

太平鸟 (603877.SH)

经营环境承压，二季度收入下滑 26%

增持

核心观点

上半年收入下滑 16%，折扣加深、固定费用率提升致净利润下滑 68%。2022 1H 公司收入 42 亿元，-16.3%，净利润-68%至 1.3 亿元，主要由于疫情封控和去年高基数，其中女装/男装/乐町/童装收入同比-23%/-8%/-19%/-11%，直营/加盟/线上收入同比-21%/-14%/-11%，直营/加盟比年初净关 113/180 门店。上半年毛利率-3.4 个百分点至 51.9%，直营/加盟/线上毛利率-3/-6.7/-0.1 个百分点至 64.2%/39.7%/43.9%，由零售折扣加深和加盟渠道销售老货占比提升所致。上半年费用率合计+3.3 个百分点至 49.1%，主要由于公司直营占比较高，门店租金和员工薪酬支出相对固定，收入下滑令固定费用率有所提升。净利率-5.0 个百分点至 3.2%。存货周转同比+22 天至 208 天，而存货金额减少 2.4 亿元，上半年末，1 年内库存占比较年初下降 4.8 个百分点至 63.8%。

二季度收入下滑 26%，净利润亏损。2022 Q2 公司收入 17.3 亿元，-26.1%，净利润亏损 0.6 亿元（去年 Q2 盈利 1.3 亿元），直营/加盟/线上收入同比-32%/-25%/-19%。毛利率-6.0 个百分点至 48.6%，其中直营/加盟/线上同比-3.6/-11.6/-2.9 个百分点至 64.1%/31.2%/43.7%，费用率合计+6.3 百分点。

近期零售端仍有压力，期待商品优化，双 11 和冬装旺季发力。去年下半年以来公司经营表现低迷，除了有疫情封控的因素外，还有商品本身的问题，2020 年公司男装商品加入运动和潮酷元素、重新梳理明确童装中高端定位后，男装和童装持续有相对较好的表现，我们期待女装商品调整优化到位后重新迎来消费者的喜爱。对于 2022 年，管理层仍未调整全年增长目标，并为双 11 和冬装做好准备，旺季发力有望带动业绩大幅反弹。同时公司持续推进“加盟拓店，直营提效”改革措施，下半年预计净开较多加盟店。

风险提示：疫情反复、渠道改革不及预期、品牌形象受损、系统性风险。

投资建议：期待旺季发力，看好中长期成长潜力，下调至“增持”评级。2022 1H 受到疫情和高基数影响，公司业绩承压。考虑到加盟商订货信心仍然较好，且库存压力相对较小，我们期待四季度旺季发力带动业绩反弹。从中长期看，公司推进“加盟拓店，直营提效”的渠道改革措施有望令净利率逐步优化。由于二季度业绩低于原预期，小幅下调盈利预测，预计公司 2022-2024 年净利润分别为 5.8/7.7/9.5 亿元（原 6.6/8.4/10.1 亿元），同比-14%/32%/23%，下调合理估值至 19.6~20.8 元（原 24.5~26.3 元），对应 2022 年 16~17x PE，考虑到近期公司零售端仍然承压，下调至“增持”评级（原为“买入”评级）。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,387	10,921	10,555	12,125	13,737
(+/-%)	18.4%	16.3%	-3.4%	14.9%	13.3%
净利润(百万元)	713	677	584	772	946
(+/-%)	29.2%	-5.0%	-13.8%	32.2%	22.5%
每股收益(元)	1.50	1.42	1.23	1.62	1.98
EBIT Margin	9.6%	8.4%	7.0%	8.2%	8.9%
净资产收益率 (ROE)	18.3%	15.9%	12.8%	15.6%	17.5%
市盈率 (PE)	12.3	13.0	15.0	11.4	9.3
EV/EBITDA	13.5	14.3	16.4	13.1	11.2
市净率 (PB)	2.3	2.1	1.9	1.8	1.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁

联系人：关竣尹

0755-81981391

0755-81982834

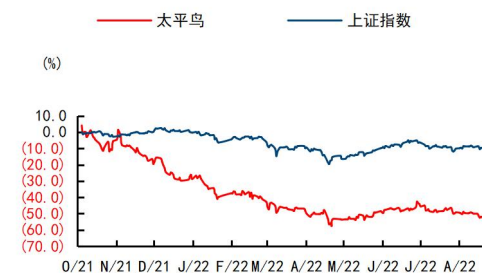
dingshijie@guosen.com.cn ganguanjunyin@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	增持(下调)
合理估值	19.60 - 20.80 元
收盘价	18.22 元
总市值/流通市值	8691/8582 百万元
52 周最高价/最低价	48.20/16.10 元
近 3 个月日均成交额	47.40 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《太平鸟 (603877.SH) - 经营环境承压，2022 二季度业绩预计亏损 5700 万元》——2022-07-17

