

太平鸟 (603877): 二季度业绩亮眼，公司变革效果有望持续释放

事件：公司上半年度营业收入 32.17 亿元，同比+3.11%；净利润 1.2 亿元，同比-8.53%；扣非净利润 5586.57 万元，同比+127.68%。其中 Q2 营业收入 18.35 亿元，同比+25.56%；扣非净利润 9213.98 万元，较上年同期增长 9906.53 万元。二季度营业收入、经营性利润逆势快速增长。

“商品变革”带动女装增长，未来渠道策略稳健保证可持续发展。按品类看，公司上半年女装收入增速较好拉动公司整体增长，PB 女装和乐町分别同比增长了 9.86% 和 14.6%。主要原因系：1) 女装品牌风格调整到位；2) 在公司商品变革方面走在前列，以上半年为例，女装“季中开发”的比例达到了 10%，未来会继续提高。渠道方面，公司上半年净关店 196 家至 4300 家。在渠道策略上公司将推行稳健的渠道策略保证持续发展：直营店面更重视门店运营质量，而不是门店数量和收入的提升；加盟店方面也会更加重视品牌价值和财务价值的平衡。

新零售运用更加灵活，电商保持较快增速，考核体系变革也保证了良好利润率。公司上半年线上渠道收入 11.24 亿元，同比增长 25.64%；二季公司收入增速 25.56%，其中线上渠道增长 35.31%，二季度线上延续了高增长并持续提速。在保持较高增速的同时，线上毛利率仅略降 0.1Pct 至 46.57%。公司今年以来更加重视对线上的资源投放，以及多种新零售方式的运用。同时在考核体制方面，打破线上线下部门之间的隔阂，进行统一的利润考核。这种考核模式，加快了线上新品的销售，对于公司整体利润率将持续有所提升。

公司组织架构变革，整体效率有望实现提升。公司原来孵化品牌实行单独事业部制度，资源不足下实际不利于品牌发展。2019 年底公司改变经营管理模式，将孵化品牌放在资源较好的事业部，助力品牌更快的发展。公司将维持对新品牌的投入力度，太平鸟巢、贝甜童装和 MG 女装有望实现提速发展。

公司盈利预测及投资评级：公司过去 2-3 年进行了较大力度的改革，包括品牌重新定位，商品开发体系和内部运营体系的变革。未来公司将享受变革的成果，同时不断深化改革。对公司今年以来业绩改善的持续性较看好。预计公司 2020-2022 年净利润分别为 5.77、7.18、7.91 亿元，对应 EPS 分别为 1.21、1.51、1.66 元，当前股价对应 PE 值分别为 21.14、16.99、15.43 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：消费复苏不及预期，电商平台流量竞争激烈，行业竞争加剧。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	7,711.88	7,927.62	8,395.94	9,492.12	10,821.03
增长率 (%)	7.98%	2.80%	5.91%	13.06%	14.00%
归母净利润 (百万元)	560.28	543.10	577.21	718.17	790.81
增长率 (%)	23.73%	-3.07%	6.28%	24.42%	10.11%
净资产收益率 (%)	16.15%	15.69%	15.04%	17.61%	18.20%
每股收益(元)	1.20	1.17	1.21	1.51	1.66
PE	21.33	21.88	21.14	16.99	15.43
PB	3.48	3.49	3.18	2.99	2.81

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2020 年 08 月 27 日

推荐/维持

太平鸟

公司报告

公司简介：

公司是一家以顾客为中心的时尚品牌零售公司，致力于成为中国青年的首选时尚品牌。

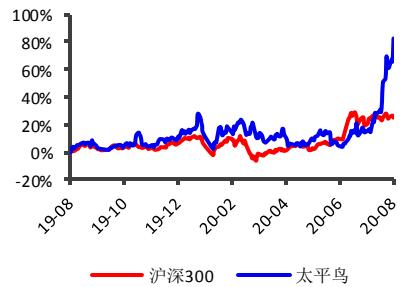
公司聚焦时尚行业，现拥有太平鸟女装、太平鸟男装、乐町少女装、Mini Peace 童装、MATERIAL GIRL “物质女孩”女装、贝甜童装、太平鸟巢家居等多个品牌。各品牌面向不同年龄、风格、生活态度的细分客群，优势互补，满足当代年轻人多样化的时尚需求。

未来 3-6 个月重大事项提示：

交易数据

52 周股价区间 (元)	13.1-24.52
总市值 (亿元)	71
流通市值 (亿元)	71
总股本/流通 A 股 (万股)	47888/47673
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.54

