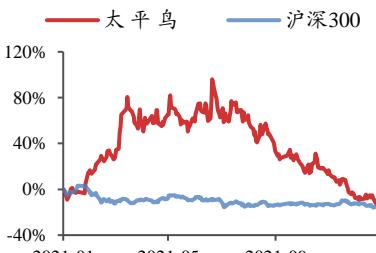


太平鸟 (603877.SH)

2022 年 01 月 25 日

疫情、天气及费用投入拖累 Q4 业绩，全年业绩低于预期
——公司信息更新报告
投资评级：买入（维持）

日期	2022/1/25
当前股价(元)	24.65
一年最高最低(元)	59.80/24.54
总市值(亿元)	117.51
流通市值(亿元)	116.15
总股本(亿股)	4.77
流通股本(亿股)	4.71
近 3 个月换手率(%)	43.08

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-品牌渠道双变革释放红利，数字化巩固时尚龙头地位》-2021.10.25

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

● 疫情、天气及费用投入拖累 Q4 业绩，全年增长低于预期，维持“买入”评级

公司发布业绩预告，预计 2021 年归母净利润 6.6 亿元，同比下滑约 7%，扣非归母净利润 5.0 亿元，同比下滑约 11%，业绩低于预期主要系冷冬不及预期影响冬季产品动销，疫情下高直营占比带来的经营杠杆负效应明显、费用端（总部大楼摊销/品宣广告/数字化转型）大幅增长导致 2021Q4 利润明显下滑。我们下调盈利预测，预测 2021-2023 年归母净利润为 6.6/8.2/9.8 亿元（此前为 10.1/12.8/15.6 亿元），对应 EPS 分别为 1.4/1.7/2.1 元，当前股价对应 PE 分别为 17.7/14.3/12.0 倍，基于有效数字化转型和业绩平稳增长预期，继续维持“买入”评级。

● 核心品牌及线上表现基本稳健，预计 2022 年将继续调整渠道结构及质量

(1) 分渠道看：预计 2021 年线上零售额增长 15-20%，占比 30%+，天猫、抖音、唯品会分别占比 50%、20-25%、15-20%，其中抖音渠道占比提升较快，净利率约为 10-15%，与天猫渠道持平；线下方面，2021Q4 弱经营环境下直营同店增长下滑、加盟零售额下滑导致快反比例不足，公司预计 2021 年直营净拓约 100 家，加盟净拓约 500 家，2021 年末公司线下门店数量预计为 5218 家，直营拓店速度显著放缓，我们预计 2022 年公司渠道质量、结构将继续调整，直营渠道将呈净闭店趋势。**(2) 分品牌看：**全年核心品牌中 PB 女装、男装、童装利润同比仍有增长，女装品牌增长略低于预期主要系产品风格调整过快、货品品类规划的系统性不足，而乐町品牌业绩较明显下滑主要系线上线下均处于调整阶段。

● 零售波动下库存较为良性，预计中短期费用端支出仍有增长

(1) 存货端：秋冬季产品动销不佳主要系供应链紧张和冷冬预期下期货比例提高，但库存同比下降主要系总体投产减少；夏季产品动销及产销率较好但库存略有增长主要系高牵引流水目标下投产大幅增加；**(2) 费用端：**2021Q4 公司加大品牌推广力度，加速拓展代言人矩阵（新增王一博作为太平鸟品牌全球代言人、白敬亭作为 PB 男装品牌代言人、奥运冠军杨倩作为 PB 女装 SUPERCHINA 系列代言人），预计在品牌建设、数字化转型背景下中短期费用支出仍有增加。

