

买入

太平鸟 (603877.SH)

经营环境承压，2022 二季度业绩预计亏损 5700 万元

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 纺织服饰 · 服装家纺

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师： 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn
联系人： 关竣尹 0755-81982834 guanjunyin@guosen.com.cn

执证编码：S0980520040004

事项：

公司公告：2022 年 7 月 14 日晚，太平鸟公布 2022 年上半年业绩预告，预计 2022 年半年度归属于上市公司股东的净利润 1.33 亿元，同比减少 68%；扣除非经常性损益后的净利润 0.05 亿元，同比减少 98%。

国信纺服观点：1) 购物中心客流大幅下滑，零售折扣加深，刚性费用占比提升，公司二季度业绩预计亏损 5700 万元；2) 库存压力可控，8 月开始客流基数逐步下降，期待下半年旺季业绩复苏；3) 由于疫情对业绩影响超出预期，下调盈利预测；4) 风险提示：渠道改革不及预期；疫情反复；消费偏好改变；市场系统性风险。5) 投资建议：疫情和高基数影响上半年业绩，期待下半年基数压力过后的业绩弹性。2022 1H 受到疫情和高基数影响，公司收入和业绩出现下滑。从外部环境看，近期零售环境有所好转，且进入 8 月后基数压力将逐步减轻。从内部看，加盟商信心仍然较好，且公司库存压力较小，期待下半年经营环境好转后业绩恢复的弹性。从中长期看，公司品牌、产品、渠道具有一定的优势，规模与同类竞品对标空间广阔，同时持续推进“加盟拓店，直营提效”的渠道改革措施有望令净利率逐步提升，继续看好中长期成长潜力。由于疫情对业绩影响超出预期，下调盈利预测，预计公司 2022-2024 年净利润分别为 6.6/8.4/10.1 亿元（原为 8.3/10.0/11.7 亿元），同比增长-3%/27%/21%，对应 2023 年 14~15x PE，下调合理估值 24.5~26.3 元（原为 31.2~32.9 元），维持“买入”评级。

评论：

◆ 购物中心客流大幅下滑，零售折扣加深，刚性费用占比提升，公司二季度业绩预计亏损 5700 万元

公司预计 2022 年半年度归属于上市公司股东的净利润 1.33 亿元，同比减少 68%；扣除非经常性损益后的净利润 0.05 亿元，同比减少 98%。其中二季度归母净利润为-0.57 亿元（去年 Q2 为 2.08 亿元），二季度扣非净利润为-1.07 亿元（去年同期为 1.03 亿元）。**业绩大幅下滑主要受到以下因素影响：**

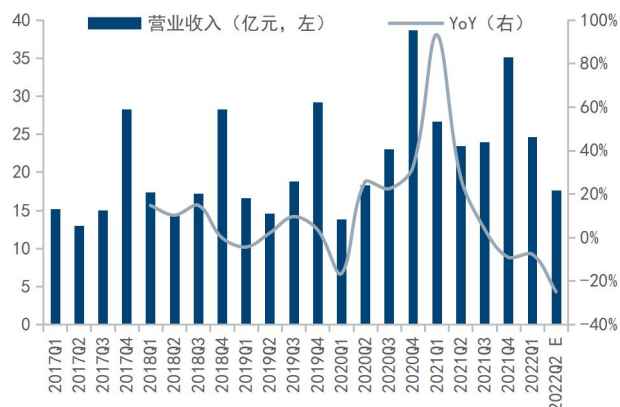
第一，疫情反复，购物中心客流量下滑。2022 年 4~5 月份国内新冠疫情反复导致整体零售疲软、经营环境承压，其中购物中心和商场的客流量同比出现较大幅度的下滑，据赢商大数据统计，2021Q1~Q4 购物中心客流量分别同比+90%、+24%、-10%、-17%，2022Q1 同比下滑 17%，2022 年 4 月下滑 23%，下滑幅度逐渐加大，而太平鸟约 80%的门店位于购物中心和百货商场，因为客流下滑对公司零售额影响较大。

