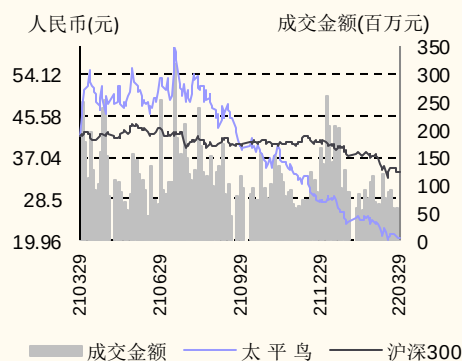


市场价格 (人民币): 20.35 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.77
已上市流通 A 股(亿股)	4.71
总市值(亿元)	97.01
年内股价最高最低(元)	59.80/19.96
沪深 300 指数	4134
上证指数	3204



相关报告

- 1.《太平鸟 3Q21 业绩点评-业绩短期承压, 维持全年预期》, 2021.10.21
- 2.《太平鸟 1H21 业绩点评-全年增长可期, 长期动能充足》, 2021.9.1
- 3.《太平鸟 1H21 业绩快报点评-高基数下高增长, 改革红利持续...》, 2021.8.11
- 4.《改革红利持续释放, 看好快时尚龙头长期成长-太平鸟深度》, 2021.7.7

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
 xieliyuan@gjzq.com.cn

短期费用拖累业绩, 看好长期盈利提升

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,387	10,921	12,676	14,638	17,044
营业收入增长率	18.41%	16.34%	16.08%	15.47%	16.43%
归母净利润(百万元)	713	677	808	981	1,181
归母净利润增长率	29.24%	-4.99%	19.35%	21.41%	20.38%
摊薄每股收益(元)	1.495	1.421	1.696	2.059	2.478
每股经营性现金流净额	2.16	2.50	2.47	2.85	3.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.29%	15.87%	16.93%	18.10%	19.14%
P/E	13.61	14.32	12.00	9.89	8.21
P/B	2.49	2.27	2.03	1.79	1.57

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司 3 月 29 日发布 2021 全年业绩, 实现营收 109.21 亿元 (+16.34%), 归母净利润 6.77 亿元 (-4.99%), 扣非净利润 5.20 亿元 (-7.3%), 略好于此前业绩预告值 (归母净利 6.6 亿元、扣非净利 5.0 亿元)。

业绩简评

- **分季度: 4Q21 费用投放加大, 拖累全年业绩表现。**21 年 1-4 季度公司营收分别同比变动 +93%/+28%/+4%/-9%; 净利同比变动 +2222%/+86%/-25%/-69%。4Q21 作为重要销售旺季, 受到疫情反复、暖冬气候等不利影响, 收入、同店下滑, 叠加营销、数字化转型等费用投入增加, 净利大幅下滑。
- **分渠道: 加盟快速拓店, 直营注重提效。**21 年公司加盟渠道净拓店 536 家, 带动加盟收入同增 24%至 28.5 亿元; 直营渠道净拓店 62 家, 收入增长 13%至 46.1 亿元, 运营质量进一步改善; 线上渠道收入同增 33.6 亿元, 同比增长 20%, 占比保持 30%以上。预计 22 年直营渠道将进一步减亏提效, 通过关闭低效店等带动收入高质量增长, 加盟预计持续内生外延共同快速增长; 长期来看公司直营/加盟/线上结构将逐渐优化至各三分之一左右。
- **22 年费用投放预期谨慎, 长期利润率预计回归正常水平。**21 年公司销售/管理/研发费用分别同比增长 21%/23%/30%至 39.5/7.1/15.2 亿元, 在收入放缓背景下拖累公司净利率同比下滑 1.3pct 至 6.20%。22 年原有明星代言费用预计将摊销至三季度末, 总部大楼费用较 21 年持平, 总体费用把控将更加严格。长期来看, 预计公司扣非净利率将达到 10%以上水平。

