

公司研究

三季度零售波动、四季度将发力，发布限制性股票激励计划

——太平鸟（603877.SH）2021年三季报点评

买入（维持）

当前价：39.20元

作者

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebsecn.com

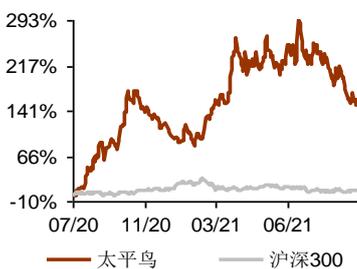
联系人：朱洁宇

zhujieyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.77
总市值(亿元):	186.88
一年最低/最高(元):	26.76/59.80
近3月换手率:	26.36%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.93	-20.85	2.96
绝对	-8.84	-24.50	7.38

资料来源：Wind

相关研报

上半年业绩靓丽，各品牌各渠道良性增长、经营质量提升——太平鸟（603877.SH）2021年中报点评（2021-08-31）

二季度高基数下延续良好增长，经营质量提升——太平鸟（603877.SH）2021年中期业绩快报点评（2021-08-10）

一季报业绩超预期，多品牌全渠道良性增长趋势可期——太平鸟（603877.SH）2021年一季报点评（2021-04-22）

要点

三季度收入增长放缓，叠加投入短期增加致净利润下滑

公司发布2021年三季报，1~9月实现营业收入74.09亿元、同比增34.20%，归母净利润5.54亿元、同比增78.54%，扣非归母净利润4.10亿元、同比增91.17%。收入、归母净利润、扣非净利润较19年同期分别增长48.08%、167.87%、380.02%。前三季度EPS为1.18元。

前三季度公司归母净利率7.47%、仍持续提升，较20年1~9月、19年1~9月分别提升1.86/3.34PCT。

分季度来看，公司2021Q1/Q2/Q3单季度营业收入分别同比+93.10%、+27.82%、+3.92%，较19Q1/Q2/Q3分别+60.93%、+60.48%、+27.14%，归母净利润分别同比翻22倍、+85.52%、-24.66%，较19Q1/Q2/Q3分别+134.82%、+357.73%、+90.91%。Q3收入增速放缓，主要为终端零售增速放缓，包括宏观经济和零售疲弱、多地雨水或偏热天气和疫情反复等多因素影响致服装当季消费需求不佳；归母净利润下滑、同比减少4508万元，主因为收入放缓影响利润，另外公司公益捐赠净增3097万元，以及25周年庆、品牌宣传、设计研发等费用增加所致。

各品牌三季度增速均有放缓，开店速度有所加快

1) 收入按品牌拆分：前三季度主要品牌PB女装、PB男装、乐町、MP童装、其他收入分别同比+42.90%、+35.78%、+19.21%、+49.51%、+34.81%，Q3各品牌收入增速均有放缓，分别同比+4.12%、+8.77%、-3.59%、+11.81%、-3.13%，主品牌PB男女装表现相对稳健、童装增速突出。

2) 收入按线上线下拆分：线上销售占总收入比例为29%、同比增27.53%；线下销售占总收入比例为71%、同比增42.27%。线下渠道中，直营店收入同比增39.94%（占总收入44%），加盟店收入同比增46.14%（占27%）。

3) 线下收入按外延内生拆分：渠道数量方面，21年9月末公司总门店数5078家、较年初净增加462家（新开927家、关闭465家）、外延净增加10.01%（较6月末的3.12%净开店速度明显提升）。其中直营店净增加99家至1653家（+6.37%，开248家、关149家），加盟店净增加363家至3425家（+11.85%，开679家、关316家）。

毛利率提升、Q3同比稳定，费用率有所提升，存货和应收账款周转加快

毛利率：前三季度毛利率同比提升2.15PCT至53.59%。

分季度来看，2021Q1/Q2/Q3单季度毛利率分别为55.88%（同比+3.98PCT）、54.61%（+1.70PCT）、50.02%（+0.05PCT）。

分品牌来看，PB女装、PB男装、乐町、MP童装、其他毛利率分别为56.47%（同比+1.77PCT）、54.31%（+1.50PCT）、48.34%（-2.60PCT）、51.64%（+4.15PCT）、42.43%（-2.89PCT）。