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：张凯琳

010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518070001

研究助理：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119010012

附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元							
2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	营业收入	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	营业成本	营业税金及附加	营业费用	管理费用			
流动资产合计	5002.16	4963.98	5291.54	7055.53	9244.96	7711.88	7927.62	8395.94	9492.12	10821.03	648.23	671.97	1280.26	1447.41			
货币资金	648.23	671.97	1280.26	1447.41	1650.05	3591.58	3710.92	3992.77	4461.20	5114.12	应收款项	589.62	627.02	572.31			
应收账款	589.62	627.02	572.31	647.03	737.62	64.32	50.66	53.65	60.66	69.15	其他应收款	124.96	140.49	148.79	168.22		
预付款项	302.82	285.92	285.92	285.92	285.92	2666.49	2895.87	2984.98	3374.70	3899.99	存货	1836.21	1854.69	2390.99	2671.50		
存货	1836.21	1854.69	2390.99	2671.50	3062.49	20.48	19.08	20.00	20.00	20.00	其他流动资产	1497.14	91.12	613.26	1835.44		
其他流动资产	1497.14	91.12	613.26	1835.44	3317.10	资产减值损失	208.69	-116.33	94.13	62.16	非流动资产合计	1636.18	2051.04	2050.59	2521.99		
长期股权投资	11.52	3.13	3.13	3.13	3.13	公允价值变动收益	0.00	6.13	0.00	0.00	长期股权投资	11.52	3.13	3.13	3.13		
固定资产	371.94	613.14	1215.30	1721.05	2126.26	营业利润	749.50	710.73	723.63	915.13	固定资产	371.94	613.14	1215.30	1721.05		
无形资产	186.49	183.52	179.34	175.38	171.61	营业外收入	64.02	5.62	54.44	41.36	无形资产	186.49	183.52	179.34	175.38		
其他非流动资产	282.93	18.10	18.10	18.10	18.10	营业外支出	11.53	7.57	8.46	9.19	其他非流动资产	282.93	18.10	18.10	18.10		
资产总计	6638.34	7015.02	7342.13	9577.52	12114.04	利润总额	801.99	708.77	769.61	947.30	947.30	947.30	947.30	947.30	1048.73		
流动负债合计	2683.14	3347.39	3354.56	5351.53	7627.32	所得税	241.71	165.67	192.40	229.13	229.13	229.13	229.13	229.13	257.92		
短期借款	0.00	386.00	882.01	2675.38	4634.34	净利润	560.28	543.10	577.21	718.17	718.17	718.17	718.17	718.17	790.81		
应付账款	1538.84	1700.01	1682.51	1879.90	2155.04	少数股东损益	-11.26	-8.45	0.00	0.00	应付账款	1538.84	1700.01	1682.51	1879.90		
预收款项	125.22	129.09	137.49	146.98	157.80	归属母公司净利润	571.54	551.55	577.21	718.17	预收款项	125.22	129.09	137.49	146.98		
一年内到期的非流动负债	0.00	9.75	0.00	0.00	0.00	EBITDA	919.57	852.61	948.30	1252.39	一年内到期的非流动负债	0.00	9.75	0.00	0.00		
非流动负债合计	427.56	151.94	149.81	146.61	141.28	EPS (元)	1.20	1.17	1.21	1.51	427.56	151.94	149.81	146.61	141.28		
长期借款	331.67	58.97	58.97	58.97	58.97	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	应付债券	0.00	0.00	-2.13	-5.33	
应付债券	0.00	0.00	-2.13	-5.33	-10.66	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	负债合计	3110.70	3499.33	3504.37	5498.15		
负债和所有者权益	6638.34	7015.02	7342.13	9577.52	12114.04	成长能力	3110.70	3499.33	3504.37	5498.15	5498.15	5498.15	5498.15	5498.15	1048.73		
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润 (%)	9.40%	8.61%	7.86%	7.57%	7.31%	少数股东权益	-11.48	1.23	1.23	1.23	
2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE (%)	16.15%	15.69%	15.04%	17.61%	18.20%	实收资本(或股)	480.76	478.88	476.73	476.73		
经营活动现金流	852.94	868.44	326.15	989.88	1030.75	偿债能力	852.94	868.44	326.15	989.88	1030.75	资本公积	1441.33	1375.65	1375.65	1375.65	
净利润	560.28	543.10	577.21	718.17	790.81	资产负债率 (%)	47%	50%	48%	57%	64%	未分配利润	1521.39	1552.40	1039.19	528.12	
折旧摊销	149.59	122.80	284.82	363.60	397.92	流动比率	1.86	1.48	1.58	1.32	1.21	财务费用	20.48	19.08	20.00	20.00	
应收账款减少	0.00	0.00	54.71	-74.72	-90.59	速动比率	1.18	0.93	0.86	0.82	0.81	预收账款增加	0.00	0.00	8.40	9.49	
预收账款增加	0.00	0.00	8.40	9.49	10.82	总资产周转率	1.20	1.16	1.17	1.12	1.00	投资活动现金流	-941.87	-374.20	-113.59	-894.16	
投资活动现金流	-941.87	-374.20	-113.59	-894.16	-755.32	应收账款周转率	14	13	14	16	16	公允价值变动收益	0.00	6.13	0.00	0.00	
长期股权投资减	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	5.19	4.90	4.96	5.33	5.36	长期股权投资减	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资收益	33.19	29.47	3.00	3.00	3.00	每股收益(最新摊)	1.20	1.17	1.21	1.51	1.66	投资收益	33.19	29.47	3.00	3.00	
筹资活动现金流	-361.66	-519.54	395.73	71.44	-72.79	每股净现金流(最)	-0.94	-0.05	1.28	0.35	0.43	应付债券增加	0.00	0.00	-2.13	-3.20	
应付债券增加	0.00	0.00	-2.13	-3.20	-5.33	每股净资产(最新)	7.36	7.34	8.05	8.55	9.11	长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率	P/E	21.33	21.88	21.14	16.99	普通股增加	-0.17	-1.88	-2.15	0.00	
普通股增加	-0.17	-1.88	-2.15	0.00	0.00	P/B	3.48	3.49	3.18	2.99	2.81	资本公积增加	9.73	-65.67	0.00	0.00	
现金净增加额	-450.60	-25.31	608.29	167.15	202.64	EV/EBITDA	13.04	14.12	12.51	10.77	10.78	资料来源：公司财报、东兴证券研究所					

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	服装销售持续改善，有望带动板块估值恢复	2020-04-22
公司普通报告	太平鸟 (603877.SH)：男装持续稳健增长，TOC 模式显效率	2019-04-02
公司普通报告	太平鸟 (603877.SH)：TOC 全面推行，公司盈利能力提升可期	2019-02-27

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016 年 1 月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究。

研究助理简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，曾就任于买方机构覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维，2019 年 1 月加入东兴证券研究所，从事纺织服装行业研究。

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。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526