《太平鸟 (603877.SH) - 经营环境承压，2022 年一季度收入下滑 8%》——2022-04-29

《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

图1：公司半年度营业收入及增速（亿元，%）



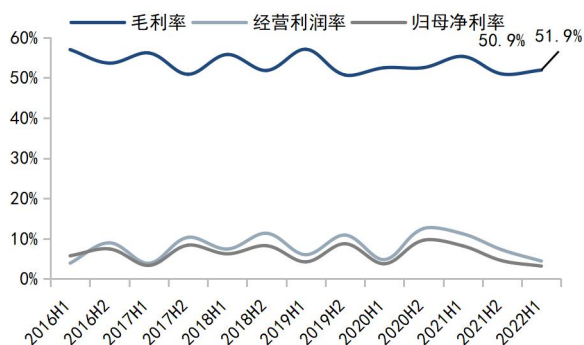
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司半年度净利润和增长（亿元，%）



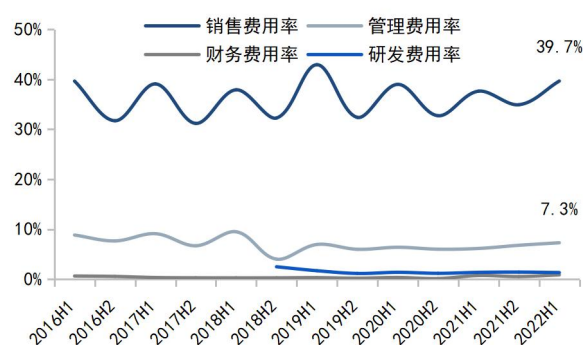
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司半年度利润率（%）



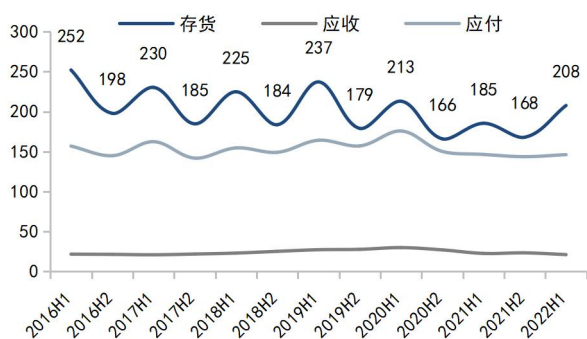
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司半年度费用率变动（%）



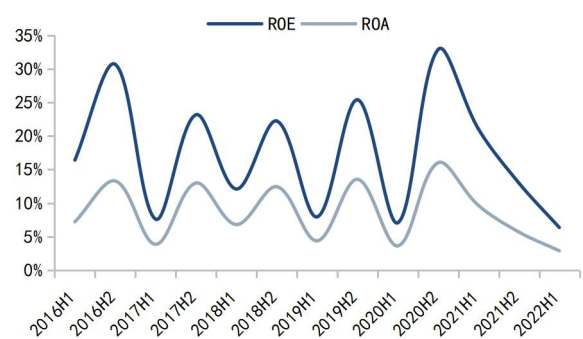
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司半年度营运资金周转（天）



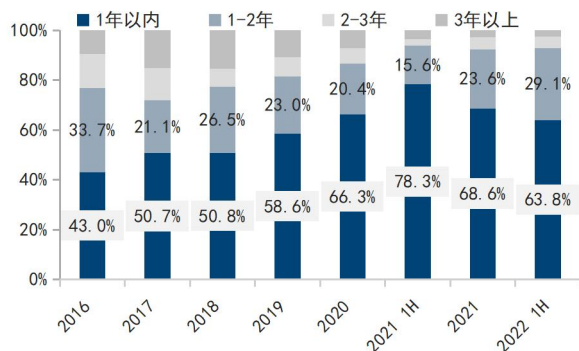
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司半年度盈利能力



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司库龄结构



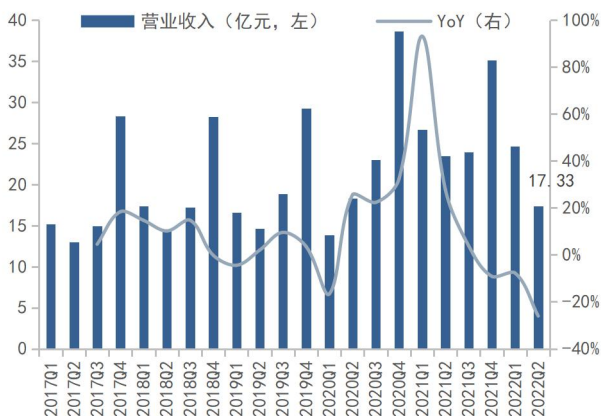
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司存货跌价准备期末余额（百万元）



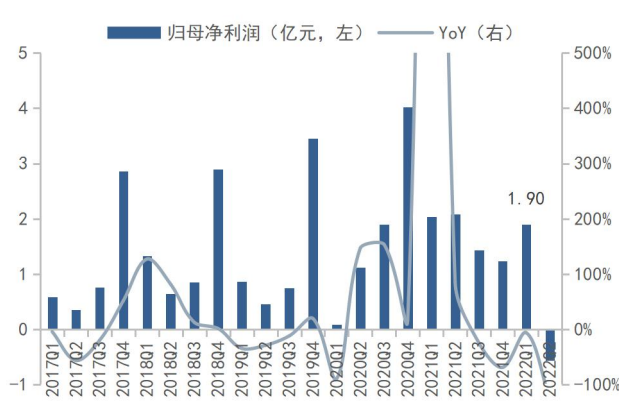
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司分季度收入及增速（亿元，%）



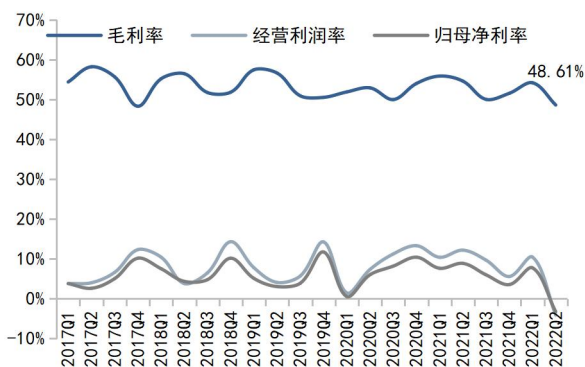
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司分季度净利润及增速（亿元，%）



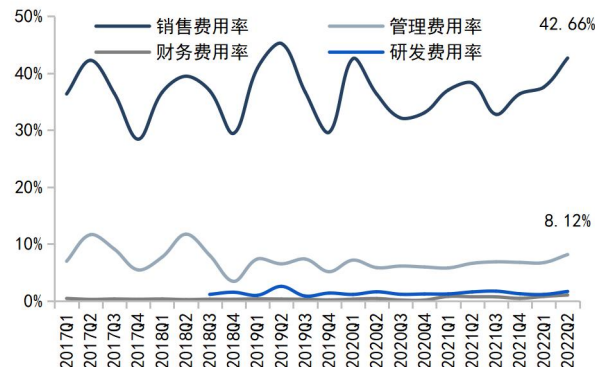
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：公司分季度利润率水平（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：公司分季度费用率水平（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：期待旺季发力，看好中长期成长潜力，下调至“增持”评级

2022 1H 受到疫情和高基数影响，公司业绩承压。考虑到加盟商订货信心仍然较好，且库存压力相对较小，我们期待四季度旺季发力带动业绩反弹。从中长期看，公司推进“加盟拓店，直营提效”的渠道改革措施有望令净利率逐步优化。由于二季度业绩低于原预期，小幅下调盈利预测，预计公司 2022-2024 年净利润分别为 5.8/7.7/9.5 亿元（原 6.6/8.4/10.1 亿元），同比-14%/32%/23%，下调合理估值 19.6~20.8 元（原 24.5~26.3 元），对应 2022 年 16~17x PE，考虑到近期公司零售端仍然承压，下调至“增持”评级（原为“买入”评级）。

表1：盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,387	10,921	10,555	12,125	13,737
(+/-%)	18.4%	16.3%	-3.4%	14.9%	13.3%
净利润(百万元)	713	677	584	772	946
(+/-%)	29.2%	-5.0%	-13.7%	32.2%	22.5%
每股收益(元)	1.50	1.42	1.23	1.62	1.98
EBIT Margin	9.6%	8.4%	7.0%	8.2%	8.9%
净资产收益率(ROE)	18.3%	15.9%	12.8%	15.6%	17.5%
市盈率(PE)	12.3	13.0	15.0	11.4	9.3
EV/EBITDA	13.5	14.3	16.4	13.1	11.2
市净率(PB)	2.3	2.1	1.9	1.8	1.6

