

纺织服装

2020年10月22日

太平鸟 (603877)

——线上线下齐发力，Q3 业绩持续高增，表现超预期

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

- **公司公布三季报业绩，净利润持续保持高增长，表现超预期。** 1) 前三季度净利润同比增长 50%。2020 年前三季度实现收入 55.2 亿元，同比增加 10.3%，归母净利润 3.1 亿元，同比增长 50%；扣非净利润 2.1 亿元，同比增长 151.1%。2) **Q3 净利润增速超 150%**。20Q3 单季度实现收入 23 亿元，同比增长 22.3%，归母净利润 1.9 亿元，同比增加 153.4%；扣非净利润 1.6 亿元，同比增长 160.6%。寒冬催化服装旺季，Q4 有望继续提速增长。
- **毛利率下滑，期间费用率控制良好，净利率回升，资产质量保持稳健。** 1) **严控费用，净利率逐步回升。** 2020 年前三季度毛利率较去年同期下降 3.3pct 至 51.4%，销售费用率较去年同期下降 4.4% 至 36.1%，管理费用率 (含研发费用) 较去年同期下降 0.9pct 至 7.5%。公司严格控制费用支出，使得净利率较去年同期提升 1.5pct 至 5.5%。2) **资产质量整体稳健。** 2020 年前三季度应收账款 7.3 亿元，较年初增加 1 亿元，存货 22.5 亿元，较年初增加 4 亿元，主要为四季度旺季备货。2020 年前三季度经营性现金流净额 -2784 万元，Q3 单季度经营性现金流净额 2.3 亿元，较去年同期翻倍，改善明显。
- **女装持续快速增长，男装、童装逐季改善。** 1) **PB 女装：**前三季度收入 22.6 亿元，同比增长 22.2% (H1 增速 9.9%)，毛利率同比下降 2.1pct 至 54.7%。2) **PB 男装：**前三季度收入 15.5 亿元，同比下降 6.1% (H1 增速 -11.9%)，毛利率同比下降 4.3 至 52.8%。3) **乐町女装：**前三季度收入 8.2 亿元，同比增长 21.4% (H1 增速 14.6%)，毛利率提升 0.8pct 至 50.9%。4) **Mini Peace 童装：**前三季度收入 5.7 亿元，同比下降 3.9% (H1 增速 -8.8%)，毛利率同比下降 6.5pct 至 47.5%。5) **其他品牌 (MATERIAL GIRL、町家居以及贝甜童装等)：**前三季度收入 1.4 亿元，同比下降 12.6% (H1 增速 -15.9%)，毛利率同比提升 4.7% 至 45.3%。
- **电商持续高增长，线下销售恢复领先行业。** 1) **电商占比持续提升，持续推进新零售布局。** 2020 年前三季度线上收入 16.7 亿元，同比增长 30%，维持高速增长势头线上收入占比超 30%。公司积极推进小程序、网红直播等社交零售新渠道，精准营销不同的圈层人群。2) **线下零售持续回暖，直营表现优于加盟。** 2020 年前三季度线下收入 36.8 亿元，同比增长 0.8%。其中直营店收入同比增长 2.3% 至 23 亿元，加盟店收入同比下降 1.3% 至 13.8 亿元。截至 2020 年前三季度，公司门店净关 112 家至 4384 家。
- **公司是多品牌+全渠道均衡发展的品牌服饰龙头，电商持续高增长，线下零售恢复超预期，维持“增持”评级。** 公司不断优化“新四轮立体驱动”格局，提升各渠道融合协同效率。公司业绩持续表现超预期，上调公司盈利预测，预计 20-22 年归母净利润为 7.1/8.6/10.4 (原为 5.2/6.1/7.0 亿元)，对应 20-22 年 PE 为 25/20/17 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**若新型冠状病毒感染肺炎疫情持续时间较长，公司线下零售可能不及预期。

财务数据及盈利预测

| | 2019 | 20Q1-Q3 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|---------|-------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 7,928 | 5,521 | 9,150 | 11,282 | 13,227 |
| 同比增长率 (%) | 2.8 | 10.3 | 15.4 | 23.3 | 17.2 |
| 归母净利润 (百万元) | 552 | 310 | 707 | 860 | 1,044 |
| 同比增长率 (%) | -3.5 | 50.0 | 28.2 | 21.6 | 21.4 |
| 每股收益 (元/股) | 1.15 | 0.65 | 1.48 | 1.80 | 2.19 |
| 毛利率 (%) | 53.2 | 51.4 | 52.2 | 53.7 | 54.4 |
| ROE (%) | 15.7 | 8.9 | 16.7 | 16.9 | 17.0 |
| 市盈率 | 32 | | 25 | 20 | 17 |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据： 2020年10月21日

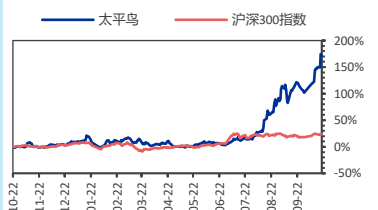
| | |
|----------------|------------------|
| 收盘价 (元) | 36.69 |
| 一年内最高/最低 (元) | 38.79/13.53 |
| 市净率 | 5.0 |
| 息率 (分红/股价) | 1.91 |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 17491 |
| 上证指数/深证成指 | 3325.03/13467.91 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2020年09月30日

| | |
|-----------------|---------|
| 每股净资产 (元) | 7.33 |
| 资产负债率% | 52.87 |
| 总股本/流通 A 股 (百万) | 477/477 |
| 流通 B 股/H 股 (百万) | -/- |

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《太平鸟 (603877) 点评：Q2 单季度收入同比增加 26%，线上增速亮眼》
2020/08/25

《太平鸟 (603877) 点评：一季报业绩承压，线上表现亮眼，拓展社交零售》
2020/04/27

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

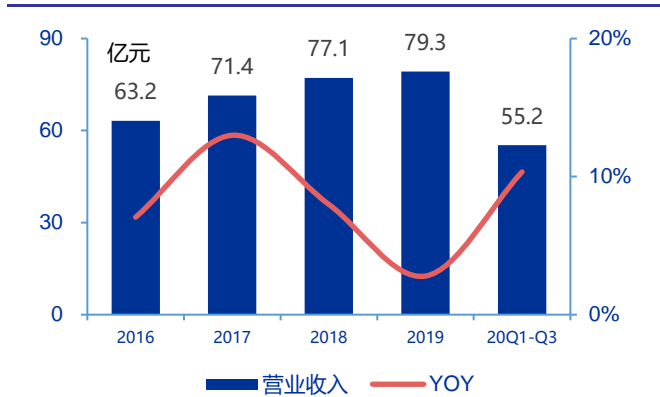
戎姜斌 A0230118070010
rongjb@swsresearch.com

