

TOC 效果初步显现，业务稳健增长

-太平鸟 (603877) 2018 年报点评

核心观点：

1. 事件

公司发布 2018 年报，2018 年 1-12 月公司实现营收 77.12 亿元，同比增长 7.78%；实现归属母公司净利润 5.72 亿元，同比增长 27.51%；实现扣非归母净利润 3.95 亿元，同比增长 12.86%。18 年实现 EPS 为 1.20 元。拟每 10 股派发现金红利 10 元（含税），股息率 3.45%（2019/3/29）。

其中，2018Q1-Q4 营业收入分别增 14.49%/9.99%/14.51%/-0.38%；归属母公司净利润分别增 131.88%/87.51%/13.93%/2.60%。

2. 我们的分析与判断

（一）男装、童装增长较快，线下渠道结构持续优化

从收入的各种拆分数据来看：

- 按品牌拆分，男装、童装增长较快：**主品牌 PB 女装、PB 男装收入分别增长-0.37%/12.29%，占收入比例分别为 34.68%/36.69%，男装收入增速再创新高；小品牌乐町、Mini Peace 童装收入分别增长 6.35%/21.85%，占收入比例分别为 13.07%/11.20%，童装收入增长虽有所放缓，但仍处于高速增长过程，公司 18 年推出新的品牌“贝甜童装”，欲在高景气度的童装领域持续发力，持续为公司的整体增长贡献力量；其他品牌合计收入增长 27.32%，包括 MATERIAL GIRL 女装、贝甜童装、太平鸟巢；
- 线上增速趋缓：**18 年线上收入增速 11.55%，占比 26.29%，占比进一步提升，收入增速趋缓，主要系 17 年高基数、电商促销活动同比减少；
- 购物中心增速较快：**18 年线下零售收入占比 78.9%，其中直营占比 36.2%、加盟（含联营）占比 42.7%。具体来看，百货商场、购物中心、街边店、奥莱店分别占比 30.94%/30.11%/15.19%/2.69%，分别同比增长-2.41%/17.41%/-7.54%/70%/9.34%。其中，购物中心的高速增长拉动线下整体增长：购物中心门店总数突破 1,700 家，18 年净增长 343 家，零售额同比增加 20%；
- 线下门店数量增长稳健：**公司总门店数量 4,594 家，新开 1,111 家，关闭低效门店 768 家，净增 343 家，低于年初制定的净增 600 家目标。按品牌分，PB 女装、PB 男装、乐町、Mini Peace、MATERIAL GIRL 女装、贝甜童装、太平鸟巢门店分别环比增加 25/96/25/106/23/7/6 家，收入增长较快的男装、童装对应较多的门店净增长。按渠道类型分，直营、加盟、联营分别有 1,532 家（净增 261 家）/3,062 家（净增 82 家）/16 家（净增 16 家），其中联营店全部为 18 年新增的贝甜童装。18 年公司加快线下渠道调整，加盟店关店力度较大。

太平鸟 (603877.SH)

推荐（首次评级）

分析师

李昂

☎：8610-83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

特此鸣谢：

林相宜

☎：8610-66568843

✉：linxiangyi_yj@chinastock.com.cn

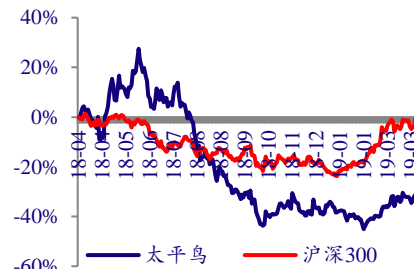
从业证书编号：S0130118090029

对本报告编制提供信息

市场数据 2019-03-29

A 股收盘价(元)	20.30
A 股一年内最高价(元)	37.58
A 股一年内最低价(元)	15.53
上证指数	3,090.76
市盈率	17.16
总股本(万股)	48,075.93
实际流通 A 股(万股)	20,049.38
限售的流通 A 股(万股)	28,026.55
流通 A 股市值(亿元)	40.70

相对沪深 300 表现图 2019-03-29



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河纺织】行业深度报告_纺织服装行业_消费分层时代，服装龙头享价值增长

（二）公司整体毛利率有所提升

18 年毛利率同比提升 0.48PCT 至 53.43%。具体来看，

分品牌来看，PB 女装、PB 男装、乐町、Mini Peace 童装、其他毛利率分别为 53.11%/57.37%/49.88%/52.73%/48.57%，分别变化-1.15/0.66/6.18/0.37/1.95PCT。其中 PB 女装毛利率降低主要系剪标处理加盟商过季存货和奥莱店加大折扣处理库存；乐町毛利率增加较多主要系线下直营店大幅增加（净增 53 家）、关闭低效加盟店（净减 28 家）；

