

# 太平鸟 (603877.SH)

## Q3 表现走弱，营运稳健

**单 Q3 收入增速放缓，业绩下滑。** 1) 前三季度公司营收/业绩/扣非业绩同比分别增长 34%/79%/91%至 74.1/5.5/4.1 亿元，非经常性损益主要为政府补助。2) 单 Q3 公司营收/业绩/扣非业绩同比分别+4%/-25%/-25%至 23.9/1.4/1.2 亿元。Q3 收入同比增速环比放缓，主要原因系去年同期基数较高、今年 Q3 疫情反复影响终端销售。 3) 盈利质量层面，Q1-Q3 毛利率同比+2.2PCTs 至 53.6% (单 Q3 毛利率基本同期持平为 50%左右)，销售/管理费用率分别为 36.1%/6.4%，(单 Q3 销售/管理费用率分别+0.6PCTs/+0.7PCTs 至 32.8%/6.8%，主要系公司 25 周年庆、品牌宣传、设计研发等致使费用支出增加)，综合致使净利率提升 1.9PCTs 至 7.5% (单 Q3 净利率-2.2PCTs 至 6.0%)。

**主品牌表现平稳，渠道优化。** 1) 分品牌来看，单 Q3 太平鸟女装/男装/MP 童装/乐町销售同比分别+4%/+9%/+12%/-4%达 11.0/6.4/2.5/3.3 亿元，主要系疫情反复、高温淡季延长、自然灾害影响终端销售所致。 2) 分渠道来看，①线上新零售仍为布局重点，Q3 线上销售同增 6%至 5.8 亿元，渠道销售占比约 24%，毛利率同比基本持平为 44%，公司积极推进新零售，打通更多线上平台，包括小程序、抖音等等。②Q3 直营/加盟销售分别-7%/+16%至 8.3/9.7 亿，量价拆分来看：店数增长，Q1-Q3 直营/加盟店数分别净增加 99/363 家；店效提升，上半年优化基础持续发力，我们估算前三季度直营及加盟店铺盈利能力同比均有提升。

**营运周转良好，备货 Q4 旺季。** 1) 截至 Q3 末，公司存货同增 25%至 28.2 亿元，我们判断主要系公司为冬季旺季备货所致。前三季度存货周转天数/应收账款周转天数分别同减 7.6 天/同减 6.3 天至 199.2 天/26.85 天，我们认为数字化战略及快反供应链下，公司存货周转有望进一步优化。 2) 现金流表现良好，前三季度经营性现金流量净额较去年同期增 0.85 亿元至 0.57 亿元。

**积极布局旺季销售，全年稳健增长。** 1) 积极布局“冷冬预期+双十一”的销售旺季，深化时尚化年轻化转型，签约新代言人引领零售流量，包括全球代言人王一博、男装代言人白敬亭、时尚女装 Super China 代言人奥运冠军杨倩。2) 运营端，加大科技数字化项目投入，联手华为打造零售、产品、渠道等全方位数字化转型，我们估算全年收入/业绩均有望增长 20%左右。 3) 公司发布股权激励计划草案，绑定管理层利益。拟授予高管骨干限制性股票 553 万股 (占总股本比例约 1.16%)，授予价为 12.66 元/股；分三期解锁，解锁条件分别为 2021-2023 年每期业绩增长不低于 15%或营收增长不低于 15%。

**投资建议。** 公司长期战略目标清晰，打造全网新零售生态。我们预计公司 2021~2023 年归母净利润分别为 10.6/13.1/16.0 亿元，现价 39.2 元，对应 2022 年 PE 为 14 倍，维持评级为“买入”评级。

**风险提示：** 疫情影响超预期及终端零售景气度下滑风险；多品牌业务改革开展不及预期风险；渠道扩张速度不及预期风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	7,928	9,387	12,191	14,541	17,166
增长率 yoy (%)	2.8	18.4	29.9	19.3	18.1
归母净利润 (百万元)	552	713	1,059	1,306	1,598
增长率 yoy (%)	-3.5	29.2	48.6	23.3	22.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.16	1.50	2.22	2.74	3.35
净资产收益率 (%)	15.4	18.1	22.9	23.5	23.7
P/E (倍)	33.9	26.2	17.6	14.3	11.7
P/B (倍)	5.3	4.8	4.1	3.4	2.8

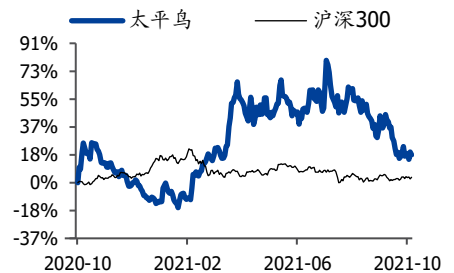
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 19 日收盘价

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
10月19日收盘价(元)	39.20
总市值(百万元)	18,687.73
总股本(百万股)	476.73
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	1.88

#### 股价走势



#### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号: S0680520070003

邮箱: yangying1@gszq.com

研究助理 侯子夜

邮箱: houziye@gszq.com

#### 相关研究

- 《太平鸟 (603877.SH): 聚焦时尚, 业绩高增长》2021-08-30
- 《太平鸟 (603877.SH): 收入超预期, 盈利能力再度进阶》2021-08-10
- 《太平鸟 (603877.SH): 全线高速增长, 盈利质量提升》2021-04-21



### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com