第二，二季度新货投产减少，老货占比提升令零售折扣加深，毛利率出现小幅下滑。

第三，直营门店租金和人工薪酬、代言人费用均摊等刚性费用较多，收入端下滑将导致费用率提升、净利率下滑。

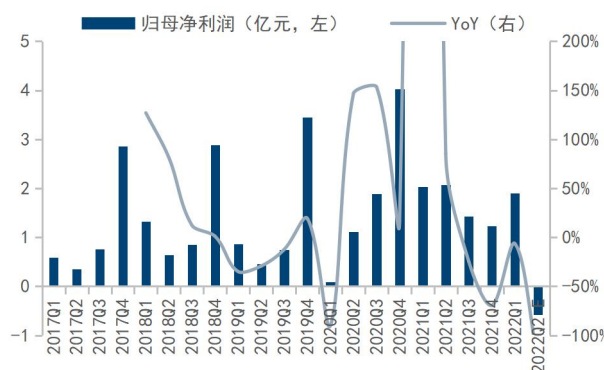
第四，去年二季度有 1.3 亿元的其他收益形成较高的基数，预计今年二季度这块收益同比减少。

图1: 2017Q1~2022Q2 E 公司营业收入及增长



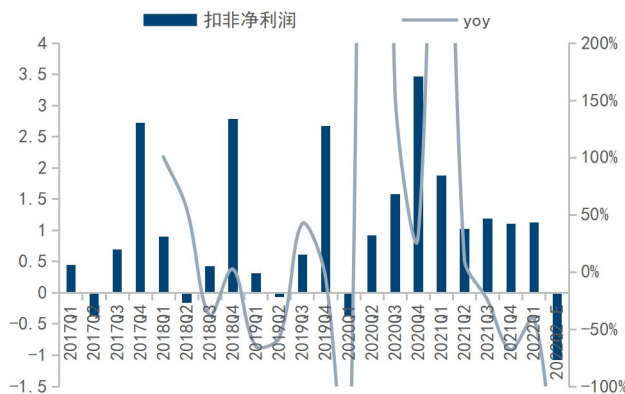
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 2017Q1~2022Q2 E 公司归母净利润及增长



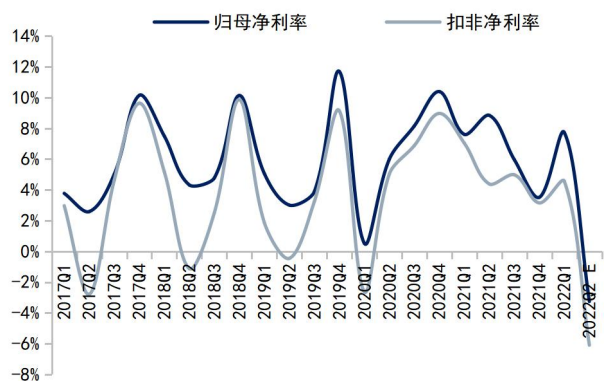
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 2017Q1~2022Q2 E 公司扣非净利润及增长（亿元）



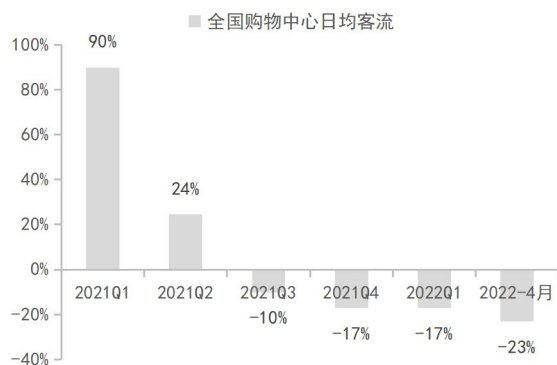
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 2017Q1~2022Q2 E 公司净利润率水平



