

603877.SH
买入

市场价格：人民币 48.78

板块评级：强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	59.9	5.7	73.1	257.4
相对上证指数	61.5	5.9	74.1	236.9

发行股数(百万)	477
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	23,255
3个月日均交易额(人民币 百万)	93
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
太平鸟集团有限公司	48

 资料来源：公司公告，聚源，中银证券
 以2021年5月4日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

纺织服装:服装家纺

证券分析师：郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521030002

太平鸟

打造品牌时尚魅力，渠道优化效果明显

太平鸟公司聚焦年轻消费者的时尚需求，以太平鸟时尚秀、IP 跨界联名等多种方式增强品牌年轻化认知粘性；从战略、品牌、财务等价值维度清晰渠道经营重心，打通线上线下全渠道闭环；同时公司启动科技数字化转型项目，从而实现设计贴切化、营销精准化，提高公司运营效率，未来向好。首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

- **品牌年轻化升级，设计创新专注青年时尚。**太平鸟公司聚焦时尚服饰行业，形成多品牌的时尚矩阵。2020 年为应对疫情，公司进行品牌年轻化升级，同时延续 IP 领跑，全年推出 50 余款 IP 联名系列，渠道端快速推动线上零售，从而实现逆势增长。2020 年营业收入同比增长 18.4%，利润同比增长 29.94%。预计未来营收有进一步提升空间。
- **渠道结构调整优化，清晰渠道经营重点策略。**公司采取“直营+加盟+电商”的全网协同零售模式。2020 年低效直营门店关闭 79 家，直营收入同比增长 21%；加盟店净增 199 家，同比增长 7%，恢复明显；线上渠道持续拓展，利用微信小程序打通线上线下全渠道运营闭环。2020 年公司线上收入占比提升至 30.52%，预计未来持续高增长。
- **持续推进 TOC 管理模式，推动运营模式变革升级。**公司 TOC 模式改革成效明显，在线上线下全渠道融合等方面开展新零售战略合作，有效改善产品的售罄率、断码率和零售率。2020 年公司启动科技数字化转型项目，该项目将以构建消费者需求洞察和深度连接平台以及供应链运营效率提升平台，从而全面提升商品运营效率。

估值

- 当前股本下，预计 2021 至 2023 年每股收益分别为 1.94 元、2.33 元、2.87 元；市盈率分别为 25 倍、21 倍、17 倍。

评级面临的主要风险

- 输出不及预期，科技数字化转型进度不及预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	7,928	9,387	10,966	12,771	14,387
变动(%)	3	18	17	16	13
净利润(人民币 百万)	552	713	924	1,109	1,367
全面摊薄每股收益(人民币)	1.157	1.495	1.938	2.327	2.867
变动(%)	(2.7)	29.2	29.6	20.1	23.2
全面摊薄市盈率(倍)	42.2	32.6	25.2	21.0	17.0
价格/每股现金流量(倍)	26.8	20.1	22.7	20.7	22.4
每股现金流量(人民币)	1.82	2.42	2.15	2.36	2.18
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.7	23.1	13.0	11.8	9.6
每股股息(人民币)	0.630	0.735	0.952	1.143	1.408
股息率(%)	1.3	1.5	2.0	2.3	2.9

资料来源：公司公告，中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	7,928	9,387	10,966	12,771	14,387
销售成本	(3,762)	(4,521)	(5,158)	(5,984)	(6,530)
经营费用	(3,151)	(3,866)	(4,045)	(4,870)	(5,493)
息税折旧前利润	1,015	1,001	1,763	1,917	2,365
折旧及摊销	(227)	(225)	(318)	(337)	(357)
经营利润 (息税前利润)	788	775	1,445	1,580	2,007
净利息收入/(费用)	(19)	(19)	(14)	(12)	(13)
其他收益/(损失)	200	150	150	151	152
税前利润	709	906	1,175	1,410	1,739
所得税	(166)	(200)	(259)	(311)	(383)
少数股东权益	(8)	(6)	(8)	(9)	(11)
净利润	552	713	924	1,109	1,367
核心净利润	551	709	920	1,105	1,362
每股收益 (人民币)	1.157	1.495	1.938	2.327	2.867
核心每股收益 (人民币)	1.156	1.486	1.929	2.318	2.858
每股股息 (人民币)	0.630	0.735	0.952	1.143	1.408
收入增长(%)	3	18	17	16	13
息税前利润增长(%)	35	(2)	86	9	27
息税折旧前利润增长(%)	28	(1)	76	9	23
每股收益增长(%)	(3)	29	30	20	23
核心每股收益增长(%)	(5)	29	30	20	23

