

# 太平鸟 (603877.SH)

三季度业绩继续超预期，产品年轻化、优质快反效益不断显现

## 核心观点:

- **公司第三季度业绩继续保持高增长。**公司公告 2020 年第三季度报告，营业收入 55.21 亿元，同比增长 10.35%，归母净利润 3.10 亿元，同比增长 50.04%，其中第三季度单季营业收入 23.04 亿元，同比增长 22.34%，归母净利润 1.89 亿元，同比增长 153.40%。
- **旗下太平鸟女装和乐町三季度单季保持高增长，男装逐步恢复，童装保持平稳。**分品牌看，太平鸟女装第三季度单季营业收入同比增长 40.45% (二季度增长 36.18%)，太平鸟男装同比增长 4.94% (二季度增长 0.70%)，乐町同比增长 32.31% (二季度增长 37.22%)，童装同比增长 -0.56% (二季度增长 5.11%)。
- **直营三季度单季效益不断提升，加盟保持稳健，线上增速不断加快。**分直营、加盟、线上，直营第三季度单季营业收入同比增长 26.71% (二季度增长 3.14%)，加盟同比增长 9.01% (二季度增长 31.70%)，线上同比增长 39.23% (二季度增长 35.32%)。加盟业务波动较大主要由于三季度基数较高，且二季度有一季度延时发货的影响。
- **毛利率保持平稳，费用率继续下降，营运质量不断提升。**公司第三季度毛利率 49.97%，较上年同期减少 0.93 个百分点。第三季度单季销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 32.13%、7.23%、0.13%，分别较上年同期减少 4.56 个百分点，0.93 个百分点，0.13 个百分点。公司前三季度存货周转天数 207 天，较上年同期减少 29 天。
- **2020-2022 年 EPS 预计分别为 1.47 元/股、1.85 元/股、2.29 元/股。**现价对应 2021 年 PE20 倍，参考可比公司 2021 年平均 20 倍市盈率，同时公司未来预期年均净利润增速更高，因此给予公司 2021 年 25 倍 PE，合理价值 46.25 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧、未能准确把握市场流行趋势等风险。

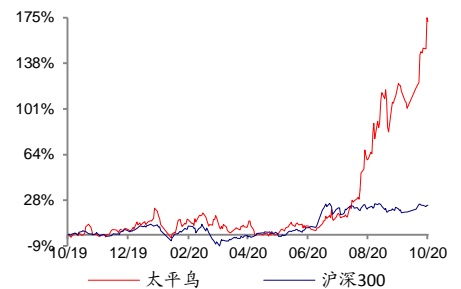
## 盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	7,712	7,928	8,921	10,535	12,457
增长率 (%)	7.8	2.8	12.5	18.1	18.2
EBITDA (百万元)	1,003	885	1,020	1,219	1,456
归母净利润 (百万元)	572	552	700	881	1,091
增长率 (%)	27.5	-3.5	27.0	25.8	23.8
EPS (元/股)	1.19	1.15	1.47	1.85	2.29
市盈率 (P/E)	15.81	13.26	24.98	19.86	16.04
ROE (%)	16.1	15.7	18.3	20.4	21.6
EV/EBITDA	8.69	8.01	16.30	13.48	11.00

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	36.69 元
合理价值	46.25 元
前次评级	买入
报告日期	2020-10-22

## 相对市场表现



分析师:

糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

## 相关研究:

- 太平鸟 (603877.SH): 二季度业绩超预期, 经营效率不断提升 2020-08-25
- 太平鸟 (603877.SH): 探究公司二季度业绩超预期的原因 2020-08-17
- 太平鸟 (603877.SH): 新零售发力, Q2 收入及盈利大幅回弹 2020-07-17

## 一、公司公告三季报，三季度业绩继续超预期

公司公告2020年第三季度报告，营业收入55.21亿元，同比增长10.35%，归母净利润3.10亿元，同比增长50.04%，其中第三季度单季营业收入23.04亿元，同比增长22.34%，归母净利润1.89亿元，同比增长153.40%。三季度业绩继续保持高增长。

公司旗下太平鸟女装和乐町三季度单季保持高增长，男装逐步恢复，童装保持平稳。分品牌看，太平鸟女装第三季度单季营业收入10.52亿元，同比增长40.45%（一二季度分别增长-13.94%、36.18%），太平鸟男装第三季度单季营业收入5.91亿元，同比增长4.94%（一二季度分别增长-22.85%、0.70%），乐町第三季度单季营业收入3.46亿元，同比增长32.31%（一二季度分别增长-7.03%、37.22%），童装第三季度单季收入2.25亿元，同比增长-0.56%（一二季度分别增长-14.19%、5.11%）。

