

# 太平鸟 (603877.SH)

## 改革现成效，业绩快速增长

**2020 年收入/业绩增长 14%/29%**。据公司所发布业绩快报，2020 年全年公司收入/业绩分别同增 14.2%/28.9%至 90.57/7.11 亿元，扣非后业绩同增 59.8%至 5.64 亿元。其中，Q4 公司收入/业绩分别同增 20.9%/16.2%至 35.36/4.01 亿元，扣非后业绩同增 30.7%至 3.49 亿元。

**产品革新、渠道运营提升推动收入在疫情期间快速增长**。分渠道来看：1) 全年电商增速超 30%带动业务增长。疫情下公司利用前期新零售业务的积累，微商城、直播、云店多模式释放潜能，我们预计公司全年电商收入实现近 30%高速增长。2) 线下终端恢复情况良好，据我们估算，拓店差异下全年加盟收入增速表现好于直营。量价拆分来看：①店数方面，公司加盟拓店持续强调规模增长、直营缩减调整为质量优化奠基，截至 2020 年 9 月，公司门店较年初净减少 112 家(直营净减少 116 家/加盟净增加 7 家/联营店净减少 3 家)至 4384 家。②店效全线持续提升，我们判断主品牌品牌力持续走高、O2O 赋能私域流量、门店结构优化等持续拉升店铺盈利能力。

**供应链快反能力推动库存改善**。疫情下注重供应链快反能力以把控市场需求，首单控制+快速追单能力推进，我们估计当前加盟商订单补单占比达到 40%。存货营运方面，公司利用数字手段赋能柔性供应链、TOC 管理模式，收入增长的同时推动存货周转改善，截至 Q3 末公司存货同比略增 6.0%至 22.52 亿元，存货周转天数同减 24.9 天至 206.7 天。

**我们预计 2021 年全年收入/业绩保持快速增长**。公司品牌端改革重塑卓有成效，注重品牌的时尚化、年轻化形象转型，同时接洽入驻新网站、签约欧阳娜娜进行流量牵引，数字手段清晰化消费者画像，借助时装周发布会高度曝光夯实品牌力。品牌力的提升、行业终端的回暖叠加带来公司流水的持续改善，2021 年开年以来公司流水表现不俗，根据线下人流恢复情况及电商表现，我们跟踪预测公司 1~2 月终端流水累计增速相较于 2019 年同期实现 30%~40%左右增长。全年来看，我们预计 2021 年全年拓店仍以加盟为主，收入/业绩有望实现稳健增长。

**投资建议**。公司长期战略目标清晰，围绕“聚焦时尚、数据驱动、全网零售”的战略方向，坚持培育、孵化高时尚度品牌。基于终端恢复表现超预期，我们预计公司 2021/2022 年归母净利润分别为 9.00/10.81 亿元，公司现价 39.5 元，对应 2021 年 PE 为 21 倍，维持“增持”评级。

**风险提示**：疫情持续范围及时间超过预期；终端需求下滑；小程序及直播效果不及预期；多品牌业务不顺。

| 财务指标          | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E  | 2022E  |
|---------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 7,712 | 7,928 | 9,105 | 10,962 | 12,986 |
| 增长率 yoy (%)   | 8.0   | 2.8   | 14.8  | 20.4   | 18.5   |
| 归母净利润(百万元)    | 572   | 552   | 710   | 900    | 1,081  |
| 增长率 yoy (%)   | 25.3  | -3.5  | 28.7  | 26.7   | 20.1   |
| EPS 最新摊薄(元/股) | 1.20  | 1.16  | 1.49  | 1.89   | 2.27   |
| 净资产收益率(%)     | 15.9  | 15.4  | 18.0  | 20.1   | 20.8   |
| P/E(倍)        | 33.4  | 34.6  | 26.9  | 21.2   | 17.7   |
| P/B(倍)        | 5.39  | 5.43  | 4.91  | 4.30   | 3.71   |

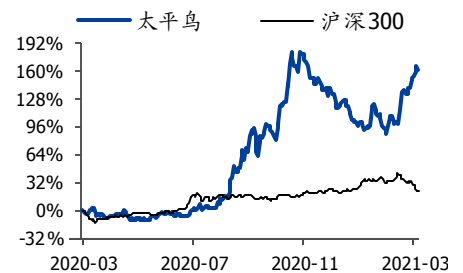
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 增持(维持)