联系人

戎姜斌
(8621)23297818×转
rongjb@swsresearch.com



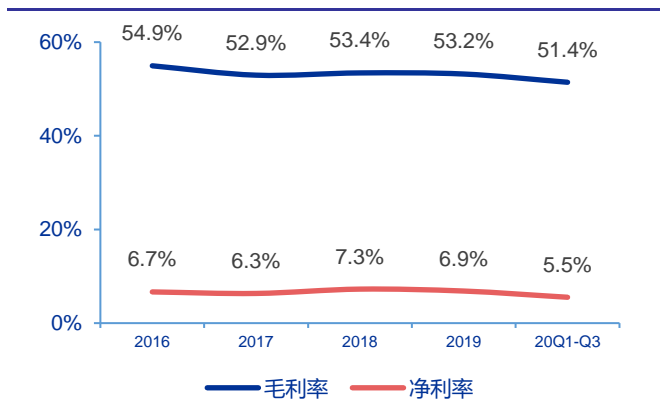
申万宏源研究微信服务号

图 1：20 年前三季度收入 55 亿元，同比增长 10.3%


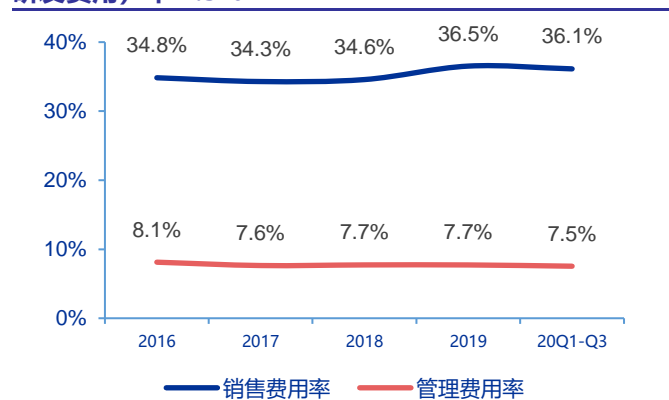
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：20 年前三季度归母净利润 3.1 亿元，同比增长 50%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：20 年前三季度毛利率 51.4%，净利率 5.5%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：20 年前三季度销售费用率 36.1%，管理费用（含研发费用）率 7.5%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

财务摘要

| 百万元, 百万股 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业总收入 | 7,712 | 7,928 | 9,150 | 11,282 | 13,227 |
| 其中: 营业收入 | 7,712 | 7,928 | 9,150 | 11,282 | 13,227 |
| 减: 营业成本 | 3,592 | 3,711 | 4,374 | 5,219 | 6,031 |
| 减: 税金及附加 | 64 | 51 | 58 | 72 | 85 |
| 主营业务利润 | 4,056 | 4,166 | 4,718 | 5,991 | 7,111 |
| 减: 销售费用 | 2,666 | 2,896 | 3,203 | 4,095 | 4,788 |
| 减: 管理费用 | 483 | 504 | 549 | 722 | 847 |
| 减: 研发费用 | 113 | 108 | 125 | 154 | 180 |
| 减: 财务费用 | 20 | 19 | 15 | 9 | 5 |
| 经营性利润 | 773 | 639 | 826 | 1,011 | 1,291 |
| 加: 信用减值损失 (损失以“-”填列) | 0 | -14 | 0 | 0 | 0 |
| 加: 资产减值损失 (损失以“-”填列) | -209 | -116 | -110 | -90 | -120 |
| 加: 投资收益及其他 | 185 | 202 | 194 | 190 | 178 |
| 营业利润 | 750 | 711 | 911 | 1,110 | 1,350 |
| 加: 营业外净收入 | 52 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 802 | 709 | 911 | 1,110 | 1,350 |
| 减: 所得税 | 242 | 166 | 215 | 263 | 322 |
| 净利润 | 560 | 543 | 696 | 846 | 1,028 |
| 少数股东损益 | -11 | -8 | -11 | -13 | -16 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 572 | 552 | 707 | 860 | 1,044 |
| 全面摊薄总股本 | 481 | 479 | 477 | 477 | 477 |
| 每股收益 (元) | 1.20 | 1.17 | 1.48 | 1.80 | 2.19 |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

| | | | |
|----|-----|--------------|----------------------|
| 华东 | 陈陶 | 021-23297221 | chentao1@swhysc.com |
| 华北 | 李丹 | 010-66500631 | lidan4@swhysc.com |
| 华南 | 陈左茜 | 755-23832751 | chenzuoxi@swhysc.com |
| 海外 | 朱凡 | 021-23297573 | zhufan@swhysc.com |

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy) | ： 相对强于市场表现 20%以上； |
| 增持 (Outperform) | ： 相对强于市场表现 5% ~ 20%； |
| 中性 (Neutral) | ： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ： 相对弱于市场表现 5%以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|------------------|------------------|
| 看好 (Overweight) | ： 行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ： 行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ： 行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。