三季度单季公司直营效益不断提升，加盟保持稳健，线上增速不断加快。分直营、加盟、线上，直营第三季度单季营业收入8.92亿元，同比增长26.71%（一二季度分别增长-18.16%、3.14%），加盟第三季度单季营业收入8.34亿元，同比增长9.01%（一二季度分别增长-60.72%、31.70%），线上第三季度单季营业收入5.44亿元，同比增长39.23%（一二季度分别增长16.30%、35.32%）。加盟业务波动较大主要由于三季度基数较高，且二季度有一季度延时发货的影响，但从终端零售看持续保持较快增长。公司前三季度线下门店数量4384家（直营1517家，加盟2867家），上年同期为4432家（直营1625家，加盟2807家），上半年为4300家（直营1578家，加盟2722家），直营继续调整，加盟实现同比和环比净开店。

公司第三季度单季毛利率保持平稳，费用率继续下降。公司前三季度毛利率51.43%，较上年同期减少3.32个百分点，其中第三季度毛利率49.97%，较上年同期减少0.93个百分点，基本保持平稳。公司前三季度销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为36.13%、7.54%、0.25%，分别较上年同期减少4.44个百分点，0.92个百分点，0.04个百分点。其中第三季度单季销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为32.13%、7.23%、0.13%，分别较上年同期减少4.56个百分点，0.93个百分点，0.13个百分点。

公司营运质量不断提升。营运指标方面，公司前三季度存货周转天数207天，较上年同期减少29天，优质快反效果不断显现，库存风险不断降低。应收账款周转天数33天，较上年同期增加4天。

## 二、盈利预测和投资建议

基于公司三季报超预期，费用控制良好，且直营效益不断提升，加盟恢复净开店，线上增速不断加快，我们上调公司未来盈利预测：

（1）直营业务收入2020年至2022年预计分别为35.59亿元、41.08亿元、47.36亿元，

同比增长5.6%、15.4%、15.3%，其中店数预计分别为1643家、1693家、1743家，净增加10家、50家、50家，店效分别为217万元、243万元、272万元，同比增长5%、12%、12%，店效稳步增长主要由于公司优质快反不断推进，同时直营业务预计更加注重店效。毛利率预计分别为63%、63.5%、63.5%，2020年毛利率较2019年略低主要由于受疫情影响折扣较多所致，2021年之后预计折扣将有所恢复。

(2)加盟业务收入2020年至2022年预计分别为22.66亿元、25.80亿元、29.35亿元，同比增长5.4%、13.9%、13.7%，其中店数预计分别为2845家、2945家、3045家，净增加-15家、100家、100家，店效分别为80万元、88万元、96万元，同比增长6%、10%、10%，店效稳步增长主要由于公司优质快反不断推进。毛利率预计分别为45.1%、45.1%、45.1%，加盟商拿货折扣基本保持平稳。

(3)电商业务收入2020年至2022年预计分别为30.06亿元、37.57亿元、46.97亿元，同比增长30%、25%、25%，电商预计保持高增长，主要由于公司电商竞争力强，且早在2017年便和天猫达成战略合作，另外公司对直播电商尤为重视，直播电商有望保持高增长。

(4)销售费用率2020年至2022年预计分别为34.0%、33.7%、33.2%，销售费用率预计稳中有降主要由于直营开店预计更加谨慎，同时公司预计将严格预算控制。

(5)管理费用率2020年至2022年预计分别为5.7%、5.7%、5.6%，管理费用率预计稳中有降主要由于公司预计将严格预算控制，虽然研发创意中心等预计在建工程转固定资产使得折旧摊销增加。

(6)所得税率2020年至2022年预计保持稳定。

表1: 公司收入关键假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2021E
直营业务收入 (万元)	319,161	336,913	355,925	410,768	473,647
YOY	14.4%	5.6%	5.6%	15.4%	15.3%
店数 (个)	1,516	1,633	1,643	1,693	1,743
均收入 (万元)	211	206	217	243	272
YOY	-4.1%	-2.0%	5.0%	12.0%	12.0%
毛利率	64.5%	65.3%	63.0%	63.5%	63.5%
加盟业务收入 (万元)	239,953	214,905	226,605	258,027	293,467
YOY	1.0%	-10.4%	5.4%	13.9%	13.7%
店数 (个)	3,062	2,860	2,845	2,945	3,045
店效 (万元)	78	75	80	88	96
YOY	-1.7%	-4.1%	6.0%	10.0%	10.0%
毛利率	48.1%	45.1%	45.1%	45.1%	45.1%
电商业务收入 (万元)	199,711	231,227	300,595	375,744	469,680
YOY	10.4%	13.6%	30.0%	25.0%	25.0%
毛利率	44.9%	44.6%	42.0%	42.5%	42.5%