分渠道来看，直营、加盟、联营、线上毛利率分别为 64.51%/48.11%/-1.3%/44.88%，直营店数量的增加、直营收入占比的提高，拉高公司整体毛利率的提高；

分季度来看，18 年 Q1-Q4 毛利率分别为 55.20%/56.47%/51.73%/51.83%，分别变化 0.80/-1.74/-3.94/3.53PCT。由于公司在传统的秋冬销售旺季控制了折扣力度，导致四季度毛利率增幅较大。

（三）TOC 效果显著，归母净利润增速远超收入增速

TOC 效果显著，存货整体规模稳定，库龄结构明显改善。截至 2018 年末存货规模同比减少 0.12%至 18.36 亿元，存货周转天数减少 1 天至 184 天，公司存货管理效果显著，以 2018 年夏季商品为例，零售折率同比提升 2%，售罄率提升 6%，季度商品库存下降 12%；18 年库龄结构明显改善，1 年以内、1-2 年、2-3 年、3 年以上存货占比分别为 50.78%/ 26.46%/ 7.39%/ 15.37%，长期苦苓存货在金额和占比上均有明显下降；存货跌价损失同比减少 0.97%至 1.73 亿元。

应收账款规模有所增加，经营性现金流大幅好转。应收账款规模同比增加 21.04%至 5.90 亿元，应收账款周转天数增加 3 天至 25 天，主要系公司销售规模及渠道扩张，应收百货等直营渠道及经销商货款增加所致；受营业收入及收到的政府补助增长的同时，新增银行承兑汇票作为采购结算工具，使得经营性现金流净额同比增加 38.57%至 8.53 亿元。

截至 2018 年末，公司资产负债率 46.86%，同比增加 0.69%，基本与上年持平。

1-12 月期间费用率同比提升 0.81%至 42.57%，其中，销售费用、管理费用、销售费用分别为 34.58%/7.72%/0.27%，同比变化 0.84%/1.12%/-10.78%。销售费用与收入同速增加，主要系直营渠道扩展，直营门店员工薪酬、租赁费、装修费和商场店铺费增加；电商平台销售规模扩大，销售佣金有所增长；随销售规模增长，物流费用也有所增长；财务费用下降较多，主要系归还了部分已完工的物流建设项目借款。

其他收益同比增加 200.20%至 1.2 亿元，主要为 18 年政府补助的增加；投资收益同比增加 163.28%至 0.33 亿元，主要系理财产品投资收益的增加。

2017 年 7 月公布限制性股票激励计划，解锁条件为 2017-2019 年归母净利润分别不低于 4.5/6.5/8.5 亿元，目前 17 年解锁条件已完成，但 18 年解锁条件未能完成。

3. 投资建议

考虑到公司品牌覆盖了女装、男装、童装、家居品类，兼具成长性，TOC 运行效果已初现成效。公司利空因素已反映到目前的估值中，目前估值较低，我们认为当前股价对应 2019-2021 年 PE 为 16.55/15.41/13.52 倍，预计 2019-2021 年收入为 85.83/93.95/102.59 亿元，同比增速 11.29%/9.47%/9.19%，归母净利为 589.58/633.38/721.88 亿元，EPS 为 1.23/1.32/1.50 元。首次覆盖，我们给予“推荐”评级。

4. 风险提示

终端消费环境的不确定性、存货比重较大及其跌价的风险、股东减持的风险、信息披露不及时导致证监会调查的风险等。

附表 1：主要财务指标

指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,320.37	7,141.65	7,711.88	8,582.80	9,395.27	10,258.57
YOY	7.06%	12.99%	7.98%	11.29%	9.47%	9.19%
归属母公司股东净利润(百万元)	427.54	440.18	511.33	589.58	633.38	721.88
YOY	-20.22%	2.96%	16.16%	15.31%	7.43%	13.97%
EPS (元)	0.89	0.92	1.06	1.23	1.32	1.50
ROE	21.41%	13.27%	14.45%	15.02%	14.59%	14.99%
P/E	22.83	22.17	19.09	16.55	15.41	13.52
P/B	4.89	2.94	2.76	2.49	2.25	2.03
P/S	1.54	1.37	1.27	1.14	1.04	0.95
EV/EBITDA	11.23	11.34	11.41	10.54	9.20	8.69

