

太平鸟 (603877)

23年中报点评：业务梳理调整，经营质量稳步提升 买入（维持）

2023年08月22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

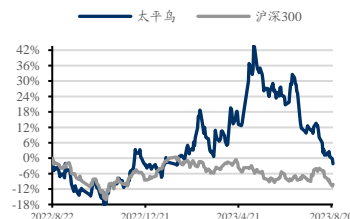
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	8,602	8,099	8,794	9,615
同比	-21%	-6%	9%	9%
归属母公司净利润（百万元）	185	593	710	857
同比	-73%	221%	20%	21%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.39	1.25	1.50	1.81
P/E（现价&最新股本摊薄）	47.59	14.81	12.38	10.26

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- 公司公布 2023 年中报：**23H1 营业收入 36.01 亿元/yoy-14.19%、归母净利 2.51 亿元/yoy+88.10%、扣非归母净利 1.78 亿元/yoy+3319.14%。营收下滑主因公司组织变革后为了提升零售运营质量主动放弃低效业务（提折扣+关店）；扣非净利实现大幅增长，主因 22H1 疫情影响下基数较低、23H1 毛利率同比+6.34pct、费用率同比-0.53pct，盈利水平显著改善；归母净利增幅不及扣非，主因 22H1 政府补贴增厚净利基数。单季度看，23Q1/Q2 营收分别为 20.74/15.28 亿元、分别同比-15.83%/-11.86%，归母净利分别为 2.17/0.34 亿元、分别同比+14.20%/扭亏，折扣及费用控制下 Q2 顺利实现同比扭亏。
- 净关店下男装实现正增、女装及乐町压力较大，控折扣促各品牌毛利率均提升。**23H1 女装/男装/乐町/童装收入分别同比-20.3%/+2.2%/-26.6%/-15.3%、分别占比 36.9%/38.2%/10.8%/12.7%，毛利率分别同比+6.17/+7.98/+3.68/+5.08pct 至 59.39%/61.45%/50.72%/58.05%。女装/乐町受近两年品牌风格、渠道调整叠加 23H1 收折扣影响，收入下滑幅度较大，截至 23H1 末女装/乐町门店分别 1656/436 家，分别较 22H1 末净关 273/207 家、同比-14.2%/-32.2%；童装收入双位数下滑，截至 23H1 末门店共 642 家/较 22H1 末净关 164 家/yoy-20.3%；男装截至 23H1 末门店共 1437 家/较 22H1 末净关 45 家/yoy-3%，男装库存压力相对较轻、关店幅度较小、收入实现正增。今年初组织架构调整后，旗下品牌开始协同管理，23H1 全品牌控制折扣（目前直营/加盟约 8.6 折、线上 5-5.5 折）、各品牌毛利率均明显提升。
- 各渠道均收入下滑、毛利率提升，主要受到控折扣及净关店影响。**23H1 线上/直营/加盟营收分别同比-30%/-7.3%/-4.2%、分别占比 27%/49%/24%，毛利率分别同比+3.79/+6.14/+7.34pct 至 47.68%/70.38%/47.07%。线上收入下滑较多，主要受折扣控制及疫情放开后线下消费恢复影响；截至 23H1 直营/加盟门店分别为 1277/2897 家，分别较 22H1 末净关 226/521 家、同比-15%/-15.2%，直营及加盟渠道收入下滑主要受到净关店影响，其中直营聚焦核心城市、关闭非核心区域及低效门店，加盟关停了老货代理加盟商、低效店铺，预计 Q3-Q4 随货品改善，净关店趋势有望扭转、加盟年内恢复为净开店。各渠道毛利率均上升，同样受益于折扣控制。
- 毛利率提升、费用率下降，净利率改善明显。**1) **毛利率：**23H1 同比+6.34pct 至 58.23%，主因加大折扣控制。2) **期间费用率：**23H1 同比-0.53pct 至 48.60%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-2.17/+0.67/+1.11/-0.14pct 至 37.48%/7.96%/2.44%/0.72%，销售费用率下降较多，主因门店数量减少、相关薪酬、租赁、广告宣传等费用下降。3) **归母净利率：**结合毛利率、费用率及所得税费用(23H1/22H1 分别为 9279/4773 万元)变动，23H1 归母净利率同比+3.79pct 至 6.96%。4) **存货：**截至 23H1 存货 17.5 亿元/yoy-17.58%，库存进一步下降，其中 1 年以内/1-2 年/2 年以上库龄库存占比分别为 67%/29%/3%，库龄结构健康。存货周转天数 232 天、较 22H1 增加 24 天，随公司渠道结构调整+加大产销管理、存货周转有望改善。5) **现金流：**23H1 经营活动现金流净额 2.8 亿元/同比扭亏、主因支付税费及职工薪酬等支出减少；截至 23H1 末货币资金 7.8 亿元，资金充沛。
- 盈利预测与投资评级：**公司聚焦时尚服饰，23H1 国内消费场景放开，公司在组织架构调整下、注重经营质量和效率的提升，对旗下各品牌进行提折扣、优化渠道措施，虽拖累收入端仍下滑，但控折扣促毛利率提升、净关店促费用率下降，带动净利大幅增长、净利率改善明显。流水端 6-7 月高双位数下滑、8 月至今低双位数下滑，预计 9-10 月冬装上新将体现新组织架构下的商品企划成果，公司未来将继续提质增效、优化盈利能力及库存健康度，考虑目前仍处组织架构变革后的调整期，我们将 23-25 年归母净利从 6.73/8.24/9.63 亿下调至 5.93/7.10/8.57 亿、PE 15/12/10X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**终端消费复苏不及预期、组织变革效果不及预期，疫情反复。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.55
一年最低/最高价	15.37/29.80
市净率(倍)	2.05
流通 A 股市值(百万元)	8,767.96
总市值(百万元)	8,791.38

