

Q4 业绩承压，期待管理策略调整显效 增持（下调）

2022 年 01 月 26 日

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	9,387	11,014	12,882	14,799
同比（%）	18.41	17.33	16.96	14.88
归母净利润（百万元）	713	661	798	956
同比（%）	29.24	-7.29	20.73	19.80
每股收益（元/股）	1.50	1.39	1.67	2.00
P/E（倍）	16.49	17.78	14.73	12.30

投资要点

- 公司预计 2021 年归母净利润同比下滑 7%左右。公司发布 2021 年业绩预告，预计归母净利润约 6.6 亿元、同比下滑 7%左右，扣非归母净利润约 5 亿元、同比下滑 11%左右。其中 2021Q4 归母净利润预计约 1.1 亿元、同比下滑约 74%，业绩大幅下滑主要由于 2021Q4 同店零售额同比下降、品牌营销&数字化转型费用加大、社会公益性捐赠支出增加。
- 疫情后公司在同业中复苏较早、力度较大，但 2021Q3 业绩增速现放缓。1) 2020-2021H1 公司营收利润表现领先同业。得益于积极布局电商新渠道、提升快反货品比例，公司 2020Q2 起营收即恢复正增长、高增态势持续至 2021Q2，在同业中复苏较早且力度较大，2020Q1-2021Q2 公司营收分别同比-16.7%/+25.6%/+22.3%/+32.2%/+93.1%/+27.8%，归母净利润分别同比-89.9%/+146.7%/+153.4%/+16.8%/+222.2%/+85.5%。2) 2021Q3 业绩增速出现放缓。2021 年 7 月国内疫情反扑、服装零售环境恶化，8 月以来国内服装零售额（限额以上）持续同比下滑，2021Q3 公司营收同比增速放缓至 3.9%、归母净利润同比下滑-24.7%。
- 内外不利因素叠加，2021Q4 业绩低于我们预期。1) 内因方面，经历 2021Q3 零售端波动后，公司对 Q4 双十一和羽绒服销售较为乐观，并加大品宣力度及数字化转型投入，新增代言人王一博、白敬亭、杨倩，与华为签署数字化转型变革项目合作协议，造成费用大幅上升。2) 外因方面，由于 2021Q4 疫情影响仍存、冷冬气候不及市场预期，11-12 月公司终端门店零售额同比下滑 15%左右、其中同店同比下滑 10-25%。3) 综合零售额下滑+费用增加，导致 2021Q4 归母净利润同比下滑约 74%。
- 线上多平台发力+线下门店扩张，我们预计 2021 年收入有望维持中双位数增长。2021Q1-Q3 公司线上/线下收入分别同比+27.5%/42.3%，收入占比分别为 28.9%/71.1%。1) 线上方面，公司加大抖音/B 站/小红书等新流量平台运营，我们预计 2021 年线上收入有望同比增 15-20%；2) 线下方面，截至 2021Q3 公司门店共 5078 家/yoy+15.8%（较 2020 年末净增加 462 家，下同），其中直营 1653 家（+99 家）、加盟 3425 家（+363 家）。我们预计 2021 年公司门店净增加约 600 家/yoy+11.8%。尽管 Q4 店效表现不佳，全年结合店铺扩张，线下收入亦有望达中双位数增长。
- 盈利预测与投资评级：公司聚焦中档休闲时尚服饰市场，长期来看在品牌建设、数字化转型方面的投入有望增强公司品牌力、巩固龙头地位。2021 年下半年不利环境下调整应对不足、Q4 业绩低于我们预期，期待 2022 年通过优化考核指标（从收入考核到利润考核）、加强费用控制、调整渠道布局（降低固定费用偏高的直营占比）等方式有效改善业绩、降低波动。我们将 2021-2023 年 EPS 从 1.92/2.29/2.70 元下调至 1.39/1.67/2.00 元，对应 PE 分别为 17.8X/14.7X/12.3X，下调为“增持”评级。
- 风险提示：疫情反复影响居民消费、管理策略调整不及预期等。

