



信达证券  
CINDA SECURITIES

Research and  
Development Center

# 业务调整轻装上阵，时尚龙头再次启程

— 太平鸟（603877）深度报告

2023 年 10 月 24 日

汲肖飞 行业首席分析师

S1500520080003

jixiaofei@cindasc.com

## 证券研究报告

## 公司研究

## 深度报告

股票名称 (603877. SH)

投资评级 买入



资料来源：万得，信达证券研发中心

### 公司主要数据

收盘价 (元)	16.60
52 周内股价	19.94-31.69
波动区间 (元)	
最近一月涨跌幅 (%)	-8.60
总股本 (亿股)	4.74
流通 A 股比例 (%)	100
总市值 (亿元)	78.67

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

# 业务调整轻装上阵，时尚龙头再次启程

2023 年 10 月 24 日

### 本期内容提要：

◆**转型变革初见成效，时尚领军渐入佳境。**公司是一家聚焦多品牌矩阵发展的时尚服装零售龙头，旗下品牌包括中端休闲服饰品牌太平鸟女装、太平鸟男装、乐町以及中高端童装品牌太平鸟童装，面向不同年龄、风格、生活态度的细分客群。2018-21 年公司营收由 77.12 亿元增至 109.21 亿元，年均复合增速为 12.30%，公司积极拓展线下、线上渠道，推动收入持续增长。2022 年公司受新冠疫情、行业景气度下行等影响，收入同比下滑 21.24% 至 86.02 亿元，归母净利润同比下降 72.73% 至 1.85 亿元。23H1 公司实现收入 36.01 亿元、同降 14.19%，归母净利润 2.51 亿元，同比增长 88.10%，公司内部变革优化初具成效，利润恢复增长。

◆**业务优化调整到位，品牌矩阵蓄势待发。**2021 年以来公司持续优化业务：1) 渠道方面，公司持续关闭低效门店，改善运营质量，2023H1 净关门店 497 家，渠道调整基本到位，直营门店收入、盈利能力改善明显，未来公司有望恢复净开店，拓展收入规模。2) 存货方面，2021 年后公司持续清理库存，加强门店库存管理水平，库龄结构处于较优水平，未来盈利能力有望持续优化。3) 公司进行组织架构调整，2023 年 2 月原总经理陈红朝离职，董事长张江平兼任总经理，公司引进外部高管，由事业部制转向职能大部制，提升品牌间协同效应。综上，我们认为公司业务调整基本到位，且收入、利润基数较低，未来门店、店效、线上收入等有望恢复增长，业绩增长确定性较强。

◆**休闲服装百花齐放，国货品牌大有可为。**国内中档休闲服饰行业格局分散，市场集中度低。此前国际品牌占据优势地位，近年来国货潮流趋势渐起，ZARA、GAP 等国际品牌母公司在亚太地区收入、影响力有所下降，国货品牌发展前景广阔，守得云开见月明。公司作为休闲时尚服装龙头，多年来持续积累品牌、渠道、供应链等优势，收入规模位居国内品牌前列。此前公司在产品设计、品质等方面投入不足，2023 年以来持续投入提升产品竞争力，打造优质国货产品，且不断加强精细化运营，打通设计、生产、物流、营销等核心环节，公司未来将重点拓展加盟渠道，稳健打造零售体系，长期成长空间较大。2023 年 3 月公司发布定增预案，拟募资 8-10 亿元用于补充流动资金，由控股股东全资子公司全额认购，彰显实控人信心。

◆**盈利预测与投资评级：**我们看好公司业务优化后收入、利润恢复增长，预测 2023-25 年收入、归母净利润预测值分别为 80.25/92.35/104.30 亿元，同增-6.7%/15.1%/12.9%；5.36/7.46/8.56 亿元，同增 190.4%/39%/14.8%，看好业绩未来成长性，目前股价对应 24 年 10.55 倍 PE (股价为 10 月 23 日收盘价)。公司持续提升产品竞争力，未来将通过拓展渠道，不断提升市场份额，长期成长空间较大，且若定增完成，公司有望进一步绑定实控人利益，目前估值处于较低水平，首次覆盖给予“买入”评级，建议重点关注。

◆**风险因素：**品牌运营风险、未精准把握流行趋势变化风险、宏观经济波动风险、定增发行不及预期等。

### 重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,921	8,602	8,025	9,235	10,430
同比 (%)	16.3%	-21.2%	-6.7%	15.1%	12.9%
归属母公司净利润	677	185	536	746	856

同比（%）	-5.0%	-72.7%	190.4%	39.0%	14.8%
毛利率（%）	52.9%	48.2%	55.8%	55.7%	55.9%
ROE%	15.9%	4.5%	11.7%	14.0%	13.9%
EPS (摊薄)(元)	1.43	0.39	1.13	1.57	1.81
P/E	11.62	42.59	14.67	10.55	9.19
P/B	1.84	1.90	1.72	1.48	1.27
EV/EBITDA	8.05	8.75	7.80	5.39	4.04

