

# 太平鸟 (603877.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 22 业绩筑底，回暖趋势已现

### 业绩简评

公司 4.17 发布 22 年报，全年实现营收 86.02 亿元 (-21.2%)，实现归母净利 1.85 亿元 (-72.7%)，扣非净利-0.27 亿元 (21 年+5.2 亿元)。其中单 Q4 实现营收 23.78 亿元 (-32.3%)；实现归母净利润 0.32 亿元 (-73.9%)，与此前预减公告披露一致。

### 经营分析

**各品牌销售承压，门店处于收缩调整阶段。**分品牌，22 全年 PB 女装/男装/乐町/童装分别实现营收 32.74/29.22/10.03/10.97 亿元，分别同比下滑 27.0%/13.3%/28.3%/13.9%。分渠道，22 年公司线上、线下分别实现营收 27.32 亿元 (-18.8%)、57.96 亿元 (-22.4%)，其中线下直营/加盟营收同比-25.9%/-16.7%；公司调整渠道结构，关闭低效店的同时聚焦经营质量提升与盈利能力改善，年初至今净关店 543 家 (直营-189 家/加盟-354 家) 至 4671 家 (直营/加盟分别 1427/3244 家)。

**毛利率拖累盈利表现。**22 年公司毛利率为 48.7% (-4.5Pct)，单 Q4 毛利率为 43.8%、同比/环比分别下滑 7.8/2.1Pct；22 年线上/线下直营/线下加盟毛利率分别同比-2.6Pct/-2.3Pct/-7.9Pct 至 42.39%/63.41%/34.78%，加盟降幅较大主要系加大过季老货清理力度。全年公司销售/管理费用率分别为 36.8% (+0.7Pct) /7.3% (+0.8Pct)；全年净利率为 2.2% (-4.1Pct)，其中 Q4 净利率为 1.4% (同比/环比分别-2.2/+0.4Pct)，环比略有改善。

**库存结构改善，经营净现金流承压。**截至 22 年末公司存货为 23.0 亿元 (-16.3%)，且库存结构改善，2 年以上库存降至 3% (-5Pct)。全年经营净现金流为 3.99 亿元、同比-69.3%，其中供应商付款进度适当加快部分冲淡收入下滑带来的影响。

**23Q1 降本增效显著，全年业绩修复弹性较大。**1Q23 公司收入下滑约 16%，归母/扣非分别同增约 14%/58%，预计主要系折扣收窄带动毛利率改善、渠道调整减省门店费用及广告&人员费用等可控。公司于 22 年底成立三大职能中心 (分管产品研发、供应链、零售运营)，降本增效的同时提升品牌协同，集团全年运营有望提效。

### 盈利预测、估值与评级

公司积极通过组织架构调整、数字化转型等发挥品牌协同效应提高运营效率；随 23 年疫情压制因素解除、品牌调整显效，业绩有望明显改善。预计 23~25 年公司归母净利分别为 6.82/8.25/9.36 亿元，对应 PE 为 15/13/11 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

需求修复不及预期、店效提升幅度放缓、库存积压等。

### 纺织服装组

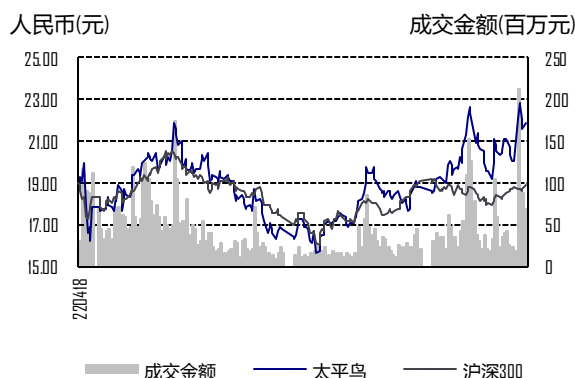
分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：21.90 元

### 相关报告：

- 《太平鸟公司点评：架构调整降本增效，经营流水改善在即》，2023.1.30
- 《业绩持续承压，静待逐季修复-太平鸟 22 年三季度报点评》，2022.10.28
- 《受疫情拖累明显，期待全年业绩改善-太平鸟 22 中报点评》，2022.8.30