资料来源：WIND，中国银河证券研究院

附表 2：公司财务报表

资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产					营业收入	7,711.88	8,582.80	9,395.27	10,258.57
现金	294.45	683.91	1,475.34	1,863.26	营业成本	3,591.58	3,991.40	4,411.06	4,801.40
应收账款	59,002.49	48,902.25	69,217.07	59,755.81	营业税金及附加	64.32	71.58	78.36	85.56
其它应收款	12,496.11	12,186.49	14,832.64	14,669.18	营业费用	2,666.49	2,967.00	3,247.86	3,546.30
预付账款	30,281.83	36,783.64	37,333.17	43,342.27	管理费用	482.84	629.92	689.55	752.91
存货	183,620.74	234,453.10	227,577.48	275,338.39	财务费用	20.48	26.28	14.71	3.27
其他	149,713.97	149,713.97	149,713.97	149,713.97	资产减值损失	208.69	207.53	207.53	207.53
非流动资产					公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	1,151.92	1,151.92	1,151.92	1,151.92	投资净收益	33.19	-	-	-
固定资产	37,193.91	43,026.20	19,318.75	-4,388.69	营业利润	597.92	689.09	746.19	861.60
无形资产	18,648.86	18,648.86	18,648.86	18,648.86	营业外收入	-	-	-	-
其他	76,201.64	37,483.25	28,304.59	28,304.59	营业外支出	-112.75	-	-	-
资产总计	597,756.08	650,740.75	713,632.85	772,862.77	利润总额	650.40	768.80	825.91	941.31
流动负债					所得税	150.34	192.20	206.48	235.33
短期借款	-	-	-	-	净利润	500.07	576.60	619.43	705.98
应付账款	163,884.49	162,393.63	198,189.74	194,301.81	少数股东损益	-11.26	-12.98	-13.95	-15.90
其他	47,940.79	65,013.11	51,927.60	69,249.32	归属母公司净利润	511.33	589.58	633.38	721.88
非流动负债					EBITDA	864.57	898.22	942.04	952.40

长期借款	33,167.00	33,167.00	33,167.00	33,167.00	EPS (元)	1.06	1.23	1.32	1.50
其他	-	-	-	-					
负债合计	244,992.28	260,573.74	283,284.34	296,718.13					
少数股东权益	-1,148.09	-2,446.55	-3,841.46	-5,431.29	主要财务比率	2018A	2019E	2020E	2021E
归属母公司股东	353,911.88	392,613.56	434,189.97	481,575.93	营业收入	7,711.88	8,582.80	9,395.27	10,258.57
负债和股东权益	597,756.08	650,740.75	713,632.85	772,862.77	营业利润	597.92	689.09	746.19	861.60
					归属母公司净利润	511.33	589.58	633.38	721.88
现金流量表					毛利率	53.43%	53.50%	53.05%	53.20%
经营活动现金流					净利率	6.48%	6.72%	6.59%	6.88%
净利润	49,748.27	51,681.51	55,964.46	64,619.85	ROE	14.45%	15.02%	14.59%	14.99%
折旧摊销	20,888.17	12,132.63	12,132.63	2,953.97	ROIC	16.15%	14.36%	15.29%	19.43%
财务费用	1,060.04	809.77	-518.74	-1,845.52	资产负债率	40.99%	40.04%	39.70%	38.39%
投资损失	20,868.80	20,753.47	20,753.47	20,753.47	净负债比率	69.45%	66.79%	65.83%	62.32%
营运资金变动	-9,854.40	-31,342.86	6,075.72	-30,711.50	流动比率	2.19	2.42	2.58	2.77
其它	2,583.43	-	-	-	速动比率	0.62	0.73	1.08	1.15
投资活动现金流					总资产周转率	1.29	1.32	1.32	1.33
资本支出					应收帐款周转率	13.07	17.55	13.57	17.17
长期投资	6,772.33	-	-	-	应付帐款周转率				
其他	-	5,978.50	5,978.50	5,978.50	每股收益	1.06	1.23	1.32	1.50
筹资活动现金流					每股经营现金	1.81	1.12	1.96	1.16
短期借款	-	-0.00	-0.00	-0.00	每股净资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-	-	-	-	P/E	19.09	16.55	15.41	13.52
其他	3,840.08	-	-	-	P/B	2.76	2.49	2.25	2.03
现金净增加额	-43,539.62	38,946.45	79,143.32	38,792.08	P/S	1.27	1.14	1.04	0.95

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李昂，行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn