

太平鸟(603877)

报告日期: 2022年09月15日

上半年业绩承压，期待下半年改革成效

——太平鸟中报点评

投资要点

- 公司发布 22 年中报，上半年实现收入营业收入/归母净利润 41.97 亿元/1.33 亿元，同比下滑分别 16.4%/67.6%；单 Q2 公司实现业收入/归母净利润分别为 17.33 亿元/-1.07 亿元，同比下滑 35.1%/157.0%，受国内新冠疫情等不利因素影响，公司上半年零售业绩承压。
- 收入端：疫情之下终端零售承压，女装业务表现欠佳
 22 年上半年公司实现营业收入 41.97 亿元，同比下滑 16.4%。具体而言：
 - 1) 分渠道而言，线上渠道 22H1 实现收入 13.82 亿元 (-10.7%)；线下渠道实现收入 27.86 亿元 (-19.0%)，单 Q2 下滑 29.9%。具体而言，线下渠道分直营/加盟渠道而言，直营实现收入 18.76 亿元 (-21.3%)，主要原因系公司谨慎控制直营开店并加快低效门店关闭调整，门店数量自 21 年年末的 1616 家下滑至 1503 家 (-113 家)；加盟渠道受疫情影响拓展不及预期，实现收入 9.09 亿元 (-13.6%)，门店数量自 21 年年末 5214 家下滑至 4921 家 (-293 家)。
 - 2) 分品牌而言，PEACEBIRD 女装/PEACEBIRD 男装/LEDIN 少女装/Mini Peace 童装分别实现收入 16.56 亿元/13.37 亿元/5.27 亿元/5.37 亿元，同比分别减少 22.5%/8.3%/18.3%/10.5%，女装与乐町表现欠佳，男装和童装逐步调整向善。
- 盈利能力：毛利率承压，直营比例与刚性费用占比较高拖累利润表现
 - 1) 毛利率方面，女装业务受冲击明显，线上业务韧性明显，带动整体毛利率下滑 3.5pp 至 52.1%。分品牌而言，PEACEBIRD 女装/PEACEBIRD 男装/LEDIN 少女装/Mini Peace 童装毛利率分别为 53.2%/53.5%/47.0%/53.0%，同比下滑 5.5pp/1.6pp/4.9pp/0.4pp，女装业务受转型与疫情冲击双重影响，调整最为明显。分渠道而言，线上业务/线下业务毛利率分别为 43.9%/56.2%，同比下滑 0.1pp 与 4.6pp。面对竞争日趋激烈的线上零售环境，公司持续推进新零售渠道发展，因受女装业务影响略有影响。
 - 2) 费用端：直营比例较高、刚性支出较多拖累利润表现。22H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 39.7%/7.3%/1.3%/0.9%，合计费用率 49.1%，同比提升 3.3pp。由于公司直营比例、与刚性费用较高，叠加收入下滑对利润冲击显著，22H1 净利率下滑 5pp 至 3.2%，单 Q2 亏损。由于公司上半年接受政府补助 1.5 亿元，归母净利润表现略好于扣非净利润。
- 盈利预测与估值

22 年市场环境仍充满挑战，包括大众时尚市场持续的激烈竞争以及疫情带来的部分店铺暂停营业及物流影响，为积极应对市场变化，公司计划：

- 1) 渠道上，电商致力抖音的持续发力高速增长以及天猫的稳定运营，保持高增，线下渠道结构持续优化，上半年公司加盟门店与直营门店的比例提升至 2.3，比例有望持续提升。
- 2) 费用端，在租金优惠的谈判上更主动要求物业支持，以及对线下品牌的代言营销在内的各类费用投入更为谨慎，推进盈利能力改善；对于库存和费用成本会更加刚性的控制，
- 3) 产品开发及数字化转型持续推进，21 年已经开始与咨询机构合作，探讨商品集成研发及数字化转型可能性，新任 CTO 亦已到岗主导数字化转型工作，期待具体方案的制定及实施。

我们预计公司 22/23/24 年归母净利润为 4.7/7.2/9.1 亿元，同增-30.72%/52.81%/26.69%，对应估值 18/12/9X，公司作为面向年轻消费群体的国潮时尚代表龙头持续致力体系提效，期待改革成果的不断释放，维持“买入”评级。

投资评级：买入(维持)

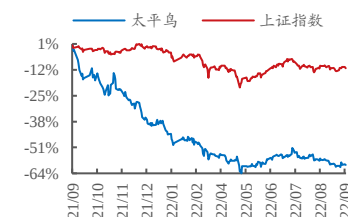
分析师：马莉
 执业证书号：S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

分析师：詹陆雨
 执业证书号：S1230520070005
 zhanluyu@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥18.07
总市值(百万元)	8,614.48
总股本(百万股)	476.73

