

Q2 扣非净利率下降主要由于开店

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: | 59.8/23.0 |
| 目标价格: | 62 | 总市值(亿) | 222.16 |
| 最新收盘价: | 46.6 | 自由流通市值(亿) | 222.16 |
| | | 自由流通股数(百万) | 476.73 |

事件概述

2021H 公司实现收入/归母净利/扣非归母净利为 50.15/4.11/2.91 亿元、同比增长 56%/241%/420%、较 19H 提高 61%/211%/1062%，符合预期，归母净利高于扣非归母净利主要由于政府补助 1.38 亿元、投资收益 0.22 亿元。2021Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 23.45/2.08/1.03 亿元、同比增长 28%/86%/11%、较 19Q2 增长 61%/362%/1564%，收入维持 21Q1 高增速（21Q1 较 19Q1 增长 61%），净利端在去年租金、社保减免及一季度加盟发货延迟的高基数上仍实现较快增长，扣非净利仅增长 11%主要由于毛利率下降以及开店导致销售、管理费用率提升。经营现金流/净利为 16%、同比提高 469PCT。

分析判断:

直营增长主要来自店效提升，加盟店效、开店双贡献，线上维持高增、抖音渠道实现月 GMV 破亿。 直营/加盟/线上收入分别为 23.9/10.5/15.5 亿元、同比增长 70%/92%/38%、较 19H1 增长 55%/65%/73%。公司积极拓展抖音等渠道，抖音渠道实现 GMV 单月破亿，2021H 线上占比为 31%、同比下降 6PCT、较 19H 提高 2PCT。从线下外延和内生看，直营恢复开店，上半年直营/加盟净开 35/109 家至 1589/3171 家，同比净开 1%/16%，推算 2021H 直营店效/加盟单店出货为 150/33 万元、同比增长 69%/65%、较 19H 提高 55%/47%。

四大品牌维持高增长、上半年均恢复开店。 2021H 公司女装/男装/乐町/童装/其他收入分别为 21.38/14.57/6.50/6.00/1.41 亿元、同比增长 77%/53%/36%/74%/58%、较 19H 增长 94%/34%/55%/64%/33%。**单季来看，女装、童装加速，乐町、男装维持高增。** 21Q2 收入分别为 10.40/6.64/2.86/2.84/0.61 亿元、同比增长 46%/31%/2%/72%/31%、较 19Q2 增长 99%/32%/40%/81%/34%（21Q1 女装/男装/乐町/童装/其他较 19Q1 增长 90%/37%/70%/51%/32%）2021H 女装/男装/乐町/童装/其他分别净开 89/19/14/34/-12 家至 1795/1368/712/755/130 家、较 20 年底净增 5%/1%/2%/5%/-8%。

2021H 公司毛利率为 55.29%、同比提高 2.82PCT、较 19H 下降 1.77PCT，2021Q2 公司毛利率为 54.61%、同比提高 1.7PCT、较 19Q2 下降 2.01PCT，较 19H 毛利率下降主要由于加盟和电商毛利率下降，直营/加盟/线上毛利率分别为 67.16%/46.38%/44.02%、同比提高 4.72/-2.33/-2.55PCT、较 19H 下降 0.33/2.77/2.65PCT，**加盟毛利率下降主要由于加盟发货中老款占比有所提高**，相应的供货折扣较低；线上毛利率下降主要由于会计准备变动，线上运费作为合同履约成本计入营业成本。

净利率大幅提升，主要来自毛利率提升、销售费用率下降以及资产减值损失减少。 2021H 公司净利率为 8.19%、同比提高 4.55PCT、较 19H 提高 4.09PCT。2021H 公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 38%/6%/1%/1%、同比下降 1/0/0/0PCT、较 19H 下降 5/1/0/0PCT，销售费用率下降主要来自收入快速增长。资产减值损失/收入为 1%、同比减少 2PCT、较 19H 减少 2PCT，主要由于存货跌价损失减少。所得税/收入为 3%、同比提高 2PCT、较 19H 提高 1PCT，主要由于经营利润率提高，从有效税率看，2021H 有效税率为 27%、同比提高 6PCT、较 19H 下降 5PCT。**从单季度看，开店导致单季度扣非净利率有所下降。** 2021Q2 公司净利率为 8.84%、同比提高 2.9PCT、较 19Q2 提高 5.83PCT；扣非净利率为 4.4%、同比下降 0.6PCT、较 19Q2 提高 5PCT，**扣非净利率下降主要由于毛利率下降 2PCT、销售费用和管理费用率提高（21Q2 销售/管理费用率分别为 38%/7%、同比提高 2/1PCT）**，我们分析销售费用率提升主要由于开店带来的商场店铺费和使用权资产折旧大幅增加；管理费用提升主要来自职工薪酬增加。

