

2021年10月20日

Q3 收入短期波动，股权激励有望提振信心

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:	59.8/27.2
目标价格:	66	总市值(亿)	186.88
最新收盘价:	39.2	自由流通市值(亿)	186.88
		自由流通股数(百万)	476.73

事件概述

2021年前三季度，太平鸟收入/归母净利/扣非归母净利分别为74.09/5.54/4.10亿元、同比增长34.20%/78.54%/91.17%、较19年同期增长48%/168%/380%；21Q3收入/归母净利/扣非归母净利23.94/1.43/1.19亿元、同比增长3.92%/-24.66%/-24.78%、较19Q3增长27%/91%/96%，低于预期。

同时公司推出激励计划，授予高管及核心骨干等50人552.5822万股限制性股票，授予价格为12.66元/股，行权条件为2021-2023年收入或净利同比增速不低于15%。

分析判断:

加盟保持双位数增长，直营、线上环比放缓。21Q3线上/直营/加盟收入增速分别为6%/-7%/16%、较19Q3增长48%/17%/27%，增速环比放缓（21Q1线上/直营/加盟收入增速分别为52%/89%/306%、较19Q1增长76%/55%/59%，21Q2线上/直营/加盟收入增速分别为25%/50%/30%、较19Q2增长69%/55%/71%）。21Q3直营/加盟分别净开64/254家至1653/3425家、较上半年加速开店（上半年直营/加盟分别净开35/109家）。分外延和内生来看，直营/加盟店数同比20Q3增长9%/19%，推算Q3直营店效/加盟单店出货分别下降15%/3%。

童装低双位数增长，太平鸟女装、男装单位数增长，乐町下滑。21Q3女装/男装/乐町/童装收入增速分别为4%/9%/-4%/12%、环比放缓（21Q1增速分别为120%/77%/83%/76%，21Q2增速分别为46%/31%/2%/72%）。从Q3开店速度来看，男装开店速度最快、女装次之。21Q3女装/男装/乐町/童装分别净增115/150/16/36家店铺至1910/1518/728/791家，较上半年加速开店（上半年女装/男装/乐町/童装分别净开89/19/14/34家）。

净利率下降主要由于费用率增加。21Q3太平鸟毛利率为50%、同比基本持平、环比下降4.6PCT，净利率为5.96%、同比下降2.3PCT，扣非净利率为5%、同比下降1.9PCT。净利率下降主要由于公司25周年庆、品牌宣传、设计研发以及河南灾情捐赠等导致费用支出增加，21Q3销售/管理/财务/研发费用率分别提高0.63/0.74/0.55/0.56PCT至33/7/2/1%。营业外支出/收入为1.47%、同比提高1.29PCT，主要由于捐赠增加。

存货环比增加。21Q3末公司存货为28.17亿元、同比增长25%、较21H末增长19%，我们分析存货环比增加主要由于：（1）夏装销售不佳、有部分库存；（2）冬季及双十一备货增加；（3）去年秋冬过季货品。2021年前三季度存货周转天数为199天、同比下降8天，应收账款周转天数为27天、同比下降6天。

投资建议

我们分析，尽管公司Q3受到疫情反复、洪水、台风等影响低于预期，但：（1）加盟商重启开店增长趋势不变；（2）男装、童装改善趋势不变，未来期待乐町的改善；（3）扣非净利改善逻辑不变。考虑Q3低于预期、但是公司今年政府补助增加，将21/22/23年收入从119/140/160亿元下调至117/139/160亿元，将EPS从2.06/2.67/3.19元调整至2.11/2.64/3.18元、2021年10月19日股价39.2元对应21/22/23年PE为19/15/12X，维持“买入”评级，考虑估值切换、将目标价从62元上调至66元（对应22年25X）。

风险提示

疫情发展的不确定性；休闲行业被运动分流；开店低于预期；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	11,739	13,875	15,968
YoY (%)	2.8%	18.4%	25.1%	18.2%	15.1%
归母净利润(百万元)	552	713	1,008	1,260	1,517
YoY (%)	-3.5%	29.2%	41.4%	25.0%	20.4%
毛利率 (%)	53.2%	52.5%	53.7%	54.1%	54.2%
每股收益 (元)	1.16	1.50	2.11	2.64	3.18
ROE	15.7%	18.3%	20.5%	20.4%	19.7%
市盈率	33.88	26.22	18.54	14.84	12.32

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	11,739	13,875	15,968	净利润	707	1,008	1,260	1,517
YoY (%)	18.4%	25.1%	18.2%	15.1%	折旧和摊销	225	205	207	216
营业成本	4,459	5,432	6,374	7,307	营运资金变动	190	2	270	260
营业税金及附加	61	82	93	107	经营活动现金流	1,154	1,324	1,811	2,047
销售费用	3,273	4,111	4,856	5,589	资本开支	-391	-416	-466	-436
管理费用	575	704	860	971	投资	-495	-145	-107	-286
财务费用	19	5	-11	-19	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	1,319	1,642	1,977	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	123	1,071	1,153
利润总额	906	1,319	1,642	1,977					
所得税	200	311	382	460	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	707	1,008	1,260	1,517	成长能力				
归属于母公司净利润	713	1,008	1,260	1,517	营业收入增长率	18.4%	25.1%	18.2%	15.1%
YoY (%)	29.2%	41.4%	25.0%	20.4%	净利润增长率	29.2%	41.4%	25.0%	20.4%
每股收益	1.50	2.11	2.64	3.18	盈利能力				
					毛利率	52.5%	53.7%	54.1%	54.2%
					净利率	7.5%	8.6%	9.1%	9.5%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	8.3%	10.4%	10.7%	10.8%
货币资金	665	787	1,858	3,011	净资产收益率 ROE	18.3%	20.5%	20.4%	19.7%
预付款项	272	391	459	526	偿债能力				
存货	2,257	2,456	2,620	2,803	流动比率	1.39	1.51	1.59	1.70
其他流动资产	3,115	3,513	3,835	4,332	速动比率	0.83	0.91	1.03	1.17
流动资产合计	6,308	7,147	8,772	10,672	现金比率	0.15	0.17	0.34	0.48
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	54.3%	49.5%	47.6%	45.4%
固定资产	1,387	1,619	1,847	2,072	经营效率				
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	每股指标 (元)				
资产合计	8,541	9,728	11,779	14,070	每股收益	1.50	2.11	2.64	3.18
短期借款	493	0	0	0	每股净资产	8.18	10.29	12.93	16.11
应付账款及票据	2,391	2,991	3,563	4,124	每股经营现金流	2.42	2.78	3.80	4.29
其他流动负债	1,662	1,734	1,953	2,166	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,546	4,725	5,516	6,290	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	26.22	18.54	14.84	12.32
其他长期负债	95	95	95	95	PB	3.67	3.81	3.03	2.43
非流动负债合计	95	95	95	95					
负债合计	4,641	4,820	5,611	6,385					
股本	477	477	477	477					
少数股东权益	3	3	3	3					
股东权益合计	3,900	4,908	6,168	7,685					
负债和股东权益合计	8,541	9,728	11,779	14,070					

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。