

逆势中业绩靓丽，看好长期竞争力持续提升

——太平鸟 (603877.SH) 2020 年业绩预告点评

要点

事件：公司发布2020年业绩预告，预计实现归母净利润7亿左右、同比增长约27%；扣非归母净利润5.6亿元左右、同比增长约59%。推算2020年单四季度归母净利润同比增长13%，扣非归母净利润同比增长29%。

点评：

公司2020年业绩表现好于同业，前三季度累计收入同比增长10.35%，归母净利润同比增长50.04%。

收入层面，20年单季度Q1~Q3收入分别同比-16.66%、+25.56%、+22.34%，自二季度开始恢复较高增长，疫情冲击消化较快、复苏早于同业（统计局限额以上服装鞋帽针纺织品类零售额8月才出现单月转正，1~11月累计同比下降7.9%）。

业务分拆来看，分渠道线上保持良好增长、前三季度增长30%、线上销售占比31%，线下销售同比增长1%，各渠道对疫情反应灵敏、调整较快，尤其是线上方面在继续提升传统电商业务占比基础上积极推进小程序、网红直播等社交零售新渠道布局、贡献良好增长；分品牌而言，核心品牌PB女装、PB男装收入分别同比增加22%、-6%（其中PB男装单三季度收入同比增长5%、初现好转），小品牌女装乐町、童装MP分别同比增21%、-4%，多品牌布局分散风险、提供多点增长动力。

利润层面，20年以来公司控费效果体现、前三季度在毛利率下降3.31PCT背景下期间费用率同比下降5.41PCT，促总体盈利能力提升，归母净利率同比提升1.48PCT至5.61%；分渠道而言，直营渠道经营效率和获利能力提升较大，加盟渠道零售规模恢复增长、本身盈利能力较好，电商渠道保持健康较快速增长，各渠道运营能力和质量不断巩固提升。另外公司货品管控显效、TOC改革在多品牌铺开、快反能力提升，疫情背景下通过新零售等措施积极消化库存，前三季度收入增加背景下资产减值损失呈同比减少，货品结构更加合理和健康。

2020年四季度电商旺季中公司继续发力，天猫双十一取得女装品类第4（PB女装）和第8（乐町）、男装品类第4（PB男装），领先优势和品牌影响力突出。

盈利预测、估值与评级：我们看好公司逆境中竞争力凸显和盈利能力提升，21年消费需求回暖背景下，公司积极推进产品年轻化和IP联名、数字化运营、布局新零售和全渠道运营等继续支持增长，同时重视提升总体运营和管理效率、净利率仍有提升空间。上调20~22年盈利预测为1.47、1.79、2.07元，21年PE16倍，上调至‘买入’评级。

风险提示：疫情影响超预期、TOC 效果不及预期、库存积压、控费不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,712	7,928	8,725	10,001	11,422
营业收入增长率	7.98%	2.80%	10.06%	14.61%	14.21%
净利润（百万元）	572	552	699	853	988
净利润增长率	25.27%	-3.50%	26.80%	22.02%	15.79%
EPS（元）	1.19	1.15	1.47	1.79	2.07
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.15%	15.69%	18.03%	19.47%	19.99%
P/E	25	26	20	16	14
P/B	4.0	4.0	3.6	3.2	2.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2021-01-12

买入（上调）

当前价：29.46 元

作者

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001

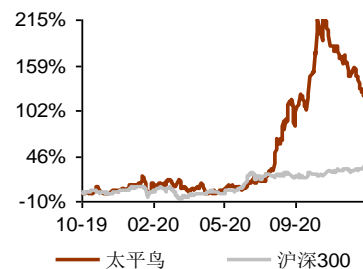
021-52523672

sunww@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.77
总市值(亿元)	140.44
一年最低/最高(元)	12.92/43.74
近3月换手率	30.00%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-26.00	-18.02	62.84
绝对	-12.59	-1.99	95.96

