

## 太平鸟 (603877.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 架构调整降本增效,经营流水改善在即

## 业绩简评

公司1月29日发布22年度业绩预减公告,全年预计实现归母净利润约1.95亿元,同比减少约71%;预计扣非净利润约-0.14亿元,同比减少约103%。

## 经营分析

**Q4客流锐减导致公司短期流水、盈利承压。**11月以来先后受到疫情防控政策调整、放开后感染人数上升等因素影响,服饰零售客流量预计下滑幅度达40%以上;截至3Q22末公司直营/加盟门店数分别达1442/3422家,且Q1~3线下合计贡献70.2%营收,因此我们预计公司Q4因疫情闭店或客流锐减的受损程度较大。另外,由于公司直营占比较高,店铺租金、员工薪资等费用偏刚性,叠加动销放缓盈利有所承压,公司4Q22预计实现归母净利0.42亿元,同比减少约65.9%。

**组织架构调整为三大职能中心,促进品牌间协同与效率提升。**公司于22年底取消原六大独立事业部+线上运营平台,调整为产品研发中心、供应链管理中心、零售运营中心三大职能中心,共同负责各品牌的设计、渠道、营销、供应链管理等工作,降本增效的同时提升品牌间协同,促进集团整体运营效率提升。

**展望:动销好转叠加低基数效应下,进入Q2收入、利润端有望迎来双重改善。**2023年1月以来随着线下客流逐渐修复,公司终端零售流水预计基本持平~微增;考虑到截至3Q22末公司库龄1年以上老货占比40%以上,清库存节奏下预计短期折扣及毛利率仍有所承压。随着库存积压问题逐渐解决、组织架构调整显效,叠加2Q23流水进入低基数区间,收入、利润端有望迎来双重改善。

## 盈利预测与评级

22年受到外因扰动各品牌销售均有所承压,但公司正积极通过组织架构调整、数字化转型等方式发挥品牌间协同效应,提高运营效率;随着23年疫情压制因素解除、品牌调整显效,销售有望明显改善。我们预计22~24年公司归母净利分别为1.95/5.11/7.24亿元,对应PE为46/18/12倍,维持“买入”评级。

## 风险提示

疫情影响人数上升导致客流修复不及预期、开店不及预期、库存积压等。

## 纺服免税组

分析师: 杨欣 (执业S1130522080010)  
yangxin1@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 18.77元

## 相关报告:

- 《业绩持续承压,静待逐季修复-太平鸟22年三季报点评》,2022.10.28
- 《受疫情拖累明显,期待全年业绩改善-太平鸟22中报点评》,2022.8.30
- 《业绩持续承压,静待H2消费复苏-太平鸟1H22业绩预告点评》,2022.7.15



## 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,387	10,921	8,681	10,005	11,357
营业收入增长率	18.41%	16.34%	-20.51%	15.26%	13.51%
归母净利润(百万元)	713	677	195	511	724
归母净利润增长率	29.24%	-4.99%	-71.17%	161.87%	41.50%
摊薄每股收益(元)	1.495	1.421	0.410	1.073	1.518
每股经营性现金流净额	2.42	2.73	-0.07	2.16	2.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.29%	15.87%	4.47%	11.12%	14.50%
P/E	20.06	19.62	45.82	17.50	12.37
P/B	3.67	3.11	2.05	1.95	1.79

来源:公司年报、国金证券研究所

## 附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	7,928	9,387	10,921	8,681	10,005	11,357
增长率	18.4%	16.3%	-20.5%	15.3%	13.5%	
主营业务成本	-3,711	-4,459	-5,140	-4,511	-4,955	-5,485
%销售收入	46.8%	47.5%	47.1%	52.0%	49.5%	48.3%
毛利	4,217	4,928	5,780	4,169	5,050	5,871
%销售收入	53.2%	52.5%	52.9%	48.0%	50.5%	51.7%
营业税金及附加	-51	-61	-59	-52	-60	-68
%销售收入	0.6%	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-2,896	-3,273	-3,949	-3,168	-3,632	-4,100
%销售收入	36.5%	34.9%	36.2%	36.5%	36.3%	36.1%
管理费用	-504	-575	-709	-564	-610	-702
%销售收入	6.4%	6.1%	6.5%	6.5%	6.1%	6.2%
研发费用	-108	-116	-152	-122	-150	-170
%销售收入	1.4%	1.2%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	658	902	912	263	598	831
%销售收入	8.3%	9.6%	8.4%	3.0%	6.0%	7.3%
财务费用	-19	-19	-68	-65	-71	-52
%销售收入	0.2%	0.2%	0.6%	0.8%	0.7%	0.5%
资产减值损失	-130	-127	-109	-48	1	-3
公允价值变动收益	6	2	5	5	6	6
投资收益	29	34	38	10	33	35
%税前利润	4.2%	3.7%	4.0%	3.9%	4.8%	3.6%
营业利润	711	926	988	265	696	967
营业利润率	9.0%	9.9%	9.0%	3.0%	7.0%	8.5%
营业外收支	-2	-19	-38	-10	-10	4
税前利润	709	906	949	255	686	971
利润率	8.9%	9.7%	8.7%	2.9%	6.9%	8.5%
所得税	-166	-200	-273	-64	-172	-243
所得税率	23.4%	22.0%	28.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	543	707	677	191	515	728
少数股东损益	-8	-6	-1	-4	3	4
归属母公司净利润	552	713	677	195	511	724
净利率	7.0%	7.6%	6.2%	2.2%	5.1%	6.4%

