

2023年4月17日

# 库存得以控制，关注女装改善进展

## 太平鸟(603877)

评级:	买入	股票代码:	603877
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	40.25/15.50
目标价格:		总市值(亿)	104.34
最新收盘价:	21.9	自由流通市值(亿)	23.90
		自由流通股数(百万)	476

### 事件概述

2022年公司收入/净利/扣非净利/经营性现金流分别为86.02/1.84/-0.27/3.99亿元、同比下降21.24%/72.73%/105.16%/-12.5%，归母净利低于业绩预告的1.95亿元；经营性现金流高于净利主要由于存货下降；非经项目主要为政府补助2.30亿元、投资收益0.45亿元。Q4单季公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为23.78/0.32/-0.30亿元、同比下降32.28%/73.94%/127.30%。2022年公司每10股派息1.5元，股息率0.68%。

### 分析判断:

**终端零售下降，女装和乐町收入降幅最大。**分品牌看，女装/男装/乐町/童装/其他收入分别为32.74/29.22/10.03/10.97/2.32亿元、同比下降26.99%/13.27%/28.25%/13.87%/24.00%，店数分别为1881/1503/558/697/32家、净关147/70/132/114/80家、同比下降7.25%/4.45%/19.13%/14.06%/71.43%。

**加盟门店与直营门店的比例降低至2.3。**分渠道看，直营/加盟/线上收入分别为34.19/23.78/27.32亿元、同比下降25.91%/16.65%/18.79%，线上收入占比提升1PCT至32%。22年总店数为4671家，直营/加盟分别为1427/3244家、同比下降11.70%/9.84%，推算2022年直营店效(240万元)/加盟单店出货(73万元)、同比下降16%/7%。

**毛利率下降主要来自加盟渠道加大过季库存清理力度。**2022年毛利率为48.22%、同比下降4.71PCT；22Q4毛利率为43.76%、同比下降7.81PCT。(1)分品牌看，女装/男装/乐町/童装/其他毛利率分别下滑6.66/3.09/4.62/1.38/4.97PCT；(2)分渠道看，直营/加盟/线上毛利率分别下降2.30/7.94/2.56PCT。

**扣非亏损，但政府补助贡献2.3亿元。**22年公司净利率为2.15%、同比下降4.05PCT，22Q4净利率为1.35%、同比下降2.16PCT。22年销售/管理/研发/财务费用率分别为36.81%/7.28%/1.37%/0.80%、同比增加0.65/0.79/-0.02/0.18PCT，(资产+信用减值损失)/收入为-1.44%，同比下降0.44PCT。22年政府补助2.28亿元，同比增长12.9%，22年所得税率/收入为0.9%，同比下降1.6PCT。

**存货金额同比下降，周转天数增加。**22年末公司存货为21.25亿元、同比下降16.35%，存货周转天数为189天、同比增加21天。公司应收账款为5.30亿元、同比减少16.20%，应收账款周转天数为24天、同比增加1天。公司应付账款为13.62亿元、同比下降34.53%，应付账款周转天数为139天、同比减少4天。

### 投资建议

我们分析，(1)此前公司费用刚性主要由于直营占比高、及分事业部制下后台费用较高，Q1预告超预期已体现出控折扣及控费带来的利润弹性；(2)男装、童装改善趋势不变，未来期待女装和乐町的改善；公司此前优势在于款式和风格，未来主要聚焦于核心单品能力的打造；(3)期待去库存后加盟商重启开店。我们认为尽管公司收入改善仍需时日，但公司利润弹性较大，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。

维持此前盈利预测，预计23/24年收入为91.18/102.76亿元，新增25年收入预测114.52亿元，预计23/24年归母净利7.08/9.12亿元，新增25年归母净利11.48亿元，对应23/24/25年EPS为1.49/1.91/2.41元，2023年4月17日收盘价21.9元对应23/24/25年PE分别为15/11/9倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

疫情发展的不确定性；休闲行业被运动分流；开店低于预期；新品牌培育不及预期；系统性风险。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,921	8,602	9,118	10,276	11,452
YoY (%)	16.3%	-21.2%	6.0%	12.7%	11.4%
归母净利润(百万元)	677	185	708	912	1,148
YoY (%)	-5.0%	-72.7%	283.3%	28.8%	25.9%
毛利率 (%)	52.9%	48.2%	47.2%	46.6%	46.1%
每股收益 (元)	1.42	0.39	1.49	1.91	2.41
ROE	15.9%	4.5%	14.6%	15.8%	16.6%
市盈率	15.41	56.49	14.74	11.44	9.09

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)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,602	9,118	10,276	11,452	净利润	184	708	912	1,148
YoY(%)	-21.2%	6.0%	12.7%	11.4%	折旧和摊销	753	205	207	216
营业成本	4,454	4,810	5,483	6,169	营运资金变动	-623	886	268	253
营业税金及附加	59	46	51	57	经营活动现金流	399	1,935	1,499	1,701
销售费用	3,166	2,794	2,969	3,139	资本开支	-244	-416	-466	-429
管理费用	626	456	514	573	投资	798	-145	-107	-286
财务费用	69	25	17	11	投资活动现金流	595	-698	-740	-887
研发费用	118	91	103	115	股权募资	11	0	0	0
资产减值损失	-120	-98	-74	-53	债务募资	0	0	0	0
投资收益	40	0	0	0	筹资活动现金流	-1,031	-37	-37	-37
营业利润	257	970	1,249	1,565	现金净流量	-37	1,199	722	777
营业外收支	5	0	0	7	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
利润总额	262	970	1,249	1,573	<b>成长能力 (%)</b>				
所得税	77	262	337	425	营业收入增长率	-21.2%	6.0%	12.7%	11.4%
净利润	184	708	912	1,148	净利润增长率	-72.7%	283.3%	28.8%	25.9%
归属于母公司净利润	185	708	912	1,148	<b>盈利能力 (%)</b>				
YoY(%)	-72.7%	283.3%	28.8%	25.9%	毛利率	48.2%	47.2%	46.6%	46.1%
每股收益	0.39	1.49	1.91	2.41	净利润率	2.1%	7.8%	8.9%	10.0%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	2.2%	6.7%	7.6%	8.4%
货币资金	1,089	2,288	3,010	3,786	净资产收益率 ROE	4.5%	14.6%	15.8%	16.6%
预付款项	160	346	395	444	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	2,125	2,174	2,253	2,366	流动比率	1.76	1.63	1.65	1.72
其他流动资产	2,315	2,522	2,721	3,100	速动比率	1.05	1.07	1.13	1.22
流动资产合计	5,688	7,330	8,379	9,697	现金比率	0.34	0.51	0.59	0.67
长期股权投资	9	9	9	9	资产负债率	51.4%	53.9%	51.9%	49.6%
固定资产	1,321	1,553	1,781	2,006	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	169	165	162	158	总资产周转率	1.01	0.87	0.86	0.83
非流动资产合计	2,863	3,210	3,636	4,027	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	8,551	10,540	12,014	13,724	每股收益	0.39	1.49	1.91	2.41
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	8.70	10.18	12.10	14.50
应付账款及票据	1,630	2,649	3,065	3,482	每股经营现金流	0.84	4.06	3.15	3.57
其他流动负债	1,599	1,862	2,008	2,153	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,229	4,511	5,073	5,634	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	56.49	14.74	11.44	9.09
其他长期负债	1,168	1,168	1,168	1,168	PB	2.11	2.15	1.81	1.51
非流动负债合计	1,168	1,168	1,168	1,168					
负债合计	4,398	5,679	6,241	6,803					
股本	476	476	476	476					
少数股东权益	11	11	11	11					
股东权益合计	4,153	4,861	5,773	6,921					
负债和股东权益合计	8,551	10,540	12,014	13,724					

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，11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。