

2018年12月07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

大股东溢价接手方源资本所有股权，理清股价压制因素彰显发展信心

买入（维持）

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:**公司发布公告，第二大股东 Proven Success 及其一致行动人已经签署协议，将通过协议转让、间接转让方式完成全部减持计划，转让完成后不再直接或间接持有公司股份
- 本次股东权益变动计划主要分为两个部分:**
 - 1、Proven Success 拟以 20.37 元/股价格 (12/6 收盘价 17.90 元/股) 将其持有的全部 5250 万股 (占股本 10.92%) 转让给宁波鹏灏 (受控于太平鸟集团)，对价 10.69 亿元；
 - 2、Proven Success 一致行动人东杰汽车拟以 6.44 亿元将其持有的东坚投资 100% 股权转让给宁波鹏灏 (太平鸟集团全资子公司)，从而间接转让东坚投资持有的宁波泛美 75% 股权，宁波泛美直接持有太平鸟 8.77% 股份 (4216.8 万股)；

上述计划完成后，公司原第二大股东 Proven Success 及其一致行动人所持有的公司股份将以合计 17.13 亿元对价全部转让 (我们估算转让均价约为 20.37 元/股，对应 18PE 15.3X)，上市以来持续存在的减持压力自此彻底解除，太平鸟集团本次协议转让承接公司股份亦凸显对未来发展之坚定信心。
- 实际控制人连续增持，彰显信心。**公司实际控制人张江平在 9 月/10 月分别以 20.32/18.25 元/股价格增持 42.4/54 万股，实际控制人张江波则在 9 月以 20.89 元/股价格增持 33.4 万股，彰显对公司信心。
- 盈利预测与投资评级:**Q3 开店速度所提升，全年来看净开 300+ 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，加之此前持续存在的二股东减持这一压制因素顺利解除，值得持续关注，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 PE13.5/10.2/8.5X，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)	3588.84

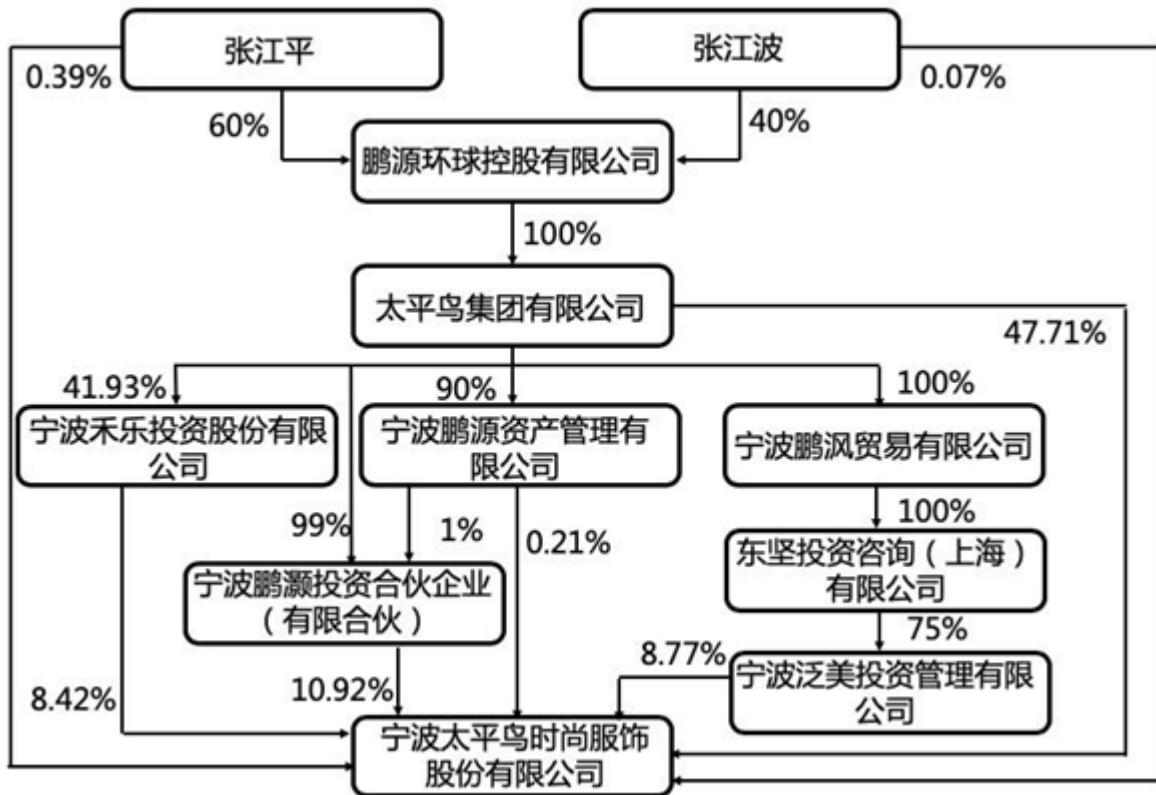
基础数据

每股净资产(元)	6.84
资产负债率(%)	45.85
总股本(百万股)	480.76
流通 A 股(百万股)	200.49

相关研究

- 1、《太平鸟 (603877) 三季报: Q3 线下表现优于线上，存货规模得到良好控制》2018-10-28
- 2、《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
- 3、《太平鸟一季报: 业绩翻番，直营高增长成为亮点》2018-04-27

表：股权变动后公司股权结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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					
少数股东权益	(16.88)	(16.88)	(16.88)	(16.88)					
归属母公司股东权益	3317.55	3677.63	4136.97	4640.76					
负债和股东权益总计	6174.28	6636.63	7367.93	8175.97					
<hr/>									
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	627.23	908.33	1061.99	1525.36	每股收益(元)	0.95	1.33	1.75	2.10
投资活动现金流	(1237.37)	(185.97)	(281.07)	(281.60)	每股净资产(元)	6.90	7.65	8.60	9.65
筹资活动现金流	598.70	(348.26)	(397.42)	(514.10)	发行在外股份(百万股)	481	481	481	481
现金净增加额	(11.44)	374.10	383.49	729.66	ROIC(%)	15.39%	16.82%	19.49%	20.98%
折旧与摊销	75.46	64.54	72.26	80.39	ROE(%)	17.27%	18.29%	21.56%	22.99%
资本开支	2949.42	485.97	281.07	281.60	毛利率(%)	52.95%	52.11%	51.93%	51.53%
营运资本变动	(185.28)	(19.47)	(72.63)	231.52	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

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,并注明出自为东吴证券研究所,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>