

太平鸟 (603877): 渠道运营优化, 获利能力持续改善

2021年09月02日

推荐/维持

太平鸟 公司报告

事件: 公司实现营业收入 50.1 亿元, 同比增长 18.0 亿, 增幅 55.9%。实现归母净利润 4.1 亿元, 同比增长 2.9 亿元, 增幅 240.5%; 实现扣非净利润 2.9 亿元, 同比增长 2.3 亿元, 增幅 420.0%。公司利润创上市以来半年度最佳。

零售改革持续显效, 主品牌和电商新渠道增长顺利。 上半年公司完善品牌矩阵, 依托优质品牌, 提升经营模式: 围绕客户进行商品开发、生产供应、全网零售。经营模式变革取得了显著的改革效果, 尤其是主品牌改善效果显著, 线下渠道和新电商渠道拓展顺利。分品牌看: 公司两大主品牌 PB 女装和 PB 男装增速亮眼, 分别为 76.61% 和 52.50%, 男装在找准风格之后重拾较高增长。分渠道看: 线下高增长, 直营和加盟增速分别为 69.6% 和 92.09%, 直营渠道专注于店效的持续提升, 加盟店强化商品、零售等赋能支持, 渠道数量和质量都恢复了快增长 (直营、加盟分别净拓点为 35 和 109 家, 至 1589 家和 3171 家)。线上增速平稳为 38%, 公司布局抖音等社交电商新兴渠道, 在抖音实现了从 0 到 3 亿元零售额的突破, 打造了电商第二增长曲线。公司确定了各渠道的发展重点, 对于未来渠道结构和运营质量制定了清晰的目标, 我们认为在组织活力激发的状况下, 高增长目标会持续实现。

直营渠道是盈利能力提升主力, 存货改善保障增长持续性。 分渠道看, 公司直营渠道毛利率(同口径下)增 1.72 个百分点, 线上渠道毛利率微增 0.57pct, 直营渠道阶段性略微下降。公司对直营的发展重点由规模到盈利, 公司直营渠道净利润增 1.8 亿元, 是公司盈利增长的最大动力, 但是盈利水平与经销渠道比仍有很大的提升空间。存货周转和存货结构进一步优化, 运营健康增长可持续, 上半年公司存货周转天数 187 天, 比同期优化了 35 天, 存货结构方面老货占比降至 20%。公司未来管理改革深化, 产品、供应链、渠道更为理顺, 公司整体运营质量提升, 盈利水平将继续上行, 未来有望突破双位数的净利率水平。

盈利预测与投资评级: 我们看好公司品牌力和渠道力的双提升, 未来公司有望通过产品设计升级、渠道优化获得更多市场份额, 并提升自身盈利水平。我们认为公司改革超预期, 上调盈利预测, 预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 10.22、12.79、15.16 亿元人民币, EPS 为 2.14、2.68、3.18 元, 目前股价对应 PE 分别为 21.38、17.09、14.41 倍, 维持“推荐”评级。

风险提示: 库存消化不及时, 行业各渠道竞争加剧, 疫情超预期。

财务指标预测

| 指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (百万元) | 7,927.62 | 9,386.87 | 11,128.96 | 13,009.35 | 15,106.60 |
| 增长率 (%) | 2.80% | 18.41% | 18.56% | 16.90% | 16.12% |
| 归母净利润 (百万元) | 543.10 | 706.71 | 1,022.06 | 1,278.80 | 1,516.42 |
| 增长率 (%) | -3.07% | 30.13% | 44.62% | 25.12% | 18.58% |
| 净资产收益率 (%) | 15.69% | 18.29% | 24.27% | 27.55% | 29.44% |
| 每股收益(元) | 1.17 | 1.51 | 2.14 | 2.68 | 3.18 |
| PE | 39.17 | 30.35 | 21.38 | 17.09 | 14.41 |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

公司是一家以顾客为中心的时尚品牌零售公司, 致力于成为中国青年的首选时尚品牌。公司聚焦时尚服饰行业, 形成多品牌的时尚矩阵。各品牌面向不同年龄、风格、生活态度的细分客群, 优势互补, 满足当代年轻人多样化的时尚需求。公司主要品牌如下: PEACEBIRD WOMEN 太平鸟女装、PEACEBIRD MEN 太平鸟男装、LEDIN 乐町少女装、Mini Peace 童装等。

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

未来 3-6 个月重大事项提示:

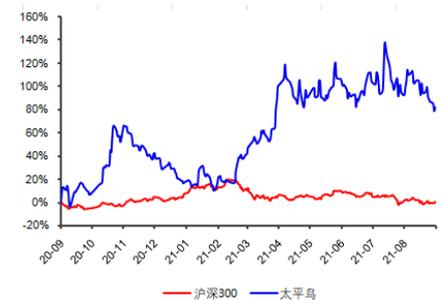
无

发债及交叉持股介绍:

交易数据

| | |
|-----------------|-------------|
| 52 周股价区间 (元) | 24.48-59.80 |
| 总市值 (亿元) | 218.48 |
| 流通市值 (亿元) | 218.48 |
| 总股本/流通 A 股 (万股) | 47672/47672 |
| 流通 B 股/H 股 (万股) | / |
| 52 周日均换手率 | 0.46 |

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

首席分析师: 刘田田

010-66554038 liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480521010001

分析师: 常子杰

010-66554040 changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070055

研究助理: 沈逸伦

010-66554045 shenyi@sxzq.net.cn

执业证书编号: S1480121050014

附表: 公司盈利预测表

| 资产负债表 | 单位: 百万元 | | | | | 利润表 | 单位: 百万元 | | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|----------|----------|-----------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产合计 | 4963.98 | 6307.83 | 6808.88 | 7773.11 | 8846.12 | 营业收入 | 7927.62 | 9386.87 | 11128.96 | 13009.35 | 15106.60 |
| 货币资金 | 671.97 | 664.55 | 1697.01 | 1983.74 | 2303.54 | 营业成本 | 3710.92 | 4459.35 | 5180.01 | 6046.83 | 7009.57 |
| 应收账款 | 627.02 | 778.16 | 758.61 | 886.78 | 1029.74 | 营业税金及附加 | 50.66 | 61.38 | 72.78 | 85.07 | 98.79 |
| 其他应收款 | 140.49 | 150.95 | 178.97 | 209.21 | 242.94 | 营业费用 | 2895.87 | 3272.62 | 3861.35 | 4492.14 | 5191.12 |
| 预付款项 | 285.92 | 271.74 | 271.74 | 271.74 | 271.74 | 管理费用 | 504.11 | 575.37 | 689.35 | 795.11 | 891.75 |
| 存货 | 1854.69 | 2256.58 | 3101.95 | 3621.03 | 4197.55 | 财务费用 | 19.08 | 18.84 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| 其他流动资产 | 91.12 | 317.81 | 100.00 | 100.00 | 100.00 | 研发费用 | -116.33 | -117.56 | -8.40 | -80.76 | -68.91 |
| 非流动资产合计 | 2051.04 | 2233.53 | 2091.36 | 2528.00 | 2850.51 | 资产减值损失 | 6.13 | 2.01 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 3.13 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 公允价值变动收益 | 29.47 | 33.89 | 3.00 | 3.00 | 3.00 |
| 固定资产 | 613.14 | 1387.18 | 1507.77 | 1816.76 | 2134.30 | 投资净收益 | 710.73 | 925.56 | 1316.88 | 1653.95 | 1967.28 |
| 无形资产 | 183.52 | 180.17 | 176.16 | 172.36 | 168.74 | 加: 其他收益 | 5.62 | 3.22 | 24.28 | 11.04 | 12.85 |
| 其他非流动资产 | 18.10 | 35.80 | 35.80 | 35.80 | 35.80 | 营业利润 | 7.57 | 22.37 | 13.82 | 14.59 | 16.92 |
| 资产总计 | 7015.02 | 8541.36 | 8900.24 | 10301.11 | 11696.62 | 营业外收入 | 708.77 | 906.41 | 1327.35 | 1650.41 | 1963.21 |
| 流动负债合计 | 3347.39 | 4545.92 | 4593.08 | 5566.92 | 6457.59 | 营业外支出 | 165.67 | 199.70 | 305.29 | 371.61 | 446.79 |
| 短期借款 | 386.00 | 492.52 | 1431.12 | 1951.01 | 2415.97 | 利润总额 | 543.10 | 706.71 | 1022.06 | 1278.80 | 1516.42 |
| 应付账款 | 1700.01 | 2021.30 | 2182.80 | 2548.07 | 2953.76 | 所得税 | -8.45 | -6.10 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 预收款项 | 129.09 | 0.00 | 11.13 | 24.14 | 39.24 | 净利润 | 551.55 | 712.81 | 1022.06 | 1278.80 | 1516.42 |
| 一年内到期的非流动负债 | 9.75 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 少数股东损益 | 908.17 | 1091.35 | 1588.44 | 2014.03 | 2375.47 |
| 非流动负债合计 | 151.94 | 95.04 | 92.91 | 89.71 | 84.38 | 归属母公司净利润 | 1.17 | 1.51 | 2.14 | 2.68 | 3.18 |
| 长期借款 | 58.97 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | -2.13 | -5.33 | -10.66 | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 负债合计 | 3499.33 | 4640.96 | 4685.99 | 5656.63 | 6541.97 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 1.23 | 2.98 | 2.98 | 2.98 | 2.98 | 营业收入增长 | 2.80% | 18.41% | 18.56% | 16.90% | 16.12% |
| 实收资本 (或股本) | 478.88 | 476.73 | 476.73 | 476.73 | 476.73 | 营业利润增长 | -5.17% | 30.23% | 42.28% | 25.60% | 18.94% |
| 资本公积 | 1375.65 | 1347.73 | 1347.73 | 1347.73 | 1347.73 | 归属于母公司净利润增长 | 43.38% | 25.12% | 43.38% | 25.12% | 18.58% |
| 未分配利润 | 1552.40 | 1898.57 | 1402.25 | 912.47 | 426.39 | 盈利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东权益合计 | 3514.45 | 3897.42 | 4211.27 | 4641.51 | 5151.68 | 毛利率 (%) | 0.00% | 53.19% | 52.49% | 53.45% | 53.52% |
| 负债和所有者权益 | 7015.02 | 8541.36 | 8900.24 | 10301.11 | 11696.62 | 净利率 (%) | 6.85% | 7.53% | 9.18% | 9.83% | 10.04% |
| 现金流量表 | | | | | | 单位: 百万元 | | | | | |
| | | | | | | 总资产净利润 (%) | 7.86% | 8.35% | 11.48% | 12.41% | 12.96% |
| | | | | | | ROE (%) | 15.69% | 18.29% | 24.27% | 27.55% | 29.44% |
| 经营活动现金流 | 868.44 | 1154.36 | 260.60 | 1389.85 | 1559.50 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 543.10 | 706.71 | 1022.06 | 1278.80 | 1516.42 | 资产负债率 (%) | 50% | 54% | 53% | 55% | 56% |
| 折旧摊销 | 178.36 | 146.94 | 353.44 | 398.36 | 422.49 | 流动比率 | 1.48 | 1.39 | 1.48 | 1.40 | 1.37 |
| 财务费用 | 19.08 | 18.84 | 20.00 | 20.00 | 20.00 | 速动比率 | 0.93 | 0.89 | 0.81 | 0.75 | 0.72 |
| 应收账款减少 | 0.00 | 0.00 | 19.55 | -128.18 | -142.96 | 营运能力 | | | | | |
| 预收账款增加 | 0.00 | 0.00 | 11.13 | 13.01 | 15.11 | 总资产周转率 | 1.16 | 1.21 | 1.28 | 1.36 | 1.37 |
| 投资活动现金流 | -374.20 | -850.42 | 563.59 | -751.24 | -673.09 | 应收账款周转率 | 13 | 13 | 14 | 16 | 16 |
| 公允价值变动收益 | 6.13 | 2.01 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 应付账款周转率 | 4.90 | 5.04 | 5.29 | 5.50 | 5.49 |
| 长期投资减少 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股指标 (元) | | | | | |
| 投资收益 | 29.47 | 33.89 | 3.00 | 3.00 | 3.00 | 每股收益 (最新摊薄) | 1.17 | 1.51 | 2.14 | 2.68 | 3.18 |
| 筹资活动现金流 | -519.54 | -333.62 | 208.27 | -351.88 | -566.61 | 每股净现金流 (最新摊薄) | -0.05 | -0.06 | 2.17 | 0.60 | 0.67 |
| 应付债券增加 | 0.00 | 0.00 | -2.13 | -3.20 | -5.33 | 每股净资产 (最新摊薄) | 7.34 | 8.18 | 8.83 | 9.74 | 10.81 |
| 长期借款增加 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | -1.88 | -2.15 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | P/E | 39.17 | 30.35 | 21.38 | 17.09 | 14.41 |
| 资本公积增加 | -65.67 | -27.92 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | P/B | 6.24 | 5.61 | 5.19 | 4.71 | 4.24 |
| 现金净增加额 | -25.31 | -29.68 | 1032.46 | 286.73 | 319.80 | EV/EBITDA | 23.93 | 19.86 | 13.59 | 10.83 | 9.24 |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 2019年1月加入东兴证券研究所, 现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验, 覆盖大消费行业研究, 具备买方研究思维。

常子杰

中央财经大学金融学硕士, 2019年加入东兴证券研究所, 从事轻工制造行业研究。

研究助理简介

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士, 2021年加入东兴证券研究所, 从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526