

公司研究 | 点评报告 | 太平鸟 (603877.SH)

# 太平鸟 2022Q3 点评：盈利延续弱势，静待零售企稳

## 报告要点

公司发布 2022 三季报：Q1-Q3 实现营收、归母、扣非 62.23、1.53、0.03 亿元，同比变动-16%、-72.5%、-99.2%。其中单 Q3 实现营收、归母、扣非 20.27、0.19、-0.02 亿元，同比变动-15.4%、-86.5%、-101.6%。

## 分析师及联系人



于旭辉

SAC: S0490518020002



魏杏梓

太平鸟 (603877.SH)

2022-11-02

# 太平鸟 2022Q3 点评：盈利延续弱势，静待零售企稳

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

## 事件描述

公司发布 2022 三季报：Q1-Q3 实现营收、归母、扣非 62.23、1.53、0.03 亿元，同比变动-16%、-72.5%、-99.2%。其中单 Q3 实现营收、归母、扣非 20.27、0.19、-0.02 亿元，同比变动-15.4%、-86.5%、-101.6%。

## 事件评论

- 女装表现弱，男装韧性较强。1) 分品牌：**Q3 PB 女装/乐町收入-23%/-31%，毛利率-4.1/+1.6pct，主品牌女装收入&毛利率大幅下滑拖累业绩表现，预计主要与其受零售环境影响更为显著、活动力度加大有关，乐町产品风格仍处调整期。Q3 PB 男装/童装收入+1%/-7%，毛利率-5/-4pct，弱市下童装收入&毛利率环比 Q2 下滑，未能延续前期恢复态势，男装收入表现相对具有韧性；**2) 分渠道：**收入，Q3 线上-21%，毛利率-8pct，预计主因线上加大折扣去库。直营-16%，直营延续净关店，Q3 净关 174 家，相较 Q2 净关 87 家明显扩大。加盟受零售弱市影响开店意愿、弱盈利抗风险能力低加盟商退出明显，Q3 仍延续净关店 176 家，关店力度明显加大，但 Q3 开店 411 家延续提速（Q1/Q2 加盟开店 72/139 家），受关店及加盟商提货意愿显著下降影响，Q3 加盟收入-13%。毛利率，直营/加盟毛利率+0.5/-5.2pct，加盟毛利率显著下滑主因老货占比提升。
- 毛利率下滑叠加负向经营杠杆下销售费用率上升，业绩表现低迷。**去库背景下折扣加深、加盟渠道老货占比提升等拖累下 Q3 毛利率-4pct 至 45.9%。费用率方面，负向经营杠杆拖累销售费用率+1.3pct，其余费用率在合理控制下相对维稳，毛利率下滑叠加销售费用率上升拖累公司净利率-5pct 至 0.9%。2022Q3 公司存货 24 亿元，同比-15%/环比 Q2+13%，零售弱市下库存规模较 Q2 仍有上升，终端动销偏弱下存货周转率下降 0.1 至 1.26。
- 短期来看，终端零售需求偏弱叠加公司费用投放相对刚性&积极下，公司业绩大幅下滑，预计 Q4 去库主线下盈利仍弱；长期来看，公司持续推进品牌时尚化、渠道结构优化、商品快反能力精进等各项变革，并于 2019 年以来推动内部管理体系及组织架构变革、商品新鲜度管理、超额奖励、数字化改革等，初见成效。预计伴随零售环境转好，公司商品企划优化叠加控费之下，重启成长可期。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.1/4.2/5.3 亿元，对应 PE 为 25/18/15X，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 1、门店拓展不及预期；
- 2、零售环境波动；
- 3、行业竞争加剧；
- 4、费用投放乐观。

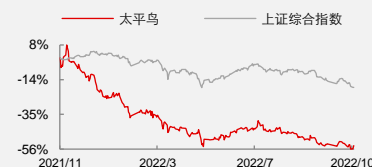
请阅读最后评级说明和重要声明

## 公司基础数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 当前股价(元)       | 16.40       |
| 总股本(万股)       | 47,645      |
| 流通A股/B股(万股)   | 47,120/0    |
| 资产负债率         | 51.70%      |
| 每股净资产(元)      | 8.47        |
| 市盈率(当前)       | 28.31       |
| 市净率(当前)       | 1.90        |
| 近12月最高/最低价(元) | 40.85/15.37 |