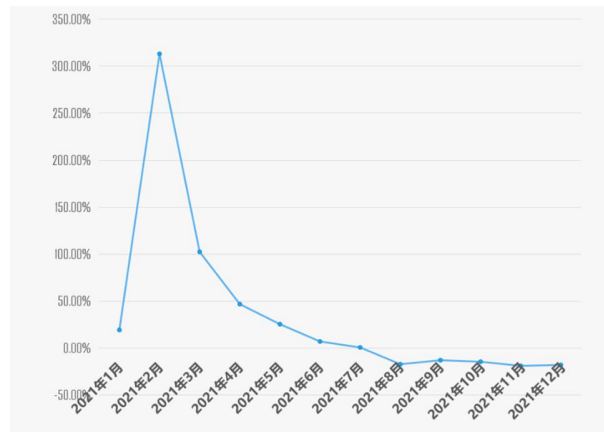
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 2021~2022 年 4 月全国购物中心日均客流同比增速



资料来源: 赢商大数据, 国信证券经济研究所整理

图6: 2021 年 1-12 月全国购物中心日均客流同比增速



资料来源: 赢商大数据, 国信证券经济研究所整理

◆ 库存压力可控，8月开始客流基数逐步下降，期待下半年旺季业绩复苏

据赢商大数据统计，2021年8月开始全国购物中心日均客流增速由正转负，且下滑幅度总体呈现逐月加大的趋势，因此下半年基数压力将逐步减轻。同时，公司积极控制投产并在二季度清理老货，二季度末库存金额同比去年下滑，库存压力可控，三、四季度是每年公司的旺季，我们期待公司营销和商品发力带动业绩复苏。

◆ 由于疫情对业绩影响超出预期，下调盈利预测

由于疫情对公司销售、折扣影响超出预期，固定费用占比超出预期，我们对盈利预测假设做出相应调整：

1、收入：2022~2024年收入预期下调为106.9/124.6/143.3亿元（原126.0/142.7/160.9亿元）。2022年4~5月，受到全国多点疫情爆发和部分城市封锁影响，全国购物中心平均客流出现大幅下滑，对公司收入影响超过预期，其中女装下滑比男装和童装严重，因此我们预计2022年女装/男装/乐町/童装品牌分别同比-12%/+12%/-12%/+10%（原为+16%/+15%/+10%/+20%）。展望2023~2024年，我们假设疫情常态化管控后，品牌凭借较好的年轻潮流势头，零售终端流水有望逐步复苏，我们假设收入实现15~17%的增长。

2、毛利率：2022~2024年毛利率预期上调为52.2%/52.1%/51.8%（原51.8%/51.4%/51.1%）。2022年由于经营环境承压，预计老货占比提升令毛利率比预期下滑，同时由于加盟商开店慢于预期令毛利率比预期提升（加盟渠道毛利率较直营渠道低）。所以综合两者考虑，小幅上调2022年毛利率至52.2%（原为51.8%）。2023~2024年若经营环境恢复相对正常，公司老货占比减少且继续拓展加盟渠道，综合预计毛利率分别为52.1%/51.8%。

3、费用率：2022~2024年费用率预期上调为44.5%/43.3%/42.5%（原42.8%/41.8%/41.2%）。由于公司直营占比较高，直营租金和薪酬费用相对刚性，我们假设公司70%费用金额为固定费用，30%费用为可变费用，因此根据最新收入的假设，我们上调2022年三大费用率假设至44.5%（原为42.8%）。展望2023~2024年，根据公司减少费用率较高的直营门店和增加费用率较低的加盟店规划，我们维持原来对费用率下降趋势的假设。

4、其他：1）维持2022年全年其他收益（主要为政府补贴）1.5亿元的假设，同时预计2023~2024年其他收益恢复到往年正常水平。2）所得税率参照往年和今年上半年情况，上调至28.5%/27.0%/27.0%（原为25.5%）。

5、综上所述，预计2022~2024年归母净利润分别为6.6/8.4/10.1亿元（原为8.3/10.0/11.7亿元），同比增长-3%/27%/21%。

表1：公司盈利预测假设条件

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入（百万元）	7927.6	9386.9	10920.8	10687.3	12461.2	14334.4
YoY	2.8%	18.4%	16.3%	-2.1%	16.6%	15.0%
太平鸟女装营收	2945.6	3780.9	4484.3	3946.2	4735.4	5587.8
YoY	10.1%	28.4%	18.6%	-12.0%	20.0%	18.0%
太平鸟男装营收	2613.7	2831.9	3369.7	3774.0	4302.4	4844.5
YoY	-7.6%	8.4%	19.0%	12.0%	14.0%	12.6%
乐町营收	1130.7	1328.7	1397.8	1230.1	1414.6	1605.5
YoY	12.2%	17.5%	5.2%	-12.0%	15.0%	13.5%
minipeace 营收	900.0	983.2	1273.5	1400.9	1639.0	1889.8
YoY	4.2%	9.2%	29.5%	10.0%	17.0%	15.3%
毛利率	53.2%	52.5%	52.9%	52.2%	52.1%	51.8%
太平鸟女装	54.0%	55.5%	55.9%	53.7%	53.5%	53.2%
太平鸟男装	55.7%	54.4%	53.3%	53.8%	53.6%	53.3%
乐町	50.5%	49.8%	48.8%	46.0%	45.9%	45.5%
minipeace	52.7%	51.2%	51.3%	51.7%	51.5%	51.2%
费用率	44.5%	42.4%	44.7%	44.5%	43.3%	42.5%
销售费用	36.5%	34.9%	36.2%	36.1%	35.5%	34.8%
管理费用	6.4%	6.1%	6.5%	6.6%	6.2%	6.2%
研发费用	1.4%	1.2%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%
财务费用	0.2%	0.2%	0.6%	0.4%	0.3%	0.2%
其他						
其他经营收益率	0.9%	0.5%	1.3%	1.5%	0.9%	0.9%
营业利润率	9.0%	9.9%	9.0%	8.6%	9.1%	9.6%
所得税率	23.4%	22.0%	28.7%	28.5%	27.0%	27.0%
净利润	543.1	706.7	676.7	659.4	836.8	1011.8
YoY	-3.1%	30.1%	-4.3%	-2.6%	26.9%	20.9%
净利率	6.9%	7.5%	6.2%	6.2%	6.7%	7.1%

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

◆ 投资建议：疫情和高基数影响上半年业绩，期待下半年基数压力过后的业绩弹性

2022 1H 受到疫情和高基数影响，公司收入和业绩出现下滑。从外部环境看，近期零售环境有所好转，且进入 8 月后基数压力将逐步减轻。从内部看，加盟商信心仍然较好，且公司库存压力较小，期待下半年经营环境好转后业绩恢复的弹性。从中长期看，公司品牌、产品、渠道具有一定优势，规模与同类竞品对标空间广阔，同时持续推进“加盟拓店，直营提效”的渠道改革措施有望令净利率逐步提升，继续看好中长期成长潜力。由于疫情对业绩影响超出预期，下调盈利预测，预计公司 2022-2024 年净利润分别为 6.6/8.4/10.1 亿元（原为 8.3/10.0/11.7 亿元），同比增长-3%/27%/21%，对应 2023 年 14~15x PE，下调合理估值 24.5~26.3 元（原为 31.2~32.9 元），维持“买入”评级。

表2：公司盈利预测与市场重要数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,387	10,921	10,687	12,461	14,334
(+/-%)	18.4%	16.3%	-2.1%	16.6%	15.0%
净利润(百万元)	713	677	660	835	1007
(+/-%)	29.2%	-5.0%	-2.6%	26.5%	20.7%
每股收益（元）	1.50	1.42	1.38	1.75	2.11
EBIT Margin	9.6%	8.4%	7.6%	8.5%	8.9%
净资产收益率（ROE）	18.3%	15.9%	14.4%	16.6%	18.3%
市盈率（PE）	13.2	13.9	14.2	11.2	9.3
EV/EBITDA	14.1	14.9	15.8	13.0	11.4
市净率（PB）	2.4	2.2	2.0	1.9	1.7

