点评报告

行业公司研究—纺织服装行业—

证券研究报告

太平鸟(603877.SH) 报告日期：2021 年 1 月 12 日

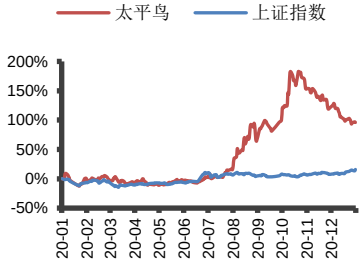
四季度延续高增长，拉开服装板块靓丽业绩序幕

——太平鸟点评报告

：马莉 执业证书编号：S1230520070002
：联系人：陈腾曦、林骥川、詹陆雨
：mail@stocke.com.cn

评级	买入
上次评级	买入
当前价格	￥29.46

单季度业绩	元/股
4Q/2019	0.72
1Q/2020	0.02
2Q/2020	0.23
3Q/2020	0.40



报告导读

四季度延续高增长，趋势持续，坚定推荐！

投资要点

❑ **公司公布业绩预告，四季度延续前期高增长态势**

公司发布 20 年业绩预告，Q4 业绩符合预期。公司公告 20 年归母净利润 7.0 亿，同增约 27%；扣非归母净利润 5.6 亿左右，同增约 59%。

分拆来看，20Q4 公司扣非归母净利润同增 29%至 3.5 亿，归母净利润同增 13%至 3.9 亿。归母净利润增速较低主要由于 19 年政府补贴确认较多以及 20 年有部分捐赠导致营业外支出增加所致。

整体来看，公司在 20Q4 接近 30%的扣非利润增长表明公司依旧保持了前期的高速增长趋势，品牌整体向上的势能依旧明确。

❑ **组织架构调整+数据驱动带来的产品提升红利仍在，公司逐步成为代表中国年轻人时尚的领导品牌。**

太平鸟在 19 年开始调整组织架构，打破线上线下部门壁垒实现数据共享，线上数据实时反馈和迅速洞察的优势迅速显现。公司能够依靠线上上新的反馈在短时间内发现爆款并进行追单或者进行新的设计补充，全面提升产品设计的及时性与准确性。产品力提升带来的红利，让公司正在逐步成为代表中国年轻人时尚的领导品牌。

自从 20Q2 以来公司终端零售持续保持高速增长，20Q4 在天气波动、线上平台流量变化等多方面外部因素干扰下，公司的扣非利润仍有接近 30%的增长，充分表明了公司目前改革卓有成效，我们对公司未来的长期增长充满信心。

❑ **渠道结构调整，零售效率提升，利润率有望持续提升**

产品力提升带来零售额提升外，太平鸟也逐步希望依靠渠道调整带来。从渠道结构看，公司从历史来看加盟和线上渠道的盈利能力强于线下直营渠道，但线下直营渠道的品牌营销功能强于前两个渠道。因此从盈利角度，公司将会逐步扩大加盟和线上渠道的销售规模，逐步提升整体盈利能力。同时在品牌角度，公司会继续保持目前的线下直营规模同时依靠产品力的提升逐步提高零售效率。我们认为在渠道结构的改变下，公司未来利润率有望持续提升。

❑ **盈利预测及估值**

我们坚定看好公司组织架构调整以及数据化改革带来的长期红利释放，认为这将会是中国服装公司发展的长期大方向。与此同时，我们认为太平鸟出色的 Q4 业绩将会揭开优质服装公司高增长业绩的序幕，我们全面看好优质服装品牌在 21 年持续保持高速增长。

我们预计太平鸟 20~22 年归母净利润 7.0/9.0/11.1 亿，对应增速 38%/28%/23%，对应当前估值 20/16/13X。在公司基本面持续向上的背景下，我们认为对应今年 16X 的估值已具备较强性价比，坚定看好，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复导致终端消费不及预期；数据化改革进程低于预期

公司简介

太平鸟是一家以零售为导向的多品牌时尚服饰公司。公司实施梯度品牌发展战略，各品牌针对差异化的细分市场，在目标消费群、品牌定位及产品设计等方面相互补充，满足日益细分的消费群体的多元需求。

相关报告

报告撰写人：马莉
联系人：陈腾曦、林骥川、詹陆雨

表：太平鸟按季度业绩拆分

（单位：百万）	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	2020
归母净利润	**8.8**	**111.9**	**189.5**	**390**	**700**
YOY	-90%	147%	153%	13%	27%
扣非归母净利润	**-36.3**	**92.1**	**158.4**	**346**	**560**
YOY	-216%	-1485%	161%	29%	59%
非经常收益	**45.0**	**19.8**	**31.0**	**44.1**	**140.0**
YOY	-19%	-62%	122%	-43%	-30%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