注：股价为 2022 年 11 月 1 日收盘价

## 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

## 相关研究

- 《太平鸟 2022 中报点评：主品牌表现较弱，静待业绩改善》2022-09-05
- 《太平鸟 2022Q1 点评：女装拖累业绩表现，男、童装仍处较优发展态势》2022-04-30
- 《太平鸟 2021 年报点评：弱市及重费用投放拖累业绩表现，零售企稳下改革龙头重启成长可期》2022-03-30


 更多研报请访问  
长江研究小程序

## 财务报表及预测指标

| 利润表 (百万元)               |              |             |              |              | 资产负债表 (百万元)    |              |              |              |              |
|-------------------------|--------------|-------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                         | 2021A        | 2022E       | 2023E        | 2024E        |                | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
| <b>营业总收入</b>            | <b>10921</b> | <b>8983</b> | <b>10924</b> | <b>12446</b> | 货币资金           | 1148         | 1442         | 2002         | 2660         |
| 营业成本                    | 5140         | 4514        | 5453         | 6282         | 交易性金融资产        | 2057         | 2157         | 2157         | 2157         |
| <b>毛利</b>               | <b>5780</b>  | <b>4469</b> | <b>5471</b>  | <b>6164</b>  | 应收账款           | 632          | 738          | 838          | 904          |
| %营业收入                   | 53%          | 50%         | 50%          | 50%          | 存货             | 2540         | 1963         | 2351         | 2708         |
| 营业税金及附加                 | 59           | 57          | 67           | 78           | 预付账款           | 261          | 384          | 401          | 486          |
| %营业收入                   | 1%           | 1%          | 1%           | 1%           | 其他流动资产         | 496          | 325          | 325          | 325          |
| 销售费用                    | 3949         | 3255        | 3937         | 4390         | <b>流动资产合计</b>  | <b>7133</b>  | <b>7008</b>  | <b>8073</b>  | <b>9239</b>  |
| %营业收入                   | 36%          | 36%         | 36%          | 35%          | 长期股权投资         | 9            | 9            | 9            | 9            |
| 管理费用                    | 709          | 660         | 773          | 837          | 投资性房地产         | 0            | 0            | 0            | 0            |
| %营业收入                   | 6%           | 7%          | 7%           | 7%           | 固定资产合计         | 1360         | 1309         | 1271         | 1226         |
| 研发费用                    | 152          | 111         | 135          | 154          | 无形资产           | 176          | 171          | 167          | 163          |
| %营业收入                   | 1%           | 1%          | 1%           | 1%           | 商誉             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 财务费用                    | 68           | 65          | 67           | 80           | 递延所得税资产        | 367          | 367          | 367          | 367          |
| %营业收入                   | 1%           | 1%          | 1%           | 1%           | 其他非流动资产        | 1149         | 1149         | 1149         | 1149         |
| 加: 资产减值损失               | -120         | -112        | -186         | -152         | <b>资产总计</b>    | <b>10194</b> | <b>10014</b> | <b>11037</b> | <b>12153</b> |
| 信用减值损失                  | 11           | 0           | 0            | 0            | 短期贷款           | 198          | 0            | 0            | 0            |
| 公允价值变动收益                | 5            | 0           | 0            | 0            | 应付款项           | 2081         | 1900         | 2266         | 2622         |
| 投资收益                    | 38           | 31          | 38           | 44           | 预收账款           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>营业利润</b>             | <b>988</b>   | <b>420</b>  | <b>562</b>   | <b>703</b>   | 应付职工薪酬         | 367          | 360          | 420          | 489          |
| %营业收入                   | 9%           | 5%          | 5%           | 6%           | 应交税费           | 319          | 307          | 355          | 411          |
| 营业外收支                   | -38          | -20         | 0            | 0            | 其他流动负债         | 1692         | 1598         | 1725         | 1833         |
| <b>利润总额</b>             | <b>949</b>   | <b>400</b>  | <b>562</b>   | <b>703</b>   | <b>流动负债合计</b>  | <b>4656</b>  | <b>4165</b>  | <b>4766</b>  | <b>5355</b>  |
| %营业收入                   | 9%           | 4%          | 5%           | 6%           | 长期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 所得税费用                   | 273          | 89          | 140          | 176          | 应付债券           | 721          | 721          | 721          | 721          |