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	672	665	1,148	583	658	740
应收账款	768	930	803	723	847	977
存货	1,855	2,257	2,540	2,374	2,328	2,489
其他流动资产	1,670	2,457	2,642	2,496	2,519	2,547
流动资产	4,964	6,308	7,133	6,176	6,353	6,753
%总资产	70.8%	73.9%	70.0%	68.6%	68.7%	69.6%
长期投资	3	0	9	9	9	9
固定资产	1,337	1,387	1,404	1,477	1,540	1,592
%总资产	19.1%	16.2%	13.8%	16.4%	16.6%	16.4%
无形资产	362	407	387	500	554	600
非流动资产	2,051	2,234	3,062	2,822	2,897	2,956
%总资产	29.2%	26.1%	30.0%	31.4%	31.3%	30.4%
<b>资产总计</b>	<b>7,015</b>	<b>8,541</b>	<b>10,194</b>	<b>8,998</b>	<b>9,250</b>	<b>9,709</b>
短期借款	396	493	591	760	525	286
应付款项	2,049	2,447	2,596	2,171	2,318	2,522
其他流动负债	902	1,606	1,469	659	856	1,018
流动负债	3,347	4,546	4,656	3,590	3,699	3,826
长期贷款	59	0	0	0	0	0
其他长期负债	93	95	1,268	1,036	950	887
负债	3,499	4,641	5,924	4,626	4,649	4,713
<b>普通股股东权益</b>	<b>3,514</b>	<b>3,897</b>	<b>4,268</b>	<b>4,374</b>	<b>4,599</b>	<b>4,990</b>
其中：股本	479	477	477	476	476	476
未分配利润	1,552	1,899	2,199	2,299	2,525	2,916
少数股东权益	1	3	2	-2	2	6
<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,015</b>	<b>8,541</b>	<b>10,194</b>	<b>8,998</b>	<b>9,250</b>	<b>9,709</b>

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.152	1.495	1.421	0.410	1.073	1.518
每股净资产	7.339	8.175	8.952	9.174	9.648	10.467
每股经营现金净流	1.813	2.421	2.727	-0.072	2.161	2.162
每股股利	0.700	0.800	0.600	0.200	0.600	0.700
<b>回报率</b>						
净资产收益率	15.69%	18.29%	15.87%	4.47%	11.12%	14.50%
总资产收益率	7.86%	8.35%	6.64%	2.17%	5.53%	7.45%
投入资本收益率	12.70%	16.01%	11.61%	3.37%	7.67%	10.39%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	2.80%	18.41%	16.34%	-20.51%	15.26%	13.51%
EBIT增长率	-17.10%	37.02%	1.17%	-71.16%	127.12%	39.12%
净利润增长率	-3.50%	29.24%	-4.99%	-71.17%	161.87%	41.50%
总资产增长率	5.67%	21.76%	19.35%	-11.74%	2.80%	4.96%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	28.0	27.3	23.6	25.0	25.5	26.0
存货周转天数	181.5	168.3	170.3	196.0	175.0	169.0
应付账款周转天数	159.3	152.3	145.6	144.0	139.0	136.0
固定资产周转天数	28.2	53.9	45.5	58.2	51.3	45.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-42.95%	-52.29%	-44.33%	-26.51%	-31.94%	-35.83%
EBIT利息保障倍数	34.5	47.9	13.4	4.0	8.4	15.8
资产负债率	49.88%	54.34%	58.11%	51.42%	50.26%	48.54%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期 一周内 一月内 二月内 三月内 六月内

**市场中相关报告评级比率分析说明:**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分, 为“增持”得 2 分, 为“中性”得 3 分, 为“减持”得 4 分, 之后平均计算得出最终评分, 作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照:**

1.00 =买入; 1.01~2.0=增持 ; 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

来源: 聚源数据

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-11	买入	53.67	N/A
2	2021-09-01	买入	45.00	N/A
3	2021-10-21	买入	38.39	N/A
4	2022-03-30	买入	20.35	N/A
5	2022-04-29	买入	16.74	N/A
6	2022-07-15	买入	20.13	N/A
7	2022-08-30	买入	18.41	N/A
8	2022-10-28	买入	16.59	N/A

来源: 国金证券研究所


**投资评级的说明:**

买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上;

增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%;

中性: 预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%;

减持: 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402