

太平鸟 (603877.SH)

Q3 业绩大幅增长，数字化零售成主题

公司单 Q3 收入/业绩同增 22%/153%。1) 公司前三季度收入/业绩/扣非业绩分别同增 10%/50%/151%至 55.2/3.1/2.1 亿元 (其中单 Q3 收入/业绩/扣非业绩同增 22%/153%/161%至 23.0/1.9/1.6 亿元)，非经常损益主要为政府补助。2) 前三季度毛利率承受折扣压力同降 3.3PCTs 至 51.4% (单 Q3 毛利率已有恢复，同比仅下跌 0.9PCTs)，管理架构精简、税费成本严控下，销售/管理费用率分别同减 4.4/0.9PCTs 至 36.1%/7.5%，综合净利率提升 1.5PCTs 至 5.5%。

女装引领增长，电商增速亮眼近 40%。分品牌来看，单 Q3 PB 女装收入同增 40% 至 10.5 亿元，PB 男装增长 5% 至 5.9 亿元，乐町女装增长 32% 至 3.5 亿元，MP 基本持平为 2.3 亿元。分渠道来看，全渠道恢复，线上表现尤其出色。**1) 电商成为主航道，积极拥抱新零售**，单 Q3 线上收入同增 39% 至 5.4 亿元。疫情下公司利用前期新零售业务的积累，微商城、直播、云店多模式释放潜能，据我们跟踪，PB 品牌在天猫七夕活动女装品类中名列前茅。**2) 线下终端持续恢复**，Q3 线下收入同增 17% 至 17.3 亿元，其中直营/加盟收入增速分别同增 27%/9%。终端门店革新持续，我们估计近年优化门店数量过千家，截至 9 月，门店较年初净减少 112 家 (直营净减少 116 家/加盟净增加 7 家/联营店净减少 3 家) 至 4384 家。店效持续提升，O2O 赋能私域流量叠加店铺调整拉升门店盈利能力。

柔性供应链推动存货周转改善。1) 营运方面，截至 Q3 末公司存货同比略增 6.0% 至 22.52 亿元，存货周转天数同减 24.9 天至 206.7 天。公司利用数字手段赋能柔性供应链、TOC 管理模式推动存货周转改善，首单控制+快速追单能力推进，我们估计目前加盟订单补单占比 40%。2) 现金流改善，前三季度经营性净现金流由去年同期-1.8 亿元改善至-0.3 亿元。

升级持续，预计全年收入业绩稳定增长。1) 品牌端时尚化、年轻化转型卓有成效，时装发布会带来高度曝光夯实品牌力，签约欧阳娜娜、接洽新网站进行流量牵引，数字手段清晰化消费者画像。2) 供应链端，SCM 供应商管理系统逐步落地，有效跟踪生产、供应全流程。3) 渠道端，数字管理、智能决策持续推进，打造融合实体店、传统电商、社交电商、官网等渠道的全网新零售。我们判断公司 Q4 延续 Q3 增长态势，全年收入/业绩有望实现稳健增长。

投资建议：公司长期战略目标清晰，围绕“聚焦时尚、数据驱动、全网零售”的战略方向，坚持培育、孵化高时尚度品牌。基于终端恢复表现超预期，我们上调公司盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 7.5/9.0/10.7 亿元，公司现价 36.69 元，对应 2020/2021 年 PE 为 23.7/19.7 倍，维持“增持”评级。

风险提示：疫情持续范围及时间超过预期；终端需求下滑；小程序及直播效果不及预期；多品牌业务不顺。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	7,712	7,928	9,158	10,896	12,805
增长率 yoy (%)	8.0	2.8	15.5	19.0	17.5
归母净利润 (百万元)	572	552	746	896	1,068
增长率 yoy (%)	25.3	-3.5	35.3	20.1	19.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.20	1.16	1.56	1.88	2.24
净资产收益率 (%)	15.9	15.4	18.8	19.8	20.5
P/E (倍)	30.9	32.1	23.7	19.7	16.6
P/B (倍)	5.00	5.03	4.51	3.95	3.42

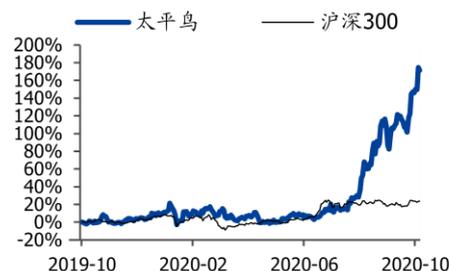
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持 (维持)

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	增持
最新收盘价	36.69
总市值(百万元)	17,491.14
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)	1.25

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

相关研究

- 《太平鸟 (603877.SH): 拥抱新零售, Q2 业绩靓丽》2020-08-24
- 《太平鸟 (603877.SH): 积极应对短期冲击, 布局新零售》2020-03-14



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5002	4964	6158	6781	7968
现金	648	672	761	1367	1004
应收票据及应收账款	590	627	712	920	975
其他应收款	128	140	148	208	203
预付账款	303	286	397	414	540
存货	1836	1855	2963	2282	3695
其他流动资产	1497	1384	1176	1592	1551
非流动资产	1636	2051	1943	1985	1990
长期投资	12	3	-7	-17	-28
固定资产	372	613	765	875	968
无形资产	186	184	165	147	127
其他非流动资产	1066	1251	1020	981	923
资产总计	6638	7015	8101	8767	9958
流动负债	2683	3347	4068	4201	4726
短期借款	0	386	729	386	443
应付票据及应付账款	1639	1973	2247	2730	3087
其他流动负债	1044	988	1091	1084	1196
非流动负债	428	152	117	114	103
长期借款	332	59	24	21	10
其他非流动负债	96	93	93	93	93
负债合计	3111	3499	4185	4315	4829
少数股东权益	-11	1	-9	-22	-39
股本	481	479	479	479	479
资本公积	1441	1376	1376	1376	1376
留存收益	1707	1790	2033	2285	2592
归属母公司股东权益	3539	3514	3925	4474	5168
负债和股东权益	6638	7015	8101	8767	9958

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	853	868	-383	1802	-36
净利润	560	543	735	883	1051
折旧摊销	209	227	231	131	156
财务费用	20	19	46	40	30
投资损失	-33	-29	-18	-28	-28
营运资金变动	-99	19	-1376	779	-1243
其他经营现金流	195	90	-2	-2	-2
投资活动现金流	-942	-374	543	-466	31
资本支出	462	527	-98	19	32
长期投资	-547	115	10	11	10
其他投资现金流	-1027	267	455	-436	74
筹资活动现金流	-362	-520	-414	-387	-415
短期借款	0	386	0	0	0
长期借款	31	-273	-35	-2	-12
普通股增加	-0	-2	0	0	0
资本公积增加	10	-66	0	0	0
其他筹资现金流	-402	-565	-379	-385	-403
现金净增加额	-451	-25	-254	949	-420

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7712	7928	9158	10896	12805
营业成本	3592	3711	4336	5114	5977
营业税金及附加	64	51	73	82	97
营业费用	2666	2896	3279	3868	4546
管理费用	483	504	549	654	755
研发费用	113	108	110	131	154
财务费用	20	19	46	40	30
资产减值损失	209	-116	55	33	38
其他收益	121	166	180	120	120
公允价值变动收益	0	6	2	2	2
投资净收益	33	29	18	28	28
资产处置收益	31	-0	0	0	0
营业利润	750	711	910	1125	1358
营业外收入	64	6	80	61	53
营业外支出	12	8	9	9	9
利润总额	802	709	981	1177	1402
所得税	242	166	245	294	350
净利润	560	543	735	883	1051
少数股东损益	-11	-8	-11	-13	-17
归属母公司净利润	572	552	746	896	1068
EBITDA	1013	943	1226	1311	1548
EPS (元)	1.20	1.16	1.56	1.88	2.24

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	8.0	2.8	15.5	19.0	17.5
营业利润(%)	34.9	-5.2	28.0	23.7	20.7
归属于母公司净利润(%)	25.3	-3.5	35.3	20.1	19.3
获利能力					
毛利率(%)	53.4	53.2	52.7	53.1	53.3
净利率(%)	7.4	7.0	8.1	8.2	8.3
ROE(%)	15.9	15.4	18.8	19.8	20.5
ROIC(%)	14.2	13.5	15.6	17.7	18.2
偿债能力					
资产负债率(%)	46.9	49.9	51.7	49.2	48.5
净负债比率(%)	-6.3	-3.5	2.5	-19.1	-8.6
流动比率	1.9	1.5	1.5	1.6	1.7
速动比率	0.5	0.8	0.6	0.8	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
应收账款周转率	14.3	13.0	13.7	13.4	13.5
应付账款周转率	2.3	2.1	2.1	2.1	2.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.20	1.16	1.56	1.88	2.24
每股经营现金流(最新摊薄)	1.79	1.82	-0.80	3.78	-0.08
每股净资产(最新摊薄)	7.42	7.37	8.23	9.38	10.84
估值比率					
P/E	30.9	32.1	23.7	19.7	16.6
P/B	5.0	5.0	4.5	4.0	3.4
EV/EBITDA	17.3	17.3	14.0	12.1	10.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

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：021-38934111

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