| 净利润                     | 677          | 311         | 421          | 527          | 递延所得税负债        | 22           | 22           | 22           | 22           |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b>    | <b>677</b>   | <b>312</b>  | <b>423</b>   | <b>530</b>   | 其他非流动负债        | 525          | 525          | 525          | 525          |
| 少数股东损益                  | -1           | -2          | -2           | -3           | <b>负债合计</b>    | <b>5924</b>  | <b>5433</b>  | <b>6035</b>  | <b>6624</b>  |
| <b>EPS (元)</b>          | <b>1.42</b>  | <b>0.66</b> | <b>0.89</b>  | <b>1.11</b>  | 归属于母公司所有者权益    | 4268         | 4580         | 5003         | 5533         |
|                         |              |             |              |              | 少数股东权益         | 2            | 1            | -1           | -4           |
| <b>现金流量表 (百万元)</b>      |              |             |              |              | <b>股东权益</b>    | <b>4270</b>  | <b>4581</b>  | <b>5002</b>  | <b>5529</b>  |
|                         | 2021A        | 2022E       | 2023E        | 2024E        | <b>负债及股东权益</b> | <b>10194</b> | <b>10014</b> | <b>11037</b> | <b>12153</b> |
| <b>经营活动现金流净额</b>        | <b>1300</b>  | <b>647</b>  | <b>601</b>   | <b>686</b>   |                |              |              |              |              |
| 取得投资收益收回现金              | 39           | 31          | 38           | 44           | <b>基本指标</b>    |              |              |              |              |
| 长期股权投资                  | -9           | 0           | 0            | 0            | 2021A          | 2022E        | 2023E        | 2024E        |              |
| 资本性支出                   | 32           | -24         | -40          | -32          | 每股收益           | 1.42         | 0.66         | 0.89         | 1.11         |
| 其他                      | -545         | -120        | 0            | 0            | 每股经营现金流        | 2.73         | 1.36         | 1.26         | 1.44         |
| <b>投资活动现金流净额</b>        | <b>-484</b>  | <b>-112</b> | <b>-2</b>    | <b>12</b>    | 市盈率            | 19.61        | 25.01        | 18.46        | 14.75        |
| 债券融资                    | 0            | 0           | 0            | 0            | 市净率            | 3.11         | 1.71         | 1.56         | 1.41         |
| 股权融资                    | 0            | 0           | 0            | 0            | EV/EBITDA      | 8.52         | 17.04        | 11.49        | 8.53         |
| 银行贷款增加(减少)              | 1027         | -198        | 0            | 0            | 总资产收益率         | 6.6%         | 3.1%         | 3.8%         | 4.4%         |
| 筹资成本                    | -389         | -43         | -40          | -40          | 净资产收益率         | 15.9%        | 6.8%         | 8.5%         | 9.6%         |
| 其他                      | -931         | 0           | 0            | 0            | 净利率            | 6.2%         | 3.5%         | 3.9%         | 4.3%         |
| <b>筹资活动现金流净额</b>        | <b>-293</b>  | <b>-241</b> | <b>-40</b>   | <b>-40</b>   | 资产负债率          | 58.1%        | 54.3%        | 54.7%        | 54.5%        |
| <b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b> | <b>523</b>   | <b>295</b>  | <b>559</b>   | <b>658</b>   | 总资产周转率         | 1.07         | 0.90         | 0.99         | 1.02         |

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 投资评级说明

|       |   |
|-------|---|
| 行业评级  | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：  |
| 看好    | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数   |
| 中性    | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平  |
| 看淡    | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数   |
| 公司评级  | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：      |
| 买入    | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%                                     |
| 增持    | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间                                 |
| 中性    | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间                                  |
| 减持    | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%                                      |
| 无投资评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层  
P.C / (200122)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430015)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情形内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。