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表3：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	EPS				PE				增速 2022~2024	PEG 2023	总市值 人民币亿元
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E			
603877	太平鸟	买入	19.68	1.42	1.38	1.75	2.11	13.86	14.26	11.25	9.33	21.9%	0.51	93.8
同类公司														
002832	比音勒芬	买入	21.45	1.13	1.39	1.71	2.03	18.90	15.44	12.55	10.54	33.9%	0.37	122.4
002563	森马服饰	买入	5.36	0.55	0.63	0.71	0.80	9.71	8.52	7.54	6.67	20.7%	0.36	144.4
601566	九牧王	无评级	7.96	0.34	0.49	0.68	0.73	23.41	16.24	11.66	10.94	46.3%	0.25	45.7
03998	波司登	买入	4.11	0.16	0.19	0.23	0.27	25.72	21.66	17.89	15.24	29.9%	0.60	447.5
均值								19.44	15.46	12.41	10.85		0.40	

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。

◆ 风险提示

渠道改革不及预期；疫情反复；消费偏好改变；市场系统性风险。

相关研究报告：

- 《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
- 《太平鸟-603877-深度报告：厚积薄发，快时尚雄鹰展翅高飞》——2021-09-07

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	1921	2425	2972	营业收入	9387	10921	10687	12461	14334
应收款项	929	803	786	917	1054	营业成本	4459	5140	5107	5970	6916
存货净额	2257	2540	2402	2761	3199	营业税金及附加	61	59	63	72	82
其他流动资产	590	585	573	668	768	销售费用	3273	3949	3854	4424	4987
流动资产合计	6308	7133	7738	8826	10050	管理费用	705	876	861	948	1084
固定资产	1387	1404	1287	1381	1440	财务费用	19	68	42	35	32
无形资产及其他	180	176	169	162	155	投资收益	34	38	21	21	21
投资性房地产	666	1473	1473	1473	1473	资产减值及公允价值变动	120	(115)	(86)	(98)	(113)
长期股权投资	0	9	4	(1)	(6)	其他收入	(98)	236	227	194	222
资产总计	8541	10194	10671	11841	13112	营业利润	926	988	922	1130	1364
短期借款及交易性金融负债	493	591	578	674	775	营业外净收支	(19)	(38)	0	12	14
应付款项	2391	2468	2471	2729	2976	利润总额	906	949	922	1143	1379
其他流动负债	1662	1598	1603	1852	2120	所得税费用	200	273	263	309	372
流动负债合计	4546	4656	4652	5254	5872	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	660	835	1007
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	6071	6824	7592	净利润	713	677	660	835	1007
少数股东权益	3	2	2	2	1	资产减值准备	(12)	3	272	25	19
股东权益	3897	4268	4598	5015	5519	折旧摊销	93	116	166	190	216
负债和股东权益总计	8541	10194	10671	11841	13112	公允价值变动损失	(120)	115	86	98	113
						财务费用	19	68	42	35	32
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	176	(492)	598	98	9
每股收益	1.50	1.42	1.38	1.75	2.11	其它	9	(3)	(272)	(25)	(19)
每股红利	0.72	0.82	0.69	0.88	1.06	经营活动现金流	858	417	1511	1220	1344
每股净资产	8.18	8.95	9.64	10.52	11.58	资本开支	0	(5)	(400)	(400)	(400)
ROIC	27%	22%	19%	29%	35%	其它投资现金流	(575)	(189)	0	0	0
ROE	18%	16%	14%	17%	18%	投资活动现金流	(572)	(204)	(395)	(395)	(395)
毛利率	52%	53%	52%	52%	52%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	10%	8%	8%	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)	(330)	(417)	(504)
收入增长	18%	16%	-2%	17%	15%	其它融资现金流	506	1048	(13)	96	101
净利润增长率	29%	-5%	-3%	27%	21%	融资活动现金流	(294)	270	(343)	(322)	(402)
资产负债率	54%	58%	57%	58%	58%	现金净变动	(7)	483	773	504	547
息率	3.6%	4.1%	3.5%	4.4%	5.4%	货币资金的期初余额	672	665	1148	1921	2425
P/E	13.2	13.9	14.2	11.2	9.3	货币资金的期末余额	665	1148	1921	2425	2972
P/B	2.4	2.2	2.0	1.9	1.7	企业自由现金流	0	270	943	658	754
EV/EBITDA	14.1	14.9	15.8	13.0	11.4	权益自由现金流	0	1318	901	728	832

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