

太平鸟(603877)

报告日期: 2023年04月09日

23Q1 扣非归母净利大增 58%，控股股东定增显示改革决心

——太平鸟点评报告

投资要点

- ❑ **控费&控折扣效果初显，大股东全额定增彰显改革信心**
- ❑ **零售折扣收窄及降本增效 Q1 初现成果**
公司公布一季报预告，23Q1 收入/归母净利润/扣非归母净利润分别-16%/+14%/+58%至 20.7 亿元/2.2 亿元/1.8 亿元，虽 Q1 收入下滑 16%，但扣非归母净利从 22Q1 的 1.12 亿上升 58%至 1.77 亿，我们预计原因主要包括：1) 零售折扣率改善带动毛利率上行；2) 预计 22 年下半年部分闭店带来门店费用减省，以及有意识的减少了广告费及激励成本，实现降本增效。
- ❑ **组织架构调整有望优化流程+加强内部协同**
2022 年 12 月 28 日，公司发布《关于组织架构调整公告》，本次组织架构调整最大变化在于将原有的六大独立事业部（女装、男装、乐町、童装、鸟巢、物流）+线上运营平台，转化为了三大职能中心（产品研发中心、供应链管理中心、零售运营中心）。
考虑公司过去净利率巅峰时期达到 7.5%（2020 年），22 年前三季度净利率仅 2.4%，较同行水准有较大提升空间，此前各事业部分头开展产品设计、供应链组织、营销、渠道开拓工作，虽然有利于事业部内积极性提升，但对集团降本增效也带来一定限制，本次组织架构调整后利于从研发、供应链、零售等职能出发实现品牌间资源协同，带动公司效率提升。
- ❑ **3/22 公布大股东全额定增体现改革决心**
公司 2023 年 3 月 22 日公布定增预案，计划以 17 元/股价格向控股股东太平鸟集团的全资子公司禾乐投资定向增发 8-10 亿元，用于补充流动资金。若按发行上限计算，发行前控股股东及一致行动人合计持股比例 67.50%，发行后将增加到 71.07%，体现实控人张江平、张江波对公司的改革决心和发展前景信心。
- ❑ **盈利预测与估值：组织架构调整落地有望中长期强化品牌间协同、增强公司综合运营能力。**我们预计公司 22/23/24 年归母净利润为 2.0/7.2/8.2 亿元，同增-71%/+270%/+14%，对应 PE 为 49/13/12X，公司作为面向年轻消费群体的国潮时尚代表龙头持续致力体系提效，期待改革成果的不断释放，维持“买入”评级。
- ❑ **风险提示：疫情反复导致终端消费不及预期；数据化改革进程低于预期；**

财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	10921	8477	9564	10718
(+/-) (%)	16.34%	-22.38%	12.83%	12.06%
归母净利润	677	195	720	823
(+/-) (%)	-4.99%	-71.27%	269.80%	14.35%
每股收益(元)	1.42	0.41	1.50	1.72
P/E	14.13	49.17	13.30	11.63

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(维持)

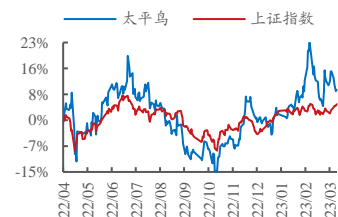
分析师：马莉
执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师：詹陆雨
执业证书号：S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 20.08
总市值(百万元)	9,567.08
总股本(百万股)	476.45

股票走势图



相关报告

- 《组织架构新调整，有望优化流程+加强内部协同——太平鸟公告点评》2022.12.28
- 《Q3 业绩持续承压，经营结构逐步优化——太平鸟三季度点评报告》2022.10.31
- 《上半年业绩承压，期待下半年改革成效——太平鸟中报点评》2022.09.15

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	7,133	6,971	7,437	7,804
现金	1,148	1,615	1,994	2,175
交易性金融资产	2,057	2,057	2,057	2,057
应收账款	632	428	635	493
其它应收款	171	124	138	153
预付账款	261	189	269	195
存货	2,540	2,203	1,953	2,299
其他	325	357	393	432
非流动资产	3,062	2,874	2,806	2,733
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	9	9	9	9
固定资产	1,360	1,255	1,165	1,074
无形资产	176	157	138	119
在建工程	44	46	48	50
其他	1,473	1,408	1,446	1,481
资产总计	10,194	9,846	10,243	10,537
流动负债	4,656	4,154	4,104	3,891
短期借款	198	198	198	198
应付款项	2,081	2,129	1,549	1,551
预收账款	463	215	550	275
其他	1,915	1,613	1,808	1,868
非流动负债	1,268	1,301	1,352	1,407
长期借款	0	0	0	0
其他	1,268	1,301	1,352	1,407
负债合计	5,924	5,455	5,456	5,298
少数股东权益	2	2	2	2
归属母公司股东权益	4,268	4,388	4,784	5,237
负债和股东权益	10,194	9,846	10,243	10,537

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,300	866	942	818
净利润	677	194	719	822
折旧摊销	116	110	110	110
财务费用	62	83	82	84
投资损失	(38)	(40)	(40)	(40)
营运资金变动	(261)	249	(98)	(358)
其它	744	269	169	200
投资活动现金流	(484)	(248)	(647)	(555)
资本支出	(366)	(77)	(92)	(91)
长期投资	0	0	0	0
其他	(117)	(172)	(556)	(465)
筹资活动现金流	(293)	(150)	84	(82)
短期借款	506	219	254	326
长期借款	(389)	(369)	(170)	(408)
其他	(411)	0	0	0
现金净增加额	523	467	379	181

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	10921	8477	9564	10718
营业成本	5140	4269	4571	5103
营业税金及附加	59	55	62	70
营业费用	3949	3204	3381	3762
管理费用	709	598	603	675
研发费用	110	97	105	118
财务费用	68	83	82	84
资产减值损失	120	117	107	128
公允价值变动损益	5	5	5	5
投资净收益	38	40	40	40
其他经营收益	204	200	200	200
营业利润	988	298	998	1136
营业外收支	(38)	(40)	(39)	(39)
利润总额	803	259	959	1096
所得税	273	65	240	274
净利润	677	194	719	822
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
归属母公司净利润	677	195	720	823
EBITDA	1239	491	1105	1285
EPS (最新摊薄)	1.42	0.41	1.50	1.72

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	16.34%	-22.38%	12.83%	12.06%
营业利润	6.71%	-69.78%	234.30%	13.83%
归属母公司净利润	-4.99%	-71.27%	269.80%	14.35%
获利能力				
毛利率	52.93%	49.64%	52.20%	52.39%
净利率	6.20%	2.30%	7.52%	7.68%
ROE	16.58%	4.49%	15.68%	16.41%
ROIC	16.60%	6.64%	15.19%	16.25%
偿债能力				
资产负债率	58.11%	55.41%	53.27%	50.28%
净负债比率	138.74%	124.24%	114.00%	101.13%
流动比率	1.53	1.68	1.81	2.01
速动比率	0.93	1.10	1.27	1.36
营运能力				
总资产周转率	1.17	0.85	0.95	1.03
应收账款周转率	15.49	16.00	18.00	19.00
应付账款周转率	2.12	1.70	2.00	2.50
每股指标(元)				
每股收益	1.42	0.41	1.50	1.72
每股经营现金	2.73	1.81	1.97	1.71
每股净资产	8.95	9.19	9.99	10.92
估值比率				
P/E	14.13	49.17	13.30	11.63
P/B	2.24	2.18	2.00	1.83
EV/EBITDA	7.88	19.88	8.84	7.60

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>