#### 股票信息

|                |           |
|----------------|-----------|
| 行业             | 服装家纺      |
| 前次评级           | 增持        |
| 最新收盘价          | 39.50     |
| 总市值(百万元)       | 18,830.75 |
| 总股本(百万股)       | 476.73    |
| 其中自由流通股(%)     | 100.00    |
| 30 日日均成交量(百万股) | 1.04      |

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

##### 分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

#### 相关研究

- 《太平鸟(603877.SH)：Q3 业绩大幅增长，数字化零售成主题》2020-10-21
- 《太平鸟(603877.SH)：拥抱新零售，Q2 业绩靓丽》2020-08-24
- 《太平鸟(603877.SH)：积极应对短期冲击，布局新零售》2020-03-14



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 5002  | 4964  | 6113  | 6804  | 8021  |
| 现金             | 648   | 672   | 757   | 1301  | 1018  |
| 应收票据及应收账款      | 590   | 627   | 705   | 938   | 984   |
| 其他应收款          | 128   | 140   | 146   | 211   | 205   |
| 预付账款           | 303   | 286   | 393   | 423   | 545   |
| 存货             | 1836  | 1855  | 2936  | 2340  | 3718  |
| 其他流动资产         | 1497  | 1384  | 1176  | 1592  | 1551  |
| <b>非流动资产</b>   | 1636  | 2051  | 1938  | 1992  | 2042  |
| 长期投资           | 12    | 3     | -7    | -17   | -28   |
| 固定资产           | 372   | 613   | 761   | 905   | 1019  |
| 无形资产           | 186   | 184   | 165   | 147   | 127   |
| 其他非流动资产        | 1066  | 1251  | 1018  | 958   | 924   |
| <b>资产总计</b>    | 6638  | 7015  | 8050  | 8796  | 10063 |
| <b>流动负债</b>    | 2683  | 3347  | 4054  | 4261  | 4842  |
| 短期借款           | 0     | 386   | 743   | 386   | 528   |
| 应付票据及应付账款      | 1639  | 1973  | 2223  | 2783  | 3113  |
| 其他流动负债         | 1044  | 988   | 1088  | 1091  | 1202  |
| <b>非流动负债</b>   | 428   | 152   | 116   | 115   | 111   |
| 长期借款           | 332   | 59    | 23    | 22    | 18    |
| 其他非流动负债        | 96    | 93    | 93    | 93    | 93    |
| <b>负债合计</b>    | 3111  | 3499  | 4170  | 4376  | 4953  |
| 少数股东权益         | -11   | 1     | -9    | -22   | -39   |
| 股本             | 481   | 479   | 479   | 479   | 479   |
| 资本公积           | 1441  | 1376  | 1376  | 1376  | 1376  |
| 留存收益           | 1707  | 1790  | 2021  | 2275  | 2586  |
| 归属母公司股东权益      | 3539  | 3514  | 3889  | 4442  | 5149  |
| <b>负债和股东权益</b> | 6638  | 7015  | 8050  | 8796  | 10063 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 853   | 868   | -404  | 1765  | 1     |
| 净利润            | 560   | 543   | 700   | 887   | 1064  |
| 折旧摊销           | 209   | 227   | 231   | 131   | 157   |
| 财务费用           | 20    | 19    | 46    | 42    | 34    |
| 投资损失           | -33   | -29   | -18   | -28   | -28   |
| 营运资金变动         | -99   | 19    | -1362 | 736   | -1224 |
| 其他经营现金流        | 195   | 90    | -2    | -2    | -2    |
| <b>投资活动现金流</b> | -942  | -374  | 548   | -478  | -15   |
| 资本支出           | 462   | 527   | -103  | 65    | 60    |
| 长期投资           | -547  | 115   | 10    | 11    | 10    |
| 其他投资现金流        | -1027 | 267   | 456   | -403  | 56    |
| <b>筹资活动现金流</b> | -362  | -520  | -416  | -386  | -410  |
| 短期借款           | 0     | 386   | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 31    | -273  | -36   | -0    | -5    |
| 普通股增加          | -0    | -2    | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 10    | -66   | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -402  | -565  | -379  | -386  | -406  |
| <b>现金净增加额</b>  | -451  | -25   | -272  | 901   | -424  |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 7712  | 7928  | 9105  | 10962 | 12986 |
| 营业成本            | 3592  | 3711  | 4311  | 5144  | 6058  |
| 营业税金及附加         | 64    | 51    | 73    | 82    | 98    |
| 营业费用            | 2666  | 2896  | 3259  | 3892  | 4610  |
| 管理费用            | 483   | 504   | 546   | 658   | 766   |
| 研发费用            | 113   | 108   | 109   | 132   | 156   |
| 财务费用            | 20    | 19    | 46    | 42    | 34    |
| 资产减值损失          | 209   | -116  | 55    | 33    | 39    |
| 其他收益            | 121   | 166   | 138   | 120   | 120   |
