

太平鸟(603877.SH)

20Q4 延续高增长，国货龙头迎来新机遇

——太平鸟点评报告

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

报告导读

20Q4 线下收入高速增长，21Q1 趋势延续。我们看好公司有望进一步承接海外品牌流量，成为中国青年首选时尚品牌。

投资要点

□ 20Q4 线下零售数据优秀，品牌年轻化+数据驱动战略红利持续释放

公司发布 20 年业绩，20 年公司录得收入 93.87 亿 (+18.4%，由于会计准则变更为总额法，导致收入增加 3.42 亿；扣除该影响公司收入同增 14%)。归母净利润 7.1 亿(+29%)，扣非归母净利润 5.6 亿(+59%)；归母净利率 7.6%(+0.6pct)，扣非归母净利率 6.2% (+1.5pct)。

单 Q4 公司收入同增 21% (还原会计准则变更后)，值得一提的是虽然 20Q4 由于线上平台整体流量影响，公司线上收入仅有 11% 的增长；但是公司线下收入录得 26% 的强劲增长 (还原会计准则变更后)，其中线下直营收入增速达到 28%、线下加盟收入增速同样达到 24%，表现出了非常强劲的增长势头。

回顾 20 年我们看到，公司在品牌上聚焦年轻消费者的战略方向以及在产品上依托数据化转型带来的时尚度提升红利正在不断释放，品牌向上趋势明确。公司自 20Q2 以来连续三个季度的高速增长，在疫情下 20 年连续开业 12 个月以上门店单店营业收入逆势同增 10.6% 至 260 万。

□ 渠道结构调整利润率持续提升，库存结构良好运营质量向好

产品力提升带来零售额提升外，太平鸟也希望依靠自身管理的精细化带来利润率的明显提升。从渠道结构看，公司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。

因此从财务角度，公司在保证直营渠道规模同时提升直营零售额的情况下，将会逐步扩大加盟和线上渠道的销售规模占比，从结构上提升整体盈利能力。20 年全年公司直营门店下降 79 家至 1554 家，因此在收入的持续增长外，我们对公司利润率在 21 年继续明显提升保持信心。

因此在利润率方面，公司在 20 年相较 19 年提升明显，我们对公司未来几年公司渠道结构调整+经营效率提升带来的利润率提升充满信心。

库存和现金流方面，在产品提升+数据化转型提升快反比例的双重带动下，公司存货周转天数下降 13 天至 166 天。公司经营性现金流同增 33% 至 11.5 亿。

□ 21Q1 数据持续向好，看好公司承接海外品牌流量成为中国青年首选时尚品牌

太平鸟在过去 2-3 年产品风格调整后，已逐步与 25 岁左右的年轻消费者对齐。此外，组织架构调整带来的产品重塑红利也让太平鸟逐步成为代表中国年轻人时尚的领导品牌。我们认为在同价位段国际品牌流量明显下滑的背景下，太平鸟在目前持续向上的品牌趋势下有望进一步承接流量，顺势扩大市占率。

21Q1，太平鸟终端动销依旧强劲。根据淘数据，太平鸟官方旗舰店 1+2 月线上零售额同比 20 年增长超过 40%，势头强劲。我们预计公司线下同样保持着与线上相似的流水增速。

评级

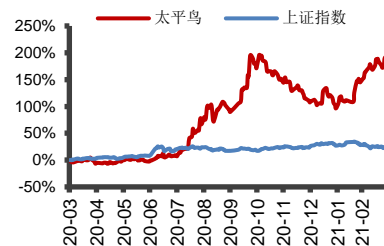
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥41.97

单季度业绩

元/股

1Q/2020	0.02
2Q/2020	0.23
3Q/2020	0.40
4Q/2020	0.84



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：林骥川、詹陆雨

同时越过 20 年比较 19 年,我们认为受惠于公司 19 年末开始的改革以及女装业务成功的产品风格调整,公司 21Q1 流水同样有望较 19Q1 表现出明显增长趋势。

□ 盈利预测及估值

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。我们认为这将会是中国服装公司发展的长期大方向,公司 20Q4 线下收入的高速增长进一步验证了目前公司的良好势头。

在 21Q1 表现出色叠加海外品牌流量下降的背景下,我们看好公司在 21 年保持高增长。预计 21~23 年归母净利润 9.8/12.0/14.2 亿,对应增速 38%/32%/19%,对应当前估值 20.3 /16.7/14.1X。在公司基本面向上趋势明确的情况下,我们认为当前估值仍具性价比,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

