

2021年报点评: Q4拖累全年业绩, 看好长期增长 增持(维持)

2022年03月30日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书: S0600120100009

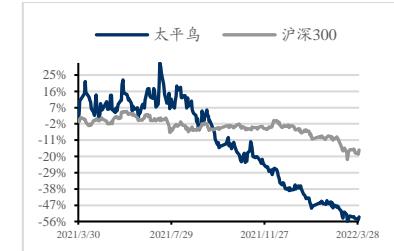
zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,921	12,826	14,655	16,592
同比(%)	16.34	17.45	14.26	13.22
归属母公司净利润(百万元)	677	795	952	1,092
同比(%)	-4.99	17.37	19.76	14.71
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	1.42	1.67	2.00	2.29
P/E(现价&最新股本摊薄)	14.32	12.20	10.19	8.88

投资要点

- 公司公布2021年年报:** 2021年营收109.2亿元/yoY+16.3%/较2019年+37.8%、归母净利润6.8亿元/yoY-5%/较2019年+22.8%，利润同比下滑主因年中疫情反复导致下半年零售疲软，而公司对冬装销售预期乐观、加大费用投放导致Q4利润下滑较多。分季度看，2021Q1/Q2/Q3/Q4营收分别同比+93.1%/+27.8%/+3.9%/-9.2%，归母净利分别同比+2222.3%/+85.5%/-24.7%/-69.3%，上半年复苏力度在业内处于前列。
- 线上占比小幅提升，内生外延共促线下增长。** 1) **线上:** 2021年公司传统电商业务占比提升，并积极推进小程序、网红直播等新渠道，在B站、抖音、小红书等平台上加强与年轻人互动，2021年线上收入33.6亿元/yoY+20%、占比31%/同比+1.2pct，其中抖音渠道占线上收入约20%-25%。2) **线下:** 2021年线下收入74.7亿元/yoY+17%，门店数5214家/净增598家、对应yoY+13%，估测同店收入贡献约4%增长。3) **线下以直营收入为主，** 2021年直营/加盟分别同比增长13%/24%，分别占线下收入的62%/38%，2021年末直营/加盟店铺数量分别为1554/3598家，分别新开62/536家、同比+4%/+17.5%。公司计划2022年控制直营店铺数量、提升直营店运营质量、增加加盟业务占比，预期直营：加盟店铺数达到1:2.8(2021年为1:2.3)。
- 童装增长较快，乐町有待调整改善。** 公司各品牌发展较为均衡，2021年童装增长较快，乐町品牌风格调整、线下关店导致收入增速放缓。2021年太平鸟女装/男装/童装/乐町/其他品牌(包括MATERIAL GIRL女装、贝甜童装等)收入分别同比+18.6%/+19.0%/+29.5%/+5.2%/+16.2%，收入占比分别为41.4%/31.1%/11.8%/12.9%/2.8%，年末店铺数分别为2028家(较2020年末+322家，下同)、1573家(+224)、811家(+90)、690家(-8)、112家(-30)。
- 费用率增长较多、存货周转略放缓、账上资金充沛。** 1) **毛利率:** 2021年公司毛利率52.9%/+0.4pct，主因上期子公司生产防疫物资毛利率较低拉低基数；主营业务中线上/直营/加盟渠道毛利率分别为45%/65.7%/42.7%，分别同比+1.9pct/+0.1pct/-2.4pct，波动主要来自销售货品结构、供货折扣变化。2) **费用率:** 2021年期间费用率同比+2.3pct至44.7%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别+1.3/0.4/0.4/0.2pct，主因公司对冬装销售较为乐观，加大品宣力度及数字化转型投入，例如新增代言人王一博、白敬亭、杨倩，与华为签署数字化转型变革项目合作协议等，Q4销售/管理费用率分别同比+3.3pct/+0.8pct。3) **净利率:** 费用增加导致2021年归母净利率同比-1.4pct至6.2%，其中Q4同比-6.9pct至3.5%。4) **存货:** 2021年末公司存货25.4亿元/yoY+12.6%，其中一年以内存货占比68.6%(2020年为66.3%)，存货周转天数同比+2天至168天。5) **现金流:** 2021年经营活动现金流净额13亿元/yoY+12.6%，2021年末货币资金11.5亿元/yoY+72.7%，主因年内发行可转债收到现金。
- 盈利预测与投资评级:** 公司聚焦时尚服饰行业，数字化转型布局长期高质量增长，2021下半年不利环境下调整应对不足、业绩承压，期待2022年通过优化考核指标(从收入考核到利润考核)、调整渠道布局(降低固定费用偏高的直营占比)等方式改善业绩、降低波动。公司激励充分，2022年1月完成限制性股票激励计划登记，激励对象包含董事、高管及核心骨干人员共50人，业绩考核目标分别为2021/2022/2023年归母净利润或营收同增不低于15%。2022年3月公告拟使用5,000-10,000万元资金回购股份用于股权激励或员工持股计划。考虑疫情因素，我们维持2022-2023年EPS1.67/2.00元/股预测、增加2024年预测值2.29元/股，对应PE分别为12/10/9X，维持“增持”评级。
- 风险提示:** 疫情反复影响消费、费用控制不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.09
一年最低/最高价	19.96/59.80
市净率(倍)	2.39
流通A股市值(百万元)	9,937.65
总市值(百万元)	10,054.19

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.82
资产负债率(%LF)	58.11
总股本(百万股)	476.73
流通A股(百万股)	471.20

相关研究

《太平鸟(603877): 主标题(楷体 GB2312 小二号)》

2022-01-26

《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(603877): Q2 营业利润增长转正，环比情况有所改善》

2019-08-20

太平鸟三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7,133	7,598	8,381	9,405	营业总收入	10,921	12,826	14,655	16,592
货币资金及交易性金融资产	3,204	3,036	3,219	3,604	营业成本(含金融类)	5,140	6,045	6,900	7,812
经营性应收款项	893	1,049	1,198	1,356	税金及附加	59	83	88	100
存货	2,540	2,987	3,409	3,860	销售费用	3,949	4,682	5,349	6,056
合同资产	0	0	0	0	管理费用	709	847	938	1,062
其他流动资产	496	526	554	585	研发费用	152	192	220	249
非流动资产	3,062	3,877	4,628	5,314	财务费用	68	80	83	82
长期股权投资	9	9	9	9	加:其他收益	204	240	274	311
固定资产及使用权资产	2,240	3,057	3,809	4,498	投资净收益	38	45	51	58
在建工程	44	42	40	39	公允价值变动	5	0	0	0
无形资产	176	176	176	176	减值损失	-109	-30	-30	-30
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	5	0	0	0
长期待摊费用	212	212	212	212	营业利润	988	1,152	1,374	1,571
其他非流动资产	381	381	381	381	营业外净收支	-38	-34	-34	-34
资产总计	10,194	11,475	13,009	14,720	利润总额	949	1,118	1,340	1,537
流动负债	4,656	5,112	5,665	6,255	减:所得税	273	324	388	446
短期借款及一年内到期的非流动负债	591	591	591	591	净利润	677	794	951	1,091
经营性应付款项	2,468	2,902	3,312	3,750	减:少数股东损益	-1	-1	-1	-1
合同负债	171	201	229	260	归属母公司净利润	677	795	952	1,092
其他流动负债	1,427	1,419	1,533	1,655					
非流动负债	1,268	1,268	1,268	1,268	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.42	1.67	2.00	2.29
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	721	721	721	721	EBIT	912	977	1,160	1,314
租赁负债	434	434	434	434	EBITDA	1,630	1,782	2,030	2,247
其他非流动负债	114	114	114	114					
负债合计	5,924	6,380	6,933	7,524	毛利率(%)	52.93	52.87	52.92	52.92
归属母公司股东权益	4,268	5,093	6,075	7,197	归母净利率(%)	6.20	6.20	6.50	6.58
少数股东权益	2	2	1	0					
所有者权益合计	4,270	5,094	6,075	7,196	收入增长率(%)	16.34	17.45	14.26	13.22
负债和股东权益	10,194	11,475	13,009	14,720	归母净利润增长率(%)	-4.99	17.37	19.76	14.71

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,300	1,533	1,877	2,072	每股净资产(元)	8.82	10.55	12.61	14.96
投资活动现金流	-484	-1,709	-1,703	-1,696	最新发行在外股份 (百万股)	477	477	477	477
筹资活动现金流	-293	-92	-92	-92	ROIC(%)	12.50	10.80	11.24	11.13
现金净增加额	523	-268	83	285	ROE-摊薄(%)	15.87	15.61	15.67	15.17
折旧和摊销	718	805	869	933	资产负债率(%)	58.11	55.60	53.30	51.11
资本开支	-329	-1,654	-1,654	-1,654	P/E (现价&最新股本摊薄)	14.32	12.20	10.19	8.88
营运资本变动	-261	-139	-133	-141	P/B (现价)	2.31	1.93	1.61	1.36

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>