存货金额继续提升，结构大幅改善。2021H 末公司存货为 23.64 亿元、同比增长 34%、较年初增长 5%；从存货结构来看，1 年以下/1-2 年库存/2-3 年库存/3 年以上库存占比分别为 78%/16%/3%/4%、较年初提高 12/-5/-3/-4PCT。2021H 营运净周期同比改善 6 天至 62 天、较 2019H 改善 39 天，主要得益于存货周转能力改善。2021H 存货周转天数/应收账款周转天数/应付账款分别同比减少 28/7/29 天至 185/23/146 天、较 2019H 减少 52/5/18 天。

投资建议

对于下半年来看，我们认为 7、8 月受洪水和疫情影响有可能阶段性影响增速，且公司从 20Q2 开始领先于同业复苏、下半年基数高企，我们判断 7、8 月同比双位数增长、同店低个位数增长；但中长期品牌趋势、扣非净利改善逻辑基本不变。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 23/17/15X，维持“买入”评级，维持目标价 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 | 40.17 | 31.07 | 22.62 | 17.45 | 14.61 |

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：

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 | 主要财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 净利润 | 707 | 982 | 1,271 | 1,520 | 成长能力 | | | | |
| 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 | 盈利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 52.5% | 53.3% | 53.4% | 53.5% |
| | | | | | 净利率率 | 7.5% | 8.3% | 9.1% | 9.5% |
| | | | | | 总资产收益率 ROA | 8.3% | 10.0% | 10.7% | 10.8% |
| | | | | | 净资产收益率 ROE | 18.3% | 20.1% | 20.7% | 19.8% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 流动比率 | 1.39 | 1.50 | 1.58 | 1.69 |
| | | | | | 速动比率 | 0.83 | 0.89 | 1.02 | 1.16 |
| | | | | | 现金比率 | 0.15 | 0.16 | 0.33 | 0.48 |
| | | | | | 资产负债率 | 54.3% | 50.1% | 48.2% | 45.7% |
| | | | | | 经营效率 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 1.10 | 1.21 | 1.18 | 1.13 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.50 | 2.06 | 2.67 | 3.19 |
| | | | | | 每股净资产 | 8.18 | 10.23 | 12.90 | 16.09 |
| | | | | | 每股经营现金流 | 2.42 | 2.74 | 3.85 | 4.31 |
| | | | | | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | | | | | 估值分析 | | | | |
| | | | | | PE | 31.07 | 22.62 | 17.45 | 14.61 |
| | | | | | PB | 3.67 | 5.22 | 4.14 | 3.32 |

| 资产负债表 (百万元) | | | | |
|-------------|-------|-------|--------|--------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | 665 | 769 | 1,864 | 3,024 |
| 预付款项 | 272 | 400 | 470 | 534 |
| 存货 | 2,257 | 2,513 | 2,685 | 2,845 |
| 其他流动资产 | 3,115 | 3,529 | 3,851 | 4,331 |
| 流动资产合计 | 6,308 | 7,211 | 8,870 | 10,733 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1,387 | 1,619 | 1,847 | 2,072 |
| 无形资产 | 180 | 177 | 173 | 170 |
| 非流动资产合计 | 2,234 | 2,581 | 3,007 | 3,398 |
| 资产合计 | 8,541 | 9,792 | 11,877 | 14,131 |
| 短期借款 | 493 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款及票据 | 2,391 | 3,061 | 3,652 | 4,186 |
| 其他流动负债 | 1,662 | 1,754 | 1,977 | 2,177 |
| 流动负债合计 | 4,546 | 4,815 | 5,629 | 6,363 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 95 | 95 | 95 | 95 |
| 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，11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。

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。