| 公允价值变动收益        | 0     | 6     | 2     | 2     | 2     |
| 投资净收益           | 33    | 29    | 18    | 28    | 28    |
| 资产处置收益          | 31    | -0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 750   | 711   | 862   | 1131  | 1375  |
| 营业外收入           | 64    | 6     | 80    | 61    | 53    |
| 营业外支出           | 12    | 8     | 9     | 9     | 9     |
| <b>利润总额</b>     | 802   | 709   | 933   | 1183  | 1419  |
| 所得税             | 242   | 166   | 233   | 296   | 355   |
| <b>净利润</b>      | 560   | 543   | 700   | 887   | 1064  |
| 少数股东损益          | -11   | -8    | -10   | -13   | -17   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 572   | 552   | 710   | 900   | 1081  |
| EBITDA          | 1013  | 943   | 1179  | 1318  | 1569  |
| EPS (元)         | 1.20  | 1.16  | 1.49  | 1.89  | 2.27  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)         | 8.0   | 2.8   | 14.8  | 20.4  | 18.5  |
| 营业利润(%)         | 34.9  | -5.2  | 21.3  | 31.1  | 21.6  |
| 归属于母公司净利润(%)    | 25.3  | -3.5  | 28.7  | 26.7  | 20.1  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 53.4  | 53.2  | 52.6  | 53.1  | 53.3  |
| 净利率(%)          | 7.4   | 7.0   | 7.8   | 8.2   | 8.3   |
| ROE(%)          | 15.9  | 15.4  | 18.0  | 20.1  | 20.8  |
| ROIC(%)         | 14.2  | 13.5  | 14.9  | 18.0  | 18.2  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 46.9  | 49.9  | 51.8  | 49.7  | 49.2  |
| 净负债比率(%)        | -6.3  | -3.5  | 2.9   | -17.8 | -7.1  |
| 流动比率            | 1.9   | 1.5   | 1.5   | 1.6   | 1.7   |
| 速动比率            | 0.5   | 0.8   | 0.6   | 0.8   | 0.6   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 1.2   | 1.2   | 1.2   | 1.3   | 1.4   |
| 应收账款周转率         | 14.3  | 13.0  | 13.7  | 13.4  | 13.5  |
| 应付账款周转率         | 2.3   | 2.1   | 2.1   | 2.1   | 2.1   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 1.20  | 1.16  | 1.49  | 1.89  | 2.27  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 1.79  | 1.82  | -0.85 | 3.70  | 0.00  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 7.42  | 7.37  | 8.16  | 9.32  | 10.80 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 33.4  | 34.6  | 26.9  | 21.2  | 17.7  |
| P/B             | 5.4   | 5.4   | 4.9   | 4.3   | 3.7   |
| EV/EBITDA       | 18.7  | 18.8  | 15.8  | 13.2  | 11.5  |

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                         |      | 评级               | 说明                     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入               | 相对同期基准指数涨幅在15%以上       |
|                                                                                                                                                   |      | 增持               | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间    |
|                                                                                                                                                   |      | 持有               | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间   |
|                                                                                                                                                   |      | 减持               | 相对同期基准指数跌幅在5%以上        |
|                                                                                                                                                   | 行业评级 | 增持               | 相对同期基准指数涨幅在10%以上       |
|                                                                                                                                                   |      | 中性               | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| 减持                                                                                                                                                |      | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 |                        |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com