股票走势图



相关报告

- 1 《Q1 如期承压，全年控费提效成为主旋律》2022.04.29
- 2 《【浙商纺服】太平鸟：三季度业绩如期承压，股权激励彰显长期信心》2021.10.19
- 3 《【浙商纺服】太平鸟：增长趋势持续，期待旺季发力》2021.08.30

□ **风险提示:** 疫情反复导致终端消费不及预期; 数据化改革进程低于预期;

财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	10,921	10,944	12,208	13,698
(+/-) (%)	16.34%	0.21%	11.56%	12.20%
归母净利润	677	469	717	909
(+/-) (%)	-4.99%	-30.70%	52.81%	26.69%
每股收益(元)	1.42	0.98	1.50	1.91
P/E	12.72	18.35	12.01	9.48

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	7,133	7,231	8,123	8,958
现金	1,148	1,291	1,567	2,251
交易性金融资产	2,057	2,057	2,057	2,057
应收账款	632	656	871	842
其它应收款	171	170	199	221
预付账款	261	250	342	322
存货	2,540	2,450	2,696	2,834
其他	325	357	393	432
非流动资产	3,062	2,911	2,847	2,783
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	9	9	9	9
固定资产	1,360	1,255	1,165	1,074
无形资产	176	157	138	119
在建工程	44	0	0	0
其他	1,473	1,491	1,535	1,581
资产总计	10,194	10,142	10,970	11,741
流动负债	4,656	4,292	4,710	4,971
短期借款	198	198	198	198
应付款项	2,081	1,986	2,052	2,274
预收账款	463	413	564	532
其他	1,915	1,696	1,897	1,969
非流动负债	1,268	1,301	1,352	1,407
长期借款	0	0	0	0
其他	1,268	1,301	1,352	1,407
负债合计	5,924	5,593	6,062	6,379
少数股东权益	2	2	2	2
归属母公司股东权益	4,268	4,547	4,906	5,360
负债和股东权益	10,194	10,142	10,970	11,741

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,300	647	935	1,456
净利润	677	464	712	903
折旧摊销	116	110	110	110
财务费用	62	86	86	84
投资损失	(38)	(40)	(40)	(40)
营运资金变动	(261)	(196)	(160)	153
其它	744	223	227	246
投资活动现金流	(484)	(150)	(344)	(335)
资本支出	(366)	(77)	(92)	(91)
长期投资	0	0	0	0
其他	(117)	(74)	(253)	(244)
筹资活动现金流	(293)	(371)	(320)	(442)
短期借款	506	0	0	0
长期借款	(389)	(371)	(320)	(442)
其他	(411)	0	0	0
现金净增加额	523	126	271	679

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	10921	10944	12208	13698
营业成本	5140	5489	5918	6635
营业税金及附加	59	71	79	89
营业费用	3949	4027	4468	4959
管理费用	709	722	794	836
研发费用	110	120	134	151
财务费用	68	86	86	84
资产减值损失	120	129	145	156
公允价值变动损益	2	5	5	5
投资净收益	38	40	40	40
其他经营收益	204	200	230	265
营业利润	988	659	988	1244
营业外收支	(38)	(40)	(39)	(39)
利润总额	803	619	949	1205
所得税	273	155	237	301
净利润	677	464	712	903
少数股东损益	(1)	(5)	(5)	(5)
归属母公司净利润	677	469	717	908
EBITDA	1239	814	1151	1406
EPS（最新摊薄）	1.42	0.98	1.50	1.91

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	16.34%	0.21%	11.56%	12.20%
营业利润	6.71%	-33.29%	50.04%	25.85%
归属母公司净利润	-4.99%	-30.70%	52.81%	26.69%
获利能力				
毛利率	52.93%	49.84%	51.53%	51.56%
净利率	6.20%	4.29%	5.87%	6.63%
ROE	16.58%	10.64%	15.17%	17.69%
ROIC	16.60%	11.14%	15.11%	17.11%
偿债能力				
资产负债率	58.11%	55.14%	55.26%	54.33%
净负债比率	138.74%	122.93%	123.51%	118.95%
流动比率	1.53	1.68	1.72	1.80
速动比率	0.93	1.06	1.08	1.17
营运能力				
总资产周转率	1.17	1.08	1.16	1.21
应收账款周转率	15.49	17.00	16.00	16.00
应付账款周转率	2.12	2.25	2.40	2.50
每股指标(元)				
每股收益	1.42	0.98	1.50	1.91
每股经营现金	2.73	1.36	1.96	3.05
每股净资产	8.95	9.54	10.29	11.24
估值比率				
P/E	12.72	18.35	12.01	9.48
P/B	2.02	1.89	1.76	1.61
EV/EBITDA	7.11	10.82	7.66	6.27

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>