分渠道来看，线上、线下渠道毛利率分别为43.90%（-2.29PCT）、57.87%（+2.44PCT）；线下渠道中直营店、加盟店毛利率分别为65.88%（+3.70PCT）、45.13%（+0.92PCT）。

费用率：前三季度公司期间费用率同比提升 0.69PCT 至 44.61%。其中，销售、管理、研发、财务费用率分别为 36.05% (-0.07PCT)、6.37% (+0.11PCT)、1.47% (+0.19PCT)、0.72% (+0.47PCT)。财务费用率上升主要系执行新租赁准则，确认租赁负债利息支出所致。

21Q1~Q3 单季度期间费用率分别同比-6.31、+3.04、+2.49PCT。

其他财务指标：1) 存货 21 年 9 月末较 21 年初增 24.85%至 28.17 亿元、同比增 25.13%；存货周转天数为 199 天、同比减少 8 天。存货增加主要为应对冬季旺季备货以及部分季节（20 年秋冬装、21 年夏装）库存增加所致。

2) 应收账款 21 年 9 月末较 21 年初减少 10.60%至 6.96 亿元、同比减少 4.59%；应收账款周转天数为 27 天、同比减少 6 天。

3) 前三季度公司经营净现金流同比转正，自 20 年 1~9 月的-2784 万元增加至 5678 万元。经营净现金流大幅增加主要系首次执行新租赁准则，支付店铺租金从经营活动调整至筹资活动所致。

发布限制性股票激励计划绑定员工，期待 Q4 发力和长期持续增长

公司发布限制性股票激励计划草案，拟向包含 5 名高管在内的 50 名员工授予 552.58 万股、占总股本 1.16%，授予价格为 12.66 元/股，解锁条件为 21~23 年公司每年收入或归母且扣除激励费用后的净利润增速不低于 15%。本期激励计划绑定多名管理层和中层员工利益，有利于公司长期持续发展。

我们认为短期波动不改公司长期发展趋势，多品牌发展顺利、各存亮点。自 20 年疫情后、公司销售复苏领先行业，净利率持续提升、库存周转优化，另外三季度开店明显加快、店铺质量和数量先后提升为未来增长打下良好基础，同时四季度旺季即将到来、公司将加大布局力度。维持 21~23 年 EPS 为 2.11/2.58/3.11 元，21 年 PE19 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情或极端天气影响超预期、宏观经济增速放缓致终端销售疲软；TOC 效果不及预期；控费不及预期；线上竞争加剧、流量成本提升致增长不及预期或者盈利能力受损。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	7,928	9,387	11,483	13,829	16,177
营业收入增长率	2.80%	18.41%	22.33%	20.43%	16.98%
净利润 (百万元)	552	713	1,006	1,231	1,481
净利润增长率	-3.50%	29.24%	41.10%	22.44%	20.29%
EPS (元)	1.15	1.50	2.11	2.58	3.11
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.69%	18.29%	22.24%	23.45%	24.22%
P/E	34	26	19	15	13
P/B	5.3	4.8	4.1	3.6	3.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-19

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,928	9,387	11,483	13,829	16,177
营业成本	3,711	4,459	5,417	6,552	7,664
折旧和摊销	79	93	121	132	142
税金及附加	51	61	80	97	113
销售费用	2,896	3,273	3,847	4,591	5,338
管理费用	504	575	712	857	1,003
研发费用	108	116	149	180	210
财务费用	19	19	21	20	7
投资收益	29	34	20	20	20
营业利润	711	926	1,307	1,600	1,925
利润总额	709	906	1,306	1,599	1,924
所得税	166	200	300	368	442
净利润	543	707	1,006	1,231	1,481
少数股东损益	-8	-6	0	0	0
归属母公司净利润	552	713	1,006	1,231	1,481
EPS(按最新股本计)	1.15	1.50	2.11	2.58	3.11