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,921	8,602	9,752	11,174	12,481
营业收入增长率	16.34%	-21.24%	13.37%	14.58%	11.69%
归母净利润(百万元)	677	185	682	825	936
归母净利润增长率	-4.99%	-72.73%	268.98%	21.10%	13.37%
摊薄每股收益(元)	1.421	0.388	1.431	1.732	1.964
每股经营性现金流净额	2.73	0.76	2.44	2.41	2.53
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.87%	4.46%	14.21%	15.47%	15.76%
P/E	19.62	47.43	15.31	12.64	11.15
P/B	3.11	2.11	2.18	1.96	1.76

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	9,387	10,921	8,602	9,752	11,174	12,481	货币资金	665	1,148	1,089	1,831	2,397	2,873
增长率		16.3%	-21.2%	13.4%	14.6%	11.7%	应收款项	930	803	663	812	946	1,074
主营业务成本	-4,459	-5,140	-4,454	-4,751	-5,333	-5,754	存货	2,257	2,540	2,125	2,500	2,606	2,704
%销售收入	47.5%	47.1%	51.8%	48.7%	47.7%	46.1%	其他流动资产	2,457	2,642	1,812	1,714	1,745	1,767
毛利	4,928	5,780	4,148	5,001	5,841	6,727	流动资产	6,308	7,133	5,688	6,858	7,694	8,418
%销售收入	52.5%	52.9%	48.2%	51.3%	52.3%	53.9%	%总资产	73.9%	70.0%	66.5%	72.6%	74.2%	75.4%
营业税金及附加	-61	-59	-59	-59	-67	-75	长期投资	0	9	9	9	9	9
%销售收入	0.7%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	1,387	1,404	1,362	1,438	1,504	1,559
销售费用	-3,273	-3,949	-3,166	-3,521	-4,056	-4,530	%总资产	16.2%	13.8%	15.9%	15.2%	14.5%	14.0%
%销售收入	34.9%	36.2%	36.8%	36.1%	36.3%	36.3%	无形资产	407	387	381	494	548	594
管理费用	-575	-709	-626	-634	-693	-811	非流动资产	2,234	3,062	2,863	2,587	2,675	2,745
%销售收入	6.1%	6.5%	7.3%	6.5%	6.2%	6.5%	%总资产	26.1%	30.0%	33.5%	27.4%	25.8%	24.6%
研发费用	-116	-152	-118	-117	-168	-200	<b>资产总计</b>	<b>8,541</b>	<b>10,194</b>	<b>8,551</b>	<b>9,445</b>	<b>10,368</b>	<b>11,163</b>
%销售收入	1.2%	1.4%	1.4%	1.2%	1.5%	1.6%	短期借款	493	591	350	452	553	522
息税前利润 (EBIT)	902	912	179	671	858	1,110	应付款项	2,447	2,596	1,746	2,288	2,496	2,648
%销售收入	9.6%	8.4%	2.1%	6.9%	7.7%	8.9%	其他流动负债	1,606	1,469	1,133	925	1,059	1,171
财务费用	-19	-68	-69	-35	-30	-18	流动负债	4,546	4,656	3,229	3,665	4,108	4,341
%销售收入	0.2%	0.6%	0.8%	0.4%	0.3%	0.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-127	-109	-123	-51	-2	-2	其他长期负债	95	1,268	1,168	979	916	871
公允价值变动收益	2	5	4	5	6	6	负债	4,641	5,924	4,398	4,644	5,024	5,212
投资收益	34	38	40	66	33	35	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,897</b>	<b>4,268</b>	<b>4,143</b>	<b>4,795</b>	<b>5,335</b>	<b>5,937</b>
%税前利润	3.7%	4.0%	15.5%	7.3%	3.0%	2.8%	其中：股本	477	477	476	476	476	476
营业利润	926	988	257	898	1,115	1,253	未分配利润	1,899	2,199	2,100	2,686	3,226	3,828
营业利润率	9.9%	9.0%	3.0%	9.2%	10.0%	10.0%	少数股东权益	3	2	11	6	10	14
