

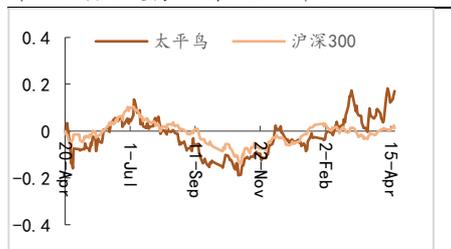
评级： 买入

核心观点

陈梦  
首席分析师  
SAC 执证编号: S0110521070002  
chenmeng@sczq.com.cn  
电话: 010-81152649

郭琦  
研究助理  
guoqi@sczq.com.cn  
电话: 010-81152647

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	22.32
一年内最高/最低价 (元)	23.30/15.37
市盈率 (当前)	58.16
市净率 (当前)	2.63
总股本 (亿股)	4.76
总市值 (亿元)	106.34

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 太平鸟 (603877) 2022 年三季报点评: 疫情扰动业绩承压, 存货水平管控良好
- 太平鸟 (603877) 2022 年中报点评: 疫情冲击业绩承压, 期待下半年经营质量改善
- 太平鸟 (603877) 2022 年一季报点评: 22Q1 业绩短期承压, 静待疫情后消费复苏

- **事件:** 公司发布 2022 年度报告, 期内实现营收 86.02 亿元, 同比-21.2%; 实现归母净利润 1.85 亿元, 同比-72.7%。拟每 10 股派发红利 1.5 元。

**点评:**

- **疫情影响全年零售, 线下门店经营受限。分渠道看,** 2022 年公司直营/加盟/线上渠道分别实现收入 34.2/23.8/27.3 亿元, 分别同降 25.9%/16.7%/18.8%, 疫情冲击下公司各渠道均有下降。**从门店数量看,** 直营/加盟渠道分别净关 189/354 家至 1427/3244 家, 主要由于公司改变渠道规模增长策略, 聚焦门店经营质量及盈利能力提升, 关闭低店效门店, 优化渠道结构。**分品牌看,** 2022 年太平鸟女装/男装/乐町少女装/MiniPeace 童装分别实现营收 32.7/29.2/10/11 亿元, 分别同降 27%/13.3%/28.3%/13.9%。**单季度看,** 22Q4 公司实现营收 23.78 亿元, 同比-32.28%; 实现归母净利润 0.32 亿元, 同比-73.94%, 疫情影响下业绩短期承压。
- **毛利率致使盈利能力下滑, 库存结构改善。** 2022 年公司毛利率同比-4.7pcts 至 48.2%, 其中直营/加盟/线上毛利率分别同降 2.3/7.9/2.6pcts, 加盟毛利率下降明显主要由于公司加大过季老货库存清理力度。销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.7/+0.8/-0.02/+0.2pcts 至 36.8%/7.3%/1.4%/0.8%。尽管收入下滑, 公司直营薪酬、广告费、商场店铺费用以及职工薪酬、咨询费等均同比下滑, 销售及管理费率仅有小幅提升。综合影响下, 公司净利率同比-4.1pct 至 2.14%。截至年末, 公司存货净值-16.4%至 21.2 亿元, 存货周转天数+21 天至 189 天, 库存结构有所改善。
- **组织变革推动质效提升, 定增彰显公司发展信心。** 2022 年底公司完成组织架构、管控模式的变革重组, 从事业部制转向职能大部制。本次变革有利于公司产品开发、零售运营、供应链等核心业务的专业化集中管理, 提升经营效率并进一步降本增效。2023 年 3 月, 公司发布定增预案, 拟以 17 元/股向控股股东全资子公司禾乐投资定增 8-10 亿元。公司控股股东及实控人持股比例将提升, 彰显实控人对改革及公司未来发展信心。
- **投资建议: 组织变革调整有望长期提升经营质量及抗风险能力。** 考虑到疫后消费复苏与公司提质增效, 我们调整盈利预测, 预计公司 23/24/25 年归母净利润分别为 6.84/8.03/9.01 亿元 (原预测 2023/24 年 4.87/6.62 亿元), 对应当前市值 PE 分别为 16/13/12X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 消费恢复不及预期, 组织变革成效不及预期, 行业竞争加剧。

**盈利预测**

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收 (亿元)	86.02	96.54	108.16	119.42
营收增速 (%)	-21.2%	12.2%	12.0%	10.4%
净利润 (亿元)	1.84	6.84	8.03	9.01
净利润增速 (%)	-72.7%	269.8%	17.5%	12.3%
EPS (元/股)	0.39	1.43	1.68	1.89
PE	58	16	13	12