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	868	1,154	1,268	1,463	1,751
净利润	552	713	1,006	1,231	1,481
折旧摊销	79	93	121	132	142
净营运资金增加	-1,606	-208	28	87	47
其他	1,843	557	112	13	82
投资活动产生现金流	-374	-850	-390	-315	-190
净资本支出	-524	-391	-410	-310	-210
长期投资变化	3	0	0	0	0
其他资产变化	147	-460	20	-5	20
融资活动现金流	-520	-334	-624	-794	-623
股本变化	-2	-2	0	0	0
债务净变化	123	38	-221	-271	0
无息负债变化	266	1,104	721	826	812
净现金流	-25	-30	254	354	939

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	53.2%	52.5%	52.8%	52.6%	52.6%
EBITDA 率	15.0%	14.7%	14.6%	14.6%	14.7%
EBIT 率	12.2%	12.3%	13.6%	13.6%	13.8%
税前净利润率	8.9%	9.7%	11.4%	11.6%	11.9%
归母净利润率	7.0%	7.6%	8.8%	8.9%	9.2%
ROA	7.7%	8.3%	10.4%	11.2%	11.7%
ROE (摊薄)	15.7%	18.3%	22.2%	23.5%	24.2%
经营性 ROIC	27.3%	35.1%	41.0%	45.5%	52.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	50%	54%	53%	52%	52%
流动比率	1.48	1.39	1.42	1.47	1.53
速动比率	0.93	0.89	0.91	0.94	1.01
归母权益/有息债务	7.73	7.91	16.66	-	-
有形资产/有息债务	13.90	15.70	32.61	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	7,015	8,541	9,666	10,949	12,626
货币资金	672	665	919	1,273	2,211
交易性金融资产	1,293	1,867	1,867	1,867	1,867
应收帐款	627	778	908	1,093	1,279
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	140	151	194	234	273
存货	1,855	2,257	2,558	2,979	3,347
其他流动资产	91	318	318	318	318
流动资产合计	4,964	6,308	7,144	8,223	9,833
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	3	0	0	0	0
固定资产	613	1,387	1,419	1,457	1,473
在建工程	724	0	210	315	341
无形资产	184	180	186	193	199
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	18	36	36	36	36
非流动资产合计	2,051	2,234	2,522	2,726	2,794
总负债	3,499	4,641	5,141	5,695	6,507
短期借款	386	493	271	0	0
应付账款	1,700	2,021	2,454	2,968	3,472
应付票据	273	370	406	491	575
预收账款	129	0	207	249	291
其他流动负债	259	624	624	624	624
流动负债合计	3,347	4,546	5,046	5,600	6,412
长期借款	59	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	93	95	95	95	95
非流动负债合计	152	95	95	95	95
股东权益	3,516	3,900	4,525	5,253	6,119
股本	479	477	477	477	477
公积金	1,613	1,622	1,622	1,622	1,622
未分配利润	1,552	1,899	2,523	3,251	4,117
归属母公司权益	3,514	3,897	4,522	5,250	6,116
少数股东权益	1	3	3	3	3

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	36.53%	34.86%	33.50%	33.20%	33.00%
管理费用率	6.36%	6.13%	6.20%	6.20%	6.20%
财务费用率	0.24%	0.20%	0.19%	0.14%	0.04%
研发费用率	1.36%	1.24%	1.30%	1.30%	1.30%
所得税率	23%	22%	23%	23%	23%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.70	0.80	1.05	1.29	1.55
每股经营现金流	1.81	2.42	2.66	3.07	3.67
每股净资产	7.34	8.18	9.49	11.01	12.83
每股销售收入	16.55	19.69	24.09	29.01	33.93

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	34	26	19	15	13
PB	5.3	4.8	4.1	3.6	3.1
EV/EBITDA	17.1	14.0	10.2	8.2	6.7
股息率	1.8%	2.0%	2.7%	3.3%	4.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE