

男装持续稳健增长，TOC模式显效率

——太平鸟（603877）2018 年报点评

2019 年 04 月 02 日

推荐/维持

太平鸟

财报点评

投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年度报告，公司 2018 年实现营业收入 77.12 亿元，同比增长 7.78%，实现归属母公司股东的净利润 5.72 亿元，同比增长 27.51%。公司拟每 10 股派息 10 元。
- **男装表现良好，仍是收入增长最大来源。**公司核心品牌为 PB 男装和女装，合计收入占比 72.5%，乐町女装和 MP 童装分别占收入比重的 13%和 11%。从增速看，男装是营业收入最大增长来源，2018 年全年增速 12.29%，在行业承压情况下仍有稳健增长。童装增速最快，全年增速为 21.85%，占比进一步提升。女装业务增长压力较大，PB 女装和乐町增速分别为-0.37%和 6.35%。男装业务是太平鸟的支柱业务，太平鸟男装的市场渠道开拓经验将会为其他品牌成长带来借鉴并起到领头作用。
- **渠道调整接近尾声，新店贡献可期。**截止 2018 年末，公司的线下门店数量为 4,594 家，直营店 1,516 家，加盟店 3,062 家，联营店 16 家。全年净开店 343 家，店面数增长 8.07%。分季度看：2018H1 净开店仅 56 家，Q3 净开店 180 家，Q4 净开店 107 家，开店集中在下半年。新开店中直营占比达一半，年末直营店占比进一步得到提升达到 33%。2018 年公司结合宏观经济形势和市场变化，主动调整年初制定的拓展计划，适当控制开店规模，不断优化渠道结构，至年末购物中心门店总数突破 1700 家，占比达 37%。直营店和购物中心新开店较多情况下，公司 2019 年收入得到较好保障。
- **TOC 模式稳步推进，经营效率提升。**2018 年公司在品牌推行 TOC，产品的折扣率和售罄率得到明显提升。2017 年公司将 TOC 模式从较为成熟的男装进行试用，2018 年 TOC 模式扩展到女装和其他品牌。以女装为例，2017 年女装夏季产品的售罄率为 62%，2018 年夏季开始采用 TOC 模式后，售罄率提升到 70%。TOC 模式下折扣率降低，公司的毛利率得以提升，2018 年公司毛利率为 53.43%，较上年提升 0.54 个百分点；售罄率提升，公司的库存结构得以改善，2017 年绝大部分库存商品库龄在 1 年以上，2018 年末库龄结构在 1 年以内的占了 50.78%。
- **盈利预测与投资评级：**公司近两年产品企划颇多亮点，IP 联名款常常能引发产品热销，今年“芝麻街”联名款大概率会复制去年“可口可乐”联名款的爆款效应。公司计划 2019 年实现营业收入 88 亿元、归母净利润 7 亿元。我们预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 88.22 亿元、99.01 亿元、109.64 亿元；归母净利润分别为 7.07 亿元、8.18 亿元和 9.67 亿元；EPS 分别为 1.47 元、1.70 元和 2.01 元，对应 PE 分别为 13.12X、11.34X 和 9.59X。维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1、终端消费意愿持续低迷；2、新店开拓不及预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	7,141.6	7,711.8	8,821.6	9,901.4	10,964.
增长率（%）	12.99%	7.98%	14.39%	12.24%	10.74%
净利润（百万元）	452.83	560.28	706.66	817.89	966.95
增长率（%）	7.48%	23.73%	26.13%	15.74%	18.22%
净资产收益率（%）	13.75%	16.15%	18.28%	19.75%	21.65%
每股收益（元）	0.97	1.20	1.47	1.70	2.01
PE	19.89	16.08	13.12	11.34	9.59
PB	2.80	2.62	2.40	2.24	2.08

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

交易数据

52 周股价区间（元）	21.66-30.1
总市值（亿元）	104.13
流通市值（亿元）	43.43
总股本/流通 A 股（万股）	48076/20049
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.92

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《太平鸟（603877）调研简报：TOC 全面推行，公司盈利能力提升可期》2019-02-26

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	4752.06	5002.16	7558.94	9265.71	10990.50	营业收入	7141.65	7711.88	8821.69	9901.40	10964.51
货币资金	1089.00	648.23	1345.18	1509.82	1671.93	营业成本	3360.42	3591.58	4061.48	4474.33	4954.73
应收账款	486.81	589.62	601.33	674.93	747.40	营业税金及附加	72.06	64.32	89.01	99.90	110.63
其他应收款	96.82	124.96	142.94	160.44	177.67	营业费用	2448.88	2666.49	2999.37	3346.67	3706.00
预付款项	275.10	302.82	302.82	302.82	302.82	管理费用	545.42	482.84	599.87	693.10	756.55
存货	1828.19	1836.21	2432.14	2679.37	2967.05	财务费用	21.26	20.48	20.00	20.00	20.00
其他流动资产	935.36	1497.14	2734.52	3938.33	5123.63	资产减值损失	190.02	208.69	100.00	150.00	100.00
非流动资产合计	1422.21	1636.18	1728.84	2282.08	2714.47	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	29.39	11.52	11.52	11.52	11.52	投资净收益	12.61	33.19	3.00	3.00	3.00
固定资产	399.40	371.94	785.89	1272.08	1722.31	营业利润	555.52	749.50	954.95	1120.40	1319.59
无形资产	192.58	186.49	182.16	178.06	174.15	营业外收入	93.67	64.02	1.00	4.00	9.00
其他非流动资	133.26	282.93	282.93	282.93	282.93	营业外支出	6.28	11.53	1.00	4.00	4.00
资产总计	6174.28	6638.34	9287.78	11547.79	13704.97	利润总额	642.92	801.99	954.95	1120.40	1324.59
流动负债合计	2481.50	2683.14	5007.20	6995.25	8832.44	所得税	190.08	241.71	248.29	302.51	357.64
短期借款	0.00	0.00	2515.26	4283.11	5899.64	净利润	452.83	560.28	706.66	817.89	966.95
应付账款	1435.71	1538.84	1711.47	1885.43	2087.87	少数股东损益	-3.42	-11.26	0.00	0.00	0.00
预收款项	205.21	125.22	134.04	143.94	154.91	归属母公司净利	456.25	571.54	706.66	817.89	966.95
一年内到期的	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	731.39	887.11	1110.69	1374.48	1623.73
非流动负债合	392.04	427.56	425.43	422.23	416.90	EPS (元)	0.97	1.20	1.47	1.70	2.01
长期借款	300.64	331.67	331.67	331.67	331.67	主要财务比率					
应付债券	0.00	0.00	-2.13	-5.33	-10.66		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2873.54	3110.70	5432.64	7417.49	9249.35	成长能力					
少数股东权益	-16.82	-11.48	-11.48	-11.48	-11.48	营业收入增长	12.99%	7.98%	14.39%	12.24%	10.74%
实收资本 (或	480.93	480.76	480.76	480.76	480.76	营业利润增长	26.34%	34.92%	27.41%	17.33%	17.78%
资本公积	1431.60	1441.33	1441.33	1441.33	1441.33	归属于母公司净	23.64%	15.74%	23.64%	15.74%	18.22%
未分配利润	1351.66	1521.39	1013.09	505.82	-1.13	获利能力					
归属母公司股	3317.55	3539.12	3866.62	4141.79	4467.10	毛利率 (%)	0.00%	52.95%	53.43%	53.92%	54.77%
负债和所有者	6174.28	6638.34	9287.78	11547.79	13704.97	净利率 (%)	6.34%	7.27%	8.01%	8.26%	8.82%
现金流量	单位:百万元					总资产净利润	7.81%	7.39%	8.61%	7.61%	7.08%
						ROE (%)	13.75%	16.15%	18.28%	19.75%	21.65%
2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力						
经营活动现金	627.23	852.94	-707.12	-55.28	54.55	资产负债率 (%)	47%	47%	58%	64%	67%
净利润	452.83	560.28	706.66	817.89	966.95	流动比率	1.91	1.86	1.51	1.32	1.24
折旧摊销	154.61	117.12	218.35	281.76	312.61	速动比率	1.18	1.18	1.02	0.94	0.91
财务费用	21.26	20.48	20.00	20.00	20.00	营运能力					
应收账款减少	0.00	0.00	-11.71	-73.60	-72.47	总资产周转率	1.31	1.20	1.11	0.95	0.87
预收帐款增加	0.00	0.00	8.82	9.90	10.96	应收账款周转率	17	14	15	16	15
投资活动现金	-1237.37	-941.87	-709.46	-982.00	-842.00	应付账款周转率	5.39	5.19	5.43	5.51	5.52
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益 (最新	0.97	1.20	1.47	1.70	2.01
投资收益	12.61	33.19	3.00	3.00	3.00	每股净现金流	-0.02	-0.94	1.45	0.34	0.34
筹资活动现金	598.70	-361.66	2113.52	1201.92	949.56	每股净资产 (最	6.90	7.36	8.04	8.62	9.29
应付债券增加	0.00	0.00	-2.13	-3.20	-5.33	估值比率					
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	19.89	16.08	13.12	11.34	9.59
普通股增加	60.93	-0.17	0.00	0.00	0.00	P/B	2.80	2.62	2.40	2.24	2.08
资本公积增加	1124.02	9.73	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	11.61	10.10	9.70	9.00	8.51
现金净增加额	-11.44	-450.60	696.95	164.64	162.11						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。