资料来源: Wind, 首创证券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	5,688	7,173	8,105	9,076	经营活动现金流	399	1,083	766	934
现金	1,089	2,258	2,792	3,429	净利润	185	683	803	901
应收账款	530	678	736	769	折旧摊销	255	168	180	186
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	66	47	58	56
预付账款	160	258	259	271	投资损失	-40	-48	-48	-48
存货	2,125	2,270	2,507	2,738	营运资金变动	33	162	-230	-175
其他	1,784	1,709	1,811	1,869	其它	-99	72	4	15
非流动资产	2,863	2,908	2,926	2,945	投资活动现金流	595	-213	-198	-205
长期投资	9	9	9	9	资本支出	-206	-117	-136	-147
固定资产	1,321	1,248	1,181	1,119	长期投资	0	0	0	0
无形资产	169	161	153	146	其他	801	-96	-62	-58
其他	1,323	1,419	1,482	1,540	筹资活动现金流	-1,031	298	-33	-92
资产总计	8,551	10,081	11,031	12,021	短期借款	-212	100	100	100
流动负债	3,229	4,164	4,549	4,918	长期借款	-43	50	50	50
短期借款	0	50	100	150	其他	-538	519	242	219
应付账款	1,362	1,860	1,995	2,108	现金净增加额	-37	1,169	535	637
其他	116	116	116	116					
非流动负债	1,168	1,218	1,268	1,318	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	0	50	100	150	成长能力				
其他	418	418	418	418	营业收入	-21.2%	12.2%	12.0%	10.4%
负债合计	4,397	5,382	5,817	6,236	营业利润	-74.0%	264.7%	18.6%	12.7%
少数股东权益	11	9	7	5	归属母公司净利润	-72.7%	269.8%	17.5%	12.3%
归属母公司股东权益	4,143	4,690	5,207	5,780	获利能力				
负债和股东权益	8,551	10,081	11,031	12,021	毛利率	48.2%	52.5%	53.0%	53.2%
					净利率	2.1%	7.1%	7.4%	7.5%
					ROE	4.4%	14.5%	15.4%	15.6%
					ROIC	8.2%	19.9%	20.4%	20.0%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	偿债能力				
营业收入	8,602	9,654	10,816	11,942	资产负债率	51.4%	53.4%	52.7%	51.9%
营业成本	4,454	4,587	5,084	5,589	净负债比率	36.6%	34.4%	33.0%	31.4%
营业税金及附加	59	60	68	74	流动比率	1.8	1.7	1.8	1.8
营业费用	3,166	3,437	3,840	4,227	速动比率	1.1	1.2	1.2	1.3
研发费用	118	125	141	155	营运能力				
管理费用	626	618	681	752	总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0
财务费用	69	47	58	56	应收账款周转率	14.8	16.0	15.3	15.9
资产减值损失	-120	-110	-100	-100	应付账款周转率	2.6	2.8	2.6	2.7
公允价值变动收益	4	5	5	5	每股指标(元)				
投资净收益	40	43	43	43	每股收益	0.39	1.43	1.68	1.89
营业利润	257	936	1,110	1,251	每股经营现金	0.84	2.28	1.61	1.96
营业外收入	23	15	15	15	每股净资产	8.70	9.84	10.93	12.13
营业外支出	18	20	20	20	估值比率				
利润总额	262	931	1,105	1,246	P/E	56	15	13	11
所得税	78	249	304	347	P/B	2	2	2	2
净利润	184	682	801	899					
少数股东损益	0	-2	-2	-2					
归属母公司净利润	184	684	803	901					
EBITDA	586	1,146	1,343	1,488					
EPS (元)	0.39	1.43	1.68	1.89					

## 分析师简介

陈梦，轻工纺服与家电行业首席分析师，北京大学硕士，曾就职民生证券、华创证券，2022年7月加入首创证券。十三届卖方分析师水晶球入围；十四届卖方分析师水晶球第五名；十八届新财富最佳分析师入围。

郭琦，纺织服装行业研究助理，美国波士顿大学金融数学硕士，2022年6月加入首创证券。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、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。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b>		
投资评级分为股票评级和行业评级	<b>股票投资评级</b>	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b>	<b>行业投资评级</b>	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现