

2023年8月22日

Q2 扣非微利，期待 Q3 扣非净利率改善

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:	29.61/15.27
目标价格:		总市值(亿)	89.67
最新收盘价:	18.92	自由流通市值(亿)	20.65
		自由流通股数(百万)	109.14

事件概述

2023H1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 36.01/2.51/1.78/2.81 亿元、同比增长 14.19%/88.10%/3319.14%/235.41%，较 21H1 分别下降 28.19%/38.99%/38.57%/-523.72%，扣非净利略低于业绩预告（1.79 亿）；经营性现金流高于归母净利主要由于存货及应收减少。

23Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 15.28/0.34/0.005/1.37 亿元、同比增长 11.9%/扭亏为盈/扭亏为盈/568.4%，Q1 扣非净利率 8.5%、超我们预期，Q2 扣非净利则偏低。

分析判断：

收入下降主要由于关店及控折扣，男装正增长，其他品类仍在调整中。分品牌看，女装/男装/乐町/童装/其他收入分别为 13.20/13.66/3.87/4.55/0.51 亿元、同比下降 20.3%/-2.2%/26.6%/15.3%/54.1%，店数分别为 1656/1437/436/642/3 家、净关 273（直营/加盟净关 77/196）/45（直营/加盟净关 50/-5）/207（直营/加盟净关 55/152）/164（直营/加盟净关 41/123）/58（直营/加盟净关 3/55）家、同比减少 14%/3%/32%/20%/95%，其中其他业务（MATERIAL GIRL 等）仅保留 3 家直营店，加盟渠道全线撤下，乐町少女系列店铺调整力度较大。公司战略由单纯拓展渠道规模向提升渠道经营质量及盈利能力转变。

直营、加盟均净关 15%，店效同比提升，但尚未恢复至疫情前。分渠道看，直营/加盟/线上收入分别为 17.39/8.71/9.68 亿元、同比下降 7.3%/4.2%/30.0%，线上收入占比同比下降 6PCT 至 27%。23H1 总店数为 4174 家，直营/加盟分别为 1277/2897 家、分别减少 226/521 家，同比均下降 15%，公司持续优化店效较低的门店。推算半年直营店效（136 万元）/加盟单店出货（30 万元）、同比提升 9%/13%，但较 21H 仍下降 9.3%/9.4%。

毛利率上升主要来自零售折扣率持续提升。23H1 毛利率为 58.2%、同比提升 6.3PCT，23Q2 毛利率为 55.8%，同比提升 7.2PCT。尽管 23H1 营收规模同比收缩，但通过零售折扣管理，毛利率水平同比实现增长：

（1）分品牌看，女装/男装/乐町/童装/其他毛利率分别为 59.4%/61.5%/50.7%/58.1%/23.6%，同比提升 6.2/8.0/3.7/5.1/-16.5PCT，其他及乐町业务线调整力度较大，毛利率提升幅度低于其他业务；（2）分渠道看，直营/加盟/线上毛利率分别为 70.4%/47.1%/47.7%，同比提升 6.1/7.3/3.8PCT。

递延所得税增长及政府补助减少导致归母净利率增幅低于毛利率。23H1 归母净利率/扣非净利率为 7%/5%，同比提升 3.8/4.9PCT，23Q2 归母净利率/扣非净利率为 2.2%/微利，同比提升 5.5PCT/微正，Q2 单季扣非净利率较 Q1 环比下降 8PCT 主要由于毛利率环比下降，而由于 Q2 为销售淡季，销售、管理及研发费用率环比提升。23H1 归母净利率增幅低于毛利率主要由于递延所得税同比增加 405%（可抵扣亏损及租赁税会差异增加）导致所得税/收入提升 1.4PCT 及其他净收益占比下降 1.1PCT（政府补助同比减少 46%），费用率合计下降 0.5PCT（销售/管理/研发/财务费用率同比下降 2.2/-0.7/-1.1/0.1PCT，销售费用率下降主要由于门店及收入规模收缩；研发费用率提升主要由于职工薪酬及设计费增加），减值及资产处置合计损失占比提升 0.5PCT。分主要控股公司看，太平鸟/乐町/童装/网络科技/电商公司净利润分别为 1.00/0.11/0.17/0.42/-0.05 亿元，同比增长 50%/755%/-11%/69%/-126%。太平鸟/网络科技公司净利率均为 11%，同比提升 4/5PCT。

存货金额同比下降，结构改善。23H1 公司存货为 17.47 亿元、同比下降 18%，存货周转天数为 232 天、同比增加 24 天。从库龄结构来看，公司库存账面价值结构中 1 年以内/1-2 年/2-3 年/3 年以上分别为 12.40/4.28/0.29/0.00 亿元，占比为 73%/25%/2%/0%，同比变动 4/-2/-1/-1PCT。公司应收账款为 2.98 亿元、

同比减少 14.50%，应收账款周转天数为 21 天、同比基本持平。公司应付账款为 6.96 亿元、同比下降 41.99%，应付账款周转天数为 123 天、同比减少 23 天。

投资建议

我们分析，预计 Q3 有望迎来拐点：（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，预计 Q3 扣非净利率有望好于 Q2；（2）女装在组织架构变革后的第一批货品改善有望在 23 秋季得以观察；（3）期待去库存后加盟商重启开店，我们判断有望跟随 Q3 女装货品改善、加盟开店力度加大。我们认为，公司收入改善晚于同业和门店调整有关，未来利润弹性仍大，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 23/24/25 年收入为 91.18/102.76/114.52 亿元，23/24/25 年归母净利预测为 7.08/9.12/11.48 亿元，对应 23/24/25 年 EPS 为 1.49/1.92/2.42 元，2023 年 8 月 21 日收盘价 18.92 元对应 23/24/25 年 PE 分别为 13/10/8 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%	283.4%	28.8%	25.9%
毛利率 (%)	52.9%	48.2%	47.2%	46.6%	46.1%
每股收益 (元)	1.43	0.39	1.49	1.92	2.42
ROE	15.9%	4.5%	14.6%	15.8%	16.6%
市盈率	13.24	48.54	12.66	9.83	7.81

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	776
营业外收支	5	0	0	7	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	262	970	1,249	1,572	成长能力 (%)				
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%	283.4%	28.8%	25.9%
归属于母公司净利润	185	708	912	1,148	盈利能力 (%)				
YoY(%)	-72.7%	283.4%	28.8%	25.9%	毛利率	48.2%	47.2%	46.6%	46.1%
每股收益	0.39	1.49	1.92	2.42	净利润率	2.1%	7.8%	8.9%	10.0%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	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	偿债能力 (%)				
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	9,696	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	经营效率 (%)				
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	每股指标 (元)				
资产合计	8,551	10,541	12,014	13,724	每股收益	0.39	1.49	1.92	2.42
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	8.74	10.24	12.16	14.58
应付账款及票据	1,630	2,649	3,065	3,482	每股经营现金流	0.84	4.08	3.16	3.59
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	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	48.54	12.66	9.83	7.81
其他长期负债	1,168	1,168	1,168	1,168	PB	2.10	1.85	1.56	1.30
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	10,541	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。