

太平鸟 (603877)

证券研究报告

2021年03月11日

20年业绩亮眼，改革效果凸显长期增长可期

事件：公司发布2020年业绩快报，扣非后净利增长60%，业绩符合预期。

公司预计2020年实现营收90.57亿元，同增14.24%；实现归母净利润7.11亿元，同增28.89%，扣非净利润达到5.64亿元，同增59.83%。

分季度来看，20Q1~Q4 营收分别为 13.83 亿元-16.67%YoY、18.34 亿元+25.56%YoY、23.04 亿元+22.34%YoY、35.36 亿元+20.91%YoY；归母净利润分别为 0.09 亿元-89.89%YoY、1.12 亿元+146.73%YoY、1.89 亿元+153.40%YoY、4.01 亿元+16.22%YoY，利润端环比快速回升；20Q4 扣非净利润 3.49 亿元+30.69%YoY。

公司持续进行与消费者的连接和贯通，提升研发设计、供应链、终端销售全产业链的运营效率。

1) 公司重视数据化平台的建设，此前已发布可转债预案，拟募集不超过 8 亿元进行数字化转型项目的建设。公司持续精进商品管理能力，不断提升商品快反占比；同时积极运用大数据赋能精准设计，快速响应消费者时尚需求。2020 年度在公司营业收入增长的同时，存货规模增长得到有效控制，存货周转天数持续下降。

2) 公司持续优化渠道结构，直营门店重视经营质量，加盟门店重视规模增长，在传统电商保持快速增长的同时积极拓展新兴社交电商新渠道，2020 年公司主要渠道零售收入均实现了有效增长。

3) 公司积极推进组织结构和业务模式优化调整，原持续亏损孵化品牌在 2020 年度较大幅度减亏或扭亏为盈。此外，疫情期间合作伙伴减免租金和政府减免社保费用，减少费用支出。

2020 年疫情背景下，公司业绩始终保持高速增长，Q4 高增速趋势不改，我们认为随着公司改革后的多项措施效果凸显，21 年公司有望继续延续高速增长态势。伴随春节大促及销售终端的持续恢复，预计线下渠道也能够维持较快增长。

同时，我们认为随着公司效率的提升，利润率将持续提升，业绩弹性较大。2019/2020 年公司扣非净利率分别为 4.4%、6.2%，提升 1.8pct。

上调盈利预测，维持“买入”评级。考虑到目前公司经营数据仍旧较好，21 年业绩有望延续快速增长的趋势，我们上调公司盈利预测。预计 2020~2022 年营业总收入分别达到 90.57、106.45、125.09 亿元，同比增速分别为 14.24%、17.54%、17.51%；2020~2022 年公司归母净利润分别达到 7.11、9.44、11.45 亿元（原值为 7.00、8.44、9.63 亿元），同比增速分别为 28.90%、32.72%、21.37%，对应 EPS 分别为 1.49/1.98/2.40 元，对应 P/E 分别为 26.15、19.70、16.24X。

风险提示：疫情反复使得终端消费疲软，直营渠道调整低于预期，产品设计风险；业绩快报为初步核算数据，具体数据以年报披露为准。

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	39 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	476.73
流通 A 股股本(百万股)	476.73
A 股总市值(百万元)	18,592.38
流通 A 股市值(百万元)	18,592.38
每股净资产(元)	7.33
资产负债率(%)	52.87
一年内最高/最低(元)	43.74/13.72

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《太平鸟-公司点评:2020 扣非归母同比增 59%至 5.6 亿，终端盈利能力稳步提升》 2021-01-14
- 《太平鸟-季报点评:20Q3 业绩表现惊艳，线上保持快速增长，线下渠道加速恢复》 2020-10-22
- 《太平鸟-半年报点评:2020Q2 单季度业绩表现靓丽，线上渠道加速布局》 2020-08-25

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,711.88	7,927.62	9,056.85	10,645.07	12,508.98
增长率(%)	7.98	2.80	14.24	17.54	17.51
EBITDA(百万元)	803.02	997.41	940.18	1,238.80	1,473.66
净利润(百万元)	571.54	551.55	710.94	943.56	1,145.16
增长率(%)	25.27	(3.50)	28.90	32.72	21.37
EPS(元/股)	1.20	1.16	1.49	1.98	2.40
市盈率(P/E)	32.53	33.71	26.15	19.70	16.24
市净率(P/B)	5.25	5.29	4.84	4.53	4.15
市销率(P/S)	2.41	2.35	2.05	1.75	1.49
EV/EBITDA	9.88	5.29	18.84	13.27	11.57