证券分析师 李婕

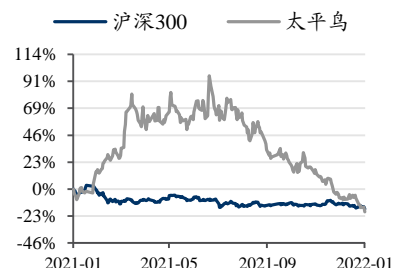
执业证号：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.65
一年最低/最高价	24.54/59.80
市净率(倍)	2.85
流通 A 股市值(百万元)	11615.13

基础数据

每股净资产(元)	8.55
资产负债率(%)	57.68
总股本(百万股)	476.73
流通 A 股(百万股)	471.20

相关研究

1、《太平鸟 (603877)：数字化驱动下的快时尚品牌服饰先锋》2021-12-27

太平鸟三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6,308	7,221	8,504	10,034	营业收入	9,387	11,014	12,882	14,799
现金	665	1,146	1,840	2,823	减:营业成本	4,459	5,164	6,040	6,954
应收账款	778	892	1,056	1,206	营业税金及附加	61	72	84	97
存货	2,257	2,405	2,647	2,858	营业费用	3,273	4,185	4,921	5,668
其他流动资产	2,609	2,778	2,961	3,148	管理费用	575	721	857	984
非流动资产	2,234	2,543	2,829	3,027	研发费用	116	154	188	222
固定资产	1,387	1,816	2,227	2,620	财务费用	19	-22	-56	-91
在建工程	0	0	0	0	资产减值损失	118	120	100	40
无形资产	180	177	173	168	加:投资净收益	34	43	39	30
其他非流动资产	666	550	429	238	其他收益	126	220	258	296
资产总计	8,541	9,764	11,333	13,061	资产处置收益	0	14	5	8
流动负债	4,546	5,117	5,899	6,682	营业利润	926	897	1050	1259
短期借款	493	0	0	0	加:营业外净收支	-19	-40	0	0
应付账款	2,021	2,341	2,738	3,152	利润总额	906	857	1050	1259
其他流动负债	2,032	2,777	3,161	3,530	减:所得税费用	200	206	263	315
非流动负债	95	95	95	95	少数股东损益	-6	-10	-10	-11
长期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	713	661	798	956
其他非流动负债	95	95	95	95	EBIT	902	717	793	874
负债合计	4,641	5,212	5,994	6,777	EBITDA	1,127	1,002	1,096	1,195
少数股东权益	3	-7	-17	-28	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
归属母公司股东权益	3,897	4,558	5,356	6,312	每股收益(元)	1.50	1.39	1.67	2.00
负债和股东权益	8,541	9,764	11,333	13,061	每股净资产(元)	8.18	9.56	11.24	13.24
					发行在外股份(百万股)	476.73	476.73	476.73	476.73
					ROIC(%)	16.0%	11.1%	10.5%	10.0%
					ROE(%)	18.3%	14.5%	14.9%	15.1%
					毛利率(%)	52%	53.1%	53.1%	53.0%
现金流量表 (百万 元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	7.6%	6.0%	6.2%	6.5%
经营活动现金流	1,154	1,211	1,269	1,484	资产负债率(%)	54.3%	53.4%	52.9%	51.9%
投资活动现金流	-850	-577	-545	-481	收入增长率(%)	18.4%	17.3%	17.0%	14.9%
筹资活动现金流	-334	-152	-30	-20	净利润增长率(%)	29.2%	-7.3%	20.7%	19.8%
现金净增加额	-30	482	694	983	P/E	16.49	17.78	14.73	12.30
折旧和摊销	225	285	303	321	P/B	3.67	2.58	2.19	1.86
资本开支	108	510	510	510	EV/EBITDA	12.54	10.93	9.34	7.72
营运资本变动	-187	-282	-222	-256					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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>