资料来源：Wind

相关研报

疫情影响短期业绩，关注公司经营效率提升——太平鸟 (603877.SH) 2019 年年报及 2020 年一季报点评 (2020-04-27)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,712	7,928	8,725	10,001	11,422
营业成本	3,592	3,711	4,176	4,729	5,387
折旧和摊销	72	79	74	93	111
税金及附加	64	51	70	70	80
销售费用	2,666	2,896	2,967	3,400	3,883
管理费用	483	504	541	620	708
研发费用	113	108	118	135	154
财务费用	20	19	15	14	10
投资收益	33	29	20	20	20
营业利润	750	711	875	1,068	1,236
利润总额	802	709	874	1,067	1,235
所得税	242	166	175	213	247
净利润	560	543	699	853	988
少数股东损益	-11	-8	0	0	0
归属母公司净利润	572	552	699	853	988
EPS(按最新股本计)	1.19	1.15	1.47	1.79	2.07

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	853	868	933	1,047	1,254
净利润	572	552	699	853	988
折旧摊销	72	79	74	93	111
净营运资金增加	584	-1,602	-83	22	-23
其他	-375	1,839	242	79	177
投资活动产生现金流	-942	-374	113	-305	-280
净资本支出	-429	-524	-250	-250	-250
长期投资变化	12	3	0	0	0
其他资产变化	-525	147	363	-55	-30
融资活动现金流	-362	-520	-737	-364	-436
股本变化	0	-2	-2	0	0
债务净变化	31	123	-386	0	0
无息负债变化	206	266	349	399	469
净现金流	-451	-25	309	378	537

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	53.4%	53.2%	52.1%	52.7%	52.8%
EBITDA 率	12.2%	14.7%	13.3%	14.0%	14.2%
EBIT 率	9.4%	11.9%	12.4%	13.1%	13.2%
税前净利润率	10.4%	8.9%	10.0%	10.7%	10.8%
归母净利润率	7.4%	7.0%	8.0%	8.5%	8.7%
ROA	8.4%	7.7%	9.5%	10.4%	10.7%
ROE (摊薄)	16.1%	15.7%	18.0%	19.5%	20.0%
经营性 ROIC	12.4%	26.4%	29.6%	33.1%	36.3%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	47%	50%	47%	47%	47%
流动比率	1.86	1.48	1.53	1.55	1.57
速动比率	1.18	0.93	0.96	1.00	1.06
归母权益/有息债务	10.67	7.73	56.44	63.77	71.94
有形资产/有息债务	17.98	13.90	96.10	108.58	122.94

资料来源：Wind，光大证券研究所预测 注：按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	6,638	7,015	7,342	8,245	9,276
货币资金	648	672	981	1,359	1,896
交易性金融资产	0	1,293	900	900	900
应收帐款	590	627	705	790	902
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	128	140	151	174	198
存货	1,836	1,855	1,904	2,046	2,161
其他流动资产	1,497	91	91	91	91
流动资产合计	5,002	4,964	5,066	5,737	6,579
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	12	3	2	2	2
固定资产	372	613	800	953	1,076
在建工程	295	724	648	591	548
无形资产	186	184	229	274	318
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	283	18	18	18	18
非流动资产合计	1,636	2,051	2,276	2,507	2,696
总负债	3,111	3,499	3,462	3,861	4,331
短期借款	0	386	0	0	0
应付账款	1,539	1,700	1,921	2,175	2,478
应付票据	100	273	292	331	377
预收账款	125	129	129	180	206
其他流动负债	247	259	259	259	259
流动负债合计	2,683	3,347	3,311	3,709	4,179
长期借款	332	59	59	59	59
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	96	93	93	93	93
非流动负债合计	428	152	152	152	152
股东权益	3,528	3,516	3,880	4,383	4,945
股本	481	479	477	477	477
公积金	1,627	1,613	1,616	1,616	1,616
未分配利润	1,521	1,552	1,916	2,419	2,981
归属母公司权益	3,539	3,514	3,879	4,382	4,944
少数股东权益	-11	1	1	1	1

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	34.58%	36.53%	34.00%	34.00%	34.00%
管理费用率	6.26%	6.36%	6.20%	6.20%	6.20%
财务费用率	0.27%	0.24%	0.18%	0.14%	0.08%
研发费用率	1.46%	1.36%	1.35%	1.35%	1.35%
所得税率	30%	23%	20%	20%	20%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	1.00	0.70	0.73	0.90	1.04
每股经营现金流	1.77	1.81	1.96	2.20	2.63
每股净资产	7.36	7.34	8.14	9.19	10.37
每股销售收入	16.04	16.55	18.30	20.98	23.96

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	25	26	20	16	14
PB	4.0	4.0	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	18.2	13.1	11.3	9.1	7.7
股息率	3.4%	2.4%	2.5%	3.0%	3.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