● 风险提示：疫情影响线下零售环境、渠道调整及费控能力改善不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,928	9,387	10,471	12,011	13,859
YOY(%)	2.8	18.4	11.5	14.7	15.4
归母净利润(百万元)	552	713	662	821	981
YOY(%)	-3.5	29.2	-7.1	24.0	19.5
毛利率(%)	53.2	52.5	52.3	52.2	52.5
净利率(%)	7.0	7.6	6.3	6.8	7.1
ROE(%)	15.4	18.1	15.7	17.6	18.6
EPS(摊薄/元)	1.16	1.50	1.39	1.72	2.06
P/E(倍)	21.3	16.5	17.7	14.3	12.0
P/B(倍)	3.3	3.0	2.8	2.5	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4964	6308	6526	7322	8046	营业收入	7928	9387	10471	12011	13859
现金	672	665	820	1058	1004	营业成本	3711	4459	4992	5744	6580
应收票据及应收账款	627	778	765	1039	1028	营业税金及附加	51	61	68	78	90
其他应收款	140	151	178	207	229	营业费用	2896	3273	3900	4444	5128
预付账款	286	272	448	355	542	管理费用	504	575	733	781	901
存货	1855	2257	2626	2910	3367	研发费用	108	116	136	156	180
其他流动资产	1384	2186	1689	1753	1876	财务费用	19	19	27	18	9
非流动资产	2051	2234	2196	2260	2423	资产减值损失	-116	-118	-105	-132	-155
长期投资	3	0	-11	-20	-28	其他收益	166	133	100	100	100
固定资产	613	1387	1471	1612	1785	公允价值变动收益	6	2	2	2	2
无形资产	184	180	164	147	131	投资净收益	29	34	32	32	33
其他非流动资产	1251	666	573	521	535	资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
资产总计	7015	8541	8722	9582	10469	营业利润	711	926	853	1056	1261
流动负债	3347	4546	4451	4856	5140	营业外收入	6	3	3	3	3
短期借款	386	493	710	390	392	营业外支出	8	22	14	15	17
应付票据及应付账款	1973	2391	2266	3255	3043	利润总额	709	906	842	1044	1247
其他流动负债	988	1662	1475	1210	1705	所得税	166	200	186	230	275
非流动负债	152	95	95	94	95	净利润	543	707	657	814	973
长期借款	59	0	0	0	0	少数股东损益	-8	-6	-6	-7	-8
其他非流动负债	93	95	95	94	95	归母净利润	552	713	662	821	981
负债合计	3499	4641	4546	4950	5234	EBITDA	943	1142	1107	1206	1409
少数股东权益	1	3	-3	-10	-18	EPS(元)	1.16	1.50	1.39	1.72	2.06
股本	479	477	477	477	477						
资本公积	1376	1348	1348	1348	1348	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	1790	2173	2454	2818	3244	成长能力					
归属母公司股东权益	3514	3897	4178	4642	5253	营业收入(%)	2.8	18.4	11.5	14.7	15.4
负债和股东权益	7015	8541	8722	9582	10469	营业利润(%)	-5.2	30.2	-7.9	23.8	19.5
						归属于母公司净利润(%)	-3.5	29.2	-7.1	24.0	19.5
						获利能力					
						毛利率(%)	53.2	52.5	52.3	52.2	52.5
						净利率(%)	7.0	7.6	6.3	6.8	7.1
						ROE(%)	15.4	18.1	15.7	17.6	18.6
						ROIC(%)	13.5	15.9	13.4	16.0	16.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	49.9	54.3	52.1	51.7	50.0
						净负债比率(%)	-3.5	-2.0	-0.4	-12.4	-9.9
						流动比率	1.5	1.4	1.5	1.5	1.6
						速动比率	0.8	0.8	0.6	0.8	0.7
						营运能力					
						总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
						应收账款周转率	13.0	13.4	13.6	13.3	13.4
						应付账款周转率	2.1	2.0	2.1	2.1	2.1
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.16	1.50	1.39	1.72	2.06
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.82	2.42	-0.49	3.06	1.36
						每股净资产(最新摊薄)	7.37	8.18	8.76	9.74	11.02
						估值比率					
						P/E	21.3	16.5	17.7	14.3	12.0
						P/B	3.3	3.0	2.8	2.5	2.2
						EV/EBITDA	11.0	8.6	9.6	8.1	6.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其实内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn