

太平鸟 (603877.SH)

经营环境承压，三季度收入下滑 15%

增持

核心观点

三季度收入下滑 15%，老货占比提升、固定费用率提升致净利润下滑 87%。

公司是国内中高端快时尚集团，2022 单三季度收入 20.3 亿元，-15.4%，净利润-87%至 0.19 亿元，扣非净利润-0.02 亿元，毛利率下滑 4.1 个百分点至 45.9%。单三季度分渠道，直营/加盟/线上收入同比-16%/-13%/-21%，加盟和线上毛利率下滑幅度较大，主要由于老货结构占比提升，奥莱折扣有所增加，实际上新品折扣仍然保持较好水平。今年以来公司加大关闭低效门店力度，直营/加盟相比年初净关 174/176 家至 1442/3422 家，销售费用金额 Q1~Q3 逐季下降，但同时收入下滑令固定费用占比提升，因此销售费用率同比+1.2 个百分点至 34%。三季度其他经营收益比例合计减少 2.2 个百分点（政府补贴和信用减值），部分被营业外支出比例减少 1.3 个百分点（去年洪水捐款 3000 余万）所抵消，净利率下滑 5.1 个百分点至 0.9%。

存货金额下滑 15%，新品占比仍然健康。公司积极利用奥莱清理老货，Q3 末存货周转天数同比/环比+15/+6 天至 214 天，但存货金额同比下降 15%至 24 亿元，主要由 2022 年投产谨慎所致，1 年内新品占比仍然维持较高水平。

近期零售端仍有压力，期待战略调整后的业绩反弹。去年下半年以来公司经营表现低迷，公司制定一系列战略调整措施并稳步推进改革。品牌方面，正价店保持品牌形象，奥莱加速库存出清；商品方面，逐步从过去依靠时尚款式取胜转为发挥核心品类优势，把握行业趋势，女装重新聚焦斯文品类，男装加强运动潮酷系列布局。渠道上持续推进“加盟拓店，直营提效”措施，同时优化内部组织效率、聚焦四大核心品牌，有望稳步改善净利率。我们看好公司的积极调整，期待经营环境恢复后公司的业绩反弹。

风险提示：疫情反复、渠道改革不及预期、品牌形象受损、系统性风险。

投资建议：期待秋冬和双 11 旺季发力，维持“增持”评级。前三季度受经营环境影响，公司业绩承压，期待双 11 和秋冬旺季发力带动业绩在低基数下恢复增长。从中长期看，面对行业调整，公司积极制定一系列品牌、商品、渠道的改革措施，期待战略调整到位后经营业绩的反弹。由于三季度业绩低于预期，下调盈利预测，预计公司 2022-2024 年净利润分别为 2.0/4.7/5.8 亿元（原 5.8/7.7/9.5 亿元），同比-70%/132%/22%，对应 2023 年 PE 16~17x，下调合理估值至 15.8~16.8 元（原 19.6~20.8 元），维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,387	10,921	9,444	10,653	11,983
(+/-%)	18.4%	16.3%	-13.5%	12.8%	12.5%
净利润(百万元)	713	677	203	471	575
(+/-%)	29.2%	-5.0%	-70.0%	132.1%	21.9%
每股收益(元)	1.50	1.42	0.43	0.99	1.21
EBIT Margin	9.6%	8.4%	2.7%	6.0%	6.5%
净资产收益率 (ROE)	18.3%	15.9%	4.6%	10.2%	11.7%
市盈率 (PE)	11.1	11.7	39.0	16.8	13.8
EV/EBITDA	12.6	13.4	32.1	17.0	14.7
市净率 (PB)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁

联系人：关竣尹

0755-81981391

0755-81982834

dingshijie@guosen.com.cn guanjunyin@guosen.com.cn
S0980520040004

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	15.80 - 16.80 元
收盘价	16.59 元
总市值/流通市值	7897/7814 百万元
52 周最高价/最低价	40.85/15.90 元
近 3 个月日均成交额	20.44 百万元

市场走势

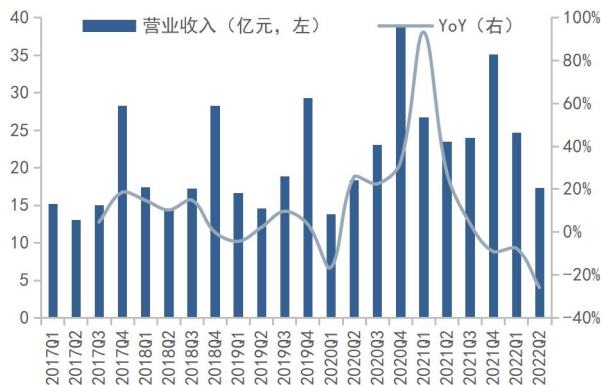


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

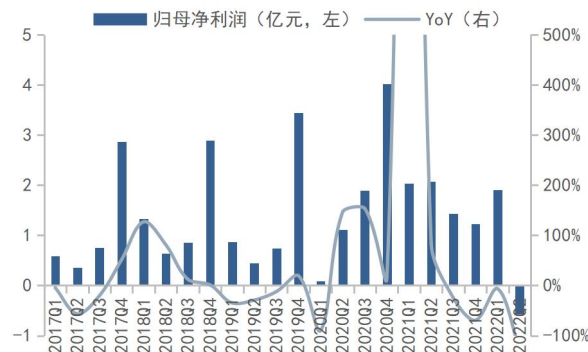
- 《太平鸟 (603877.SH) - 经营环境承压，二季度收入下滑 26%》——2022-08-31
- 《太平鸟 (603877.SH) - 经营环境承压，2022 二季度业绩预计亏损 5700 万元》——2022-07-17
- 《太平鸟 (603877.SH) - 经营环境承压，2022 年一季度收入下滑 8%》——2022-04-29
- 《太平鸟 (603877.SH) - 2021 年业绩下滑 5%，渠道和库存结构优化》——2022-03-30
- 《太平鸟-603877-重大事件快评：经营环境承压，2021 年业绩预计同减 7%》——2022-01-25

图1：公司分季度营业收入及增速（亿元，%）



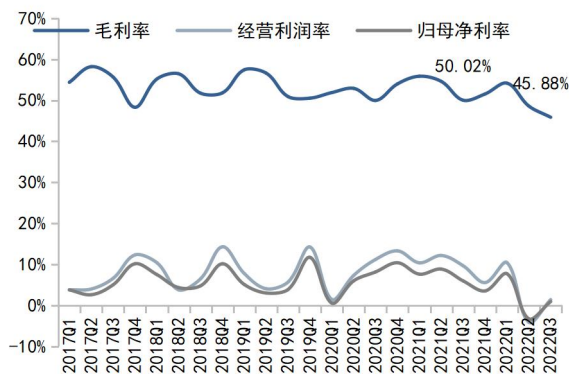
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司分季度净利润和增长（亿元，%）



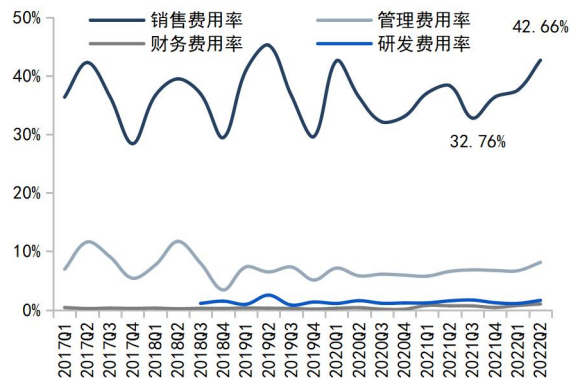
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司分季度利润率（%）



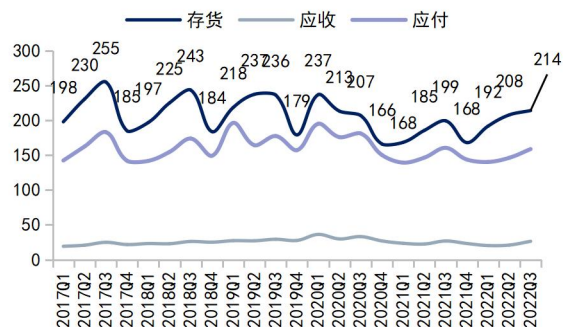
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司分季度费用率变动（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司分季度营运资金周转（天）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司分季度库存金额及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

零售端恢复慢于预期，下调盈利预测

1、收入：2022~2024 年预计为 94.4/106.5/119.8 亿元（原 105.5/121.2/137.4 亿元）

从公司发展规划看，未来将更注重加盟渠道的拓展，并计划收缩直营低效门店，我们预计明年开始加盟店将保持快速开店，直营平均店效也将得到稳步改善。但由于国内疫情持续反复影响直营终端零售流水以及加盟商开店信心，考虑到疫情将持续较长时间，公司的商品和渠道调整措施短期内难以发挥出显著成效，我们同时下调未来 3 年的店铺数量预期和单店收入预期。综合以上分析，预计 2022~2024 年直营收入增长分别为-18%/+5%/+8%，加盟收入分别增长-9%/+18%/+16%，总收入增长-14%/+13%/+12%。

2、毛利率：2022~2024 年预计为 48.9%/50.8%/50.8%（原均为 51.3%）

下调毛利率预期主要是由于经营环境压力下，公司老货占比提升，即使公司维持较高的正价店折扣，但是公司加大老货清理力度，平均折扣有所加深，我们预计这一状况将延续一段时间。我们假设 2024 年各渠道毛利率均恢复到较好水平，但由于加盟和线上收入占比提升，预计总体毛利率将不会有增长。

3、费用率：2022~2024 年预计为 46.2%/44.8%/44.2%（原 44.1%/42.9%/42.1%）

由于公司渠道模式以直营为主，人工和租金费用较为刚性，从公司费用结构看，约 50%-60%为固定费用，因此当收入低于预期的时候费用率将相应提升。

4、净利润：其他项目维持原假设。根据以上假设调整，预计 2022~2024 年净利润为 2.0/4.7/5.8 亿元（原为 5.8/7.7/9.5 亿元），同比-70%/132%/22%。

表1：公司盈利预测假设

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入（百万元）	7927.6	9386.9	10920.8	9443.7	10653.1	11983.4
YoY	2.8%	18.4%	16.3%	-13.5%	12.8%	12.5%
直营	3369.1	4075.9	4614.5	3795.7	3998.8	4304.5
YoY	5.6%	21.0%	13.2%	-17.7%	5.4%	7.6%
-门店	1633	1554	1616	1416	1386	1356
-单店收入（万元）	214	256	291	250	285	314
加盟	2149.1	2307.4	2852.8	2589.2	3047.7	3533.1
YoY	-10.4%	7.4%	23.6%	-9.2%	17.7%	15.9%
-门店	2860	3062	3598	3598	3898	4148
-单店收入（万元）	73	78	86	72	81	88
线上	1790.4	1997.1	2312.3	2804.4	3363.7	2960.0
YoY	15.8%	21.3%	19.9%	-12.0%	18.0%	15.0%
毛利率	53.2%	52.5%	52.9%	48.9%	50.8%	50.8%
直营	65.3%	65.6%	65.7%	64.0%	65.0%	65.1%
加盟	45.1%	45.1%	42.7%	38.5%	42.5%	43.4%
线上	44.6%	43.0%	45.0%	40.0%	43.0%	43.2%
费用率	44.5%	42.4%	44.7%	46.2%	44.8%	44.2%
销售费用	36.5%	34.9%	36.2%	37.0%	36.2%	35.8%
管理费用	6.4%	6.1%	6.5%	7.1%	6.6%	6.5%
研发费用	1.4%	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
财务费用	0.2%	0.2%	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%
其他经营收益率	0.9%	0.5%	1.3%	0.8%	0.6%	0.6%
所得税率	23.4%	22.0%	28.7%	27.0%	28.0%	28.0%
净利润	543.1	706.7	676.7	202.5	473.3	579.5
YoY	-3.1%	30.1%	-4.3%	-70.1%	133.7%	22.4%
净利率	6.9%	7.5%	6.2%	2.1%	4.4%	4.8%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：期待秋冬和双 11 旺季发力，维持“增持”评级

前三季度受经营环境影响，公司业绩承压，期待双 11 和秋冬旺季发力带动业绩在低基数下恢复增长。从中长期看，面对行业调整，公司积极制定一系列品牌、商品、渠道的改革措施，期待战略调整到位后经营业绩的反弹。由于三季度业绩低于预期，下调盈利预测，预计公司 2022-2024 年净利润分别为 2.0/4.7/5.8 亿元（原 5.8/7.7/9.5 亿元），同比-70%/132%/22%，对应 2023 年 PE 16~17x，下调合理估值至 15.8~16.8 元（原 19.6~20.8 元），维持“增持”评级。

