

太平鸟 (603877)

2022 年中报点评：疫情加重业绩压力，期待逐步改善

增持（维持）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	10,921	10,756	12,081	13,522
同比	16%	-2%	12%	12%
归属母公司净利润（百万元）	677	446	655	784
同比	-5%	-34%	47%	20%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.42	0.93	1.37	1.64
P/E（现价&最新股本摊薄）	12.83	19.49	13.27	11.08

投资要点

- **公司公布 2022 年中报：**22H1 营业收入 41.97 亿元/yoY-16.31%、归母净利润 1.33 亿元/yoY-67.57%、扣非归母净利润 522 万元/yoY-98.2%，扣非归母净利润下滑较多主因上半年疫情冲击下毛利率同比-3.4pct 至 51.9%、期间费用率同比+3.3pct 至 49.1%，结合政府补助 1.5 亿元、归母净利润下滑幅度有所收窄。单季度看，22Q1/Q2 营收分别为 24.64/17.33 亿元、分别同比-7.74%/-26.08%，归母净利润分别为 1.90/-0.57 亿元、分别同比-6.44%/亏损，Q2 业绩受疫情冲击程度较大。
- **分品牌看，全品牌收入下滑，女装、乐町受风格调整+疫情双重影响、压力较大。**22H1 女装/男装/乐町/童装收入分别同比-22.5%/-8.3%/-18.8%/-10.5%，分别占比 39.5%/31.8%/12.6%/12.8%。**1) 女装：**受品类企划偏差影响（过快转型潮流运动），潮流运动系列增长不及预期、原本擅长的品质斯文系列份额丢失较大，叠加疫情冲击，22H1 女装收入收缩较多。截至 22H1 末女装门店共 1929 家/较 21 年末净关 99 家。22H1 女装毛利率同比-5.5pct 至 53.22%，当前仍处调整梳理阶段。**2) 乐町：**同样处风格调整阶段，截至 22H1 末门店共 643 家/较 21 年末净关 47 家，毛利率同比-4.92pct 至 47.04%。**3) 男装：**过去两年对产品风格从青年休闲向运动潮酷方向调整，收入下滑幅度小于其他品牌，截至 22H1 末门店共 1482 家/较 21 年末净关 91 家，毛利率同比-1.63pct 至 53.47%。**4) 童装：**重新定位高端，收入下滑幅度小于女装及乐町，截至 22H1 末门店共 806 家/较 21 年末净关 5 家，毛利率同比+0.36pct 至 52.97%。
- **分渠道看，全渠道收入下滑，其中直营下滑较多。**22H1 线上/直营/加盟营收分别同比-10.7%/-21.3%/-13.6%，分别占比 33%/45%/22%。**1) 线上：**主要受到女装天猫及抖音平台均下滑拖累、男装&童装线上正增长。**2) 直营：**净关店、店效下滑共同拖累直营收入。截至 22H1 门店 1503 家/较 21 年末净关 113 家/较 21H1 末净关 86 家（相当于同比-5.7%），公司计划继续推进直营净闭店、22 全年净闭 200 家以上。**3) 加盟：**由于 21 年净开店 500+ 家、新开店占比提升导致整体店效下滑较严重、拖累整体收入，截至 22H1 门店 3418 家/较 21 年末净关 180 家/较 21H1 末净开 247 家（相当于同比+7.2%），上半年净关店主因疫情冲击，公司计划下半年净开 300 家左右，全年净开店 100-200 家店，未来逐步将渠道结构调整为加盟:直营=约 3:1 的水平。
- **毛利率下滑、费用率上升、存货及现金流压力较大。****1) 毛利率&净利率：**22H1 毛利率同比下降 3.40pct 至 51.89%，其中女装、男装、乐町毛利率均有下滑，主因 21 年存货较高、22 年销售中老货占比较高、拖累毛利率。结合期间费用率同比上升 3.26pct 至 49.13%（销售/管理/研发/财务费用率分别同比+2.03/+1.14/-0.04/+0.13pct 至 39.65%/7.29%/1.33%/0.86%，销售/管理费用率提升主因收入端下滑较多）、22H1 归母净利率同比-5.02pct 至 3.18%。**2) 存货：**截至 22H1 存货 21.2 亿元/yoY-10.32%，库存水平有所下降、但不及收入收缩幅度，存货周转天数 208 天、较 21H1 增加 23 天。**3) 现金流：**22H1 经营活动现金流净额-2.08 亿元，主因销售下降；截至 22H1 末货币资金 5.55 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**公司聚焦时尚服饰行业，21H2 受旗下品牌经营策略调整、费用投放过于激进以及疫情影响，业绩承压下滑；直营占比较高使得公司 22 上半年在国内疫情较严重环境下，业绩压力进一步加大；22 年 7-8 月零售额同比下滑 10%-20%，尚未恢复增长。公司已由此前注重抢占市场份额（通过高举高打方式扩张规模开店）调整为注重经营健康度，但考虑疫情影响及公司经营调整需要一定过程，我们将 22-24 年归母净利润从 7.8/9.0/10.3 亿元下调至 4.46/6.55/7.84 亿元，EPS 分别为 0.93/1.37/1.64 元/股，对应 PE 分别为 19/13/11X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**疫情恶化、经济疲软、费用控制不及预期。

2022 年 08 月 30 日

证券分析师 李捷

执业证书：S0600521120003

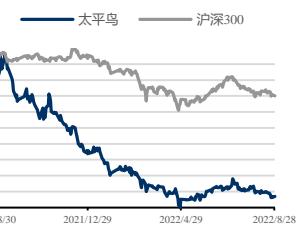
lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书：S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.41
一年最低/最高价	16.10/48.20
市净率(倍)	2.17
流通 A 股市值(百万元)	8,674.84
总市值(百万元)	8,776.57

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.47
资产负债率(% ,LF)	49.70
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)：Q1 业绩承压，期待费用控制显效》

2022-04-29

《太平鸟(603877)：2021 年报点评：Q4 拖累全年业绩，看好长期增长》

2022-03-30

表1：22H1 太平鸟收入、门店、毛利率按品牌和渠道划分情况

	22H1 收入 (百万元)	收入 YOY	占总营收 比重	门店数 (家)	门店环比 净变动 (家)	门店同比 净变动 (家)	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
主营业务收入	4,196.87	-16.31%	100.0%	4,921	-293	161	51.89%	-3.40pct
分品牌								
PEACEBIRD 女装	1,656.43	-22.51%	39.5%	1,929	-99	134	53.22%	-5.50pct
PEACEBIRD 男装	1,336.63	-8.25%	31.8%	1,482	-91	114	53.47%	-1.63pct
LEDIN 少女装	527.47	-18.83%	12.6%	643	-47	-69	47.04%	-4.92pct
Mini Peace 童装	537.15	-10.50%	12.8%	806	-5	51	52.97%	+0.36pct
其他	110.06	-22.16%	2.6%	61	-51	-69	40.09%	-2.52pct
分渠道								
线上	1,381.97	-10.74%	32.9%	/	/	/	43.89%	-0.13pct
线下	2,785.77	-18.96%	66.4%	4,921	-293	161	56.24%	-4.56pct
其中：直营	1,876.34	-21.33%	44.7%	1,503	-113	-86	64.24%	-2.92pct
加盟	909.43	-13.59%	21.7%	3,418	-180	247	39.73%	-6.65pct

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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	6,735	7,103	7,713	营业收入	10,921	10,756	12,081	13,522
货币资金及交易性金融资产	3,204	2,814	2,780	2,938	营业成本(含金融类)	5,140	5,150	5,707	6,343
经营性应收款项	893	884	989	1,104	税金及附加	59	54	60	68
存货	2,540	2,545	2,820	3,134	销售费用	3,949	4,248	4,688	5,246
合同资产	0	0	0	0	管理费用	709	774	846	947
其他流动资产	496	493	514	537	研发费用	152	140	157	176
非流动资产	3,062	3,877	4,628	5,314	财务费用	68	80	85	86
长期股权投资	9	9	9	9	加:其他收益	204	376	423	473
固定资产及使用权资产	2,240	3,057	3,809	4,498	投资净收益	38	54	60	68
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	-100	-100	-100
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	5	-5	-6	-7
长期待摊费用	212	212	212	212	营业利润	988	634	916	1,090
其他非流动资产	381	381	381	381	营业外净收支	-38	-32	-32	-32
资产总计	10,194	10,612	11,730	13,027	利润总额	949	602	884	1,058
流动负债	4,656	4,528	4,893	5,307	减:所得税	273	156	230	275
短期借款及一年内到期的非流动负债	591	591	591	591	净利润	677	445	654	783
经营性应付款项	2,468	2,472	2,740	3,045	减:少数股东损益	-1	0	-1	-1
合同负债	171	171	190	211	归属母公司净利润	677	446	655	784
其他流动负债	1,427	1,294	1,373	1,460					
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	0.93	1.37	1.64
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	721	721	721	721	EBIT	1,008	389	623	742
租赁负债	434	434	434	434	EBITDA	1,725	1,194	1,493	1,676
其他非流动负债	114	114	114	114					
负债合计	5,924	5,797	6,161	6,575	毛利率(%)	52.93	52.12	52.76	53.09
归属母公司股东权益	4,268	4,813	5,568	6,452	归母净利率(%)	6.20	4.14	5.42	5.80
少数股东权益	2	2	1	0					
所有者权益合计	4,270	4,815	5,569	6,452	收入增长率(%)	16.34	-1.51	12.33	11.92
负债和股东权益	10,194	10,612	11,730	13,027	归母净利润增长率(%)	-4.99	-34.20	46.89	19.75

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	1,305	1,656	1,840	每股净资产(元)	8.82	9.96	11.54	13.40
投资活动现金流	-484	-1,704	-1,698	-1,691	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(%)	13.80	4.58	6.65	7.08
现金净增加额	523	-491	-134	58	ROE-摊薄(%)	15.87	9.26	11.76	12.15
折旧和摊销	718	805	869	933	资产负债率(%)	58.11	54.63	52.52	50.47
资本开支	-329	-1,657	-1,658	-1,659	P/E (现价&最新股本摊薄)	12.83	19.49	13.27	11.08
营运资本变动	-261	9	-94	-103	P/B (现价)	2.07	1.83	1.58	1.36

数据来源:Wind,东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

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>