动毛利率下行，资产减值损失降低及投资收益使前三季度净利率同比提升：**盈利能力方面，积极的库存清理使三季度毛利率较上半年的55.77%降低4.04pct至51.73%，带动前三季度毛利率同比下降1.64pct至54.35%。期间费用方

纺织服装 | 休闲快时尚 III

投资评级

买入-A(维持)

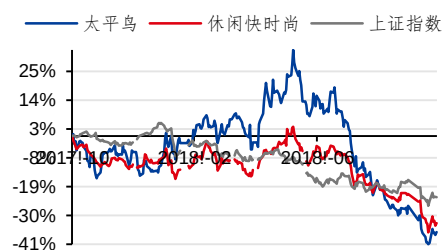
股价(2018-10-26)

17.90元

交易数据

总市值(百万元)	8,606.60
流通市值(百万元)	3,557.91
总股本(百万股)	480.82
流通股本(百万股)	198.77
12个月价格区间	15.53/38.40元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.98	-29.33	-18.0
绝对收益	-12.9	-38.89	-41.93

分析师

王冯
SAC执业证书编号：S0910516120001
wangfeng@hua.jinsc.cn
021-20377089

报告联系人

吴雨舟
wuyuzhou@hua.jinsc.cn
021-20377061

相关报告

太平鸟：产品及营销改善推升营收，库存持续优化保证利润增速 2018-08-21

太平鸟：女装男装回暖，线上持续增长，轻装上阵有望继续稳步增长 2018-04-25

太平鸟：控股太平鸟巢抢占时尚家居先机，品牌、业务协同促进业绩增长 2018-01-31

太平鸟：携手阿里，新零售战略合作促线上线下齐发展 2017-09-22

太平鸟：品牌外延空间较大、股权激励业绩目标高 2017-07-28

面,销售费用率较去年同期下降 0.60pct 至 37.55%,管理费用及研发费用合计占营收同比上升 0.26pct 至 9.35%,财务费用率微降 0.05pct 至 0.27%,期间费用率合计略微上升。另有资产减值损失占营收降低 2.11pct 至 3.01%,理财产品购买及宜昌制造资产转让推升投资收益及资产处置收益,最终公司前三季度销售净利率同比提升 1.76pct 至 5.61%,但第三季度净利率由上半年的 6.06%降至 4.76%。存货方面,三季度末公司存货较年初增长 19.87%至 21.91 亿元,存货占营收比例较去年同期微降 0.65pct 至 44.83%,存货保持良好态势。现金流方面,前三季度经营活动现金流量净额为-2.88 亿元,与去年三季度的-2.61 亿元类似,其中第三季度经营活动现金流量净额为-1658 万元,净流出较前两季度有所改善。

◆ **拟回购股份不超 1 亿元,彰显公司信心:** 10 月 22 晚公司公告称,基于对公司未来发展的信心,增强投资者信心,进一步完善公司长效激励机制,公司计划于 6 个月内以自有资金进行股份回购,回购金额不低于 5000 万元,不超过 1 亿元,回购股份价格不超 25 元/股。本次拟回购的股份将作为实施股权激励计划或员工持股计划等。若以回购资金上限 1 亿元与回购价格上限 25 元/股计算,本次回购数量占总股本比例约 0.83%。公司回购彰显信心,有利于公司长期稳定发展。

◆ **投资建议:** 太平鸟是我国大众休闲服饰龙头之一,前三季度公司持续优化门店结构及质量,积极进行库存清理,品牌外延内生均取得较好成绩,实现较快业绩增长。四季度为传统消费旺季,公司有望维持较快的业绩增速。我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 1.34、1.71 和 2.03 元。净资产收益率分别为 17.3%、19.9%和 21.2%。目前公司股价约为 2018 年对应 EPS 的 13 倍,维持“买入-A”建议。

◆ **风险提示:** 外延扩张或不及预期;市场竞争加剧或致毛利率下滑;部分品牌增长不及预期;公司回购股份仍需股东大会审批。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	6,320.4	7,141.7	8,398.1	9,978.0	11,807.2
同比增长(%)	7.1%	13.0%	17.6%	18.8%	18.3%
营业利润(百万元)	439.7	555.5	754.2	985.1	1,193.6
同比增长(%)	-31.0%	26.3%	35.8%	30.6%	21.2%
净利润(百万元)	427.5	456.3	643.7	820.4	977.5
同比增长(%)	-20.2%	6.7%	41.1%	27.4%	19.1%
每股收益(元)	0.89	0.95	1.34	1.71	2.03
PE	20.1	18.9	13.4	10.5	8.8
PB	4.3	2.6	2.3	2.1	1.9

