

太平鸟 (603877)

2022 年三季报点评: Q3 业绩下滑有所放缓, 盈利水平偏低

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	9,026	9,955	11,278
同比	16%	-17%	10%	13%
归属母公司净利润 (百万元)	677	257	494	604
同比	-5%	-62%	92%	22%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.42	0.54	1.04	1.27
P/E (现价&最新股本摊薄)	11.01	28.97	15.10	12.34

#业绩不及预期

投资要点

■ **公司公布 2022 年三季报:** 2022 前三季度营收 62.23 亿元/yoy-16%、归母净利润 1.53 亿元/yoy-72.45%、扣非归母净利润 337 万元/yoy-99.18%。分季度看, 22Q1/Q2/Q3 营收分别同比-7.74%/-26.08%/-15.35%、归母净利润分别同比-6.44%/-127.41%/-86.53%、扣非归母净利润分别同比-40.24%/亏损/亏损。Q3 在疫情影响较 Q2 减弱环境下收入利润下滑幅度均有所收窄, 净利下滑幅度高于收入端主因疫情反复环境下毛利率下滑、费用率上升态势仍在延续, Q2-Q3 扣非归母净利润均为亏损、主因政府补贴对利润形成贡献。

■ **Q3 女装&乐町压力仍较大、男装恢复增长, 线上承压、线下渠道继续调整。** 1) **分品牌,** 22Q1-Q3 女装/男装/乐町/童装收入分别同比-22.7%/-5.3%/-22.8%/-9.4%、分别占比 40.5%/32.2%/12.3%/12.5%, 单 Q3 收入分别同比-23%/+1.3%/-30.6%/-6.8%, Q3 女装及乐町仍受风格及渠道调整、疫情封控影响较大, 男装恢复增长、主因男装货品结构更健康、品类聚焦发挥优势, 童装下滑幅度有所收窄。2) **分渠道,** 22Q1-Q3 线上/线下收入分别同比-13.5%/-17.3%、分别占比 29.8%/68.4%, 单 Q3 收入分别同比-20.8%/-13.8%, 线上下滑幅度超过线下, 主因女装及乐町线上销售不佳、男装&童装线上有小幅正增长。截至 22Q3 末共 4864 家门店 (直营 1442+加盟 3422 家)、较 21 年末净关 350 家 (直营-174&加盟-176 家), 渠道持续调整中。

■ **毛利率下滑、费用率上升, 库存管控加强。** 1) **毛利率:** 22Q1-Q3 毛利率同比-3.65pct 至 49.93%, 分季度看 22Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 54.19%/48.61%/45.88%, Q3 毛利率下降较多、主因 Q3 清理库存加大折扣。2) **期间费用率:** 22 年 Q1-Q3 期间费用率同比+2.71pct 至 47.32%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.77/+0.84/-0.02/0.12pct 至 37.82%/7.21%/1.45%/0.83%, 主因终端销售不佳、线下直营占比较高下刚性费用拉升费用率。3) **归母净利率:** 毛利率下滑、费用率上升影响下, 22Q1-Q3 归母净利率同比-5pct 至 2.45%, 单 Q3 同比-5pct 至 0.95%, 净利润率水平较低。4) **存货:** 截至 22Q3 末存货 23.96 亿元/yoy-14.96%, 存货周转天数同比缩短 15 天至 208 天, 主因公司下调新品期货比例、加大清库力度。5) **现金流:** 22Q1-Q3 经营活动净现金流-1.69 亿元, 主因终端销售不佳收到现金减少。截至 22Q3 末公司账上资金 7.78 亿元。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司聚焦时尚服饰行业, 21H2 以来受旗下品牌经营策略调整、费用投放激进及疫情反复等因素影响, 业绩持续下滑。22Q3 收入利润下滑幅度较 Q2 有所收窄、净利率改善但仍偏低, 公司加大库存管控力度、Q3 库存情况有所好转。9 月以来国内疫情反复、封控升温, 公司经营仍面临较大挑战、10 月终端零售额下滑 20%+。考虑疫情影响及 21Q4 受费用拖累净利基数较低、22Q4 净利率水平有望环比回升, 我们将 22-24 年归母净利润从 4.46/6.55/7.84 亿元下调为 2.57/4.94/6.04 亿元, EPS 分别为 0.54/1.04/1.27 元/股, 对应 PE 分别为 29/15/12X, 维持“增持”评级。