财务摘要

（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	7,928	8,969	10,900	12,905
(+/-)	2.8%	13.1%	21.5%	18.4%
净利润	552	705	900	1,105
(+/-)	-3.5%	27.9%	27.7%	22.8%
每股收益（元）	1.15	1.46	1.86	2.28
P/E	25.5	19.9	15.6	12.7

表附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,964	5,716	6,487	7,800
现金	672	590	922	1,434
交易性金融资产	1,293	1,487	1,635	1,799
应收账项	627	753	924	1,061
其他应收及预付账款	140	149	179	212
存货	286	336	369	459
其他	1,855	2,103	2,128	2,472
非流动资产	91	300	330	363
金额资产类	2,051	2,333	2,368	2,330
权益法核算的投资	0	0	0	0
固定资产	3	3	3	3
无形资产	613	1,440	1,362	1,254
有使用权资产	184	169	155	140
其他	724	0	0	0
资产总计	527	721	848	932
流动负债	7,015	8,049	8,855	10,130
短期借款	3,347	3,908	4,242	4,956
应付款项	386	474	474	474
租赁-流动负债	1,700	2,048	2,362	2,805
其他	129	319	226	420
非流动负债	1,132	1,066	1,180	1,258
长期借款	152	95	96	96
租赁-非流动负债	59	0	0	0
其他	93	95	96	96
负债合计	3,499	4,004	4,338	5,052
少数股东权益	(10)	(15)	(20)	(25)
归属母公司股东权	3,514	4,045	4,518	5,078
负债和股东权益	7,015	8,049	8,855	10,130

现金流量表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	868	887	1,101	1,386
净利润	543	700	895	1,100
折旧摊销	79	59	92	122
财务费用	10	25	23	19
投资损失	(29)	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	19	53	74	110
其它	246	80	46	65
投资活动现金流	(374)	(615)	(323)	(315)
资本支出	(527)	(916)	(78)	(108)
长期投资	0	0	0	0
其他	152	301	(247)	(210)
筹资活动现金流	(520)	(355)	(446)	(559)
短期借款	386	88	0	0
长期借款	(273)	(59)	0	0
其他	(150)	0	0	0
现金净增加额	(25)	(82)	332	512

利润表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7928	8969	10900	12905
营业成本	3711	4353	5288	6210
营业税金及附加	51	81	98	116
销售费用	2896	2960	3542	4194
管理费用	504	583	708	839
研发费用	108	126	163	206
财务费用	19	25	23	19
资产减值损失	116	123	127	148
公允价值变动损益	0	6	0	0
投资净收益	33	30	30	30
其他经营收益	122	75	75	75
营业利润	711	950	1217	1483
营业外收支	(6)	50	49	49
利润总额	802	1000	1266	1533
所得税	166	300	371	432
净利润	543	700	895	1100
少数股东损益	(8)	(5)	(5)	(5)
归属母公司净利润	552	705	900	1105
EBITDA	896	1073	1360	1662
EPS（最新摊薄）	1.15	1.46	1.86	2.28

主要财务比率

	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	2.80%	13.14%	21.52%	18.40%
营业利润	-5.17%	33.68%	28.13%	21.86%
归属母公司净利润	-3.50%	27.86%	27.67%	22.79%
获利能力				
毛利率	53.19%	51.47%	51.48%	51.88%
净利率	6.96%	7.86%	8.26%	8.57%
ROE	15.66%	18.65%	21.03%	23.04%
ROIC	16.36%	16.63%	19.27%	21.49%
偿债能力				
资产负债率	29.04%	26.90%	27.81%	27.50%
净负债比率	99.53%	98.97%	96.02%	99.49%
流动比率	1.48	1.46	1.53	1.57
速动比率	0.84	0.84	0.94	0.98
营运能力				
总资产周转率	1.16	1.19	1.29	1.36
应收账款周转率	13.03	13.00	13.00	13.00
应付账款周转率	2.05	2.10	2.25	2.25
每股指标(元)				
每股收益	1.15	1.46	1.86	2.28
每股经营现金	1.81	1.84	2.28	2.87
每股净资产	7.31	8.40	9.36	10.50
估值比率				
P/E	25.48	19.93	15.61	12.71
P/B	4.00	3.47	3.11	2.77
EV/EBITDA	16.18	13.53	10.68	8.74

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下:
1、买入 ：相对于沪深 300 指数表现 +20%以上;
2、增持 ：相对于沪深 300 指数表现 +10%～+20%;
3、中性 ：相对于沪深 300 指数表现-10%～+10%之间波动;
4、减持 ：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下:
1、看好 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上;
2、中性 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%～+10%以上;
3、看淡 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层
北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼
深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn