

太平鸟 (603877)

2022 年报及 23Q1 经营数据点评: 22 年业绩承压, 推动组织变革、23Q1 成效初显

买入 (上调)

2023 年 04 月 18 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

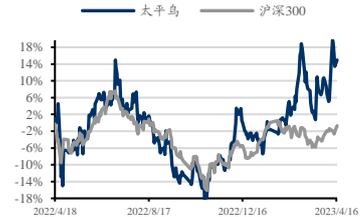
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	8,602	9,466	10,830	12,178
同比	-21%	10%	14%	12%
归属母公司净利润 (百万元)	185	673	824	963
同比	-73%	265%	22%	17%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.39	1.41	1.73	2.02
P/E (现价&最新股本摊薄)	57.67	15.82	12.92	11.06

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- 公司公告 2022 年报及 23Q1 经营数据: 1) 2022 年:** 营收 86.02 亿元/yoy-21.24%、归母净利 1.85 亿元/yoy-72.73%、扣非归母净利润-2684 万元, 业绩符合此前盈利预测。收入下滑主因疫情影响销售、旗下女装/少女装品牌处调整期、关停小品牌; 扣非净利为上市以来首亏, 主因毛利率下滑、费用率上升、资产减值约 1.2 亿元; 归母净利润转为盈利、主因收到政府补助约 2.3 亿元。分季度看, 22Q1-Q4 收入分别同比 -7.74%/-26.08%/-15.35%/-32.28%、归母净利分别同比 -6.44%/亏损 -86.53%/-73.94%, 全年来看在疫情反复环境下公司业绩均承压, 其中 Q2-Q4 受冲击程度较重。2) **23Q1:** 营收 20.74 亿元/yoy-16%、归母净利润 2.16 亿元/yoy+14%、扣非归母净利 1.77 亿元/yoy+58%, 虽收入增速尚未转正, 但在加强折扣和费用控制下净利改善信号已现。
- 22 年女装/乐町收入下滑较多, 直营/加盟均净关店。1) 分品牌,** 22 年女装/男装/乐町/童装收入分别同比 -27%/-13%/-28%/-14%、分别占比 38%/34%/12%/13%, 女装/乐町收入下滑较多, 主因品牌风格及渠道调整、受疫情影响较大。2) **分渠道,** 22 年线上/直营/加盟收入分别同比 -18.8%/-25.9%/-16.7%、分别占比 32%/40%/28%。22 年末共 4671 家门店 (直营 1427+加盟 3244 家), 较 21 年末净-543 家 (直营-189&加盟-354 家)、对应同比-10.4% (直营-11.7%&加盟-9.8%), 预计 23 年直营净关店 100-200 家、加盟净开店 200 家左右 (含直营转加盟店铺)。
- 22 年毛利率下滑、费用率上升, 存货规模及结构优化。1) 毛利率:** 22 年同比-4.71pct 至 48.22%, 主因疫情下加大折扣促销。2) **期间费用率:** 22 年同比+1.6pct 至 46.26%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比 +0.65pct/+0.79pct/-0.02/+0.18pct 至 36.81%/7.28%/1.37%/0.8%, 收入下滑、而门店相关刚性费用导致费用率升高。3) **归母净利率:** 22 年同比-4.05pct 至 2.15%, 为历史最低水平。4) **存货:** 22 年末存货 21.25 亿元/yoy-16.35%, 库存规模有所下降, 主要受益于强化商品产销计划性管理; 存货结构有所优化, 1 年以内商品占比同比+6pct 至 75%、2 年及以上货品占比同比-5pct 至 3%。5) **现金流:** 22 年经营活动现金流净额 4 亿/yoy-69%, 主因零售收入下降而供应商付款进度有所加快。截至 22 年末货币资金 10.89 亿元, 现金充沛。
- 公司进行组织架构变革提升经营质量, 发布定增、董事长全额认购, 彰显发展信心。1) 组织变革:** 20-22 年国内疫情导致公司业绩波动、净利率降至历史低位, 倒逼公司于 23 年 1 月进行组织架构变革。具体而言, 公司从事业部制 (女装、男装、乐町、童装、电商五大事业部) 变更为职能大部制 (将事业部打通, 按职能如产品研发、供应链管理、零售运营等划分部门)。事业部制帮助公司从创立之初扩张为百亿收入时装集团、完成规模增长阶段性任务, 此次变革有助公司走向高质量可持续发展, 23Q1 经营数据中净利恢复增长、利润率水平提升、体现变革成效。2) **董事长全额认购定增:** 3 月公布定增预案, 向大股东宁波沃乐投资 (实控人为太平鸟董事长张江平) 定向募资 8-10 亿元, 用于补充营运资金、提升抗风险能力, 定增完成后公司控股股东及其一致行动人 (张江平、张江波) 持股比例将从 67.5% 升至 71.1%, 彰显管理层对公司变革效果的信心。
- 盈利预测与投资评级:** 公司聚焦时尚服饰行业, 21H2 以来受国内疫情反复、旗下品牌经营策略调整、费用投放激进等因素影响, 业绩持续下滑, 22 年净利率降至历史新低、扣非归母净利转亏。不利的经营环境推动公司进行组织架构变革、从规模增长导向转变为高质量可持续增长。23Q1 虽收入增长未转正, 但在加强折扣费用控制下净利恢复正增、利润率回升, 初步体现变革成效; 4 月以来整体零售同比追平、同店零售同比增长双位数以上 (其中男装增 30-40%、童装/乐町增高双位数、女装持平), 主因基数低+随新零售运营团队磨合、零售逐渐恢复; 23 冬、24 春夏将陆续有新的组织架构领导设计下的新品面市, 变革效果将进一步得到市场检验。考虑组织变革有利公司降本控费、释放业绩弹性, 我们将 23-24 年归母净利润从 4.94/6.04 上调至 6.73/8.24 亿元, 增加 25 年预测值 9.63 亿元, 对应 23-25 年 PE 为 16/13/11X, 上调为“买入”评级。
- 风险提示:** 疫情反复、终端消费复苏不及预期、组织变革效果不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.90
一年最低/最高价	15.37/23.30
市净率(倍)	2.56
流通 A 股市值(百万元)	10,351.39
总市值(百万元)	10,434.22