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	9,387	11,351	13,495	15,838
(+/-)	18.4%	20.9%	18.9%	17.4%
净利润	713	984	1,198	1,424
(+/-)	29.2%	38.1%	21.7%	18.8%
每股收益(元)	1.48	2.04	2.48	2.94
P/E	28.1	20.3	16.7	14.1

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	6,308	6,950	8,040	9,393	营业收入	9387	11351	13495	15838
现金	665	1,024	1,182	1,473	营业成本	4459	5350	6365	7511
交易性金融资产	1,294	1,423	1,565	1,722	营业税金及附加	61	74	88	103
应收账款	778	968	1,108	1,329	销售费用	3273	3905	4588	5322
其他应收及预付账款	151	181	221	258	管理费用	575	681	796	919
存货	272	397	399	540	研发费用	109	136	162	190
其他	2,257	2,607	3,180	3,648	财务费用	19	21	18	16
非流动资产	892	350	385	423	资产减值损失	118	147	180	209
金额资产类	2,234	2,309	2,296	2,367	公允价值变动损益	6	2	0	0
权益法核算的投资	0	0	0	0	投资净收益	33	30	30	30
固定资产	0	0	0	0	其他经营收益	133	120	120	120
无形资产	1,387	1,271	1,188	1,105	营业利润	926	1324	1609	1910
有使用权资产	180	164	147	130	营业外收支	(19)	(18)	(19)	(18)
其他	0	0	0	0	利润总额	802	1306	1591	1892
资产总计	666	875	962	1,131	所得税	200	326	398	473
流动负债	8,541	9,259	10,336	11,760	净利润	707	979	1193	1419
短期借款	4,546	4,716	5,319	6,177	少数股东损益	(6)	(5)	(5)	(5)
应付款项	493	493	493	493	归属母公司净利润	713	984	1198	1424
租赁-流动负债	2,021	1,958	2,846	2,891	EBITDA	1172	1415	1745	2087
其他	0	568	107	685	EPS (最新摊薄)	1.48	2.04	2.48	2.94
非流动负债	2,032	1,698	1,873	2,109	主要财务比率				
长期借款	95	97	96	98		2020	2021E	2022E	2023E
租赁-非流动负债	0	0	0	0	成长能力				
其他	95	97	96	98	营业收入	18.41%	20.92%	18.89%	17.37%
负债合计	4,641	4,813	5,415	6,275	营业利润	30.23%	43.01%	21.58%	18.68%
少数股东权益	(9)	(14)	(19)	(24)	归属母公司净利润	29.24%	38.09%	21.72%	18.84%
归属母公司股东权	3,897	4,447	4,921	5,485	获利能力				
负债和股东权益	8,541	9,259	10,336	11,760	毛利率	52.49%	52.87%	52.83%	52.58%
					净利率	7.59%	8.67%	8.88%	8.99%
					ROE	19.22%	23.58%	25.58%	27.36%
					ROIC	18.46%	21.49%	24.18%	26.19%
					偿债能力				
					资产负债率	54.34%	51.98%	52.39%	53.35%
					净负债比率	118.99%	108.23%	110.04%	114.38%
					流动比率	1.39	1.47	1.51	1.52
					速动比率	0.83	0.84	0.84	0.84
					营运能力				
					总资产周转率	1.21	1.28	1.38	1.43
					应收账款周转率	13.36	13.00	13.00	13.00
					应付账款周转率	2.04	2.25	2.25	2.25
					每股指标(元)				
					每股收益	1.48	2.04	2.48	2.94
					每股经营现金	2.40	1.55	2.52	3.31
					每股净资产	8.09	9.21	10.17	11.31
					估值比率				
					P/E	28.09	20.34	16.71	14.06
					P/B	5.14	4.50	4.07	3.65
					EV/EBITDA	17.50	14.50	11.75	9.83

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,154	747	1,217	1,605
净利润	707	979	1,193	1,419
折旧摊销	93	101	100	100
财务费用	13	21	18	16
投资损失	(34)	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	190	(386)	(152)	(8)
其它	186	62	88	108
投资活动现金流	(850)	10	(450)	(579)
资本支出	(391)	(52)	(84)	(85)
长期投资	0	0	0	1
其他	(459)	62	(367)	(495)
筹资活动现金流	(334)	(398)	(609)	(735)
短期借款	36	0	0	0
长期借款	(341)	(398)	(609)	(735)
其他	(28)	0	0	0
现金净增加额	(30)	359	158	291

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“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>