■ **风险提示:** 疫情反复, 品牌调整效果不及预期。

2022 年 10 月 29 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

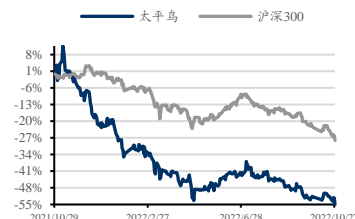
lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.64
一年最低/最高价	15.58/40.85
市净率(倍)	1.85
流通 A 股市值(百万元)	7,369.61
总市值(百万元)	7,451.65

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.47
资产负债率(% LF)	51.70
总股本(百万股)	476.45
流通 A 股(百万股)	471.20

相关研究

《太平鸟(603877): 2022 年中报点评: 疫情加重业绩压力, 期待逐步改善》

2022-08-31

《太平鸟(603877): Q1 业绩承压, 期待费用控制显效》

2022-04-29

太平鸟三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7,133	6,110	6,112	6,512	营业总收入	10,921	9,026	9,955	11,278
货币资金及交易性金融资产	3,204	2,676	2,486	2,468	营业成本(含金融类)	5,140	4,488	4,715	5,304
经营性应收款项	893	750	815	922	税金及附加	59	68	75	85
存货	2,540	2,218	2,330	2,621	销售费用	3,949	3,430	3,783	4,286
合同资产	0	0	0	0	管理费用	709	650	697	789
其他流动资产	496	466	481	501	研发费用	152	135	129	147
非流动资产	3,062	3,877	4,628	5,314	财务费用	68	80	86	89
长期股权投资	9	9	9	9	加:其他收益	204	244	269	305
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	50	56
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	-5	-6
长期待摊费用	212	212	212	212	营业利润	988	359	683	834
其他非流动资产	381	381	381	381	营业外净收支	-38	-7	-7	-7
资产总计	10,194	9,986	10,740	11,826	利润总额	949	352	676	827
流动负债	4,656	4,091	4,251	4,633	减:所得税	273	95	182	223
短期借款及一年内到期的非流动负债	591	591	591	591	净利润	677	257	493	604
经营性应付款项	2,468	2,154	2,264	2,546	减:少数股东损益	-1	0	0	-1
合同负债	171	149	157	176	归属母公司净利润	677	257	494	604
其他流动负债	1,427	1,197	1,240	1,320	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.42	0.54	1.04	1.27
非流动负债	1,268	1,268	1,268	1,268	EBIT	1,008	255	556	668
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,725	1,060	1,425	1,601
应付债券	721	721	721	721	毛利率(%)	52.93	50.28	52.63	52.97
租赁负债	434	434	434	434	归母净利率(%)	6.20	2.85	4.96	5.36
其他非流动负债	114	114	114	114	收入增长率(%)	16.34	-17.35	10.29	13.29
负债合计	5,924	5,359	5,519	5,902	归母净利润增长率(%)	-4.99	-62.00	91.87	22.36
归属母公司股东权益	4,268	4,625	5,219	5,923					
少数股东权益	2	2	2	1					
所有者权益合计	4,270	4,627	5,221	5,924					
负债和股东权益	10,194	9,986	10,740	11,826					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,300	1,150	1,484	1,649	每股净资产(元)	8.82	9.57	10.81	12.29
投资活动现金流	-484	-1,686	-1,682	-1,676	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	3.01	6.08	6.66
现金净增加额	523	-628	-290	-118	ROE-摊薄(%)	15.87	5.56	9.46	10.20
折旧和摊销	718	805	869	933	资产负债率(%)	58.11	53.66	51.39	49.91
资本开支	-329	-1,632	-1,632	-1,633	P/E (现价&最新股本摊薄)	11.01	28.97	15.10	12.34
营运资本变动	-261	130	-61	-95	P/B (现价)	1.77	1.63	1.45	1.27

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>