

2021年01月12日

Q4 受线上及天气影响，看好业绩可持续性

太平鸟(603877)

评级:	买入	股票代码:	603877
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	43.74/13.53
目标价格:	49	总市值(亿)	141.21
最新收盘价:	29.62	自由流通市值(亿)	141.21
		自由流通股数(百万)	476.73

事件概述

太平鸟发布业绩预告，预计2020年实现归母净利润约7亿元、同比增加约27%；扣非归母净利润约5.6亿元、同比增长约59%。业绩略低于我们此前预期。

分析判断:

公司业绩预告对应20Q4单季归母净利/扣非归母净利约3.9亿/3.46元，同比增长约13%/29%。

我们分析，1、收入端来看，Q4主要受到：(1)双十一低于预期，20年双十一规则和节奏有所变化，前三天销售额占到双十一全部活动(11.1-11.11)的50%，而公司营销重点仍放在了双十一当天，因此有所影响，但各品类排名仍居第四名；(2)尽管10月受益于入冬较早、单月增速较高，但11、12月降温程度不及预期，一定程度上影响了冬装销售；2、净利端来看，Q4单季净利率同比基本持平，未能延续前三季度单季净利率提升的趋势，我们估计和总部大楼开始折旧、员工超额提成计提加大、及其他税收调整等因素有关。

投资建议

我们认为，20Q4业绩略低于预期主要为短期因素影响，展望21年来看，我们认为：(1)男装、童装有望进一步改善；(2)线上和加盟渠道保持快速增长，直营渠道控制开店增速、降低费用压力；(3)资产减值损失降低、节税等仍有空间。21、22年公司收入增速有望保持在20%以上。考虑20Q4略低于预期，将20-22年收入下调2%/3%/3%至89/107/128亿元，EPS下调8%/7%/2%至1.51/1.96/2.6元，对应20/21/22年PE为20/15/11X，维持“买入”评级，目标价下调6%至49元(对应21年25X)。

风险提示

疫情发展的不确定性；休闲行业被运动分流；童装、男装复苏低于预期；新品牌培育不及预期；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,712	7,928	8,928	10,705	12,834
YoY (%)	7.8%	2.8%	12.6%	19.9%	19.9%
归母净利润(百万元)	572	552	720	936	1,239
YoY (%)	27.5%	-3.5%	30.5%	30.0%	32.4%
毛利率 (%)	53.4%	53.2%	52.8%	53.1%	53.3%
每股收益(元)	1.20	1.16	1.51	1.96	2.60
ROE	16.1%	15.7%	17.0%	18.1%	19.3%
市盈率	24.57	25.46	19.51	15.00	11.33

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

研究助理：朱宇昊

邮箱：tangss@hx168.com.cn

邮箱：zhuyh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：010 5977 5330

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	7,928	8,928	10,705	12,834	净利润	543	720	936	1,239
YoY (%)	2.8%	12.6%	19.9%	19.9%	折旧和摊销	227	205	207	216
营业成本	3,711	4,214	5,018	5,995	营运资金变动	19	-37	209	284
营业税金及附加	51	62	75	86	经营活动现金流	868	996	1,427	1,793
销售费用	2,896	3,206	3,788	4,402	资本开支	-524	-416	-466	-436
管理费用	504	518	632	764	投资	115	333	-106	-285
财务费用	19	3	-11	-17	投资活动现金流	-374	-220	-739	-893
资产减值损失	-116	-98	-74	-53	股权募资	0	0	0	0
投资收益	29	0	0	0	债务募资	475	-445	0	0
营业利润	711	941	1,224	1,615	筹资活动现金流	-520	-455	0	0
营业外收支	-2	0	0	0	现金净流量	-25	321	687	900
利润总额	709	941	1,224	1,615	主要财务指标				
所得税	166	221	288	376	成长能力	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	543	720	936	1,239	营业收入增长率	2.8%	12.6%	19.9%	19.9%
归属于母公司净利润	552	720	936	1,239	净利润增长率	-3.5%	30.5%	30.0%	32.4%
YoY (%)	-3.5%	30.5%	30.0%	32.4%	盈利能力				
每股收益	1.16	1.51	1.96	2.60	毛利率	53.2%	52.8%	53.1%	53.3%
资产负债表 (百万元)					净利率率	6.9%	8.1%	8.7%	9.7%
货币资金	672	993	1,680	2,580	总资产收益率 ROA	7.9%	9.3%	10.0%	10.9%
预付款项	286	325	361	432	净资产收益率 ROE	15.7%	17.0%	18.1%	19.3%
存货	1,855	2,078	2,269	2,464	偿债能力				
其他流动资产	2,151	1,917	2,196	2,688	流动比率	1.48	1.57	1.60	1.68
流动资产合计	4,964	5,313	6,506	8,164	速动比率	0.84	0.86	0.95	1.08
长期股权投资	3	2	1	0	现金比率	0.20	0.29	0.41	0.53
固定资产	613	845	1,073	1,298	资产负债率	49.9%	45.1%	44.6%	43.6%
无形资产	184	180	177	173	经营效率				
非流动资产合计	2,051	2,397	2,822	3,213	总资产周转率	1.13	1.16	1.15	1.13
资产合计	7,015	7,710	9,328	11,377	每股指标 (元)				
短期借款	386	0	0	0	每股收益	1.16	1.51	1.96	2.60
应付账款及票据	1,973	2,274	2,764	3,350	每股净资产	7.37	8.88	10.85	13.44
其他流动负债	988	1,107	1,300	1,523	每股经营现金流	1.82	2.09	2.99	3.76
流动负债合计	3,347	3,382	4,064	4,873	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	59	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	93	93	93	93	PE	25.46	19.51	15.00	11.33
非流动负债合计	152	93	93	93	PB	2.07	3.38	2.77	2.23
负债合计	3,499	3,475	4,157	4,966					
股本	479	479	479	479					
少数股东权益	1	1	1	1					
股东权益合计	3,516	4,235	5,172	6,411					
负债和股东权益合计	7,015	7,710	9,328	11,377					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

朱宇昊：中南财经政法大学经济学硕士、学士，2020年7月加入华西证券纺服&教育团队。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。