表2：盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,387	10,921	9,444	10,653	11,983
(+/-%)	18.4%	16.3%	-13.5%	12.8%	12.5%
净利润(百万元)	713	677	203	471	575
(+/-%)	29.2%	-5.0%	-70.0%	132.1%	21.9%
每股收益(元)	1.50	1.42	0.43	0.99	1.21
EBIT Margin	9.6%	8.4%	2.7%	6.0%	6.5%
净资产收益率(ROE)	18.3%	15.9%	4.6%	10.2%	11.7%
市盈率(PE)	11.1	11.7	39.0	16.8	13.8
EV/EBITDA	12.6	13.4	32.1	17.0	14.7
市净率(PB)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6

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	2021	EPS 2022E	2023E	2024E	2021	PE 2022E	2023E	2024E	总市值人民币亿元
603877	太平鸟	增持	16.59	1.44	0.43	0.99	1.21	11.52	38.58	16.76	13.71	79.1
同类公司												
002832	比音勒芬	买入	22.24	1.15	1.38	1.71	2.03	19.34	16.12	13.01	10.96	126.9
002563	森马服饰	增持	4.62	0.55	0.34	0.56	0.62	8.40	13.60	8.31	7.48	124.5
601566	九牧王	无评级	7.15	0.34	0.23	0.56	0.66	21.03	30.66	12.68	10.87	41.1
平均值								16.26	20.13	11.33	9.77	

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。

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	1691	1960	2297	营业收入	9387	10921	9444	10653	11983
应收款项	929	803	695	784	881	营业成本	4459	5140	4822	5244	5900
存货净额	2257	2540	2267	2415	2715	营业税金及附加	61	59	66	64	71
其他流动资产	590	585	506	571	642	销售费用	3273	3949	3494	3856	4290
流动资产合计	6308	7133	7215	7786	8593	管理费用	705	876	810	859	952
固定资产	1387	1404	1256	1332	1373	财务费用	19	68	62	60	62
无形资产及其他	180	176	169	162	155	投资收益	34	38	28	28	28
投资性房地产	666	1473	1473	1473	1473	资产减值及公允价值变动	120	(115)	(128)	(123)	(138)
长期股权投资	0	9	9	9	9	其他收入	(98)	236	186	167	187
资产总计	8541	10194	10122	10762	11602	营业利润	926	988	277	643	785
短期借款及交易性金融负债	493	591	511	576	648	营业外净收支	(19)	(38)	0	11	12
应付款项	2391	2468	2332	2387	2526	利润总额	906	949	277	654	797
其他流动负债	1662	1598	1489	1622	1814	所得税费用	200	273	75	183	223
流动负债合计	4546	4656	4332	4585	4988	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	203	471	575
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	5751	6155	6709	净利润	713	677	203	471	575
少数股东权益	3	2	2	2	1	资产减值准备	(12)	3	261	19	12
股东权益	3897	4268	4369	4605	4892	折旧摊销	93	116	166	190	216
负债和股东权益总计	8541	10194	10122	10762	11602	公允价值变动损失	(120)	115	128	123	138
						财务费用	19	68	62	60	62
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	176	(492)	628	56	24
每股收益	1.50	1.42	0.43	0.99	1.21	其它	9	(3)	(261)	(19)	(12)
每股红利	0.72	0.82	0.21	0.49	0.60	经营活动现金流	858	417	1125	840	952
每股净资产	8.18	8.95	9.17	9.66	10.26	资本开支	0	(5)	(400)	(400)	(400)
ROIC	27%	22%	6%	18%	22%	其它投资现金流	(575)	(189)	0	0	0
ROE	18%	16%	5%	10%	12%	投资活动现金流	(572)	(204)	(400)	(400)	(400)
毛利率	52%	53%	49%	51%	51%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	10%	8%	3%	6%	6%	负债净变化	(59)	0	0	0	0
EBITDA Margin	11%	9%	5%	8%	8%	支付股利、利息	(341)	(389)	(102)	(236)	(287)
收入增长	18%	16%	-14%	13%	12%	其它融资现金流	506	1048	(80)	65	72
净利润增长率	29%	-5%	-70%	132%	22%	融资活动现金流	(294)	270	(181)	(170)	(215)
资产负债率	54%	58%	57%	57%	58%	现金净变动	(7)	483	543	269	337
息率	4.3%	4.9%	1.3%	3.0%	3.6%	货币资金的期初余额	672	665	1148	1691	1960
P/E	11.1	11.7	39.0	16.8	13.8	货币资金的期末余额	665	1148	1691	1960	2297
P/B	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	企业自由现金流	0	270	583	305	400
EV/EBITDA	12.6	13.4	32.1	17.0	14.7	权益自由现金流	0	1318	458	327	427

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。本报告仅供我公司客户使用，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提及的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