

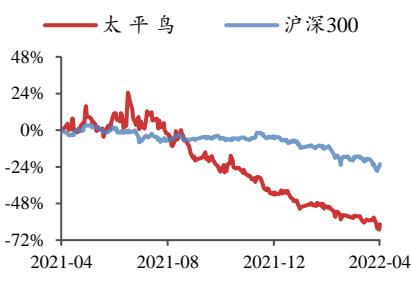
太平鸟 (603877.SH)

2022 年 04 月 29 日

投资评级：买入（维持）

日期	2022/4/29
当前股价(元)	18.41
一年最高最低(元)	59.80/16.10
总市值(亿元)	87.77
流通市值(亿元)	86.75
总股本(亿股)	4.77
流通股本(亿股)	4.71
近 3 个月换手率(%)	35.09

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-费用端拖累全年业绩，看好加盟拓店&运营提效改善盈利》-2022.3.31

《公司信息更新报告-疫情、天气及费用投入拖累 Q4 业绩，全年业绩低于预期》-2022.1.25

《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

疫情及费用端影响业绩，积极控费提效有望改善盈利

——公司信息更新报告

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790522030002

● 2022Q1 疫情及费用端影响业绩，维持“买入”评级

公司 2022Q1 收入 24.64 亿元 (-7.74%) 主要系疫情影响终端零售，归母净利润 1.9 亿元 (-6.44%)，扣非净利润 1.12 亿元 (-40.24%) 主要系收入下降导致毛利下降&费用投放拖累、净利润高于扣非净利润主要系政府补助同比增加。我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润为 7.9/9.3/10.5 亿元(此前为 8.1/9.7/11.2 亿元)，对应 EPS 分别为 1.7/2.0/2.2 元，当前股价对应 PE 分别为 11.1/9.4/8.4 倍，考虑零售企稳下公司控费提效有望改善盈利，继续维持“买入”评级。

● 2022Q1PB 男装产品风格调整显效，全年直营闭店&加盟拓店步伐不改

分品牌看：2022Q1PB 女装/男装/乐町/童装/其它品牌收入 9.62/8.27/2.84/3.14/0.63 亿元，同比-12.37%/+4.27%/-21.75%/-0.58%/-22.02%，男装逆势增长主要系产品风格向时尚潮酷的调整策略显效。**分渠道看：**2022Q1 线上收入 7.79 亿元 (-3.0%)，其中天猫增速下滑、抖音渠道承压，线上占比 31.8%，同比提升 1.5pct；线下收入 16.71 亿元 (-9.55%)，其中直营、加盟分别收入 11.75 亿元 (-12.89%)、4.96 亿元 (-0.51%)。**(3) 门店方面：**截至 2022Q1 门店数 5074 家，其中直营 1590 家(较 2021 年底净关 26 家)、加盟 3484 家(较 2021 年底净关 114 家)。分品牌看，PB 女装/男装/乐町净关 94/30/18 家，童装净开 2 家，其它品牌门店数持平。

● 2022Q1 线上毛利率提升，费用拖累扣非净利率下滑，营运能力维持良好状态

盈利能力：2022Q1 整体毛利率 54.35%，同比-1.7pct，分品牌看，PB 女装/PB 男装/乐町/童装毛利率同比-3.3/+0.1/-6.3/+1.6pct。分渠道看，线上/线下毛利率同比+2.38/-3.15pct，线上毛利提升主要系供货折率提升，直营/加盟毛利率同比-2.38/-3.51pct。期间费用率 46.11%，同比+1.34pct，销售/管理/研发/财务费用率为 37.54%/6.7%/1.11%/0.76%，同比+0.5/+0.93/-0.12/+0.33pct，2022 年降费举措包括直营闭店并降低存量门店渠道成本、线上优化广告和佣金费用、紧缩除研发外的后台费用；净利率为 7.72%，同比+0.11pct，扣非净利率 4.55%，同比-2.49pct。

营运能力：2022Q1 存货 22.65 亿元，较 2021 年底下降 10.8%，存货周转天数 192 天，较 2021 年底同增 24 天；应收账款 4.8 亿元，较 2021 年底同比下降 24.0%；经营性现金流净额为-2.28 亿元主要系销售商品的现金收入减少。

● 风险提示：疫情反复影响终端零售；市场竞争加剧；加盟拓店不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,387	10,921	11,787	13,249	14,729
YOY(%)	18.4	16.3	7.9	12.4	11.2
归母净利润(百万元)	713	677	789	930	1,047
YOY(%)	29.2	-5.0	16.5	17.9	12.5
毛利率(%)	52.5	52.9	52.0	51.9	51.5
净利率(%)	7.6	6.2	6.7	7.0	7.1
ROE(%)	18.1	15.8	16.5	17.3	17.1
EPS(摊薄/元)	1.50	1.42	1.65	1.95	2.20
P/E(倍)	12.3	13.0	11.1	9.4	8.4
P/B(倍)	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6308	7133	8248	8671	10212	营业收入	9387	10921	11787	13249	14729
现金	665	1148	1745	2054	2493	营业成本	4459	5140	5659	6375	7140
应收票据及应收账款	778	632	1057	800	1221	营业税金及附加	61	59	70	75	85
其他应收款	151	171	198	207	242	营业费用	3273	3949	4249	4703	5155
预付账款	272	261	435	297	499	管理费用	575	709	766	861	957
存货	2257	2540	2829	3128	3575	研发费用	116	152	159	179	199
其他流动资产	2186	2381	1984	2184	2183	财务费用	19	68	21	18	0
非流动资产	2234	3062	2366	2538	2716	资产减值损失	-118	-120	-118	-146	-157
长期投资	0	9	7	8	10	其他收益	133	204	100	100	100
固定资产	1387	1360	1387	1478	1562	公允价值变动收益	2	5	5	5	5
无形资产	180	176	156	135	115	投资净收益	34	38	34	35	36
其他非流动资产	666	1517	816	916	1028	资产处置收益	-0	5	5	5	5
资产总计	8541	10194	10614	11209	12925	营业利润	926	988	1125	1329	1495
流动负债	4546	4656	5206	5264	6291	营业外收入	3	6	6	6	6
短期借款	493	198	359	350	302	营业外支出	22	44	25	31	33
应付票据及应付账款	2391	2468	2996	3143	3696	利润总额	906	949	1106	1304	1468
其他流动负债	1662	1991	1852	1772	2293	所得税	200	273	318	375	422
非流动负债	95	1268	636	576	529	净利润	707	677	788	930	1046
长期借款	0	721	390	280	166	少数股东损益	-6	-1	-1	-1	-1
其他非流动负债	95	548	245	296	363	归母净利润	713	677	789	930	1047
负债合计	4641	5924	5842	5841	6820	EBITDA	1142	1207	1324	1400	1552
少数股东权益	3	2	2	1	-0	EPS(元)	1.50	1.42	1.65	1.95	2.20
股本	477	477	477	477	477						
资本公积	1348	1323	1323	1323	1323						
留存收益	2173	2473	2884	3395	3955						
归属母公司股东权益	3897	4268	4771	5367	6105						
负债和股东权益	8541	10194	10614	11209	12925						
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
						成长能力					
经营活动现金流	1154	1300	778	1107	1106	营业收入(%)	18.4	16.3	7.9	12.4	11.2
净利润	707	677	788	930	1046	营业利润(%)	30.2	6.7	13.9	18.1	12.5
折旧摊销	225	233	226	120	125	归属于母公司净利润(%)	29.2	-5.0	16.5	17.9	12.5
财务费用	19	68	21	18	0						
投资损失	-34	-38	-34	-35	-36						
营运资金变动	190	-261	-198	94	-31						
其他经营现金流	48	621	-25	-19	2						
投资活动现金流	-850	-484	831	-383	-268						
资本支出	391	366	-101	57	54						
长期投资	-495	-194	2	-0	-2						
其他投资现金流	-954	-311	733	-327	-217						
筹资活动现金流	-334	-293	-1012	-414	-399						
短期借款	107	-295	161	-9	-48						
长期借款	-59	721	-330	-110	-114						
普通股增加	-2	0	0	0	0						
资本公积增加	-28	-24	0	0	0						
其他筹资现金流	-351	-695	-843	-295	-237						
现金净增加额	-30	523	597	310	439						
						盈利能力					
						毛利率(%)	52.5	52.9	52.0	51.9	51.5
						净利率(%)	7.6	6.2	6.7	7.0	7.1
						ROE(%)	18.1	15.8	16.5	17.3	17.1
						ROIC(%)	15.9	11.4	13.3	14.2	14.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	54.3	58.1	55.0	52.1	52.8
						净负债比率(%)	-2.0	16.1	-12.9	-18.4	-24.8
						流动比率	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6
						速动比率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
						营运能力					
						总资产周转率	1.2	1.2	1.1	1.2	1.2
						应收账款周转率	13.4	15.5	14.0	14.3	14.6
						应付账款周转率	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.50	1.42	1.65	1.95	2.20
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.42	2.73	1.63	2.32	2.32
						每股净资产(最新摊薄)	8.18	8.82	9.87	11.12	12.67
						估值比率					
						P/E	12.3	13.0	11.1	9.4	8.4
						P/B	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5
						EV/EBITDA	6.0	6.1	4.9	4.2	3.5

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形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