

2023年04月09日

控折扣+控费下，扣非净利超市场预期

太平鸟(603877.SH)

评级:	买入	股票代码:	603877
上次评级:	买入	52周最高价/最低价(元):	23.3/15.4
目标价格:		总市值(亿元)	95.67
最新收盘价:	20.08	自由流通市值(亿元)	21.92
		自由流通股数(百万)	476

事件概述

公司预告 Q1 收入/净利/扣非净利为 20.74/2.16/1.77 亿元，同比增长-16%/14%/58%，扣非净利接近 21Q1 水平 (1.88 亿元)、扣非净利率 8.5% 高于 21Q1 (7%)，业绩超市场预期。

分析判断:

我们分析，扣非净利超预期主要来自：(1) 控折扣，公司在线上和线下均严控折扣；(2) 控费，公司此前在 22 年底公告过组织架构由事业部变为职能部制，也表明了控费的决心。

尽管 Q1 收入端仍下降，我们分析，一方面和公司主动严控折扣、减少促销有关，另一方面我们估计下滑更多来自店铺调整，而同店接近转正水平。

投资建议

我们分析，此前公司问题在于：(1) 女装竞争力下降；(2) 直营盈利能力偏弱；(3) 21 年费用高企；这些问题有望逐步改善。公司在 3 月 22 日公告定增预案、拟募集 8-10 亿元、全部由禾乐投资认购，价格 17 元、锁定 18 个月，相当于一次底部增持，提振市场信心。我们认为尽管公司收入改善仍需时日，但 2022 年公司线上+线下直营收入占比超过 70%，利润弹性较大，且公司的年轻化优势、快反优势、扣非净利率的修复弹性逻辑未变。

考虑到 22 年下半年公司业绩受到疫情影响，下调 22/23/24 年收入预测 90.18/98.71/111.30 亿元至 87.77/91.18/102.76 亿元，将 22/23/24 年归母净利润从 2.48/4.94/8.29 亿元调整至 1.95/7.08/9.12 亿元，对应调整 22/23/24 年 EPS 0.52/1.04/1.74 元至 0.41/1.49/1.91 元，2023 年 4 月 9 日收盘价 20.08 元对应 22/23/24 年 PE 为 50/14/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示

疫情发展的不确定性；对外投资政策风险；多品牌、跨区域运营不及预期风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,387	10,921	8,777	9,118	10,276
YoY (%)	18.4%	16.3%	-19.6%	3.9%	12.7%
归母净利润(百万元)	713	677	195	708	912
YoY (%)	29.2%	-5.0%	-71.2%	263.1%	28.8%
毛利率 (%)	52.5%	52.9%	57.4%	53.2%	53.3%
每股收益(元)	1.50	1.42	0.41	1.49	1.91
ROE	18.3%	15.9%	4.4%	13.7%	15.0%
市盈率	13.42	14.13	49.06	13.51	10.49

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	10,921	8,777	9,118	10,276	净利润	677	195	708	912
YoY(%)	16.3%	-19.6%	3.9%	12.7%	折旧和摊销	718	205	207	216
营业成本	5,140	3,739	4,263	4,796	营运资金变动	-255	287	216	183
营业税金及附加	59	44	46	51	经营活动现金流	1,300	826	1,241	1,394
销售费用	3,949	4,239	3,362	3,708	资本开支	-329	-416	-466	-429
管理费用	709	439	456	514	投资	-194	-145	-107	-286
财务费用	68	28	21	15	投资活动现金流	-484	-698	-740	-887
研发费用	152	88	91	103	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-120	-98	-74	-53	债务募资	1,027	-198	0	0
投资收益	38	0	0	0	筹资活动现金流	-293	-238	-36	-36
营业利润	988	267	970	1,242	现金净流量	523	-110	465	471
营业外收支	-38	0	0	7					
利润总额	949	267	970	1,249	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	273	72	262	337	成长能力 (%)				
净利润	677	195	708	912	营业收入增长率	16.3%	-19.6%	3.9%	12.7%
归属于母公司净利润	677	195	708	912	净利润增长率	-5.0%	-71.2%	263.1%	28.8%
YoY(%)	-5.0%	-71.2%	263.1%	28.8%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.17	0.27	0.37	0.56	毛利率	52.9%	57.4%	53.2%	53.3%
					净利率	6.2%	2.2%	7.8%	8.9%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	6.6%	2.0%	6.6%	7.5%
货币资金	1,148	1,037	1,503	1,974	净资产收益率 ROE	15.9%	4.4%	13.7%	15.0%
预付款项	261	269	307	345	偿债能力 (%)				
存货	2,540	1,690	1,752	1,839	流动比率	1.53	1.60	1.61	1.66
其他流动资产	3,184	3,191	3,323	3,697	速动比率	0.93	1.09	1.13	1.20
流动资产合计	7,133	6,188	6,885	7,855	现金比率	0.25	0.27	0.35	0.42
长期股权投资	9	9	9	9	资产负债率	58.1%	53.5%	51.7%	49.6%
固定资产	1,360	1,592	1,820	2,045	经营效率 (%)				
无形资产	176	172	169	165	总资产周转率	1.07	0.91	0.85	0.85
非流动资产合计	3,062	3,409	3,835	4,226	每股指标 (元)				
资产合计	10,194	9,597	10,720	12,082	每股收益	1.42	0.41	1.49	1.91
短期借款	198	0	0	0	每股净资产	8.96	9.37	10.85	12.77
应付账款及票据	2,468	2,059	2,382	2,707	每股经营现金流	2.73	1.73	2.61	2.93
其他流动负债	1,991	1,804	1,896	2,021	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,656	3,863	4,278	4,728	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	14.13	49.06	13.51	10.49
其他长期负债	1,268	1,268	1,268	1,268	PB	3.11	2.14	1.85	1.57
非流动负债合计	1,268	1,268	1,268	1,268					
负债合计	5,924	5,132	5,547	5,996					
股本	477	477	477	477					
少数股东权益	2	2	2	2					
股东权益合计	4,270	4,465	5,173	6,085					
负债和股东权益合计	10,194	9,597	10,720	12,082					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。