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	672	665	760	1,081	1,008
应收帐款	627	778	847	978	1,077
库存	1,855	2,257	2,560	2,648	2,946
其他流动资产	286	272	364	373	443
流动资产总计	4,964	6,308	6,903	8,037	8,271
固定资产	1,337	1,387	1,453	1,451	1,449
无形资产	184	180	171	163	154
其他长期资产	352	440	360	300	301
长期资产总计	1,873	2,007	1,984	1,913	1,904
总资产	7,015	8,541	9,125	10,200	10,437
应付帐款	1,973	2,391	2,453	3,303	3,227
短期债务	386	493	420	386	387
其他流动负债	988	1,662	1,721	1,758	1,813
流动负债总计	3,347	4,546	4,594	5,448	5,427
长期借款	59	0	0	0	0
其他长期负债	93	96	95	95	95
股本	479	477	477	477	477
储备	3,166	3,521	3,991	4,555	5,250
股东权益	3,514	3,897	4,467	5,032	5,727
少数股东权益	1	3	3	3	3
总负债及权益	7,015	8,541	9,125	10,200	10,437
每股帐面价值 (人民币)	7.37	8.18	9.37	10.55	12.01
每股有形资产 (人民币)	6.99	7.80	9.01	10.21	11.69
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.48)	(0.36)	(0.71)	(1.46)	(1.30)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	709	906	1,175	1,410	1,739
折旧与摊销	227	225	318	337	357
净利息费用	19	19	20	20	21
运营资本变动	148	707	41	721	(252)
税金	(174)	(206)	(259)	(311)	(383)
其他经营现金流	(61)	(497)	(272)	(1,055)	(445)
经营活动产生的现金流	868	1,154	1,023	1,123	1,037
购买固定资产净值	667	47	57	(11)	(10)
投资减少/增加	38	37	34	34	34
其他投资现金流	(1,079)	(934)	(540)	(700)	(787)
投资活动产生的现金流	(374)	(850)	(450)	(677)	(763)
净增权益	(300)	(350)	(454)	(545)	(671)
净增债务	123	38	(73)	(34)	1
支付股息	300	350	454	545	671
其他融资现金流	(643)	(371)	(405)	(92)	(347)
融资活动产生的现金流	(520)	(334)	(478)	(126)	(346)
现金变动	(25)	(30)	96	321	(73)
期初现金	648	672	665	760	1,081
公司自由现金流	494	304	574	446	274
权益自由现金流	636	361	521	432	296

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.8	10.7	16.1	15.0	16.4
息税前利润率(%)	9.9	8.3	13.2	12.4	14.0
税前利润率(%)	8.9	9.7	10.7	11.0	12.1
净利率(%)	7.0	7.6	8.4	8.7	9.5
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	96.3	90.3	118.6
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
估值					
市盈率(倍)	42.2	32.6	25.2	21.0	17.0
核心业务市盈率(倍)	42.2	32.8	25.3	21.0	17.1
市净率(倍)	6.6	6.0	5.2	4.6	4.1
价格/现金流(倍)	26.8	20.1	22.7	20.7	22.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.7	23.1	13.0	11.8	9.6
周转率					
存货周转天数	179.1	166.0	170.4	158.8	156.3
应收帐款周转天数	28.0	27.3	27.0	26.1	26.1
应付帐款周转天数	83.1	84.8	80.6	82.3	82.8
回报率					
股息支付率(%)	54.5	49.1	49.1	49.1	49.1
净资产收益率(%)	15.6	19.2	22.1	23.4	25.4
资产收益率(%)	8.8	7.8	12.8	12.7	15.2
已运用资本收益率(%)	3.5	4.3	5.0	5.4	5.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测