太平鸟（603877） 服装家纺/纺织服装

发布时间：2019-08-22

证券研究报告 / 公司动态报告

渠道调整，业绩承压

增持

上次评级：买入

事件：太平鸟发布 2019 年半年报，2019H1 收入/归母净利润/扣费归母净利润分别为 31.2 亿元、1.32 亿元、0.25 亿元，同比-1.54%/-33.06%/-66.87%；2019Q2 收入/归母净利润/扣费归母净利润分别为 14.61 亿元、0.45 亿元、-0.07 亿元，同比 1.99%/-29.25%/58.43%。

点评：

分渠道看，2019H1 各渠道零售额增速下滑明显。受零售环境疲软、渠道调整以及 2018 年上半年高基数影响，百货商场/购物中心店/奥莱店/线上渠道零售额增速分别为-16.6%、-17.46%、2.87%、1%、3.25%，相比 2018 年增速回落明显。报表端，2019Q2 直营渠道同比增长 10.83%，加盟渠道同比下滑 24.03%，线上渠道同比增长 18.17%，环比改善。2019 年二季度，公司继续进行渠道优化，关闭低效店铺，将街店向购物中心、奥莱等渠道转移，开店与关店并行，2019H1 直营/加盟渠道分别新开/关店数量为 184/-111 家、324/-556 家，直营/加盟分别净增 73/-232 家。

分品牌看，各品牌增长继续承压，仅乐町女装表现较好。2019 年单二季度 PB 女装收入 5.23 亿元，同比-2.16%，PB 男装收入 5.04 亿元，同比+4.47%，乐町女装收入 2.04 亿元，同比+12.74%，MP 童装收入 1.57 亿元，同比-4.09%。

毛利率保持平稳，净利率下降，营运能力略降。2019Q2 毛利率为 56.62%，同比+0.15pct，净利率 3.01%，同比-1.31pct，主要受营业外收入同比减少影响。2019Q2 销售费用率同比+5.76pct，主要系直营店增加及主动提高品牌投入；管理费用+研发费用率同比-2.68pct，主要系公司主动加强费用管控。2019H1 存货周转天数/应收账款周转天数分别为 237/27 天，同比增加 12/4 天。

盈利预测：鉴于公司业绩不及我们预期，下调公司业绩预测。预计 2019-2020 年收入同比增长 4.91%、6.05%，归母净利润同比增长 6.60%、6.18%。目前股价对应 2019 年 PE 为 11.18X，给予增持评级。

风险提示：消费疲软、渠道改善不畅、存货减值风险等

财务摘要（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,155	7,712	8,091	8,580	9,020
(+/-)%	13.21%	7.78%	4.91%	6.05%	5.13%
归属母公司净利润	448	572	609	647	689
(+/-)%	4.84%	27.51%	6.60%	6.18%	6.48%
每股收益（元）	0.93	1.19	1.27	1.35	1.43
市盈率	29.08	15.81	11.18	10.53	9.89
市净率	3.92	2.55	1.64	1.42	1.24
净资产收益率(%)	13.49%	16.15%	14.69%	13.49%	12.56%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本（百万股）	481	481	481	481	481

股票数据	2019/8/19
6 个月目标价（元）	16.51
收盘价（元）	14.17
12 个月股价区间(元)	13.64～24.53
总市值（百万元）	6,812
总股本（百万股）	481
A 股（百万股）	481
B 股/H 股（百万股）	0/0
日均成交量（百万股）	1

历史收益率曲线

涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	-7%	-8%	-37%
相对收益	-6%	-12%	-54%