盈利预测与投资建议

- 综合考虑 22 年一季度疫情对服装零售的冲击大于预期、存货周转压力加大等外部因素, 以及公司未来的渠道调整方向, 我们下调 22-23 年、并新增 24 年盈利预测: 预计 22-24 年收入仍维持 15%以上稳定增长; 22 年毛利率受直营门店减少以及打折清库存影响调整为 52.6% (原为 52.9%), 23 年-24 年随着经营改善有所回升; 考虑到 21 年的部分费用摊销将延续至未来 1-2 年, 我们假设 22-23 年费用率均为 46.3% (原为 43.5%/42.8%), 综上公司 22-24 年净利分别为 8.1 (下调 22%) /9.8 (下调 24%) /11.8 亿元, EPS 分别为 1.70/2.06/2.48 元, 对应 PE 为 12/10/8 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情反复影响终端销售; 存货减值风险等。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	7,928	9,387	10,921	12,676	14,638	17,044
增长率		18.4%	16.3%	16.1%	15.5%	16.4%
主营业务成本	-3,711	-4,459	-5,140	-6,004	-6,879	-7,917
%销售收入	46.8%	47.5%	47.1%	47.4%	47.0%	46.4%
毛利	4,217	4,928	5,780	6,673	7,759	9,127
%销售收入	53.2%	52.5%	52.9%	52.6%	53.0%	53.6%
营业税金及附加	-51	-61	-59	-76	-88	-111
%销售收入	0.6%	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%
销售费用	-2,896	-3,273	-3,949	-4,640	-5,462	-6,374
%销售收入	36.5%	34.9%	36.2%	36.6%	37.3%	37.4%
管理费用	-504	-575	-709	-773	-785	-903
%销售收入	6.4%	6.1%	6.5%	6.1%	5.4%	5.3%
研发费用	-108	-116	-152	-203	-234	-281
%销售收入	1.4%	1.2%	1.4%	1.6%	1.6%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	658	902	912	981	1,191	1,457
%销售收入	8.3%	9.6%	8.4%	7.7%	8.1%	8.6%
财务费用	-19	-19	-68	-39	-19	-17
%销售收入	0.2%	0.2%	0.6%	0.3%	0.1%	0.1%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	6	2	5	5	6	6
投资收益	29	34	38	25	35	35
%税前利润	4.2%	3.7%	4.0%	2.3%	2.7%	2.2%
营业利润	711	926	988	1,072	1,313	1,581
营业利润率	9.0%	9.9%	9.0%	8.5%	9.0%	9.3%
营业外收支	-2	-19	-38	0	0	0
税前利润	709	906	949	1,072	1,313	1,581
利润率	8.9%	9.7%	8.7%	8.5%	9.0%	9.3%
所得税	-166	-200	-273	-268	-328	-395
所得税率	23.4%	22.0%	28.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	543	707	677	804	985	1,186
少数股东损益	-8	-6	-1	-4	3	4
归属于母公司的净利润	552	713	677	808	981	1,181
净利率	7.0%	7.6%	6.2%	6.4%	6.7%	6.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	543	707	677	804	985	1,186
少数股东损益	-8	-6	-1	-4	3	4
非现金支出	227	225	718	199	216	233
非经营收益	-51	-94	51	378	10	5
营运资金变动	19	190	-255	-206	147	193
经营活动现金净流	738	1,028	1,191	1,175	1,358	1,617
资本开支	-524	-391	-329	-289	-294	-294
投资	115	-495	-194	9	6	6
其他	35	36	39	25	35	35
投资活动现金净流	-374	-850	-484	-255	-253	-253
股权募资	0	8	0	-64	0	0
债权募资	113	36	506	-282	0	0
其他	-633	-377	-800	-302	-385	-475
筹资活动现金净流	-520	-334	-293	-648	-385	-475
现金净流量	-155	-156	414	272	720	889

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	672	665	1,148	1,301	1,935	2,761
应收款项	768	930	803	1,056	1,239	1,466
存货	1,855	2,257	2,540	2,550	2,789	3,145
其他流动资产	1,670	2,457	2,642	2,575	2,621	2,676
流动资产	4,964	6,308	7,133	7,481	8,585	10,049
%总资产	70.8%	73.9%	70.0%	72.9%	75.0%	77.5%
长期投资	3	0	9	9	9	9
固定资产	1,337	1,387	1,404	1,477	1,540	1,592
%总资产	19.1%	16.2%	13.8%	14.4%	13.5%	12.3%
无形资产	362	407	387	450	504	550
非流动资产	2,051	2,234	3,062	2,784	2,862	2,924
%总资产	29.2%	26.1%	30.0%	27.1%	25.0%	22.5%
资产总计	7,015	8,541	10,194	10,266	11,447	12,972
短期借款	396	493	591	400	400	400
应付款项	2,049	2,447	2,596	2,894	3,334	3,947
其他流动负债	902	1,606	1,469	1,165	1,340	1,559
流动负债	3,347	4,546	4,656	4,458	5,075	5,906
长期贷款	59	0	0	0	0	0
其他长期负债	93	95	1,268	1,036	950	887
负债	3,499	4,641	5,924	5,495	6,025	6,793
普通股股东权益	3,514	3,897	4,268	4,773	5,421	6,173
其中：股本	479	477	477	477	477	477
未分配利润	1,552	1,899	2,199	2,769	3,416	4,169
少数股东权益	1	3	2	-2	2	6
负债股东权益合计	7,015	8,541	10,194	10,266	11,447	12,972

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.152	1.495	1.421	1.696	2.059	2.478
每股净资产	7.339	8.175	8.952	10.013	11.371	12.950
每股经营现金净流	1.542	2.156	2.498	2.465	2.849	3.392
每股股利	0.700	1.000	0.000	0.500	0.700	0.900
回报率						
净资产收益率	15.69%	18.29%	15.87%	16.93%	18.10%	19.14%
总资产收益率	7.86%	8.35%	6.64%	7.87%	8.57%	9.11%
投入资本收益率	12.70%	16.01%	11.61%	12.49%	13.65%	14.97%
增长率						
主营业务收入增长率	2.80%	18.41%	16.34%	16.08%	15.47%	16.43%
EBIT增长率	-17.10%	37.02%	1.17%	7.50%	21.44%	22.34%
净利润增长率	-3.50%	29.24%	-4.99%	19.35%	21.41%	20.38%
总资产增长率	5.67%	21.76%	19.35%	0.70%	11.51%	13.32%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.0	27.3	23.6	25.0	25.5	26.0
存货周转天数	181.5	168.3	170.3	155.0	148.0	145.0
应付账款周转天数	159.3	152.3	145.6	144.0	145.0	150.0
固定资产周转天数	28.2	53.9	45.5	39.8	35.1	30.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-42.95%	-52.29%	-44.33%	-46.89%	-52.95%	-59.83%
EBIT利息保障倍数	34.5	47.9	13.4	25.2	62.7	84.7
资产负债率	49.88%	54.34%	58.11%	53.52%	52.63%	52.37%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	9	17	32	108
增持	0	0	0	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.09	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-07-07	买入	53.39	61.90 ~ 61.90
2	2021-08-11	买入	53.67	N/A
3	2021-09-01	买入	45.00	N/A
4	2021-10-21	买入	38.39	N/A

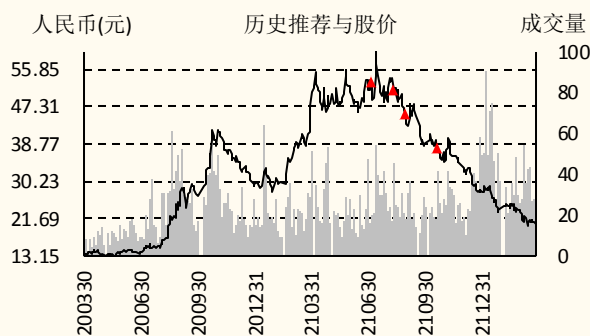
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402