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 人民币	2021	EPS 2022E	2023E	2024E	2021	PE 2022E	2023E	2024E	总市值 人民币亿元
603877	太平鸟	增持	18.22	1.42	1.23	1.62	1.98	12.8	14.8	11.3	9.2	87.8
同类公司												
002832	比音勒芬	买入	21.77	1.13	1.39	1.71	2.03	19.2	15.7	12.7	10.7	125.1
002563	森马服饰	买入	5.19	0.55	0.34	0.56	0.62	9.4	15.3	9.3	8.4	139.8
603808	歌力思	增持	9.11	0.82	0.57	1.09	1.28	6.8	11.1	15.9	8.4	28.2
601566	九牧王	无评级	8.00	0.34	0.48	0.66	0.66	23.5	16.6	12.1	12.2	45.6
平均值								14.7	14.7	12.5	9.9	

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测。备注：无评级的公司 EPS 预测值来自 wind 一致预期。

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	1896	2345	2839	营业收入	9387	10921	10555	12125	13737
应收款项	929	803	776	892	1010	营业成本	4459	5140	5145	5903	6688
存货净额	2257	2540	2423	2732	3095	营业税金及附加	61	59	69	78	88
其他流动资产	590	585	566	650	736	销售费用	3273	3949	3757	4232	4725
流动资产合计	6308	7133	7718	8676	9736	管理费用	705	876	851	928	1022
固定资产	1387	1404	1268	1360	1419	财务费用	19	68	50	45	45
无形资产及其他	180	176	169	162	155	投资收益	34	38	32	32	32
投资性房地产	666	1473	1473	1473	1473	资产减值及公允价值变动	120	(115)	(111)	(101)	(114)
长期股权投资	0	9	9	9	9	其他收入	(98)	236	208	189	213
资产总计	8541	10194	10638	11680	12793	营业利润	926	988	810	1059	1299
短期借款及交易性金融负债	493	591	571	656	743	营业外净收支	(19)	(38)	0	12	14
应付款项	2391	2468	2493	2700	2879	利润总额	906	949	810	1071	1313
其他流动负债	1662	1598	1593	1807	2030	所得税费用	200	273	227	300	368
流动负债合计	4546	4656	4657	5163	5652	少数股东损益	(6)	(1)	(1)	(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	584	772	946
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	6076	6732	7372	净利润	713	677	584	772	946
少数股东权益	3	2	2	2	1	资产减值准备	(12)	3	265	24	18
股东权益	3897	4268	4560	4946	5419	折旧摊销	93	116	166	190	216
负债和股东权益总计	8541	10194	10638	11680	12793	公允价值变动损失	(120)	115	111	101	114
						财务费用	19	68	50	45	45
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	176	(492)	600	88	4
每股收益	1.50	1.42	1.23	1.62	1.98	其它	9	(3)	(266)	(25)	(19)
每股红利	0.72	0.82	0.61	0.81	0.99	经营活动现金流	858	417	1461	1150	1279
每股净资产	8.18	8.95	9.56	10.37	11.37	资本开支	0	(5)	(400)	(400)	(400)
ROIC	27%	22%	17%	27%	33%	其它投资现金流	(575)	(189)	0	0	0
ROE	18%	16%	13%	16%	17%	投资活动现金流	(572)	(204)	(400)	(400)	(400)
毛利率	52%	53%	51%	51%	51%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	10%	8%	7%	8%	9%	负债净变化	(59)	0	0	0	0
EBITDA Margin	11%	9%	9%	10%	10%	支付股利、利息	(341)	(389)	(292)	(386)	(473)
收入增长	18%	16%	-3%	15%	13%	其它融资现金流	506	1048	(20)	85	87
净利润增长率	29%	-5%	-14%	32%	23%	融资活动现金流	(294)	270	(312)	(301)	(386)
资产负债率	54%	58%	57%	58%	58%	现金净变动	(7)	483	749	449	493
息率	3.9%	4.4%	3.3%	4.4%	5.4%	货币资金的期初余额	672	665	1148	1896	2345
P/E	12.3	13.0	15.0	11.4	9.3	货币资金的期末余额	665	1148	1896	2345	2839
P/B	2.3	2.1	1.9	1.8	1.6	企业自由现金流	0	270	898	592	698
EV/EBITDA	13.5	14.3	16.4	13.1	11.2	权益自由现金流	0	1318	842	644	753

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