相关报告

《太平鸟（303877）：业绩符合预期，TOC 显成效》--20190404

《业绩增长平稳，男装、线上增长突出》--20180903

《森马服饰（002563）：童装龙头继续高歌猛进，并购走向国际化》--20190429

证券分析师：李强
执业证书编号：S0550515060001

联系人：褚洪亮
执业证书编号：S0550118080038
(021)20363236 chuhl@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	648	1,173	1,783	2,437
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	590	539	581	608
存货	1,836	1,909	2,012	2,092
其他流动资产	1,928	1,927	1,952	1,972
流动资产合计	**5,002**	**5,548**	**6,328**	**7,109**
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期投资净额	12	12	12	12
固定资产	372	372	372	372
无形资产	186	186	186	186
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	**1,636**	**1,636**	**1,636**	**1,636**
资产总计	**6,638**	**7,184**	**7,964**	**8,745**
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1,639	1,555	1,654	1,715
预收款项	125	165	163	176
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	**2,683**	**2,633**	**2,779**	**2,886**
长期借款	332	332	332	332
其他长期负债	96	96	96	96
长期负债合计	**428**	**428**	**428**	**428**
负债合计	**3,111**	**3,060**	**3,207**	**3,313**
归属于母公司股东权益合计	3,539	4,148	4,795	5,484
少数股东权益	-11	-25	-38	-53
负债和股东权益总计	**6,638**	**7,184**	**7,964**	**8,745**

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**7,712**	**8,091**	**8,580**	**9,020**
营业成本	3,592	3,727	3,930	4,086
营业税金及附加	64	73	77	80
资产减值损失	209	150	160	180
销售费用	2,666	2,797	2,967	3,119
管理费用	483	490	505	512
财务费用	20	13	13	13
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	33	65	45	30
营业利润	**750**	**786**	**849**	**928**
营业外收支净额	52	70	60	40
利润总额	**802**	**856**	**909**	**968**
所得税	242	260	275	293
净利润	560	596	633	674
归属于母公司净利润	**572**	**609**	**647**	**689**
少数股东损益	-11	-13	-13	-14

现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	**560**	**596**	**633**	**674**
资产减值准备	209	150	160	180
折旧及摊销	209	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	11	13	13	13
投资损失	-33	-65	-45	-30
运营资本变动	-96	-222	-183	-200
其他	-7	-70	-60	-40
经营活动净现金流量	**853**	**403**	**519**	**597**
投资活动净现金流量	**-942**	**135**	**105**	**70**
融资活动净现金流量	**-362**	**-13**	**-13**	**-13**
企业自由现金流	**295**	**758**	**764**	**820**

财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标				
每股收益（元）	1.19	1.27	1.35	1.43
每股净资产（元）	7.36	8.63	9.97	11.41
每股经营性现金流量（元）	1.77	0.84	1.08	1.24
成长性指标				
营业收入增长率	7.78%	4.91%	6.05%	5.13%
净利润增长率	27.51%	6.60%	6.18%	6.48%
盈利能力指标				
毛利率	53.43%	53.93%	54.20%	54.70%
净利润率	7.41%	7.53%	7.54%	7.64%
运营效率指标				
应收账款周转率（次）	25.49	24.34	24.72	24.59
存货周转率（次）	186.72	186.92	186.85	186.87
偿债能力指标				
资产负债率	46.86%	42.60%	40.27%	37.89%
流动比率	1.86	2.11	2.28	2.46
速动比率	1.07	1.26	1.43	1.62
费用率指标				
销售费用率	34.58%	34.58%	34.58%	34.58%
管理费用率	6.26%	6.06%	5.88%	5.68%
财务费用率	0.27%	0.16%	0.15%	0.15%
分红指标				
分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
估值指标				
P/E（倍）	15.81	11.18	10.53	9.89
P/B（倍）	2.55	1.64	1.42	1.24
P/S（倍）	0.88	0.84	0.79	0.76
净资产收益率	16.15%	14.69%	13.49%	12.56%

资料来源：东北证券

分析师简介:

李　强：现为东北证券食品饮料行业首席分析师，西南财经大学金融学硕士。7年买方研究经验。
褚洪亮：中国科学院大学理学硕士，武汉大学工学金融学双学士，现为东北证券纺织服装行业研究员

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称"本公司"）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称"该客户"）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票投资评级说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。
	减持	在未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。
行业投资评级说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

网址：http://www.nesc.cn 电话：400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏（副总监）	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13956071185	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航（总监）	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
颜玮	010-58034565	18601018177	yanwei@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇（副总监）	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn