

2021年04月21日

# 一季度超预期，关注去库存进展

## 太平鸟(603877)

评级:	买入	股票代码:	603877
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	57.81/13.72
目标价格:	62	总市值(亿)	238.41
最新收盘价:	50.01	自由流通市值(亿)	238.41
		自由流通股数(百万)	476.73

### 事件概述

太平鸟21Q1收入/归母净利/扣非归母净利分别为26.70/2.03/1.88亿元，同比增长93%/2222%/扭亏（20Q1亏损0.36亿元）、较19Q1增长61%/133%/506%，21Q1归母净利高于扣非归母净利主要由于实现投资收益1197万元、政府补助444万元以及非流动资产处置损益426万元（出售人才公寓收益）；业绩超预期。经营活动现金净流量净额为-1.97亿元，20Q1为-1.82亿元。

### 分析判断:

收入分拆：1、分品牌来看，女装加速、男装和童装延续Q4改善趋势，乐町Q4调整后恢复增长，其他品牌增速放缓。21Q1女装/男装/乐町/童装/其他品牌收入分别同比增长120%/77%/83%/76%/87%、较19Q1增长89%/37%/70%/51%/31%。我们分析，19Q1、20Q1均为低基数，18Q1基数较高，21Q1收入/净利/归母净利较18Q1增长54%/53%/109%；21Q1女装/男装/乐町/童装/其他品牌同比18Q1分别增长84%/21%/91%/46%/38%。

2、分渠道来看，2021Q1线下/线上渠道收入分别同比增长121%/52%、较19Q1增长56%/76%，其中线下直营/加盟收入分别增长89%/305%、较19Q1增长55%/60%；线上收入占比为30.31%、较20Q1下降8.44PCT，主要由于20Q1线下受疫情影响。21Q1线下/线上收入同比18Q1分别增长46.47%/75.71%，其中线下直营/加盟分别增长53.30%/31.40%。

3、分外延内生看，公司重点关注线下门店盈利的提升，21Q1直营店净开16家、加盟店持平，直营/加盟店数较20Q1分别净增-3%/8%，推断直营店效/单店出货分别同比增长95%/274%；较19Q1来看，直营/加盟店数分别净增1.3%/4%，推断直营店效/单店出货分别增长53%/53%。

毛利率改善。2021Q1毛利率为55.88%、同比上升3.99PCT、较19Q1下降1.57PCT，其中，1)分品牌看，除男装外毛利率均有所提升，主要由于营销及促销活动增加：女装/男装/乐町/Mini Peace童装毛利率分别为59.18%/54.53%/55.83%/53.02%、同比提高5.22/-1.12/5.38/0.29PCT；2)分渠道看，毛利率提升来自线下毛利率提升以及高毛利率线下收入占比提升，线上毛利率有所下降：线下/线上毛利率为62.30%/41.67%，同比提高5.47/-3.25PCT；线下渠道中，直营/加盟毛利率分别为66.69%/50.40%，同比提高7.75/5.83PCT。

扣非净利率持续提升，主要得益于资产减值损失减少。2021Q1净利率为7.61%、同比提升7.08PCT、较19Q1提升2.54PCT，扣非净利率为7.04%、同比提升9.64PCT、较19Q1提升5.17PCT。21Q1净利率较20Q1提升主要得益于毛利率提升、费用率下降以及资产减值损失减少，21Q1销售/管理费用率分别下降5.5/1.4PCT至37%/5.8%，资产减值损失/收入为1.4%、同比下降2.1PCT；21Q1净利率较19Q1仍有提升，主要得益于费用率下降以及资产减值损失减少，21Q1销售/管理费用率较19Q1下降3.9/1.6PCT，资产减值损失/收入下降5.4PCT。

存货较2020年末改善不明显。21Q1末存货为21.49亿元、同比增长31%，存货较年初略降5%。2021Q1净营业周期为53天、同比改善25天，其中存货周转天数/应收账款周转天数/应付账款周转天数分别减少68/13/56天至168/24/139天。

### 投资建议

展望21年来看，我们认为：（1）男装、童装有望延续20Q4以来的改善趋势加速增长；（2）公司规划21年新开1000家店，我们估计加盟店新开在500-600家；我们判断，线上和加盟渠道有望维持30%以上快速增长，

直营渠道有望维持 20%以上增长、单店进一步改善；(3) 资产减值损失降低、节税等仍有空间，公司扣非净利率有进一步改善空间。维持 21/22/23 年 EPS 为 2.06/2.67/3.19 元、对应 21/22/23 年 PE 为 24/19/16X，维持“买入”评级，上调目标价 20%至 62 元（对应 21 年 30X）。

### 风险提示

疫情发展的不确定性；休闲行业被运动分流；童装、男装复苏低于预期；新品牌培育不及预期；系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,928	9,387	11,892	14,026	15,952
YoY (%)	2.8%	18.4%	26.7%	17.9%	13.7%
归母净利润(百万元)	552	713	982	1,271	1,520
YoY (%)	-3.5%	29.2%	37.7%	29.5%	19.6%
毛利率 (%)	53.2%	52.5%	53.3%	53.4%	53.5%
每股收益 (元)	1.16	1.50	2.06	2.67	3.19
ROE	15.7%	18.3%	20.1%	20.7%	19.8%
市盈率	43.23	33.45	24.29	18.76	15.69

资料来源：公司公告，华西证券研究所

**分析师：唐爽爽**

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

**研究助理：朱宇昊**

邮箱：zhuyh@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	9,387	11,892	14,026	15,952	净利润	707	982	1,271	1,520
YoY (%)	18.4%	26.7%	17.9%	13.7%	折旧和摊销	225	205	207	216
营业成本	4,459	5,558	6,534	7,417	营运资金变动	190	10	283	264
营业税金及附加	61	83	94	107	经营活动现金流	1,154	1,306	1,835	2,053
销售费用	3,273	4,162	4,881	5,535	资本开支	-391	-416	-466	-436
管理费用	575	714	811	895	投资	-495	-145	-107	-286
财务费用	19	5	-11	-20	投资活动现金流	-850	-698	-740	-894
资产减值损失	-118	-98	-74	-53	股权募资	8	0	0	0
投资收益	34	0	0	0	债务募资	520	-493	0	0
营业利润	926	1,284	1,656	1,981	筹资活动现金流	-334	-503	0	0
营业外收支	-19	0	0	0	现金净流量	-30	104	1,095	1,159
利润总额	906	1,284	1,656	1,981					
所得税	200	302	385	461	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
净利润	707	982	1,271	1,520	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	713	982	1,271	1,520	营业收入增长率	18.4%	26.7%	17.9%	13.7%
YoY (%)	29.2%	37.7%	29.5%	19.6%	净利润增长率	29.2%	37.7%	29.5%	19.6%
每股收益	1.50	2.06	2.67	3.19	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	52.5%	53.3%	53.4%	53.5%
					净利率	7.5%	8.3%	9.1%	9.5%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	总资产收益率 ROA	8.3%	10.0%	10.7%	10.8%
货币资金	665	769	1,864	3,024	净资产收益率 ROE	18.3%	20.1%	20.7%	19.8%
预付款项	272	400	470	534	<b>偿债能力</b>				
存货	2,257	2,513	2,685	2,845	流动比率	<b>1.39</b>	<b>1.50</b>	<b>1.58</b>	<b>1.69</b>
其他流动资产	3,115	3,529	3,851	4,331	速动比率	0.83	0.89	1.02	1.16
流动资产合计	6,308	7,211	8,870	10,733	现金比率	0.15	0.16	0.33	0.48
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	54.3%	50.1%	48.2%	45.7%
固定资产	1,387	1,619	1,847	2,072	<b>经营效率</b>				
无形资产	180	177	173	170	总资产周转率	1.10	1.21	1.18	1.13
非流动资产合计	2,234	2,581	3,007	3,398	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	8,541	9,792	11,877	14,131	每股收益	1.50	2.06	2.67	3.19
短期借款	493	0	0	0	每股净资产	8.18	10.23	12.90	16.09
应付账款及票据	2,391	3,061	3,652	4,186	每股经营现金流	2.42	2.74	3.85	4.31
其他流动负债	1,662	1,754	1,977	2,177	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,546	4,815	5,629	6,363	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	33.45	24.29	18.76	15.69
其他长期负债	95	95	95	95	PB	3.67	4.89	3.88	3.11
非流动负债合计	95	95	95	95					
负债合计	4,641	4,910	5,724	6,458					
股本	477	477	477	477					
少数股东权益	3	3	3	3					
股东权益合计	3,900	4,882	6,153	7,673					
负债和股东权益合计	8,541	9,792	11,877	14,131					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

朱宇昊：中南财经政法大学经济学硕士、学士，2020年7月加入华西证券纺服&教育团队。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。