数据来源: 公司年报; 广发证券发展研究中心

我们预计公司2020-2022年营业收入为89.21亿元, 105.35亿元, 124.57亿元, 同比增长12.53%, 18.09%, 18.25%, 归母净利润为7.00亿元、8.81亿元、10.91亿元, 同比增长27.0%、25.8%、23.8%, 对应EPS分别为1.47元/股、1.85元/股、2.29元/股。目前股价对应2021年市盈率20倍。参考可比公司2021年平均20倍市盈率, 同时公司未来预期年均净利润增速更高, 且国潮兴起, 国产休闲服品牌未来大有可为, 公司作为行业龙头, 产品年轻化, 优质快反效果不断显现, 有望率先受益。因此给予公司2021年25倍PE, 合理价值46.25元/股, 维持“买入”评级。

表2: 可比公司平均估值

公司	代码	最新价格 (元)		每股收益 (元)			市盈率			
		2020/10/21	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
比音勒芬	002832.SZ	18.14	1.32	0.8773	1.10	1.33	13.74	20.68	16.51	13.60
开润股份	300577.SZ	35.62	1.04	0.9117	1.40	1.82	34.25	39.07	25.47	19.54
森马服饰	002563.SZ	8.97	0.58	0.3116	0.55	0.65	15.47	28.79	16.42	13.72
罗莱生活	002293.SZ	12.92	0.66	0.6358	0.71	0.80	27.49	20.32	18.08	16.23
稳健医疗	300888.SZ	153.00	1.45	7.8914	4.55	5.15	12.51	19.39	33.62	29.71
	最大值						34.25	39.07	33.62	29.71
	最小值						12.51	19.39	16.42	13.60
	平均数						20.69	25.65	22.02	18.56
	调整后平均						18.90	23.26	20.02	16.50

数据来源: wind; 广发证券发展研究中心

注: 每股收益为 wind 一致预期

### 三、风险提示

#### (一) 市场竞争加剧的风险

国内中档休闲服饰行业目前整体处于充分竞争状态, 国际和国内品牌众多, 市场集中度不高, 竞争较为激烈。包括绫致时装公司、Inditex 集团、迅销公司等为代表的国际休闲服饰品牌巨头均已进入国内市场, 与国内品牌服饰企业直接展开竞争。同时, 国内品牌服饰企业也日益重视国内中档休闲服饰市场, 新品牌创立、原有品牌转型步伐有所加快, 市场参与者和竞争主体增加, 市场竞争日益激烈。

#### (二) 未能准确把握市场流行趋势变化风险

近年来, 随着社会经济、信息技术的发展演变, 特别是新的社交网络、电子支付、智能设备等新事物的快速兴起和传播, 目标消费群体情感体验的注重点、个性表达方式受此影响不断变化。如果主要目标消费群体的服饰消费偏好因上述原因发生重大变化, 产品设计、营销方式等不能及时有效调整, 导致与目标消费群体服饰消费偏好产生较大偏差, 可能产生重大不利影响。

#### (三) 供应链响应速度缓慢的风险

TOC模式需要供应链的配合, 尤其是以外协为主的公司, 如果供应链因为生产线排

期、面料备货不足等问题，导致响应速度变慢，将拖累TOC整体的实施，产生经营风险。

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>5,002</b>	<b>4,964</b>	<b>5,699</b>	<b>6,406</b>	<b>7,380</b>
货币资金	648	672	1,072	1,345	1,804
应收及预付	893	913	1,043	1,230	1,457
存货	1,836	1,855	2,041	2,260	2,515
其他流动资产	1,625	1,524	1,542	1,571	1,605
<b>非流动资产</b>	<b>1,636</b>	<b>2,051</b>	<b>1,822</b>	<b>2,256</b>	<b>2,730</b>
长期股权投资	12	3	3	3	3
固定资产	372	613	1,093	1,404	1,754
在建工程	295	724	24	157	289
无形资产	186	184	179	175	171
其他长期资产	771	527	522	517	512
<b>资产总计</b>	<b>6,638</b>	<b>7,015</b>	<b>7,521</b>	<b>8,662</b>	<b>10,110</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,683</b>	<b>3,347</b>	<b>3,430</b>	<b>3,988</b>	<b>4,682</b>
短期借款	0	386	0	0	0
应付及预收	1,764	2,102	2,476	2,912	3,456
其他流动负债	919	859	954	1,076	1,226
<b>非流动负债</b>	<b>428</b>	<b>152</b>	<b>284</b>	<b>371</b>	<b>416</b>
长期借款	332	59	191	278	323
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	96	93	93	93	93
<b>负债合计</b>	<b>3,111</b>	<b>3,499</b>	<b>3,714</b>	<b>4,359</b>	<b>5,098</b>
股本	481	479	477	477	477
资本公积	1,441	1,376	1,376	1,376	1,376
留存收益	1,707	1,790	2,094	2,604	3,329
归属母公司股东权益	3,539	3,514	3,817	4,326	5,051
少数股东权益	-11	1	-9	-23	-40
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,638</b>	<b>7,015</b>	<b>7,521</b>	<b>8,662</b>	<b>10,110</b>