数据来源:贝格数据,华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,320.4	7,141.7	8,398.1	9,978.0	11,807.2	年增长率					
减: 营业成本	2,847.4	3,360.4	4,056.3	4,789.4	5,667.5	营业收入增长率	7.1%	13.0%	17.6%	18.8%	18.3%
营业税费	55.3	72.1	75.6	89.8	106.3	营业利润增长率	-31.0%	26.3%	35.8%	30.6%	21.2%
销售费用	2,202.1	2,448.9	2,813.4	3,292.7	3,896.4	净利润增长率	-20.2%	6.7%	41.1%	27.4%	19.1%
管理费用	513.2	545.4	646.7	748.3	885.5	EBITDA 增长率	-25.3%	11.5%	41.8%	26.2%	18.5%
财务费用	36.8	21.3	2.0	-7.5	-18.0	EBIT 增长率	-28.4%	12.8%	40.7%	29.3%	20.2%
资产减值损失	223.9	190.0	110.0	100.0	100.0	NOPLAT 增长率	-23.8%	9.0%	39.6%	29.3%	20.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-8.7%	86.6%	3.5%	-0.8%	-5.1%
投资和汇兑收益	-1.9	12.6	60.0	20.0	24.0	净资产增长率	11.9%	66.4%	12.0%	10.8%	11.6%
营业利润	439.7	555.5	754.2	985.1	1,193.6	盈利能力					
加: 营业外净收支	98.9	87.4	91.4	92.6	90.5	毛利率	54.9%	52.9%	51.7%	52.0%	52.0%
利润总额	538.7	642.9	845.6	1,077.7	1,284.0	营业利润率	7.0%	7.8%	9.0%	9.9%	10.1%
减: 所得税	117.3	190.1	211.4	269.4	321.0	净利润率	6.8%	6.4%	7.7%	8.2%	8.3%
净利润	427.5	456.3	643.7	820.4	977.5	EBITDA/营业收入	8.7%	8.6%	10.3%	11.0%	11.0%
						EBIT/营业收入	7.5%	7.5%	9.0%	9.8%	10.0%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	58.0%	46.5%	47.5%	47.1%	47.8%
货币资金	1,110.4	1,089.0	1,511.7	1,796.0	2,273.1	负债权益比	138.3%	87.1%	90.4%	88.9%	91.6%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.48	1.91	1.80	1.86	1.88
应收帐款	477.0	583.6	629.4	811.8	893.7	速动比率	0.80	1.18	1.10	1.15	1.17
应收票据	0.8	-	0.9	0.3	1.0	利息保障倍数	12.94	25.28	375.52	-130.89	-65.22
预付帐款	272.9	275.1	378.4	419.8	524.8	营运能力					
存货	1,621.1	1,828.2	2,228.1	2,508.1	2,907.5	固定资产周转天数	26	21	19	17	12
其他流动资产	40.1	976.1	1,000.0	1,050.0	1,102.5	流动营业资本周转天数	22	39	53	47	41
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	186	209	225	223	218
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	27	27	26	26	26
长期股权投资	31.1	29.4	29.4	29.4	29.4	存货周转天数	89	87	87	85	83
投资性房地产	11.1	-	-	-	-	总资产周转天数	251	275	283	266	251
固定资产	446.0	399.4	495.5	427.1	347.5	投资资本周转天数	60	73	82	70	57
在建工程	52.7	161.8	42.4	33.9	33.9	费用率					
无形资产	212.3	192.6	185.2	177.8	170.5	销售费用率	34.8%	34.3%	33.5%	33.0%	33.0%
其他非流动资产	449.6	639.0	534.7	478.6	470.9	管理费用率	8.1%	7.6%	7.7%	7.5%	7.5%
资产总额	4,725.2	6,174.3	7,035.6	7,732.9	8,754.5	财务费用率	0.6%	0.3%	0.0%	-0.1%	-0.2%
短期债务	340.0	-	241.2	103.1	-	三费/营业收入	43.5%	42.2%	41.2%	40.4%	40.3%
应付帐款	1,271.1	1,571.4	1,944.0	2,313.2	2,819.0	投资回报率					
应付票据	10.0	-	12.1	2.2	14.7	ROE	21.4%	13.8%	17.3%	19.9%	21.2%
其他流动负债	759.3	910.1	1,001.5	1,125.5	1,254.7	ROA	8.9%	7.3%	9.0%	10.5%	11.0%
长期借款	272.2	300.6	48.1	-	-	ROIC	33.9%	40.5%	30.3%	37.8%	45.9%
其他非流动负债	89.4	91.4	93.0	95.0	98.0	分红指标					
负债总额	2,742.0	2,873.5	3,339.9	3,639.0	4,186.4	DPS(元)	0.44	0.70	0.67	0.85	1.02
少数股东权益	-13.5	-16.8	-26.3	-38.5	-52.9	分红比率	49.1%	73.8%	50.0%	50.0%	50.0%
股本	420.0	480.9	480.8	480.8	480.8	股息收益率	2.4%	3.9%	3.7%	4.8%	5.7%
留存收益	1,576.7	2,919.4	3,241.3	3,651.5	4,140.2						
股东权益	1,983.2	3,300.7	3,695.8	4,093.8	4,568.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	421.3	452.8	643.7	820.4	977.5	EPS(元)	0.89	0.95	1.34	1.71	2.03
加: 折旧和摊销	174.3	206.0	112.7	118.8	123.9	BVPS(元)	4.15	6.90	7.74	8.59	9.61
资产减值准备	223.9	190.0	-	-	-	PE(X)	20.1	18.9	13.4	10.5	8.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.3	2.6	2.3	2.1	1.9
财务费用	28.8	15.8	2.0	-7.5	-18.0	P/FCF	11.6	-11.9	15.2	13.2	8.9
投资损失	1.9	-12.6	-60.0	-20.0	-24.0	P/S	1.4	1.2	1.0	0.9	0.7
少数股东损益	-6.2	-3.4	-9.5	-12.1	-14.4	EV/EBITDA	11.9	11.7	7.9	5.8	4.5
营运资金的变动	-177.6	-1,185.4	8.3	-11.8	18.9	CAGR(%)	24.3%	28.6%	6.0%	24.3%	28.6%
经营活动产生现金流量	630.2	627.2	697.2	887.8	1,063.8	PEG	0.8	0.7	2.2	0.4	0.3
投资活动产生现金流量	-212.5	-1,237.4	-22.0	-14.5	-13.0	ROIC/WACC	3.3	3.9	2.9	3.7	4.5
融资活动产生现金流量	-21.3	598.7	-252.5	-588.9	-573.8						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn