

太平鸟 (603877.SH)

零售折扣收窄，上半年净利率显著提升

增持

核心观点

2023 上半年严控零售折扣，收入下降 14%，毛利率大幅提升。公司是国内中高端快时尚服装集团。2023 上半年收入-14%至 36 亿元，归母净利润同比增长 88%至 2.5 亿元，归母净利率提升至 7%。具体来看，收入下降而利润率提升主要由于期内公司为改善渠道盈利水平，大幅收窄零售折率，并剥离其他品牌，因此上半年毛利率同比增加 6 个百分点至 58%，而销售量受到影响。同时公司通过组织和人员调整优化经营费用，上半年总费用金额同比减少 15%。

库存金额同比和环比均减少 18%，库龄水平同比改善。公司加强库存管控力度，过季商品及时下沉到奥莱渠道处理，并强化投产计划性。上半年存货周转天数同比小幅提升至 232 天，但存货金额同比和环比均减少 18%，1 年内存货占比同比提升 4 个百分点至 68%，2 年以上存货占比明显下降至 3%。较高库存健康度有利于支撑零售折扣的收窄趋势。

积极推进组织架构和商品改革，成效有望陆续显现。2022 下半年至今公司积极推进组织架构改革，从原来事业部制转向职能大部制，实现产品开发、零售运营、供应链等核心业务的专业化集中管理，有利于提升管理运营效率。展望下半年，公司将继续控制库存、维持较低折扣力度，同时渠道上“拓加盟、关低效直营店”，提升利润率。从商品端看，随着组织改革的推进，2023 秋冬开始的商品款式预计有较明显改善，男装注重面料科技提升，女装和乐町回归品质线。看好改革效益释放为公司带来商品改善和业绩贡献。

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：看好改革效益释放贡献中长期盈利水平提升，维持“增持”评级。疫情期间公司积极推进组织架构改革，并强化库存和折扣管控，改善终端盈利水平，上半年利润率提升效果良好，中长期有持续提升潜力。由于组织改革及渠道和商品处于磨合期，因此终端零售流水仍有下滑压力，可关注商品调整优化的进展及终端零售的拐点。维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年净利润分别为 6.0/7.0/8.0 亿元，同比增长 226%/16%/15%，维持目标价 23.5~26.5 元，对应 2024 年 17~18x PE，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,921	8,602	8,560	9,479	10,473
(+/-%)	16.3%	-21.2%	-0.5%	10.7%	10.5%
净利润(百万元)	677	185	603	700	802
(+/-%)	-5.0%	-72.7%	226.3%	16.2%	14.5%
每股收益(元)	1.42	0.39	1.26	1.47	1.68
EBIT Margin	8.9%	2.8%	9.7%	10.1%	10.4%
净资产收益率 (ROE)	15.9%	4.5%	13.6%	14.6%	15.4%
市盈率 (PE)	13.1	47.8	14.7	12.6	11.0
EV/EBITDA	13.6	36.0	13.4	12.3	11.1
市净率 (PB)	2.1	2.1	2.0	1.8	1.7

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 关竣尹@guosen.com.cn
S0980520040004

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	23.50 - 26.50 元
收盘价	18.00 元
总市值/流通市值	8531/8508 百万元
52 周最高价/最低价	29.80/15.37 元
近 3 个月日均成交额	48.99 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

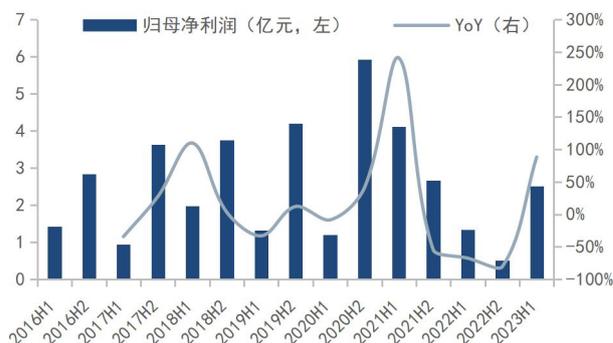
- 《太平鸟 (603877.SH) - 控费和折扣改善，2023 年一季度净利润增长 14%左右》——2023-04-19
- 《太平鸟 (603877.SH) - 经营环境承压，三季度收入下滑 15%》——2022-10-28
- 《太平鸟 (603877.SH) - 经营环境承压，二季度收入下滑 26%》——2022-08-31
- 《太平鸟 (603877.SH) - 经营环境承压，2022 二季度业绩预计亏损 5700 万元》——2022-07-17
- 《太平鸟 (603877.SH) - 经营环境承压，2022 年一季度收入下滑 8%》——2022-04-29

图1: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



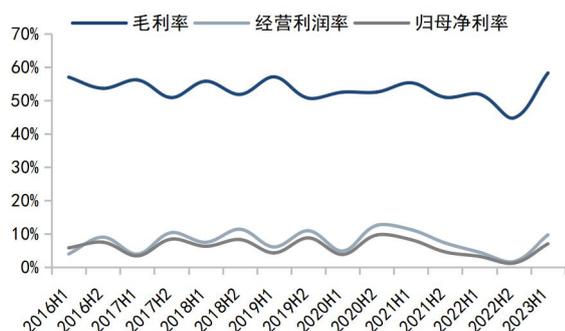
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司净利润和增长 (亿元, %)



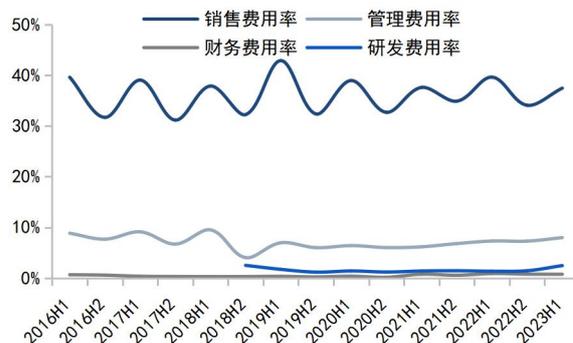
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司利润率 (%)



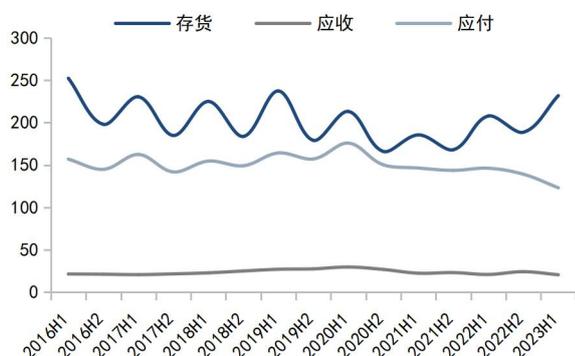
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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: 公司库龄结构



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：看好改革效益释放贡献中长期盈利水平提升，维持“增持”评级

在疫情期间公司积极推进组织架构改革，并强化库存和折扣管控，改善终端盈利水平，上半年利润率提升效果良好，中长期有继续提升潜力。由于组织改革及渠道和商品处于磨合期，因此终端零售流水仍有下滑压力，可关注商品调整优化的进展及终端零售的拐点。维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年净利润分别为 6.0/7.0/8.0 亿元，同比增长 226%/16%/15%，维持目标价 23.5~26.5 元，对应 2024 年 17~18x PE，维持“增持”评级。

表 1：盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,921	8,602	8,560	9,479	10,473
(+/-%)	16.3%	-21.2%	-0.5%	10.7%	10.5%
净利润(百万元)	677	185	603	700	802
(+/-%)	-5.0%	-72.7%	226.3%	16.2%	14.5%
每股收益(元)	1.42	0.39	1.26	1.47	1.68
EBIT Margin	8.9%	2.8%	9.7%	10.1%	10.4%
净资产收益率(ROE)	15.9%	4.5%	13.6%	14.6%	15.4%
市盈率(PE)	13.1	47.8	14.7	12.6	11.0
EV/EBITDA	13.6	36.0	13.4	12.3	11.1
市净率(PB)	2.1	2.1	2.0	1.8	1.7

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表 2：可比公司估值表

公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
太平鸟	增持	18.0	0.39	1.26	1.47	1.68	46.2	14.3	12.2	10.7
可比公司										
歌力思	增持	12.0	0.06	0.81	1.06	1.24	199.7	14.8	11.3	9.7
九牧王	增持	10.0	-0.16	0.51	0.67	0.80	-64.1	19.6	14.9	12.5
森马服饰	增持	6.1	0.24	0.34	0.43	0.50	25.3	17.8	14.1	12.1
迅销	无评级	1670.4	44.80	41.81	47.48	52.87	37.3	40.0	35.2	31.6
Inditex	无评级	272.4	10.48	11.29	12.23	13.19	26.0	24.1	22.3	20.7
平均值							44.8	23.3	19.6	17.3

资料来源：wind，彭博，国信证券经济研究所整理。备注：无评级公司的 EPS 预测值来自彭博一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1148	1089	1916	2583	2974	营业收入	10921	8602	8560	9479	10473
应收款项	803	663	659	730	807	营业成本	5140	4454	3872	4315	4796
存货净额	2540	2125	1807	1976	2193	营业税金及附加	59	59	51	57	63
其他流动资产	585	550	547	606	670	销售费用	3949	3166	3039	3308	3603
流动资产合计	7133	5688	6192	7158	7906	管理费用	820	691	777	851	931
固定资产	1404	1362	1233	1304	1342	财务费用	68	69	51	48	48
无形资产及其他	176	169	162	155	148	投资收益	38	40	34	38	42
投资性房地产	1473	1323	1323	1323	1323	资产减值及公允价值变动	126	(116)	(120)	(133)	(147)
长期股权投资	9	9	9	9	9	其他收入	(61)	169	152	168	185
资产总计	10194	8551	8918	9949	10728	营业利润	988	257	836	972	1113
短期借款及交易性金融负债	591	350	348	386	426	营业外净收支	(38)	5	0	0	0
应付款项	2468	1630	1549	1953	2040	利润总额	949	262	836	972	1113
其他流动负债	1598	1249	1290	1421	1563	所得税费用	273	77	234	272	312
流动负债合计	4656	3229	3187	3759	4029	少数股东损益	(1)	(0)	(0)	(0)	(1)
长期借款及应付债券	721	750	750	750	750	归属于母公司净利润	677	185	603	700	802
其他长期负债	548	419	527	636	745						
长期负债合计	1268	1168	1277	1386	1494	现金流量表（百万元）					
负债合计	5924	4398	4464	5145	5524	净利润	677	185	603	700	802
少数股东权益	2	11	10	10	10	资产减值准备	3	(1)	254	17	11
股东权益	4268	4143	4444	4794	5195	折旧摊销	116	123	162	186	211
负债和股东权益总计	10194	8551	8918	9949	10728	公允价值变动损失	(126)	116	120	133	147
						财务费用	68	69	51	48	48
关键财务与估值指标						营运资本变动	(492)	(575)	646	362	(8)
每股收益	1.42	0.39	1.26	1.47	1.68	其它	(3)	1	(255)	(17)	(11)
每股红利	0.82	0.61	0.63	0.74	0.84	经营活动现金流	176	(151)	1530	1380	1151
每股净资产	8.95	8.70	9.33	10.06	10.90	资本开支	0	49	(400)	(400)	(400)
ROIC	23%	5%	17%	23%	28%	其它投资现金流	(189)	794	0	0	0
ROE	16%	4%	14%	15%	15%	投资活动现金流	(199)	844	(400)	(400)	(400)
毛利率	53%	48%	55%	54%	54%	权益性融资	0	10	0	0	0
EBIT Margin	9%	3%	10%	10%	10%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	4%	12%	12%	12%	支付股利、利息	(389)	(292)	(301)	(350)	(401)
收入增长	16%	-21%	-0%	11%	10%	其它融资现金流	1284	(178)	(2)	37	40
净利润增长率	-5%	-73%	226%	16%	14%	融资活动现金流	506	(752)	(303)	(313)	(360)
资产负债率	58%	52%	50%	52%	52%	现金净变动	483	(59)	827	668	390
息率	4.4%	3.3%	3.4%	4.0%	4.5%	货币资金的期初余额	665	1148	1089	1916	2583
P/E	13.1	47.8	14.7	12.6	11.0	货币资金的期末余额	1148	1089	1916	2583	2974
P/B	2.1	2.1	2.0	1.8	1.7	企业自由现金流	0	(230)	1003	835	586
EV/EBITDA	13.6	36.0	13.4	12.3	11.1	权益自由现金流	0	(409)	965	837	592

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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