营业外收支	-19	-38	5	5	-10	1	<b>负债股东权益合计</b>	<b>8,541</b>	<b>10,194</b>	<b>8,551</b>	<b>9,445</b>	<b>10,368</b>	<b>11,163</b>
税前利润	906	949	262	903	1,105	1,254	<b>比率分析</b>						
利润率	9.7%	8.7%	3.0%	9.3%	9.9%	10.0%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-200	-273	-77	-226	-276	-313	<b>每股指标</b>						
所得税率	22.0%	28.7%	29.5%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	1.495	1.421	0.388	1.431	1.732	1.964
净利润	707	677	184	677	829	940	每股净资产	8.175	8.952	8.695	10.064	11.197	12.461
少数股东损益	-6	-1	0	-4	3	4	每股经营现金净流	2.421	2.727	0.758	2.445	2.409	2.532
归属于母公司的净利润	713	677	185	682	825	936	每股股利	0.700	0.800	0.600	0.200	0.600	0.700
净利率	7.6%	6.2%	2.1%	7.0%	7.4%	7.5%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	18.29%	15.87%	4.46%	14.21%	15.47%	15.76%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产收益率	8.35%	6.64%	2.16%	7.22%	7.96%	8.38%
净利润	707	677	184	677	829	940	投入资本收益率	16.01%	11.61%	2.39%	8.38%	9.68%	11.53%
少数股东损益	-6	-1	0	-4	3	4	<b>增长率</b>						
非现金支出	352	827	876	237	206	223	主营业务收入增长率	18.41%	16.34%	-21.24%	13.37%	14.58%	11.69%
非经营收益	-94	51	-39	398	44	29	EBIT 增长率	37.02%	1.17%	-80.41%	275.32%	27.86%	29.47%
营运资金变动	190	-255	-661	-148	69	15	净利润增长率	29.24%	-4.99%	-72.73%	268.98%	21.10%	13.37%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,154</b>	<b>1,300</b>	<b>361</b>	<b>1,165</b>	<b>1,148</b>	<b>1,206</b>	总资产增长率	21.76%	19.35%	-16.12%	10.46%	9.77%	7.66%
资本开支	-391	-329	-244	-332	-301	-290	<b>资产管理能力</b>						
投资	-495	-194	798	9	6	6	应收账款周转天数	27.3	23.6	24.6	25.0	25.5	26.0
其他	36	39	41	66	33	35	存货周转天数	168.3	170.3	191.1	196.0	182.0	175.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-850</b>	<b>-484</b>	<b>595</b>	<b>-257</b>	<b>-262</b>	<b>-249</b>	应付账款周转天数	152.3	145.6	141.1	144.0	139.0	136.0
股权募资	8	0	11	66	0	0	固定资产周转天数	53.9	45.5	56.1	50.4	44.9	40.9
债权募资	36	506	-192	14	101	-31	<b>偿债能力</b>						
其他	-377	-800	-850	-159	-358	-404	净负债/股东权益	-52.29%	-44.33%	-30.13%	-39.41%	-44.10%	-48.13%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-334</b>	<b>-293</b>	<b>-1,031</b>	<b>-79</b>	<b>-257</b>	<b>-435</b>	EBIT 利息保障倍数	47.9	13.4	2.6	19.3	28.3	62.1
<b>现金净流量</b>	<b>-30</b>	<b>523</b>	<b>-75</b>	<b>828</b>	<b>628</b>	<b>522</b>	资产负债率	54.34%	58.11%	51.43%	49.17%	48.46%	46.69%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-09-01	买入	45.00	N/A
2	2021-10-21	买入	38.39	N/A
3	2022-03-30	买入	20.35	N/A
4	2022-04-29	买入	16.74	N/A
5	2022-07-15	买入	20.13	N/A
6	2022-08-30	买入	18.41	N/A
7	2022-10-28	买入	16.59	N/A
8	2023-01-30	买入	18.77	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402