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.04
资产负债率(% ,LF)	41.59
总股本(百万股)	473.93
流通 A 股(百万股)	472.67

相关研究

《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》

2023-04-18

《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

表1: 太平鸟收入、毛利率、门店按品牌和渠道划分情况

	23H1 收入 (百万元)	收入 YOY	占总营 收比重	门店数 (家)	门店同比净 变动(家)	门店环比净 变动(家)	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
营收	3,578	-14.2%	100.0%	4174	-747	-497	58.56%	6.42pct
分品牌								
女装	1,320	-20.3%	36.9%	1656	-273	-225	59.4%	6.17pct
男装	1,366	2.2%	38.2%	1437	-45	-66	61.5%	7.98pct
乐町	387	-26.6%	10.8%	436	-207	-122	50.7%	3.68pct
童装	455	-15.3%	12.7%	642	-164	-55	58.1%	5.08pct
其他	51	-54.1%	1.4%	3	-58	-29	23.6%	-16.45pct
分渠道								
线上	968	-30.0%	27.0%	/	/	/	47.68%	3.79pct
直营	1,739	-7.3%	48.6%	1277	-226	-150	70.38%	6.14pct
加盟	871	-4.2%	24.4%	2897	-521	-347	47.07%	7.34pct

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	4,950	5,087	5,453	营业总收入	8,602	8,099	8,794	9,615
货币资金及交易性金融资产	2,351	2,274	2,335	2,727	营业成本(含金融类)	4,454	3,505	3,768	4,069
经营性应收款项	689	624	677	738	税金及附加	59	61	66	72
存货	2,125	1,536	1,549	1,449	销售费用	3,166	2,997	3,210	3,461
合同资产	0	0	0	0	管理费用	626	607	660	721
其他流动资产	523	516	526	539	研发费用	118	194	211	231
非流动资产	2,863	3,681	4,435	5,125	财务费用	69	68	70	70
长期股权投资	9	9	9	9	加:其他收益	230	162	176	192
固定资产及使用权资产	2,001	2,821	3,577	4,268	投资净收益	40	40	44	48
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)	(4)	(4)	(5)
长期待摊费用	213	213	213	213	营业利润	257	815	975	1,176
其他非流动资产	430	430	430	430	营业外净收支	5	(3)	(3)	(3)
资产总计	8,551	8,631	9,522	10,578	利润总额	262	812	972	1,173
流动负债	3,229	2,666	2,797	2,948	减:所得税	77	219	262	317
短期借款及一年内到期的非流动负债	350	350	350	350	净利润	184	593	710	856
经营性应付款项	1,630	1,283	1,380	1,490	减:少数股东损益	0	(1)	(1)	(1)
合同负债	203	160	172	186	归属母公司净利润	185	593	710	857
其他流动负债	1,046	873	896	922	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.39	1.25	1.50	1.81
非流动负债	1,168	1,168	1,168	1,168	EBIT	286	735	879	1,060
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,039	1,537	1,745	1,990
应付债券	750	750	750	750	毛利率(%)	48.22	56.72	57.15	57.68
租赁负债	315	315	315	315	归母净利率(%)	2.15	7.33	8.08	8.91
其他非流动负债	104	104	104	104	收入增长率(%)	(21.24)	(5.84)	8.59	9.33
负债合计	4,398	3,835	3,966	4,116	归母净利润增长率(%)	(72.73)	221.28	19.69	20.64
归属母公司股东权益	4,143	4,786	5,547	6,453					
少数股东权益	11	10	9	8					
所有者权益合计	4,153	4,796	5,556	6,462					
负债和股东权益	8,551	8,631	9,522	10,578					

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	1,588	1,724	2,050	每股净资产(元)	8.56	9.91	11.51	13.41
投资活动现金流	595	(1,687)	(1,683)	(1,680)	最新发行在外股份(百万股)	474	474	474	474
筹资活动现金流	(1,031)	(79)	(79)	(79)	ROIC(%)	3.48	9.11	9.74	10.43
现金净增加额	(37)	(177)	(38)	292	ROE-摊薄(%)	4.46	12.40	12.81	13.28
折旧和摊销	753	802	866	930	资产负债率(%)	51.43	44.43	41.65	38.91
资本开支	(244)	(1,627)	(1,627)	(1,628)	P/E(现价&最新股本摊薄)	47.59	14.81	12.38	10.26
营运资本变动	(661)	263	44	162	P/B(现价)	2.17	1.87	1.61	1.38

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

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

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>