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>7,712</b>	<b>7,928</b>	<b>8,921</b>	<b>10,535</b>	<b>12,457</b>
营业成本	3,592	3,711	4,383	5,155	6,120
营业税金及附加	64	51	57	67	80
销售费用	2,666	2,896	3,033	3,550	4,136
管理费用	483	504	508	600	698
研发费用	113	108	121	143	170
财务费用	20	19	14	10	13
资产减值损失	209	-116	-122	-134	-146
公允价值变动收益	0	6	0	0	0
投资净收益	33	29	33	39	46
<b>营业利润</b>	<b>750</b>	<b>711</b>	<b>902</b>	<b>1,134</b>	<b>1,403</b>
营业外收支	52	-2	-2	-2	-2
<b>利润总额</b>	<b>802</b>	<b>709</b>	<b>900</b>	<b>1,132</b>	<b>1,401</b>
所得税	242	166	210	265	328
<b>净利润</b>	<b>560</b>	<b>543</b>	<b>690</b>	<b>867</b>	<b>1,074</b>
少数股东损益	-11	-8	-11	-13	-17
<b>归属母公司净利润</b>	<b>572</b>	<b>552</b>	<b>700</b>	<b>881</b>	<b>1,091</b>
EBITDA	1,003	885	1,020	1,219	1,456
EPS (元)	1.19	1.15	1.47	1.85	2.29

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>853</b>	<b>868</b>	<b>1,012</b>	<b>1,172</b>	<b>1,430</b>
净利润	560	543	690	867	1,074
折旧摊销	209	227	202	201	201
营运资金变动	-96	19	12	-9	32
其它	180	79	109	113	123
<b>投资活动现金流</b>	<b>-942</b>	<b>-374</b>	<b>83</b>	<b>-441</b>	<b>-341</b>
资本支出	-429	-524	192	-338	-245
投资变动	-547	115	0	0	0
其他	34	35	-109	-103	-96
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-362</b>	<b>-520</b>	<b>-695</b>	<b>-458</b>	<b>-630</b>
银行借款	148	475	-254	87	45
股权融资	0	0	-2	0	0
其他	-510	-994	-439	-545	-675
<b>现金净增加额</b>	<b>-451</b>	<b>-25</b>	<b>400</b>	<b>273</b>	<b>459</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>1,089</b>	<b>638</b>	<b>672</b>	<b>1,072</b>	<b>1,345</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>638</b>	<b>613</b>	<b>1,072</b>	<b>1,345</b>	<b>1,804</b>

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	7.8%	2.8%	12.5%	18.1%	18.2%
营业利润增长	37.7%	-5.2%	26.9%	25.7%	23.8%
归母净利润增长	27.5%	-3.5%	27.0%	25.8%	23.8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	53.4%	53.2%	50.9%	51.1%	50.9%
净利率	7.3%	6.9%	7.7%	8.2%	8.6%
ROE	16.1%	15.7%	18.3%	20.4%	21.6%
ROIC	14.4%	12.7%	15.6%	17.0%	18.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.9%	49.9%	49.4%	50.3%	50.4%
净负债比率	88.2%	99.5%	97.5%	101.3%	101.7%
流动比率	1.86	1.48	1.66	1.61	1.58
速动比率	1.07	0.84	0.97	0.94	0.94
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.16	1.13	1.19	1.22	1.23
应收账款周转率	13.08	12.64	12.64	12.64	12.64
存货周转率	4.20	4.27	4.37	4.66	4.95
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.19	1.15	1.47	1.85	2.29
每股经营现金流	1.77	1.81	2.12	2.46	3.00
每股净资产	7.36	7.34	8.01	9.07	10.60
<b>估值比率</b>					
P/E	15.81	13.26	24.98	19.86	16.04
P/B	2.55	2.08	4.58	4.04	3.46
EV/EBITDA	8.69	8.01	16.30	13.48	11.00

## 广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。



本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。