

太平鸟 (603877)

证券研究报告

2020年10月22日

20Q3 业绩表现惊艳，线上保持快速增长，线下渠道加速恢复

事件：公司披露 2020Q3 报告，业绩表现持续靓丽

公司 2020Q1~Q3 共实现营业收入 55.21 亿元 (+10.35%)，营收端同比增速较 20H1 持续回升，实现归母净利润 3.10 亿元 (+50.04%)，其中扣非归母净利润达到 2.14 亿元(+151.10%)，公司净利润端同比快速增长，环比 20H1 增速转正，盈利端正加速恢复向好。

从 Q3 业绩来看，公司单季度实现营业总收入 23.04 亿元 (+22.34%)，实现归母净利润 1.89 亿元 (+153.40%)，收入端稳中有升，利润端实现高速增长，环比 Q2 增速加快。

品牌端，

1) 20Q1-Q3 公司主品牌“PEACEBIRD”男装及女装分别实现营收 15.48 亿元 (-6.14%)、22.62 亿元 (+22.24%)，男装累计营收跌幅继续收窄，女装 Q3 同比延续快速增长；2020Q1~Q3 男女装毛利率分别达到 52.81% (-4.31pct)，54.70% (-2.14pct)，由于营销及促销活动增加，折扣水平提升，主品牌销售毛利率有所下滑。

2) LEDIN 乐町女装 20Q1~Q3 实现营收 8.25 亿元 (+21.41%)，Q3 单季度营收持续快速增长。

3) Mini Peace 童装业务 20Q1~Q3 期间销售同比跌幅较 20H1 持续改善，累计营收达 5.70 亿元 (-3.87%)，其中 20Q3 实现同比增长；同时由于营销及促销活动影响，童装业务毛利率下滑至 47.49% (-6.46pct)。

渠道端，

线上渠道：2020Q1~Q3 公司线上渠道实现营收 16.68 亿元 (+29.77%)，其中 Q3 单季度实现营收 5.44 亿元 (+39.24%)，环比 Q2 增速持续稳步提升。线上渠道持续高速扩充，一方面公司持续提升传统电商业务占比，同时积极推进小程序、网红直播等社交零售新渠道，精准营销不同圈层人群。

线下渠道：2020Q1~Q3 整体线下渠道营收达到 36.80 亿元 (+0.81%)，其中 Q3 单季度营收达到 17.26 亿元 (+17.50%)，环比 Q2 增速明显加快。其中，直营渠道 Q1~Q3 实现营业收入 22.98 亿元 (+2.25%)，Q3 单季度实现营收 8.92 亿元 (+26.74%)，环比 20Q2 (+3.11%) 加速增长；加盟门店实现营业收入 13.82 亿元 (-1.32%)，Q3 单季度营收为 8.34 亿元 (+8.99%)。Q3 线下渠道增速环比 Q2 明显加快，线下渠道高速回升为公司整体业绩增厚提供了强劲动力。

盈利能力方面，公司 Q3 毛利率达到 49.97% (-0.93pct)，毛利率基本稳定持平；Q3 归母净利率达到 8.22% (+4.25pct)，环比 Q2 (6.10%)、Q1 (0.63%) 稳步改善提升，主要得益于公司内部费控能力提升。

运营能力方面，公司 Q3 销售、管理、研发、财务费用率分别为 32.13% (-4.56pct)、6.10% (-1.23pct)、1.14% (+0.30pct)、0.13% (-0.13pct)，销售费率有所缩减。公司 Q3 存货规模达到 22.52 亿元 (+6.02%)，存货周转率为 1.31 次 (+0.17 次)，存货管理水平稳步改善。公司 Q3 应收账款规模达到 7.29 亿元 (+46.54%)，同比有所提升，应收账款周转天数达到 33.16 天 (+13.04%)，应收款周转周期延长，整体应收账款管理水平有所下降。

现金流方面，公司 Q1~Q3 实现经营现金流净流出达到 -2784.79 万元，较 2019 年前三季度现金流净流出 1.84 亿元大幅改善，主要系销售现金流入增加，同时费用等减少，其他与经营活动相关的现金流出减少所致。

维持“买入”评级，维持 20H1 点评盈利预测，我们预计公司 2020-2022 年实现营收分别为 85.02 亿元、95.88 亿元、109.94 亿元，同比增长 7.25%、12.77%、14.66%；预计 2020-2022 年实现归母净利润 5.54 亿元、6.45 亿元、

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	36.69 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	476.73
流通 A 股股本(百万股)	476.73
A 股总市值(百万元)	17,491.14
流通 A 股市值(百万元)	17,491.14
每股净资产(元)	7.33
资产负债率(%)	52.87
一年内最高/最低(元)	38.79/13.53

作者

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《太平鸟-半年报点评:2020Q2 单季度业绩表现靓丽，线上渠道加速布局》 2020-08-25
- 2 《太平鸟-半年报点评:业绩仍在调整期，19Q2 经营业绩改善回暖》 2019-08-20
- 3 《太平鸟-年报点评报告:业绩虽低于市场预期，但内部管理改善亮点纷呈》 2019-03-31

7.54 亿元，同比增长 0.52%、16.27%、16.93%。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.16/1.35/1.58 元，对应 PE 为 31.55/27.14/23.21 倍。

风险提示：后续疫情波动影响等不确定因素；线下门店店效增速下滑、恢复不及预期；原材料端价格上涨带来成本压力等。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,711.88	7,927.62	8,502.33	9,587.81	10,993.62
增长率(%)	7.98	2.80	7.25	12.77	14.66
EBITDA(百万元)	803.02	997.41	738.94	881.64	1,029.11
净利润(百万元)	571.54	551.55	554.40	644.59	753.75
增长率(%)	25.27	(3.50)	0.52	16.27	16.93
EPS(元/股)	1.20	1.16	1.16	1.35	1.58
市盈率(P/E)	30.60	31.71	31.55	27.14	23.21
市净率(P/B)	4.94	4.98	4.61	4.39	4.14
市销率(P/S)	2.27	2.21	2.06	1.82	1.59
EV/EBITDA	9.88	5.29	22.37	17.49	15.56

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	648.23	671.97	425.12	1,438.17	549.68	营业收入	7,711.88	7,927.62	8,502.33	9,587.81	10,993.62
应收票据及应收账款	590.02	627.02	546.45	298.89	670.39	营业成本	3,591.58	3,710.92	3,990.34	4,494.43	5,155.94
预付账款	302.82	285.92	356.03	363.73	460.66	营业税金及附加	64.32	50.66	56.97	63.28	70.36
存货	1,836.21	1,854.69	2,190.62	2,346.74	2,875.86	营业费用	2,666.49	2,895.87	3,103.35	3,489.96	3,979.69
其他	1,624.87	1,524.39	2,264.46	2,295.17	2,063.41	管理费用	482.84	504.11	532.33	594.44	670.61
流动资产合计	5,002.16	4,963.98	5,782.67	6,742.70	6,620.01	研发费用	112.75	107.90	102.03	105.47	120.93
长期股权投资	11.52	3.13	3.13	3.13	3.13	财务费用	20.48	19.08	19.49	26.62	20.64
固定资产	371.94	613.14	892.54	1,067.45	1,166.67	资产减值损失	208.69	(116.33)	49.00	49.00	65.00
在建工程	295.40	724.18	470.51	330.31	228.18	公允价值变动收益	0.00	6.13	(0.77)	8.00	8.00
无形资产	186.49	183.52	171.49	159.45	147.42	投资净收益	33.19	29.47	25.09	25.09	25.09
其他	770.84	527.06	498.89	467.45	427.55	其他	(217.96)	9.08	(48.63)	(66.17)	(66.17)
非流动资产合计	1,636.18	2,051.04	2,036.55	2,027.79	1,972.96	营业利润	749.50	710.73	673.14	797.69	943.54
资产总计	6,638.34	7,015.02	7,819.22	8,770.49	8,592.97	营业外收入	64.02	5.62	54.44	41.36	33.80
短期借款	0.00	386.00	1,098.03	1,144.13	832.62	营业外支出	11.53	7.57	8.46	9.19	8.40
应付票据及应付账款	1,638.84	1,973.03	1,512.12	2,536.99	2,185.20	利润总额	801.99	708.77	719.11	829.86	968.94
其他	1,044.29	988.36	1,162.52	1,031.98	1,287.26	所得税	241.71	165.67	172.59	195.85	226.73
流动负债合计	2,683.14	3,347.39	3,772.66	4,713.10	4,305.08	净利润	560.28	543.10	546.52	634.02	742.21
长期借款	331.67	58.97	162.56	0.00	0.00	少数股东损益	(11.26)	(8.45)	(7.87)	(10.58)	(11.54)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	571.54	551.55	554.40	644.59	753.75
其他	95.89	92.98	93.43	94.10	93.50	每股收益(元)	1.20	1.16	1.16	1.35	1.58
非流动负债合计	427.56	151.94	255.99	94.10	93.50						
负债合计	3,110.70	3,499.33	4,028.65	4,807.20	4,398.58						
少数股东权益	(11.48)	1.23	(6.25)	(16.65)	(27.93)	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
股本	480.76	478.88	476.73	476.73	476.73	成长能力					
资本公积	1,441.33	1,375.65	1,375.65	1,375.65	1,375.65	营业收入	7.98%	2.80%	7.25%	12.77%	14.66%
留存收益	3,148.11	3,165.61	3,320.09	3,503.21	3,745.59	营业利润	34.92%	-5.17%	-5.29%	18.50%	18.28%
其他	(1,531.08)	(1,505.68)	(1,375.65)	(1,375.65)	(1,375.65)	归属于母公司净利润	25.27%	-3.50%	0.52%	16.27%	16.93%
股东权益合计	3,527.64	3,515.69	3,790.57	3,963.29	4,194.39	获利能力					
负债和股东权益总计	6,638.34	7,015.02	7,819.22	8,770.49	8,592.97	毛利率	53.43%	53.19%	53.07%	53.12%	53.10%
						净利率	7.41%	6.96%	6.52%	6.72%	6.86%
						ROE	16.15%	15.69%	14.60%	16.20%	17.85%
						ROIC	28.71%	22.92%	35.60%	22.19%	38.75%
						偿债能力					
						资产负债率	46.86%	49.88%	51.52%	54.81%	51.19%
						净负债率	-8.97%	-6.18%	22.13%	-7.31%	6.88%
						流动比率	1.86	1.48	1.53	1.43	1.54
						速动比率	1.18	0.93	0.95	0.93	0.87
						营运能力					
						应收账款周转率	14.32	13.03	14.49	22.68	22.68
						存货周转率	4.21	4.30	4.20	4.23	4.21
						总资产周转率	1.20	1.16	1.15	1.16	1.27
						每股指标(元)					
						每股收益	1.20	1.16	1.16	1.35	1.58
						每股经营现金流	1.79	1.82	-1.53	3.54	-0.01
						每股净资产	7.42	7.37	7.96	8.35	8.86
						估值比率					
						市盈率	30.60	31.71	31.55	27.14	23.21
						市净率	4.94	4.98	4.61	4.39	4.14
						EV/EBITDA	9.88	5.29	22.37	17.49	15.56
						EV/EBIT	10.85	5.75	23.87	18.70	16.61

现金流量表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	560.28	543.10	554.40	644.59	753.75
折旧摊销	208.88	227.12	46.31	57.32	64.93
财务费用	10.60	10.24	19.49	26.62	20.64
投资损失	(33.19)	(29.47)	(25.09)	(25.09)	(25.09)
营运资金变动	(634.81)	1,621.69	(1,317.94)	986.39	(816.46)
其它	741.18	(1,504.24)	(8.64)	(2.58)	(3.54)
经营活动现金流	852.94	868.44	(731.47)	1,687.27	(5.77)
资本支出	149.56	740.86	59.55	79.33	50.60
长期投资	(17.87)	(8.39)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,073.57)	(1,106.67)	(92.93)	(150.24)	(91.51)
投资活动现金流	(941.87)	(374.20)	(33.38)	(70.91)	(40.91)
债权融资	331.67	454.72	1,263.84	1,148.46	838.40
股权融资	(17.86)	(126.91)	108.39	(26.62)	(20.64)
其他	(675.47)	(847.35)	(854.24)	(1,725.14)	(1,659.57)
筹资活动现金流	(361.66)	(519.54)	517.99	(603.30)	(841.81)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(450.60)	(25.31)	(246.85)	1,013.05	(888.49)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com