

2019 年 03 月 31 日

公司研究 ● 证券研究报告

太平鸟 (603877. SH)

公司快报

温暖天气影响四季度营收增速，TOC 模式持续助力经营效率

事件

公司披露年报，2018 年实现营业收入 77.12 亿元，同比增长 7.78%，实现归母净利润 5.72 亿元，同比增长 27.51%。基本每股收益 1.20 元。拟每 10 股派现金红利 10 元（含税）。

投资要点

◆ **温暖天气影响四季度冬装销售，企业扶持资金等其他收益推升净利润：**营收方面，分品牌看，太平鸟女装、太平鸟男装、乐町女装、太平鸟童装及其他品牌分别占据服装收入的 35%、37%、13%、11%、4%，太平鸟男装女装为营收主要支撑。2018 年，太平鸟女装营收微降 0.4%，温暖天气影响了冬装销售，过季商品处理影响了四季度毛利率。太平鸟男装营收增长 12.3%，四季度增速有所放缓。乐町女装品牌定位及品质提升，营收增长 6.4%，毛利率提升 12.53pct 至 49.7%。太平鸟童装营收增长 21.9%，持续处于快速增长时期。

利润方面，乐町女装、太平鸟男装的毛利率提升覆盖了太平鸟女装的毛利率下滑，2018 年公司毛利率提升 0.38pct 至 53.43%。期间费用率及资产减值损失占营收基本持平。鄞州区企业扶持资金等推动其他收益同比增加 0.8 亿元，推动公司净利润较快增长。

◆ **存货控制情况良好，经营活动现金流净额增长：**存货方面，2018 年末公司存货同比持平，占营收比率下降 1.8pct 至 23.8%，存货控制情况良好。库存商品中，库龄 1 年以内存货占比微升至 50.8%。现金流方面，公司经营活动现金流净额同比增加 38.6% 至 8.53 亿元，主要是营业收入、政府补助增加，以及新增银行承兑汇票作为结算工具。

◆ **TOC 快反模式显成效，逐步推广提升经营效率：**公司 2018 年推广实施 TOC 管理模式，强化以消费者为中心的商品策略及快反供应链，提升经营效率，目前已显现成效。最早采用 TOC 模式的太平鸟男装，通过追单采购，2018 年夏季零售业绩提升 34%，整体夏季商品售罄率提升 6%，季度商品库存下降 12%。未来，随 TOC 模式的进一步推广及深化，公司追单比例有望在 18 年的 18% 基础上进一步提升，提高公司整体经营效率。TOC 模式推进下，公司计划 2019 年实现营收 88 亿元，同比增长 14.1%，实现归母净利润 7 亿元，同比增长 22.5%。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 1.46、1.68 和 1.88 元。净资产收益率分别为 17.7%、18.4% 和 18.7%。目前 PE (2019E) 约为 14 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；公司经营计划及财务预算需要股东大会审议。

纺织服装 | 休闲快时尚 III

投资评级 买入-A(维持)

股价 (2019-03-29) 20.30 元

交易数据

总市值 (百万元)	9,759.41
流通市值 (百万元)	4,070.02
总股本 (百万股)	480.76
流通股本 (百万股)	200.49
12 个月价格区间	0.00/38.40 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
相对收益	3.63	-15.9	-26.74
绝对收益	8.27	8.04	-29.2

分析师

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

报告联系人

 吴雨舟
 wuyuzhou@huajinsc.cn
 021-20377061

相关报告

- 太平鸟：三季度营收增长提速，库存清理使毛利率有所下降 2018-10-28
- 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

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	7,141.7	7,711.9	8,812.3	9,763.6	10,577.8
同比增长(%)	13.0%	8.0%	14.3%	10.8%	8.3%
营业利润(百万元)	555.5	749.5	838.9	982.1	1,115.0
同比增长(%)	26.3%	34.9%	11.9%	17.1%	13.5%
净利润(百万元)	456.3	571.5	702.6	807.3	905.3
同比增长(%)	6.7%	25.3%	22.9%	14.9%	12.1%
每股收益(元)	0.95	1.19	1.46	1.68	1.88
PE	21.4	17.1	13.9	12.1	10.8
PB	2.9	2.8	2.5	2.2	2.0

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,141.7	7,711.9	8,812.3	9,763.6	10,577.8	年增长率					
减: 营业成本	3,360.4	3,591.6	4,106.6	4,569.4	4,961.0	营业收入增长率	13.0%	8.0%	14.3%	10.8%	8.3%
营业税费	72.1	64.3	79.3	87.9	95.2	营业利润增长率	26.3%	34.9%	11.9%	17.1%	13.5%
销售费用	2,448.9	2,666.5	3,049.1	3,378.2	3,659.9	净利润增长率	6.7%	25.3%	22.9%	14.9%	12.1%
管理费用	545.4	482.8	555.2	615.1	666.4	EBITDA 增长率	11.5%	31.0%	20.0%	14.5%	12.1%
财务费用	21.3	20.5	3.4	-9.1	-15.7	EBIT 增长率	12.8%	36.0%	15.2%	15.5%	13.0%
资产减值损失	190.0	208.7	200.0	160.0	120.0	NOPLAT 增长率	9.0%	32.4%	17.4%	15.5%	13.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	86.6%	30.3%	1.8%	-3.1%	-3.0%
投资和汇兑收益	12.6	33.2	20.0	20.0	24.0	净资产增长率	66.4%	6.9%	12.1%	9.8%	10.0%
营业利润	555.5	749.5	838.9	982.1	1,115.0	盈利能力					
加: 营业外净收支	87.4	52.5	79.6	73.2	68.4	毛利率	52.9%	53.4%	53.4%	53.2%	53.1%
利润总额	642.9	802.0	918.5	1,055.3	1,183.4	营业利润率	7.8%	9.7%	9.5%	10.1%	10.5%
减: 所得税	190.1	241.7	229.6	263.8	295.9	净利润率	6.4%	7.4%	8.0%	8.3%	8.6%
净利润	456.3	571.5	702.6	807.3	905.3	EBITDA/营业收入	8.6%	10.4%	10.9%	11.3%	11.7%
						EBIT/营业收入	7.5%	9.5%	9.6%	10.0%	10.4%
资产负债表											
	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
货币资金	1,089.0	648.2	881.2	1,315.3	1,827.6	偿债能力					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	资产负债率	46.5%	46.9%	45.9%	44.0%	44.4%
应收帐款	583.6	589.6	683.3	727.0	800.9	负债权益比	87.1%	88.2%	84.7%	78.5%	80.0%
应收票据	-	0.4	0.5	0.4	0.5	流动比率	1.91	1.86	1.79	1.94	1.98
预付帐款	275.1	302.8	358.8	402.8	424.1	速动比率	1.18	1.18	1.10	1.26	1.31
存货	1,828.2	1,836.2	2,270.3	2,248.2	2,492.2	利息保障倍数	25.28	35.70	250.60	-106.99	-69.95
其他流动资产	976.1	1,624.9	1,650.0	1,732.5	1,819.1	营运能力					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	21	18	19	19	15
持有至到期投资	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	39	67	71	66	61
长期股权投资	29.4	11.5	11.5	11.5	11.5	流动资产周转天数	209	228	222	226	235
投资性房地产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	27	27	26	26	26
固定资产	399.4	371.9	537.4	473.6	394.6	存货周转天数	87	86	84	83	81
在建工程	161.8	295.4	59.1	47.3	47.3	总资产周转天数	275	299	285	278	278
无形资产	192.6	186.5	179.9	172.9	165.5	投资资本周转天数	73	101	101	90	81
其他非流动资产	639.0	770.8	674.6	621.8	615.4	费用率					
资产总额	6,174.3	6,638.3	7,306.5	7,753.2	8,598.7	销售费用率	34.3%	34.6%	34.6%	34.6%	34.6%
短期债务	-	-	83.9	-	-	管理费用率	7.6%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
应付帐款	1,571.4	1,538.8	1,928.9	2,010.9	2,324.5	财务费用率	0.3%	0.3%	0.0%	-0.1%	-0.1%
应付票据	-	100.0	14.3	112.9	25.2	三费/营业收入	42.2%	41.1%	40.9%	40.8%	40.8%
其他流动负债	910.1	1,044.3	1,231.5	1,191.6	1,373.4	投资回报率					
长期借款	300.6	331.7	-	-	-	ROE	13.8%	16.1%	17.7%	18.4%	18.7%
其他非流动负债	91.4	95.9	93.0	95.0	98.0	ROA	7.3%	8.4%	9.4%	10.2%	10.3%
负债总额	2,873.5	3,110.7	3,351.6	3,410.4	3,821.0	ROIC	40.5%	28.7%	25.9%	29.4%	34.3%
少数股东权益	-16.8	-11.5	-25.3	-41.1	-58.8	分红指标					
股本	480.9	480.8	480.8	480.8	480.8	DPS(元)	0.70	1.00	0.73	0.84	0.94
留存收益	2,919.4	3,148.1	3,499.4	3,903.1	4,355.7	分红比率	73.8%	84.1%	50.0%	50.0%	50.0%
股东权益	3,300.7	3,527.6	3,954.9	4,342.8	4,777.7	股息收益率	3.4%	4.9%	3.6%	4.1%	4.6%
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	452.8	560.3	702.6	807.3	905.3	EPS(元)	0.95	1.19	1.46	1.68	1.88
加: 折旧和摊销	206.0	208.9	121.0	130.1	137.9	BVPS(元)	6.90	7.36	8.28	9.12	10.06
资产减值准备	190.0	208.7	-	-	-	PE(X)	21.4	17.1	13.9	12.1	10.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.9	2.8	2.5	2.2	2.0
财务费用	15.8	10.6	3.4	-9.1	-15.7	P/FCF	-13.5	273.7	23.7	12.2	10.0
投资损失	-12.6	-33.2	-20.0	-20.0	-24.0	P/S	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9
少数股东损益	-3.4	-11.3	-13.8	-15.8	-17.8	EV/EBITDA	13.6	10.8	8.6	7.1	5.9
营运资金的变动	-1,185.4	-653.1	-24.0	47.5	-8.9	CAGR(%)	20.5%	16.6%	17.8%	20.5%	16.6%
经营活动产生现金流量	627.2	852.9	769.2	940.0	976.8	PEG	1.0	1.0	0.8	0.6	0.7
投资活动产生现金流量	-1,237.4	-941.9	-23.5	-27.5	-27.5	ROIC/WACC	3.9	2.8	2.5	2.8	3.3
融资活动产生现金流量	598.7	-361.7	-512.7	-478.4	-436.9						

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