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	648.23	671.97	724.55	851.61	1,000.72
应收票据及应收账款	590.02	627.02	622.98	315.57	787.32
预付账款	302.82	285.92	391.96	398.81	527.04
存货	1,836.21	1,854.69	2,417.03	2,567.98	3,297.38
其他	1,624.87	1,524.39	2,281.35	2,311.32	2,095.53
流动资产合计	5,002.16	4,963.98	6,437.87	6,445.29	7,707.98
长期股权投资	11.52	3.13	3.13	3.13	3.13
固定资产	371.94	613.14	892.54	1,067.45	1,166.67
在建工程	295.40	724.18	470.51	330.31	228.18
无形资产	186.49	183.52	171.49	159.45	147.42
其他	770.84	527.06	498.89	467.45	427.55
非流动资产合计	1,636.18	2,051.04	2,036.55	2,027.79	1,972.96
资产总计	6,638.34	7,015.02	8,474.43	8,473.07	9,680.94
短期借款	0.00	386.00	1,426.70	445.12	1,188.19
应付票据及应付账款	1,638.84	1,973.03	1,707.18	2,741.41	2,561.94
其他	1,044.29	988.36	1,199.57	1,062.54	1,356.29
流动负债合计	2,683.14	3,347.39	4,333.45	4,249.07	5,106.42
长期借款	331.67	58.97	215.48	45.00	45.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	95.89	92.98	93.43	94.10	93.50
非流动负债合计	427.56	151.94	308.90	139.10	138.50
负债合计	3,110.70	3,499.33	4,642.35	4,388.17	5,244.93
少数股东权益	(11.48)	1.23	(8.36)	(23.59)	(40.73)
股本	480.76	478.88	476.73	476.73	476.73
资本公积	1,441.33	1,375.65	1,375.65	1,375.65	1,375.65
留存收益	3,148.11	3,165.61	3,363.71	3,631.76	4,000.01
其他	(1,531.08)	(1,505.68)	(1,375.65)	(1,375.65)	(1,375.65)
股东权益合计	3,527.64	3,515.69	3,832.08	4,084.91	4,436.01
负债和股东权益总计	6,638.34	7,015.02	8,474.43	8,473.07	9,680.94

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	560.28	543.10	710.94	943.56	1,145.16
折旧摊销	208.88	227.12	46.31	57.32	64.93
财务费用	10.60	10.24	23.71	23.81	17.67
投资损失	(33.19)	(29.47)	(60.09)	(60.09)	(60.09)
营运资金变动	(634.81)	1,621.69	(1,441.60)	1,055.87	(953.44)
其它	741.18	(1,504.24)	(10.86)	(7.49)	(9.53)
经营活动现金流	852.94	868.44	(731.60)	2,013.00	204.70
资本支出	149.56	740.86	59.55	79.33	50.60
长期投资	(17.87)	(8.39)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,073.57)	(1,106.67)	(57.93)	(115.24)	(56.51)
投资活动现金流	(941.87)	(374.20)	1.62	(35.91)	(5.91)
债权融资	331.67	454.72	1,645.43	494.46	1,238.97
股权融资	(17.86)	(126.91)	104.18	(23.81)	(17.67)
其他	(675.47)	(847.35)	(967.05)	(2,320.67)	(1,270.98)
筹资活动现金流	(361.66)	(519.54)	782.55	(1,850.02)	(49.67)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(450.60)	(25.31)	52.58	127.06	149.11

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,711.88	7,927.62	9,056.85	10,645.07	12,508.98
营业成本	3,591.58	3,710.92	4,213.68	4,937.84	5,790.48
营业税金及附加	64.32	50.66	57.96	66.00	77.56
营业费用	2,666.49	2,895.87	3,308.47	3,741.74	4,390.65
管理费用	482.84	504.11	583.51	659.99	763.05
研发费用	112.75	107.90	108.68	117.10	137.60
财务费用	20.48	19.08	23.71	23.81	17.67
资产减值损失	208.69	(116.33)	(50.00)	9.00	9.00
公允价值变动收益	0.00	6.13	(0.77)	8.00	8.00
投资净收益	33.19	29.47	60.09	60.09	60.09
其他	(217.96)	9.08	(118.63)	(136.17)	(136.17)
营业利润	749.50	710.73	870.16	1,157.67	1,391.06
营业外收入	64.02	5.62	54.44	41.36	53.80
营业外支出	11.53	7.57	8.46	9.19	8.40
利润总额	801.99	708.77	916.13	1,189.84	1,436.46
所得税	241.71	165.67	215.29	261.76	308.84
净利润	560.28	543.10	700.84	928.07	1,127.62
少数股东损益	(11.26)	(8.45)	(10.09)	(15.49)	(17.53)
归属于母公司净利润	571.54	551.55	710.94	943.56	1,145.16
每股收益(元)	1.20	1.16	1.49	1.98	2.40

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	7.98%	2.80%	14.24%	17.54%	17.51%
营业利润	34.92%	-5.17%	22.43%	33.04%	20.16%
归属于母公司净利润	25.27%	-3.50%	28.90%	32.72%	21.37%
获利能力					
毛利率	53.43%	53.19%	53.48%	53.61%	53.71%
净利率	7.41%	6.96%	7.85%	8.86%	9.15%
ROE	16.15%	15.69%	18.51%	22.97%	25.58%
ROIC	28.71%	22.92%	46.25%	31.11%	56.41%
偿债能力					
资产负债率	46.86%	49.88%	54.78%	51.79%	54.18%
净负债率	-8.97%	-6.18%	24.03%	-8.74%	5.37%
流动比率	1.86	1.48	1.49	1.52	1.51
速动比率	1.18	0.93	0.93	0.91	0.86
营运能力					
应收账款周转率	14.32	13.03	14.49	22.68	22.68
存货周转率	4.21	4.30	4.24	4.27	4.27
总资产周转率	1.20	1.16	1.17	1.26	1.38
每股指标(元)					
每股收益	1.20	1.16	1.49	1.98	2.40
每股经营现金流	1.79	1.82	-1.53	4.22	0.43
每股净资产	7.42	7.37	8.06	8.62	9.39
估值比率					
市盈率	32.53	33.71	26.15	19.70	16.24
市净率	5.25	5.29	4.84	4.53	4.15
EV/EBITDA	9.88	5.29	18.84	13.27	11.57
EV/EBIT	10.85	5.75	19.82	13.92	12.11

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com