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.56
资产负债率(% ,LF)	51.43
总股本(百万股)	476.45
流通 A 股(百万股)	472.67

相关研究

《太平鸟(603877): 2022 年三季报点评: Q3 业绩下滑有所放缓, 盈利水平偏低》

2022-10-29

《太平鸟(603877): 2022 年中报点评: 疫情加重业绩压力, 期待逐步改善》

2022-08-31

表1: 22年公司收入/门店/毛利率按品牌及渠道划分情况

	22年收入 (百万元)	收入 YOY	占总营收 比重	门店数 (家)	门店净变动 (家)	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
整体	8,601.64	-21.2%	100.0%	4671	-543	48.22%	-4.71pct
分品牌							
PEACEBIRD 女装	3,273.81	-27.0%	38.1%	1881	-147	49.21%	-6.66pct
PEACEBIRD 男装	2,922.39	-13.3%	34.0%	1503	-70	50.23%	-3.09pct
LEDIN 少女装	1,002.98	-28.3%	11.7%	558	-132	44.19%	-4.62pct
Mini Peace 童装	1,096.84	-13.9%	12.8%	697	-114	49.89%	-1.38pct
其他	232.26	-24.0%	2.7%	32	-80	36.01%	-4.97pct
分渠道							
线上	2,731.80	-18.79%	31.8%	/	/	42.39%	-2.56pct
线下	5,796.48	-22.37%	67.4%	4671	-543	51.67%	-5.25pct
直营	3,418.80	-25.91%	39.7%	1427	-189	63.41%	-2.30pct
加盟	2,377.67	-16.65%	27.6%	3244	-354	34.78%	-7.94pct

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

太平鸟三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5,688	5,524	5,937	6,557	营业总收入	8,602	9,466	10,830	12,178
货币资金及交易性金融资产	2,351	2,256	2,423	2,983	营业成本(含金融类)	4,454	4,531	5,124	5,728
经营性应收款项	689	745	850	955	税金及附加	59	71	81	91
存货	2,125	1,986	2,106	2,040	销售费用	3,166	3,313	3,790	4,262
合同资产	0	0	0	0	管理费用	626	615	704	792
其他流动资产	523	537	558	579	研发费用	118	123	141	158
非流动资产	2,863	3,681	4,435	5,125	财务费用	69	68	70	69
长期股权投资	9	9	9	9	加:其他收益	230	161	184	207
固定资产及使用权资产	2,001	2,821	3,577	4,268	投资净收益	40	47	54	61
在建工程	41	39	38	36	公允价值变动	4	0	0	0
无形资产	169	169	169	169	减值损失	-123	-50	-50	-50
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-5	-5	-5	-6
长期待摊费用	213	213	213	213	营业利润	257	898	1,102	1,289
其他非流动资产	430	430	430	430	营业外净收支	5	11	11	11
资产总计	8,551	9,205	10,372	11,682	利润总额	262	909	1,113	1,300
流动负债	3,229	3,161	3,454	3,751	减:所得税	77	236	289	338
短期借款及一年内到期的非流动负债	350	350	350	350	净利润	184	673	824	962
经营性应付款项	1,630	1,659	1,876	2,097	减:少数股东损益	0	-1	-1	-1
合同负债	203	207	234	261	归属母公司净利润	185	673	824	963
其他流动负债	1,046	945	994	1,043	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.39	1.41	1.73	2.02
非流动负债	1,168	1,168	1,168	1,168	EBIT	286	813	989	1,147
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,039	1,614	1,855	2,077
应付债券	750	750	750	750	毛利率(%)	48.22	52.13	52.68	52.97
租赁负债	315	315	315	315	归母净利率(%)	2.15	7.11	7.61	7.91
其他非流动负债	104	104	104	104	收入增长率(%)	-21.24	10.05	14.41	12.45
负债合计	4,398	4,329	4,622	4,920	归母净利润增长率(%)	-72.73	264.55	22.44	16.82
归属母公司股东权益	4,143	4,866	5,741	6,754					
少数股东权益	11	10	9	8					
所有者权益合计	4,153	4,876	5,750	6,762					
负债和股东权益	8,551	9,205	10,372	11,682					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	399	1,550	1,806	2,193	每股净资产(元)	8.56	10.08	11.91	14.04
投资活动现金流	595	-1,666	-1,660	-1,654	最新发行在外股份(百万股)	476	476	476	476
筹资活动现金流	-1,031	-79	-79	-79	ROIC(%)	3.48	10.14	10.88	11.06
现金净增加额	-37	-195	67	460	ROE-摊薄(%)	4.46	13.84	14.36	14.26
折旧和摊销	753	802	866	930	资产负债率(%)	51.43	47.03	44.56	42.12
资本开支	-244	-1,614	-1,614	-1,615	P/E(现价&最新股本摊薄)	57.67	15.82	12.92	11.06
营运资本变动	-661	114	19	210	P/B(现价)	2.61	2.22	1.88	1.59

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

