

公司研究

20年疫情中业绩靓丽，期待增长势头延续、销售规模和盈利能力双升级

——太平鸟（603877.SH）2020年年报点评

买入（维持）

当前价：41.97元

作者

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

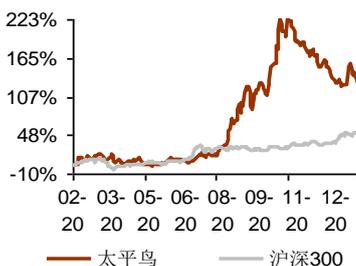
021-52523672

sunww@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.77
总市值(亿元):	200.08
一年最低/最高(元):	13.10/46.17
近3月换手率:	23.93%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	33.59	54.26	190.95
绝对	27.61	53.89	229.62

资料来源：Wind

相关研报

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（2021-01-12）

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）

要点

20年营业收入同比增18.4%、归母净利润同比增29%，疫情下业绩表现靓丽

公司2020年实现营业收入93.87亿元、同比增18.41%（按新会计政策同比口径下增长约14%），归母净利润7.13亿元、同比增29.24%，费用率下降促归母净利率提升0.64PCT至7.59%。扣非净利润5.61亿元、同比增59.10%，增速和归母净利润之间差异主要为政府补助减少。EPS1.51元，拟每股派息0.8元（含税）。

20Q1~20Q4公司单季度收入增速分别为-16.66%、+25.56%、+22.34%、+32.20%，归母净利润分别同比-89.89%、+146.73%、+153.40%、+16.77%。疫情背景下公司仅2020年一季度受影响较大，20年二季度开始、销售收入和利润恢复较快，促全年业绩增长理想。

直营店、加盟店、线上均呈良好增长，Q4多个品牌增速发力

1) 收入按品牌拆分：20年主要品牌PB女装、PB男装收入分别为37.81亿元（同比+28.36%）、28.32亿元（+8.35%），乐町、MP童装、其他收入分别为13.29亿元（+17.5%）、9.83亿元（+9.25%）、2.63亿元（+8.09%）。

再分季度来看，PB女装和乐町恢复最快，PB女装20Q1收入下滑14%、Q2-Q4单季度保持了40%左右的增长，乐町Q2-Q3收入增速超过30%、Q4放缓至12%；PB男装Q1下滑，Q2持平、Q3增长个位数、Q4提升至33%；MP童装、其他季度间存波动，但Q4均大幅提速，Q4MP童装增长35%、其他增长52%。

2) 收入按线上线下拆分：20年线上销售同比增长21.28%至28.04亿元、占总收入比例提升至30.52%，线下销售增长15.62%至63.83亿元。线下渠道中，直营店收入40.76亿元、同比增20.98%，加盟店收入23.07亿元、同比增7.37%。

3) 线下收入按外延内生拆分：渠道数量方面，2020年末公司总门店数4616家、较20年初净增加120家（新开1049家、关闭929家）、外延净增加2.67%。其中直营店净减79家（-4.84%，开238家、关317家），加盟店净增199家（+6.95%，开811家、关612家）。

内生方面，结合直营店、加盟店20年收入分别增长21%、7%，直营店净关店背景下收入增长主要为单店提升贡献；加盟店单店估计持平略增。老店方面，直营店连续开业12个月平均店效同比增加10.62%。

毛利率略降、费用率控制较好，存货和应收账款有所增加、现金流健康

毛利率：20年毛利率同比下降0.70PCT至52.49%，主营业务毛利率同比略降0.07PCT至53.56%、保持平稳。

分季度来看，20Q1~20Q4单季度毛利率分别为51.89%（同比-5.56PCT）、52.91%（-3.71PCT）、49.97%（-0.93PCT）、54.01%（+3.48PCT）。

分品牌来看，20年PB女装、PB男装、乐町、MP童装、其他毛利率分别为55.50%（+1.54PCT）、54.42%（-1.33PCT）、49.82%（-0.63PCT）、51.15%（-1.57PCT）、44.36%（-0.74PCT）。

分渠道来看，20年直营店、加盟店、线上毛利率分别为65.61%（+0.27PCT）、45.07%（+0.06PCT）、43.03%（-1.57PCT）。

费用率：20 年期间费用率同比下降 2.06PCT 至 42.43%。其中，销售、管理、研发、财务费用率分别为 34.86% (-1.67PCT)、6.13% (-0.23PCT)、1.24% (-0.12PCT)、0.20% (-0.04PCT)。

其他财务指标：1) 20 年末存货总额较 20 年初增加 21.67%至 22.57 亿元，存货总额增加主要为双十一备货增加以及 20 年冬装销售不及预期，但截止目前已经积极消化中。20 年存货周转率为 2.17、较 19 年的 2.01 有所加快。存货库龄结构优化、新品占比增加，库龄 1 年以内、1~2 年、2~3 年、3 年以上的货品占比分别为 66.33% (+7.78PCT)、20.38% (-2.58PCT)、5.96% (-1.67PCT)、7.33% (-3.53PCT)。

2) 应收账款 20 年末较 20 年初增加 24.10%至 7.78 亿元，应收账款周转率为 13.36 较 19 年的 13.03 有所提升。

3) 资产减值损失+信用减值损失 20 年同比减少 2.68%至 1.27 亿元。

4) 经营活动净现金流 20 年同比增 32.92%至 11.54 亿元。其中，销售商品获得现金同比增 8.81%至 95.36 亿元；购买商品支付现金同比增 11.48%至 46.03 亿元。

期待 21 年需求回暖，多品牌时尚服装龙头继续实现销售和盈利能力双升级

20 年疫情背景下公司业绩表现靓丽、好于同业，主要为前期调整措施显效，组织体系改革、激发员工活力，运营管理效率提高，产品研发和供应链能力强化，直营店、加盟店、线上多渠道均有良好表现，PB 女装持续较高增长，PB 男装、MP 童装等均出现增速向上势头，多点发力贡献未来增长。2021 年公司将延续前期改革，提升直营渠道质量、做大加盟渠道规模、巩固传统电商运营优势同时加大社交电商方面的布局，推进产品年轻化和强化快反能力，大力度推进数字化转型，期待销售收入和盈利能力的双双升级。

公司定位时尚、品牌调性受到年轻消费者认可，渠道结构较为均衡、购物中心和电商占比高，将受益于一季度的就地过年政策，和长期国货风潮、年轻消费者需求的崛起。我们上调公司 21~22 年、新增 23 年 EPS 为 1.95/2.31/2.71 元（较前次盈利预测上调 9%/12%），对应 21 年 PE 为 22 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响超预期致终端零售持续疲软、TOC 效果不及预期、库存积压、控费不及预期、线上竞争加剧致增长不及预期或者盈利能力受损。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,928	9,387	11,172	13,117	15,128
营业收入增长率	2.80%	18.41%	19.02%	17.41%	15.33%
净利润（百万元）	552	713	929	1,102	1,293
净利润增长率	-3.50%	29.24%	30.27%	18.66%	17.36%
EPS（元）	1.15	1.50	1.95	2.31	2.71
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.69%	18.29%	20.89%	21.68%	22.20%
P/E	36	28	22	18	15
P/B	5.7	5.1	4.5	3.9	3.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-29

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,928	9,387	11,172	13,117	15,128
营业成本	3,711	4,459	5,278	6,231	7,204
折旧和摊销	79	93	121	132	142
税金及附加	51	61	78	92	106
销售费用	2,896	3,273	3,799	4,421	5,068
管理费用	504	575	693	813	938
研发费用	108	116	145	171	197
财务费用	19	19	22	21	9
投资收益	29	34	20	20	20
营业利润	711	926	1,207	1,432	1,680
利润总额	709	906	1,206	1,431	1,679
所得税	166	200	277	329	386
净利润	543	707	929	1,102	1,293
少数股东损益	-8	-6	0	0	0
归属母公司净利润	552	713	929	1,102	1,293
EPS(按最新股本计)	1.15	1.50	1.95	2.31	2.71

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	868	1,154	1,204	1,347	1,572
净利润	552	713	929	1,102	1,293
折旧摊销	79	93	121	132	142
净营运资金增加	-1,606	-208	-9	43	12
其他	1,843	557	163	71	125
投资活动产生现金流	-374	-850	-390	-315	-190
净资本支出	-524	-391	-410	-310	-210
长期投资变化	3	0	0	0	0
其他资产变化	147	-460	20	-5	20
融资活动现金流	-520	-334	-585	-796	-560
股本变化	-2	-2	0	0	0
债务净变化	123	38	-182	-311	0
无息负债变化	266	1,104	619	692	708
净现金流	-25	-30	229	236	823

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	53.2%	52.5%	52.8%	52.5%	52.4%
EBITDA 率	15.0%	14.7%	14.1%	14.1%	14.1%
EBIT 率	12.2%	12.3%	13.0%	13.1%	13.1%
税前净利润率	8.9%	9.7%	10.8%	10.9%	11.1%
归母净利润率	7.0%	7.6%	8.3%	8.4%	8.5%
ROA	7.7%	8.3%	9.7%	10.4%	10.8%
ROE (摊薄)	15.7%	18.3%	20.9%	21.7%	22.2%
经营性 ROIC	27.3%	35.1%	38.8%	42.4%	47.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	50%	54%	53%	52%	51%
流动比率	1.48	1.39	1.41	1.46	1.52
速动比率	0.93	0.89	0.91	0.93	1.00
归母权益/有息债务	7.73	7.91	14.30	-	-
有形资产/有息债务	13.90	15.70	28.01	-	-

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	7,015	8,541	9,526	10,545	11,995
货币资金	672	665	894	1,130	1,952
交易性金融资产	1,293	1,867	1,867	1,867	1,867
应收帐款	627	778	883	1,037	1,196
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	140	151	189	222	256
存货	1,855	2,257	2,484	2,809	3,107
其他流动资产	91	318	318	318	318
流动资产合计	4,964	6,308	7,005	7,820	9,201
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	3	0	-1	-1	-1
固定资产	613	1,387	1,419	1,457	1,473
在建工程	724	0	210	315	341
无形资产	184	180	186	193	199
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	18	36	36	36	36
非流动资产合计	2,051	2,234	2,522	2,725	2,793
总负债	3,499	4,641	5,079	5,459	6,167
短期借款	386	493	311	0	0
应付账款	1,700	2,021	2,391	2,823	3,263
应付票据	273	370	396	467	540
预收账款	129	0	201	236	272
其他流动负债	259	624	624	624	624
流动负债合计	3,347	4,546	4,984	5,364	6,072
长期借款	59	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	93	95	95	95	95
非流动负债合计	152	95	95	95	95
股东权益	3,516	3,900	4,448	5,085	5,827
股本	479	477	477	477	477
公积金	1,613	1,622	1,622	1,622	1,622
未分配利润	1,552	1,899	2,446	3,083	3,826
归属母公司权益	3,514	3,897	4,445	5,082	5,824
少数股东权益	1	3	3	3	3

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	36.53%	34.86%	34.00%	33.70%	33.50%
管理费用率	6.36%	6.13%	6.20%	6.20%	6.20%
财务费用率	0.24%	0.20%	0.20%	0.16%	0.06%
研发费用率	1.36%	1.24%	1.30%	1.30%	1.30%
所得税率	23%	22%	23%	23%	23%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.70	0.80	0.97	1.16	1.36
每股经营现金流	1.81	2.42	2.53	2.83	3.30
每股净资产	7.34	8.18	9.32	10.66	12.22
每股销售收入	16.55	19.69	23.44	27.52	31.73

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	36	28	22	18	15
PB	5.7	5.1	4.5	3.9	3.4
EV/EBITDA	18.4	15.0	11.7	9.8	8.2
股息率	1.7%	1.9%	2.3%	2.8%	3.2%

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与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE