

太平鸟 (603877.SH)

经营环境承压，2022年一季度收入下滑8%

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 纺织服饰 · 服装家纺

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师： 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn
联系人： 关竣尹 0755-81982834 guanjunyin@guosen.com.cn

执证编码：S0980520040004

事项：

公司公告：4月28日公司公布一季度财报，2022年一季度实现收入24.6亿元，同比下滑7.7%，归母净利润1.9亿元，同比下滑6.4%，扣非净利润1.1亿元，下滑40.2%。

国信纺织观点：1) 一季度受疫情和高基数压力，收入下滑8%，毛利率小幅下滑，费用率提升，扣非净利下滑40%；2) 4月全国零售增长仍有压力，但相比3月改善，非疫情管控地区同店增长较好；3) 风险提示：渠道改革不及预期；疫情反复；原材料价格大幅波动；市场系统性风险；4) 投资建议：疫情和高基数影响一季度业绩，期待下半年基数压力过后的业绩弹性。2022年一季度受到零售环境疲软影响，公司收入和业绩均有一定压力，但公司正积极调动团队调整策略、部署新打法。展望2022年，4月疫情严重、零售承压，但品牌和产品发展势头良好，继续看好疫情逐步复苏、上半年基数压力过后下半年的业绩弹性。从中长期看，公司品牌、产品、渠道年轻优势显著，规模与同类竞品对标空间广阔，同时持续推进“加盟拓店，直营提效”的渠道改革措施有望令净利率逐步提升，继续看好中长期成长潜力。维持盈利预测，预计公司2022-2024年净利润分别为8.2/10.0/11.7亿元，同增21.8%/21.0%/17.2%，EPS为1.73/2.09/2.45元。对应2022年18~19x PE，维持合理估值31.2~32.9元，维持“买入”评级。

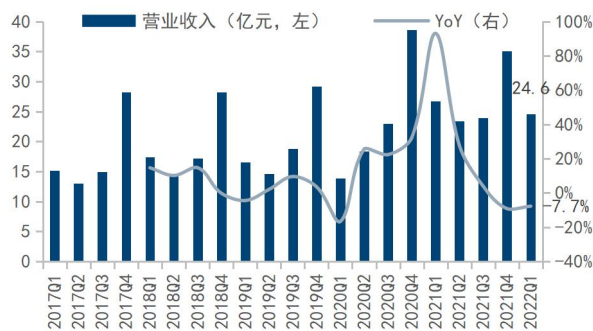
评论：

◆ 一季度受疫情和高基数压力，收入下滑8%，毛利率小幅下滑，费用率提升，扣非净利下滑40%

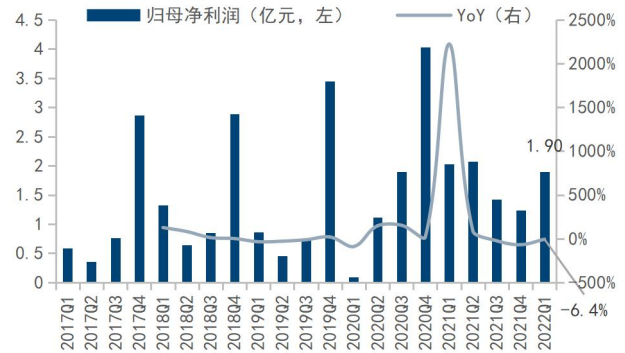
受疫情和高基数影响，收入下滑8%。2022年第一季度，公司实现收入24.6亿元，同比下滑7.7%，归母净利润1.9亿元，下滑6.4%，扣非净利润1.1亿元，下滑40.2%。一方面是由于国内疫情反复、消费需求疲软的影响，另一方面是由于去年一季度基数较高，2021Q1收入同比2019Q1增长61%，2021Q1净利润同比2019Q1增长135%。

1) 分品牌看：男装品牌实现单位数增长，女装和乐町下滑较多。一季度女装/男装/乐町/minipeace收入分别同比-12.4%/+4.3%/-21.7%/-0.6%，男装品牌在2020年重新调整产品、增加功能科技和潮酷元素后整体维持较好的增长态势，在所有品牌中增速最高，女装和乐町品牌则受大环境波动影响，出现一定下滑。

2) 分渠道看：线上、加盟下滑较少。一季度直营/加盟/线上收入分别同比-12.9%/-0.5%/-3%，直营/加盟店数同比增长1.3%/13.8%，单店收入均同比下滑14%。直营、加盟店数环比年初净减少26、114家，若按实际口径看，加盟店环比年初净关仅约23家。线上收入的单位数下滑一方面是由于公司在天猫、抖音平台继续采用保折扣、保品牌形象的策略，另一方面是由于去年同期抖音基数较高，近期也在积极调整。

图1：公司单季度收入与变化


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度归母净利润与变化


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表1：公司分品牌收入和毛利率（单位：百万元）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
太平鸟女装	578.5	523.2	749.1	1094.9	497.9	712.5	1052.1	1518.5	1097.4	1040.2	1095.4	1251.3	961.6
yoy	-3.0%	-2.2%	7.7%	29.1%	-13.9%	36.2%	40.5%	38.7%	120.4%	46.0%	4.1%	-17.6%	-12.4%
毛利率	60.4%	61.0%	51.2%	49.1%	55.5%	57.6%	52.4%	56.7%	59.2%	58.2%	52.1%	54.3%	55.9%
太平鸟男装	580.2	504.2	563.7	965.7	447.6	507.7	591.5	1285.1	793.2	663.6	643.4	1269.5	827.1
yoy	-11.6%	4.5%	7.1%	-17.0%	-22.8%	0.7%	4.9%	33.1%	77.2%	30.7%	8.8%	-1.2%	4.3%
毛利率	58.3%	59.0%	54.3%	53.4%	52.3%	56.6%	50.0%	56.4%	54.5%	55.8%	52.5%	51.7%	54.6%
乐町	213.7	204.3	261.1	451.6	198.7	280.4	345.5	504.1	363.5	286.3	333.1	414.8	284.5
yoy	12.1%	12.7%	9.5%	13.5%	-7.0%	37.2%	32.3%	11.6%	83.0%	2.1%	-3.6%	-17.7%	-21.7%
毛利率	50.9%	52.9%	47.3%	51.0%	50.1%	55.2%	48.0%	48.0%	55.8%	47.0%	41.3%	49.9%	49.5%
minipeace	209.3	157.0	226.7	307.1	179.6	165.0	225.4	413.2	316.2	283.9	252.0	421.4	314.4
yoy	-3.3%	-4.1%	25.3%	1.3%	-14.2%	5.1%	-0.5%	34.6%	76.1%	72.1%	11.8%	2.0%	-0.6%
毛利率	56.7%	55.9%	50.1%	50.4%	46.9%	48.2%	47.5%	56.2%	53.0%	52.2%	49.3%	50.5%	54.7%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：公司分渠道收入和毛利率（单位：百万元）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
直营	872.7	670.9	703.8	1121.8	714.2	692.1	891.7	1778.0	1349.2	1035.9	830.8	1398.6	1175.3
门店数	1550	1624	1625	1633	1619	1564	1517	1554	1570	1589	1590	1616	1590
单店收入	0.569	0.423	0.433	0.689	0.439	0.435	0.579	1.158	0.864	0.656	0.523	0.856	0.733
yoy	-0.8%	10.8%	9.0%	5.7%	-18.2%	3.2%	26.7%	58.5%	88.9%	49.7%	-6.8%	-21.3%	-12.9%
毛利率	66.0%	69.4%	65.6%	62.2%	58.9%	66.1%	61.8%	70.0%	66.7%	67.8%	62.2%	65.3%	64.3%
加盟	312.5	322.8	765.0	748.7	122.8	425.2	833.9	925.6	498.1	554.3	967.2	833.1	495.6
门店数	2942	2710	2807	2860	2825	2687	2867	3062	3062	3171	3172	3598	3484
单店收入	0.104	0.114	0.277	0.264	0.043	0.154	0.300	0.312	0.163	0.178	0.305	0.237	0.140
yoy	-17.4%	-24.0%	3.3%	-12.5%	-60.7%	31.7%	9.0%	23.6%	305.8%	30.4%	16.0%	-10.0%	-0.5%
毛利率	57.5%	41.1%	40.2%	46.5%	44.6%	49.9%	41.3%	46.4%	50.4%	42.8%	43.8%	36.8%	46.9%
线上	455.4	439.5	390.7	1026.7	529.6	594.7	543.9	1136.2	803.4	744.8	579.3	1236.1	779.4
yoy	-0.3%	18.2%	30.8%	18.0%	16.3%	35.3%	39.2%	10.7%	51.7%	25.2%	6.5%	8.8%	-3.0%
毛利率	41.7%	51.9%	45.8%	42.3%	44.9%	48.0%	45.4%	38.4%	41.7%	46.6%	44.0%	46.6%	44.1%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

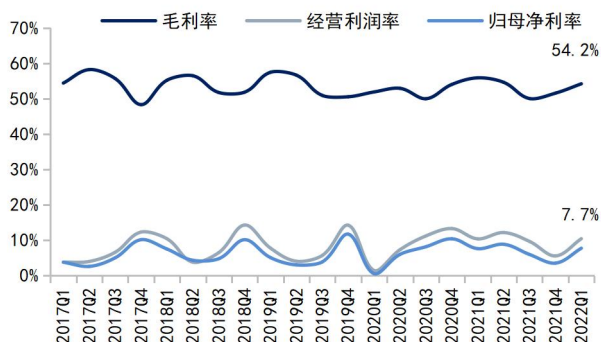
毛利率同比小幅下滑，费用率同比提升，扣非净利润下滑40%。2022Q1公司毛利率54.2%，同比下滑1.6p.p.，其中1）分品牌来看女装/男装/乐町/minipeace毛利率分别同比-3.3/+0.1/-6.3/+1.6p.p.，女装和乐町毛利率同比下滑较多，男装基本持平。2）分渠道看，直营/加盟/线上毛利率分别同比-2.4/-3.5/+2.4p.p.，

直营渠道毛利率的下滑主要由于新品投产有所控制以及加大老货处理力度，加盟毛利率下滑一方面原因是对于部分老货以较低供货折率发货，另一方面原因是给到加盟商开店的补贴。

费用端来看，销售费用率同比提升 0.5p.p. 至 37.5%，管理和研发费用率同比提升 0.8p.p.，财务费用率持平。毛利率下滑、费用率提升导致公司扣非净利润下滑 40%，而由于今年较去年同期增加约 8900 万的其他收益，因此归母净利润仅下滑 6.4%。

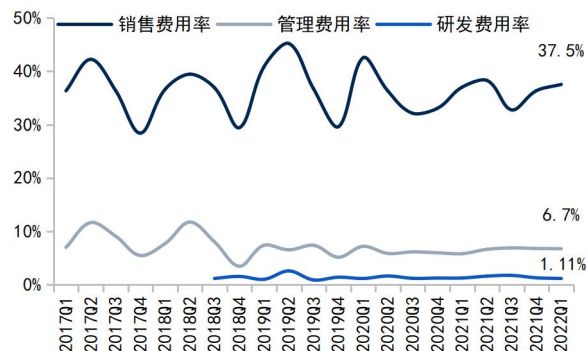
存货周转天数环比、同比均有提升，库存绝对金额整体可控。2022Q1 公司存货周转天数 192 天，环比和同比均提升 24 天，库存绝对金额增加 1.2 亿，而其中存货原值仅增加 7000+万。ROE 17.4%，同比下滑 2.9p.p.。

图3：公司单季度毛利率与变化



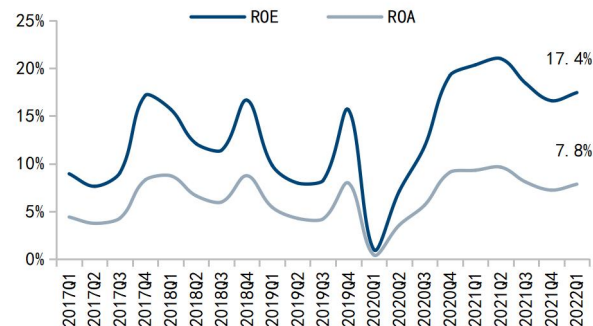
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度费用率与变化



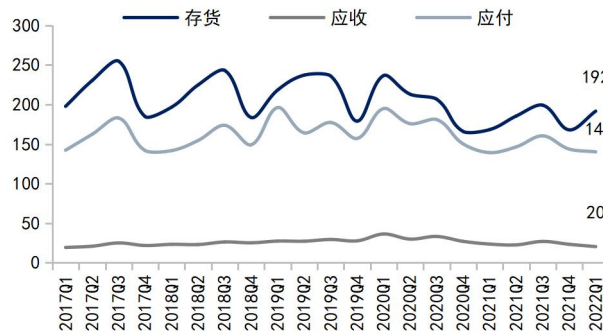
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司单季度 ROE 和 ROA



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度营运资金周转天数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 展望：4 月全国零售增长仍有压力，但相比 3 月改善，非疫情管控地区同店增长较好

受疫情、高基数影响，公司零售增长仍有压力，但是已环比 3 月有所改善，我们也期待公司在渠道改革、库存优化、品牌力打造上的积极发力。

1、4 月零售仍有压力，但相比 3 月改善，且非疫情管控地区同店增长较好。4 月受到上海及周边地区疫情、去年高基数影响，公司全国零售有一定程度下滑，但通过调动终端门店员工积极性，从势头上相比 3 月已有所改善。同时，非疫情管控地区（例如华西地区）同店增长较好，反映了公司品牌和产品仍积极正面。

2、渠道方面，公司维持线下“大力拓展加盟，坚决关低效直营”的策略，并发力新零售，恢复天猫增长。

1) 2021 年公司直营渠道运营效率改善，开店 12 月以上的单店平均营业收入为 274.8 万元，同比+5.9%。2022 年公司在直营渠道继续以提升店效和消费者体验为主，优化直营渠道结构，坚决关闭低效店，具有较大的利润空间。

2) 加盟渠道财务价值凸显，重在让加盟商获得可持续的盈利能力后积极开店，预计 2022 年净开店数保持快速增长。

3) 电商渠道，2021 年线上增长 20%，其中抖音 GMV 较去年提升 7 倍以上，为公司贡献 20%左右电商零售（退货后）。2022 年公司在稳定抖音新零售的高速增长的同时，将寻求折率与销售额的平衡，恢复天猫渠道的零售增长，计划全年整体电商快速增长。

3、2021 年末库存相对健康，2022 年争取进一步优化。2021 年公司实现库龄结构优化，但受夏季销售目标不理想影响，年末存货仍有 25.4 亿元，周转天数较 2020 年增加 2 天。2022 年公司将加快老货处理，降低六季以上老货比例，同时在销售目标制定上更谨慎，争取更优的库存结构与周转效率。

4、品牌方面，演绎国潮文化，以太平青年为试点，打造年轻潮流产品。公司将持续演绎国潮文化，聚焦年轻时尚。其中男装品牌以太平青年为试点，给予设计研发、开店投入、零售支持等多维度资源，在宁波、深圳等地开设试点店，适应年轻消费群体的需求变化。在现有品类进行尝试后，公司将从整体风格上调整，打造更多年轻潮流款式。

◆ 投资建议：疫情和高基数影响一季度业绩，期待下半年基数压力过后的业绩弹性

2022 年一季度受到零售环境疲软影响，公司收入和业绩均有一定压力，但公司正积极调动团队调整策略、部署新打法。展望 2022 年，4 月疫情严重、零售承压，但品牌和产品发展势头良好，继续看好疫情逐步复苏、上半年基数压力过后下半年的业绩弹性。从中长期看，公司品牌、产品、渠道年轻优势显著，规模与同类竞品对标空间广阔，同时持续推进“加盟拓店，直营提效”的渠道改革措施有望令净利率逐步提升，继续看好中长期成长潜力。维持盈利预测，预计公司 2022-2024 年净利润分别为 8.2/10.0/11.7 亿元，同增 21.8%/21.0%/17.2%，EPS 为 1.73/2.09/2.45 元。对应 2022 年 18~19x PE，维持合理估值 31.2~32.9 元，维持“买入”评级。

表3：盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,387	10,921	12,599	14,271	16,090
(+/-%)	18.4%	16.3%	15.4%	13.3%	12.7%
净利润(百万元)	713	677	825	998	1170
(+/-%)	29.2%	-5.0%	21.8%	21.0%	17.2%
每股收益(元)	1.50	1.42	1.73	2.09	2.45
EBIT Margin	11.0%	9.8%	8.7%	9.2%	9.6%
净资产收益率(ROE)	18.3%	15.9%	17.6%	19.3%	20.3%
市盈率(PE)	11.2	11.8	9.7	8.0	6.8
EV/EBITDA	11.2	11.7	11.8	10.4	9.3
市净率(PB)	2.0	1.9	1.7	1.5	1.4

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测；备注：财年截至日期是 3 月 31 日。

相关研究报告：

- 《太平鸟（603877.SH）-2021 年业绩下滑 5%，渠道和库存结构优化》——2022-03-30
- 《太平鸟-603877-重大事件快评：经营环境承压，2021 年业绩预计同减 7%》——2022-01-25
- 《太平鸟-603877-2021 年三季报点评：短期业绩承压，看好组织激励和冬季反弹》——2021-10-20
- 《太平鸟-603877-深度报告：厚积薄发，快时尚雄鹰展翅高飞》——2021-09-07
- 《太平鸟-603877-2021 年中报点评：业绩持续高质量增长，未来可期》——2021-09-03

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	665	1148	2193	2770	3381	营业收入	9387	10921	12599	14271	16090
应收款项	929	803	927	1050	1183	营业成本	4459	5140	6073	6937	7862
存货净额	2257	2540	2872	3223	3651	营业税金及附加	61	59	76	85	95
其他流动资产	590	585	675	765	862	销售费用	3273	3949	4372	4853	5389
流动资产合计	6308	7133	8724	9863	11134	管理费用	573	717	985	1086	1212
固定资产	1387	1404	1266	1349	1398	财务费用	19	68	43	35	31
无形资产及其他	180	176	169	162	155	投资收益	34	38	25	25	25
投资性房地产	666	1473	1473	1473	1473	资产减值及公允价值变动	120	(115)	(114)	(112)	(127)
长期股权投资	0	9	4	(1)	(6)	其他收入	(230)	77	162	180	202
资产总计	8541	10194	11635	12846	14154	营业利润	926	988	1123	1368	1601
短期借款及交易性金融负债	493	591	681	772	870	营业外净收支	(19)	(38)	(24)	(29)	(32)
应付款项	2391	2468	2954	3185	3396	利润总额	906	949	1099	1339	1569
其他流动负债	1662	1598	1901	2141	2405	所得税费用	200	273	280	342	400
流动负债合计	4546	4656	5537	6098	6671	少数股东损益	(6)	(1)	(6)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	0	721	721	721	721	归属于母公司净利润	713	677	825	998	1170
其他长期负债	95	548	698	849	1000						
长期负债合计	95	1268	1419	1570	1720	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	4641	5924	6956	7668	8391	净利润	713	677	825	998	1170
少数股东权益	3	2	(1)	(1)	(1)	资产减值准备	(12)	3	264	21	15
股东权益	3897	4268	4680	5179	5764	折旧摊销	93	116	166	190	216
负债和股东权益总计	8541	10194	11635	12846	14154	公允价值变动损失	(120)	115	114	112	127
						财务费用	19	68	43	35	31
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	176	(492)	660	80	(19)
每股收益	1.50	1.42	1.73	2.09	2.45	其它	9	(3)	(268)	(22)	(15)
每股红利	0.72	0.82	0.87	1.05	1.23	经营活动现金流	858	417	1762	1380	1493
每股净资产	8.18	8.95	9.82	10.86	12.09	资本开支	0	(5)	(400)	(400)	(400)
ROIC	31%	25%	27%	39%	44%	其它投资现金流	(575)	(189)	0	0	0
ROE	18%	16%	18%	19%	20%	投资活动现金流	(572)	(204)	(395)	(395)	(395)
毛利率	52%	53%	52%	51%	51%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	10%	9%	9%	10%	负债净变化	(59)	0	0	0	0
EBITDA Margin	12%	11%	10%	11%	11%	支付股利、利息	(341)	(389)	(413)	(499)	(585)
收入增长	18%	16%	15%	13%	13%	其它融资现金流	506	1048	91	90	98
净利润增长率	29%	-5%	22%	21%	17%	融资活动现金流	(294)	270	(322)	(409)	(487)
资产负债率	54%	58%	60%	60%	59%	现金净变动	(7)	483	1046	576	611
息率	3.5%	4.0%	4.3%	5.1%	6.0%	货币资金的期初余额	672	665	1148	2193	2770
P/E	13.6	14.3	11.8	9.7	8.3	货币资金的期末余额	665	1148	2193	2770	3381
P/B	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7	企业自由现金流	0	383	1246	851	943
EV/EBITDA	12.7	13.2	13.2	11.5	10.3	权益自由现金流	0	1431	1305	916	1019

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032