资料来源: WIND, 信达证券研发中心预测 ; 股价为 2023 年 10 月 23 日收盘价

## 目 录

<b>公司概况：时尚服装零售龙头，构建多元品牌矩阵</b>	7
基本概况：深耕休闲服饰二十载，满足客群多元化需求	7
发展阶段：稳中求进图变革，时尚品牌持续向好	8
财务分析：转型变革初见成效，营收增速稳中回升	9
公司治理：招贤纳士引人才，科学管理赋能未来	11
<b>短期拐点：时尚零售龙头如何破局？</b>	12
发展遇阻：公司路在何方？	12
拨云见日一：渠道优化基本完成，合力聚焦店效提升	13
拨云见日二：持续优化减库存，释放业绩增活力	14
拨云见日三：招贤纳士改弊端，架构优化促协同	15
收入端：门店数目有望触底反弹，竞争力驱动收入回暖	16
利润端：多措并举提升店效，净利增长未来可期	17
<b>长期逻辑：三力齐趋+多元布局，品牌矩阵蓄势待发</b>	20
产品力：聚焦优势品类，提升核心产品力	21
渠道力：重点拓展加盟，提升分销渠道力	21
供应链及精细化运营能力：打通商品供应链，提升精细运营力	22
定增：彰显企业信心，国货品牌大有可为	23
<b>盈利预测、估值与投资评级</b>	23
盈利预测与假设	23
投资建议与评级	24
<b>风险因素</b>	25

## 表 目 录

表 1： 2023-24 年销售费用测算（单位：百万元）	19
表 2： 收入分拆及预测	24
表 3： 盈利预测	25

## 图 目 录

图 1： 四大品牌满足细分客群需求，多元互补形成品牌矩阵	7
图 2： 2022 年公司分品牌收入占比	8
图 3： 2022 年公司分渠道收入占比	8
图 4： 2022 年公司分销售收入占比	8
图 5： 公司发展历程	8
图 6： 2015-2022 年营业收入及增速情况	9
图 7： 2016H1-2023H1 营业收入及增速情况	9
图 8： 2015-2023H1 公司毛利率变化情况	10
图 9： 2015-2023H1 公司各品牌毛利率变化情况	10
图 10： 2015-2023H1 各项费用率变化情况	10
图 11： 2018-2023H1 公司销售费用构成情况	10
图 12： 2015-2022 年净利润及增速情况	11
图 13： 2016H1-2023H1 净利润及增速情况	11
图 14： 2015-2023H1 公司存货及存货周转天数	11
图 15： 公司管理层基本情况介绍	11
图 16： 2017-2027E 中国女装市场规模及增速（单位：万元）	13
图 17： 2015-2023H1 公司直营加盟渠道店铺数量（单位：个）	13
图 18： 2015-2023H1 公司直营加盟渠道店效（单位：万元）	13
图 19： 2015-2023H1 公司总存货（单位：百万元）	13
图 20： 2016-2019 年渠道结构变化	14
图 21： 2015-2023H1 直营加盟门店店铺数量	14
图 22： 2020-2023H1 公司门店收入分布情况	14
图 23： 2020-2023H1 直营加盟门店盈利情况	14
图 24： 近年来公司分季度存货及周转天数	14
图 25： 近年来公司库存结构情况	15
图 26： 近年来分季度公司库存结构情况（单位：亿元）	15
图 27： 近年来公司直营门店单店库存（单位：百万元）	15
图 28： 2020-2022 年公司期后实际退货情况（单位：万元）	15
图 29： 变革优化组织架构和管控模式，助力提升品牌协同和运营效率	16
图 30： 近年来各品牌按季度收入估算值（单位：万元）	17

图 31: 近年来公司总体按季度收入估算值 (单位: 万元)	17
图 32: 近年来公司各品牌按季度店效估算值 (单位: 万元)	17
图 33: 近年来公司总体按季度店效估算值 (单位: 万元)	17
图 34: 近年来公司各品牌按季度门店数估算值 (单位: 个)	17
图 35: 近年来公司总体按季度门店数估算值 (单位: 个)	17
图 36: 近年来公司直营门店单店库存及毛利率变动情况 (单位: 亿元)	18
图 37: 近年来公司各项销售费用占比情况	18
图 38: 2023-24 年销售费用测算 (单位: 百万元)	18
图 39: 近年来公司存货跌价损失及其占存货、收入比例对比变动情况 (单位: 亿元)	20
图 40: 近年来公司存货跌价损失和存货绝对额变动情况 (单位: 亿元)	20
图 41: 近年来公司净利率	20
图 42: 同行可比公司销售费用率情况 (单位: %)	20
图 43: 同行可比公司毛利率情况 (单位: %)	20
图 44: 同行可比公司净利率情况 (单位: %)	20
图 45: 国际同行可比公司 inditex 集团和 GAP 集团	21
图 46: 近年来国际同行可比公司亚太地区收入情况	21
图 47: 近年来主要大众休闲女装店铺数量对比	22
图 48: 近年来主要童装店铺数量对比	22
图 49: 近年来主要男装店铺数量对比	22
图 50: 公司成功实施上线 SAP S/4 HANA 系统, 打造柔性供应链实现消费者洞察	23
图 51: 公司股权结构图	23

### 投资聚焦：

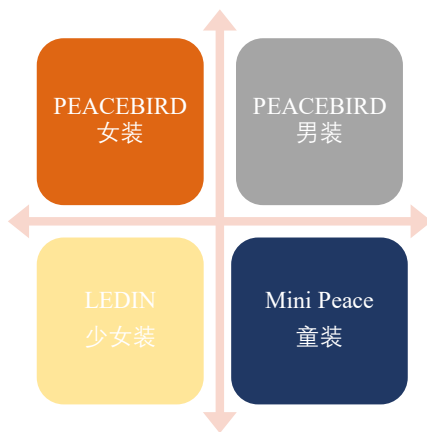
- 2023 年公司开启一轮变革，在组织架构端，取消事业部、并设立大中台，加强各品牌在设计、渠道、零售等方面的协同效应；在渠道端，2023 年上半年公司积极推进门店调整、精简店铺，关闭低效直营、加盟店，当前门店数量已经回归至历史较低水平；产品端，公司加强女装产品线调整，提高品质线占比，男装持续升级面料功能属性，产品力持续提升；零售端，公司加强折扣管控，持续提高盈利水平。
- 经过上述调整，我们认为当前公司轻装上阵，目前毛利率水平、库存结构等均恢复至较优水平。长期来看，公司持续提升产品竞争力，未来将通过拓展渠道，不断提升市场份额，长期成长空间较大，且若定增完成，公司有望进一步绑定实控人利益，彰显公司长期发展信心。

## 公司概况：时尚服装零售龙头，构建多元品牌矩阵

### 基本概况：深耕休闲服饰二十载，满足客群多元化需求

公司是一家聚焦多品牌矩阵发展的时尚服装零售龙头，旗下各品牌面向不同年龄、风格、生活态度的细分客群，优势互补、满足年轻人的多元化需求。目前公司旗下四个主要品牌，包括中端休闲服饰品牌太平鸟女装（PEACEBIRD 女装）、太平鸟男装（PEACEBIRD 男装）、乐町（LEDIN 少女装），以及中高端童装品牌太平鸟童装（Mini Peace 童装）。其中，PEACEBIRD 女装创立于 2001 年，面向时髦、率真、有年轻态度的 25-30 岁都市女性；PEACEBIRD 男装创立于 1996 年，面向时髦、自信、坚持自我的 25-30 岁潮流男性；LEDIN 少女装创立于 2008 年，面向甜美、摩登、元气的 18-25 岁时髦少女；Mini Peace 童装创立于 2011 年，面向潮流、时尚、个性态度的 3-11 岁儿童。

图1：四大品牌满足细分客群需求，多元互补形成品牌矩阵

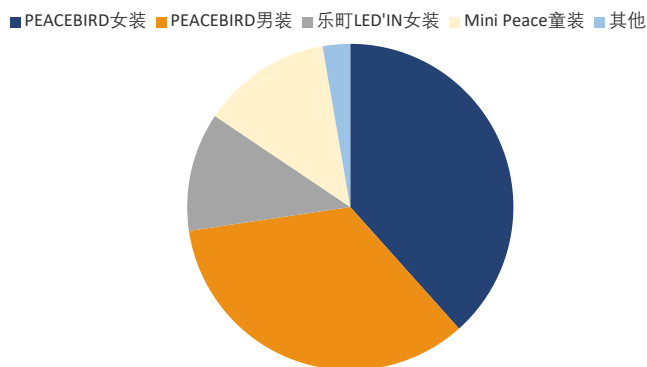


资料来源：信达证券研究开发中心

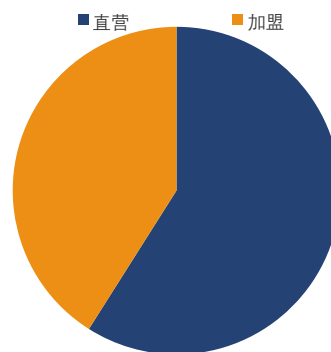
分品牌看，公司旗下四个主要品牌，2022 年 PEACEBIRD 女装及 PEACEBIRD 男装对营业收入贡献最大，分别占比 38%、34%，乐町 LED'IN 女装及 Mini Peace 童装对营业收入贡献分别为 12%、13%。

分门店看，公司主要拥有直营、加盟等两种渠道，主要包括购物中心店、百货商场店、街店以及奥莱店。2022 年直营、加盟店铺分别为 1427 家、2856 家，直营线下门店收入占比相对较高，2022 年占公司总营业收入的 59%，加盟门店收入对营业收入贡献为 41%。

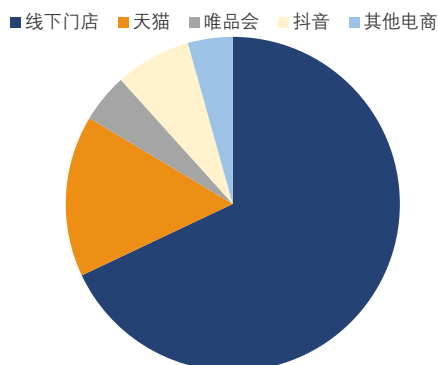
分销售模式看，公司线下销售收入较高，2022 年占比为 68%，线上渠道占公司收入的 32%，主要包括天猫、唯品会、抖音等平台。公司打造全网协同的立体销售体系，完善直营门店、加盟门店、传统电商等渠道，并积极拓展抖音、小红书等社交零售新渠道，满足年轻用户群体，全渠道触达消费者。

**图2：2022 年公司分品牌收入占比**


资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

**图3：2022 年公司分渠道收入占比**


资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

**图4：2022 年公司分销售收入占比**


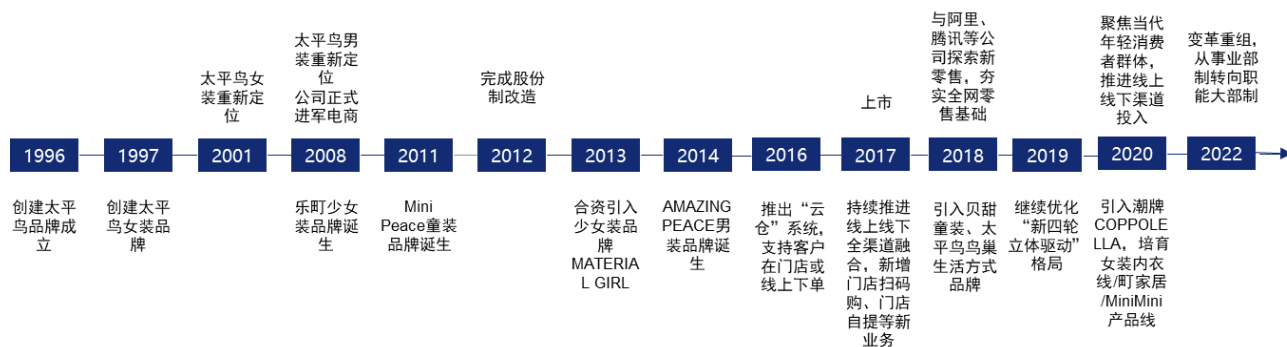
资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

## 发展阶段：稳中求进图变革，时尚品牌持续向好

- **发展初期阶段（1996 年-2008 年）：**公司先后成立太平鸟男装、太平鸟女装品牌，逐步探索品牌发展路径，在一线城市繁华地段开设多家专卖店，开创核心商圈密集开店的渠道营销模式。
- **矩阵发展阶段（2008 年-2017 年）：**公司进军电子商务领域，成立多元化童装、少女装、男装品牌。公司积极推行品牌化矩阵，在发展中持续变革，确定公司新的使命、愿景和核心价值观，以及全新的品牌 LOGO。
- **转型发展阶段（2017 年-至今）：**2017 年公司成功完成 IPO 上市，2018 年代表中国品牌登上纽约时装周。公司创办更多元的品牌矩阵，拥抱变化、渴求创新，启动“聚焦时尚，数据驱动，全网零售”的新战略。公司发力精准营销，致力于不断惊喜客户群体，打造独特品牌形象。

**图5：公司发展历程**



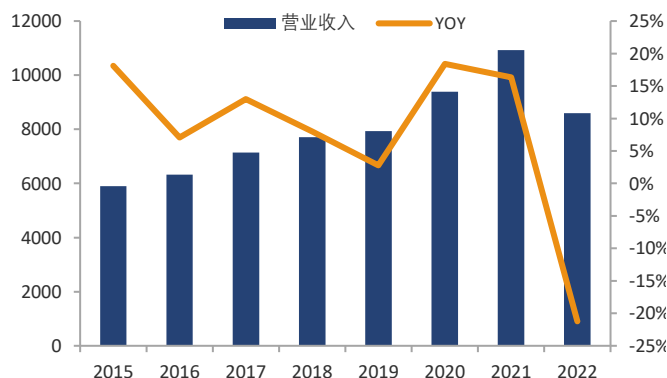


资料来源: WIND, 信达证券研究开发中心

## 财务分析：转型变革初见成效，营收增速稳中回升

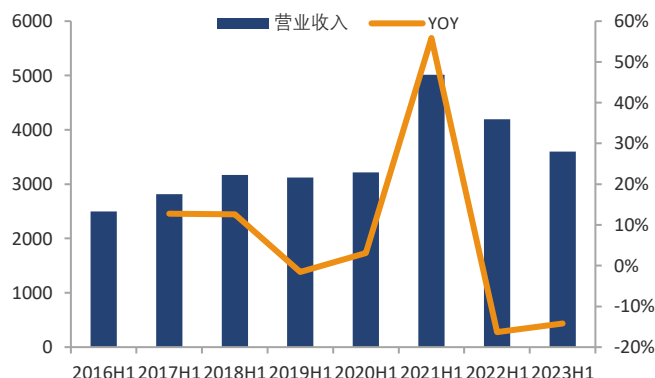
近年来公司营收呈现增长趋势。2018-21 年公司营收从 77.12 亿元增至 109.21 亿元，年均复合增速为 12.30%，公司积极拓展线下、线上渠道，推动收入持续增长。公司前期扩张激进、库存积压，2021H2 后受服装行业景气度下行、新冠疫情等影响，公司进入去库存调整阶段，收入同比持续下滑，2022 年公司实现营业收入 86.02 亿元，同比下降 21.24%，主要由于新冠疫情以及品牌调整、库存清理。2023H1 公司收入同降 14.19%至 36.01 亿元，公司进行管理、组织架构调整，优化线下渠道结构，且控制线上销售折扣，导致收入同比下滑。

图6：2015-2022 年营业收入及增速情况



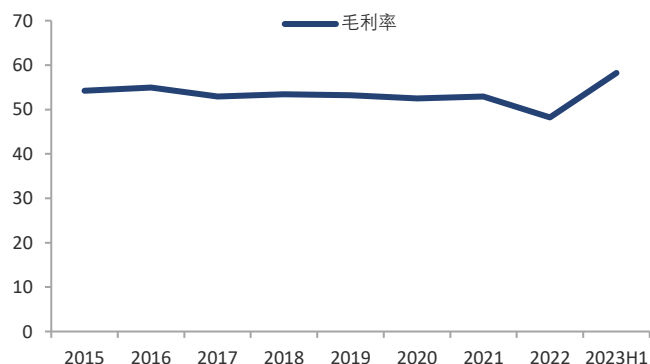
资料来源: WIND, 信达证券研究开发中心

图7：2016H1-2023H1 营业收入及增速情况

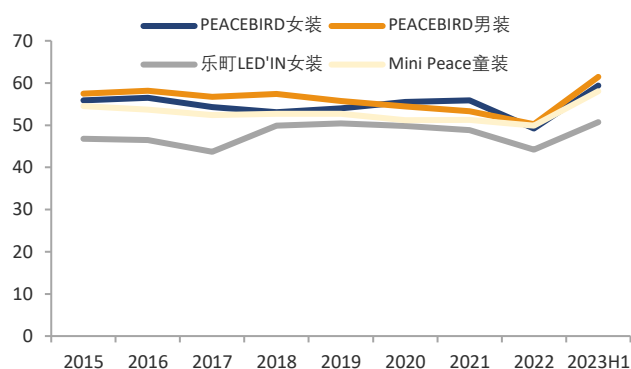


资料来源: WIND, 信达证券研究开发中心

毛利率方面，近年来公司毛利率维持在 53%左右，较为平稳。2022 年公司毛利率为 48.22%，同比下降 4.71PCT，主要系公司加大产品库存清理力度且新冠疫情影响正常销售。2023H1 公司毛利率增至 58.23%，系 2015 年以来最高水平，产品、渠道变革后营运状况改善明显，库存结构处于较优水平。按品牌看，2023H1 公司主要品牌 PEACEBIRD 女装、PEACEBIRD 男装、LEDIN 少女装及 mini peace 童装毛利率均有所提高，分别同增 6.17PCT、7.98PCT、3.68PCT、5.08PCT 至 59.39%、61.45%、50.72%、58.05%。按渠道看，2023H1 公司严格控制折扣率，线上、直营和加盟渠道分别实现毛利率 47.68%、70.38%、47.07%，同比增长 3.79PCT、6.14PCT 和 7.34PCT。毛利率较 22 年有所上升。

**图8：2015-2023H1 公司毛利率变化情况**


资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

**图9：2015-2023H1 公司各品牌毛利率变化情况**


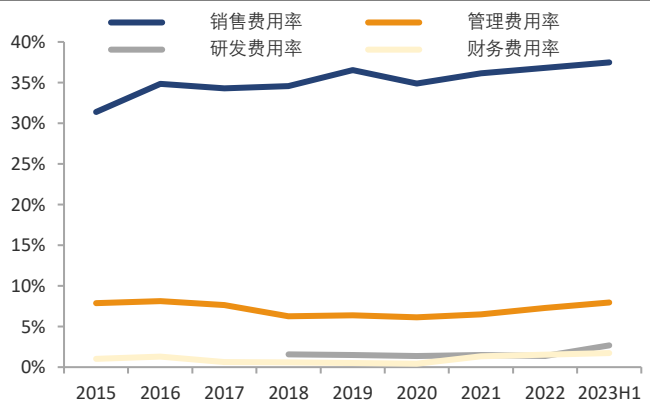
资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

近年来公司销售、管理费用率处于较高水平，2023 年公司减少营销投入，加大研发力度，2023H1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 37.48%、7.96%、2.44%、0.72%，同增-5.48PCT、9.22PCT、83.78PCT、-15.73PCT。

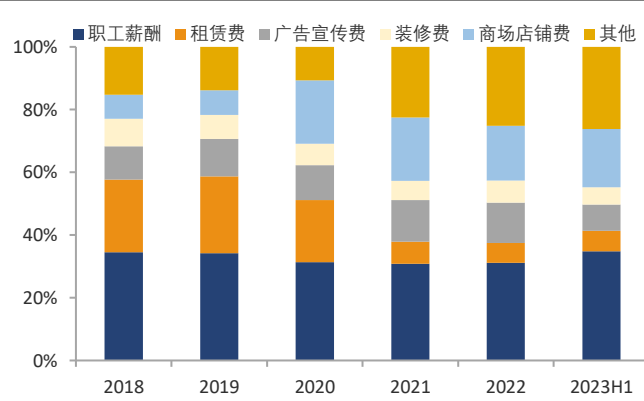
销售费用方面，近年来公司销售费用率呈上升趋势，主要由于线下渠道快速扩张，渠道费用增长，2022 年后公司门店数量及营业收入减少，叠加组织架构改革、渠道结构优化，门店相关费用同比下降。

研发费用方面，公司 2022 年以前研发费用率相对较低，2023H1 研发费用同比增长 83.78% 至 0.88 亿元，研发职工薪酬及设计费支出增加，公司加大研发力度，从营销为主转向以研发为主导的经营策略。

财务费用方面，公司财务费用率持续较低，22 年财务费用同比下滑，主要系银行利息收入增加及租赁负债利息支出减少所致。

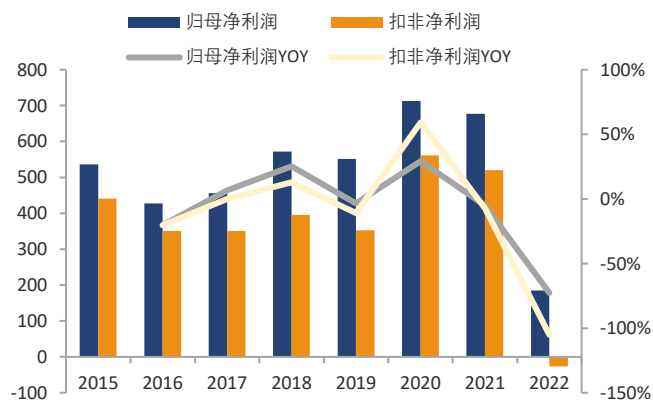
**图10：2015-2023H1 各项费用率变化情况**


资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

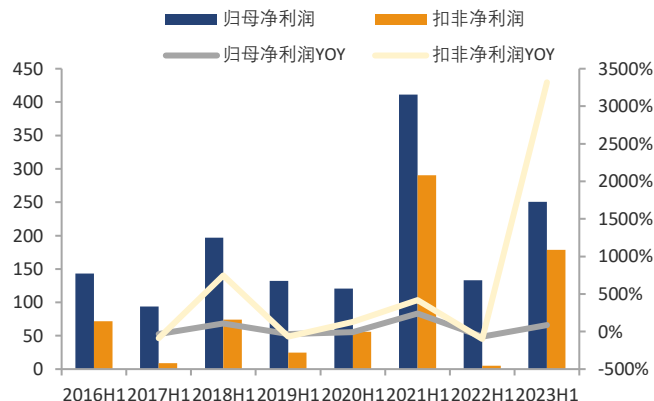
**图11：2018-2023H1 公司销售费用构成情况**


资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

2016-20 年公司净利润呈波动增长趋势，2021 年公司受产品销售不达预期、库存清理等影响利润同比下滑，2022 年公司受疫情影响收入减少、毛利率下降等影响归母净利润同比下降 72.7% 至 1.85 亿元，扣非净利润为-0.3 亿元，上市后扣非净利润首次出现亏损。2023 年公司启动全面变革，控制产品折扣，优化渠道、库存结构，积极推进数字化转型，盈利能力同比提升。公司内部变革优化初具成效，利润有望恢复增长，23H1 归母净利润 2.51 亿元，同比增长 88.10%，超过 2022 年全年归母净利润。

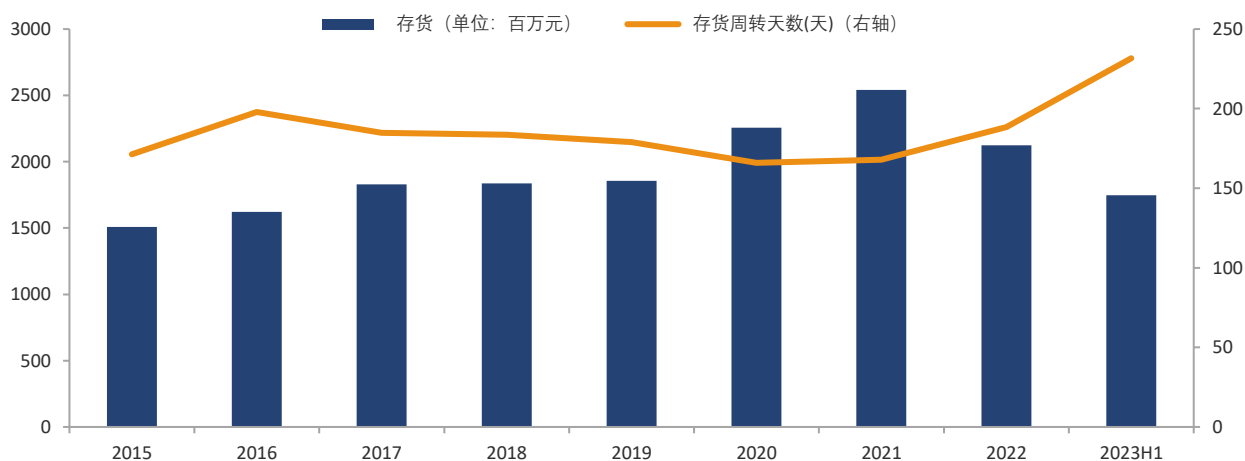
**图12：2015-2022 净利润及增速情况**


资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

**图13：2016H1-2023H1 净利润及增速情况**


资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

2021年前公司成长较为激进，积极备货抢占市场，2021年末存货净值同增12.6%至25.4亿元，主要由于冬装销售不及预期，存货规模处于历史高位，存货周转天数为168天，同比增加2天。22年后公司通过多种渠道持续清理库存，年末存货为21.25亿元、同比下降16.35%，存货周转天数为189天、同比增加21天。23H1公司库存进一步下降至17.47亿元，处于历史低位，库存周转天数略有上升至232天。

**图14：2015-2023H1 公司存货及存货周转天数**


资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

## 公司治理：招贤纳士引人才，科学管理赋能未来

管理团队方面，公司管理层持续积极吸纳行业优秀人才，管理层均具有多年企业管理经验。创始人、董事长张江平自太平鸟创立以来任职至今，负责公司战略方向制定。2023年2月，公司创始元老、总经理陈红朝离职，董事长张江平兼任总经理，为公司组织架构、管理模式、业务运营调整赋能。

**图15：公司管理层基本情况介绍**

姓名	职务	简历
张江平	董事长、总经理	现任公司董事长、总经理，鹏源环球控股有限公司执行董事，太平鸟集团董事长等职务，并担任第十四届全国人大代表，中国服装协会理事会副会长，中国纺织工业联合会理事会常务理事单位、常务理事，浙江省宁波市工商联副主席等职务。
戴志勇	董事	现任公司董事，太平鸟集团董事、总经理。曾任宁波热电股份有限公司董事会秘书兼副总经理、监事会主席，宁波开发投资集团有限公司总经理等职务。
王明峰	董事、副总经理	现任公司董事、副总经理。曾任太平鸟集团有限公司总裁秘书，宁波太平鸟股份有限公司产品总监、营销策划总监，宁波禾乐投资有限责任公司董事等职务。
翁江宏	董事、副总经理	现任公司董事、副总经理。曾任宁波太平鸟股份有限公司副总经理、江苏分公司经理、贝斯堡事业部总经理等职务。
厉征	副总经理	现任公司副总经理。曾任浪潮集团有限公司苏皖大区技术副总经理，华为技术有限公司首席咨询总监、营销服务领域及供应链领域咨询总经理，慕思健康睡眠股份有限公司副总裁、慕思经典事业部总经理等职务。
王青林	财务总监、董事会秘书	现任公司财务总监兼董事会秘书。曾任万华化学（宁波）有限公司财务总监，万华化学集团股份有限公司财务部副总经理，苏州天马精细化学品股份有限公司副总经理、总经理等职务。

资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

## 短期拐点：时尚零售龙头如何破局？

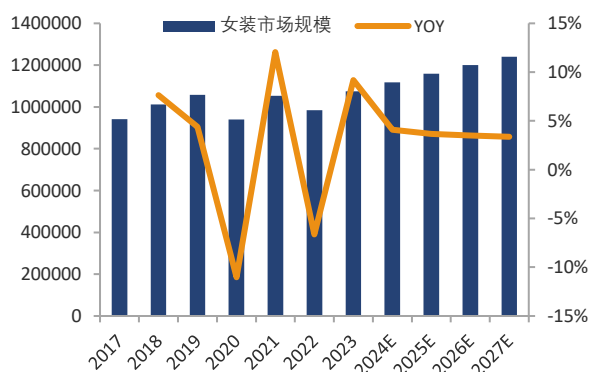
### 发展受阻：公司路在何方？

2017 年至今，服装行业进入低速增长阶段，市场规模增速放缓，下游景气度下降导致公司库存、业绩出现波动，行业竞争仍较为激烈，期间受中美贸易摩擦、新冠肺炎疫情等多重因素影响，服装消费持续低迷，上市公司业绩有所下滑；加之疫情后消费景气度下行，服装行业销售表现疲软，进入去库存阶段。

从渠道来看，2015-2018 年公司加速拓展直营渠道，2020 年后公司追求收入规模增长、快速拓展加盟商，积极备货、拓店抢占市场，整体门店、库存规模持续快速增长。但由于公司未能精准把控店铺运营效率，管理模式匹配度不足，且市场竞争激烈，2015-2018 年增店不增效，2019 年直营、加盟店效为 206 万元、75 万元，直营门店盈利能力不够稳定。2021 年后受行业下行、新冠疫情、公司业务调整等影响店效持续下滑。

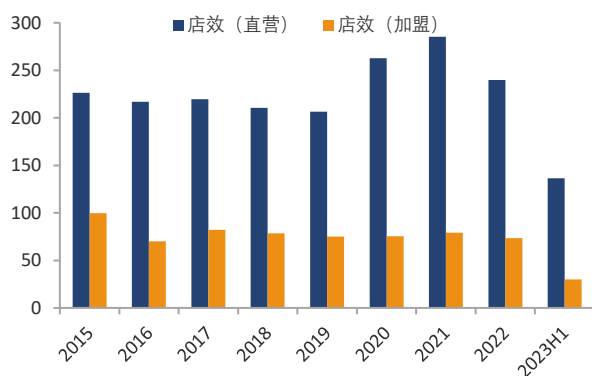
库存方面，公司积极扩张业务规模，门店数量保持增长趋势，2015 年以来存货持续增加，2020 年后公司扩张较为激进，库存金额增长加速，2021 年库存达到 25.4 亿元，较 15 年增幅达 68%，且库龄结构中过季产品占比提升。

图16：2017-2027E 中国女装市场规模及增速（单位：万元）



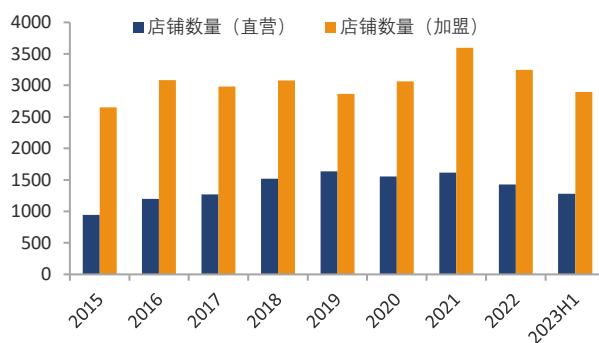
资料来源：Euromonitor，信达证券研究开发中心

图18：2015-2023H1 公司直营加盟渠道店效（单位：万元）



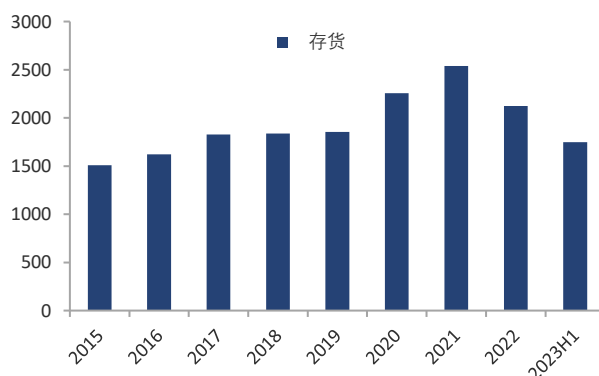
资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

图17：2015-2023H1 公司直营加盟渠道店铺数量（单位：个）



资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

图19：2015-2023H1 公司总存货（单位：百万元）



资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

## 拨云见日一：渠道优化基本完成，合力聚焦店效提升

2021年后公司开始推进渠道优化，关闭低效门店，提升盈利能力。公司聚焦改善直营门店运营质量，注重店效增长和盈利提升，加快低效门店关闭调整。加盟渠道公司强化对加盟商的商品、零售等赋能支持，提升门店店效和商品流转效率，清理低效门店及加盟商，提升加盟门店盈利水平。

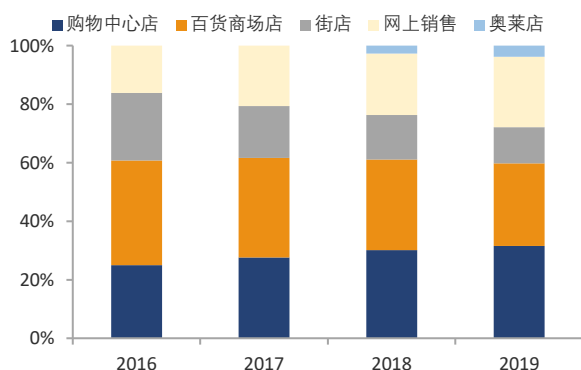
从渠道数量来看，2021年以来公司渠道数量持续下滑，23H1年直营、加盟店铺分别为1277家、2897家，较21H1下降312家、274家，降幅相对较大。目前公司渠道优化基本完成，低效门店逐步清理完毕，我们预计门店数量或已降至拐点，下半年有望恢复净开店。未来公司将重点拓展加盟商渠道，稳健控制直营开店，有望进一步优化渠道结构，提升整体盈利能力。

公司不断拓展购物中心渠道，快速推进奥特莱斯发展，持续优化街店结构，同时探索线上线下渠道打通，形成零售合力。2019年公司购物中心、百货商场渠道零售额合计占比接近6成，其中购物中心首次超越百货商场，成为收入占比最高的销售渠道；奥特莱斯渠道零售额较2018年增长超过4成，占比达3.81%。

通过渠道优化，公司直营店收入结构、盈利能力改善明显。2020-2023H1直营门店营业收入区间分布基本保持稳定，单店营业收入主要集中在100万至300万区间，收入低于100万的门店占比明显下降，2023H1降至14.39%，相比之下2020-22年该比例分别为19.77%、16.77%、18.47%。直营店盈利能力稳步提高，2020-2023H1盈利状态的门店占

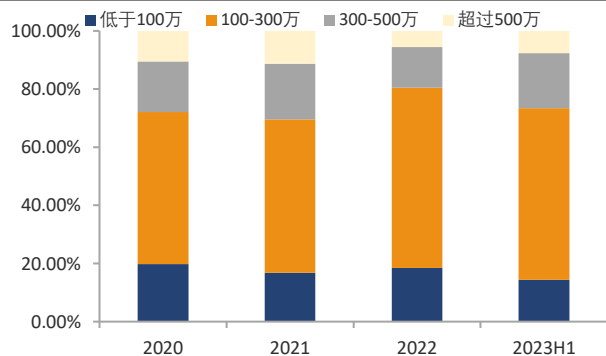
比逐渐提高，分别为 77.65%/78.69%/65.81%/83.37%，23H1 亏损门店占比下降明显，公司改变过往渠道规模增长策略，更加聚焦门店经营质量提升和盈利能力改善，适当控制直营门店开店规模，主动关闭低效门店。

图20：2016-2019 年渠道结构变化



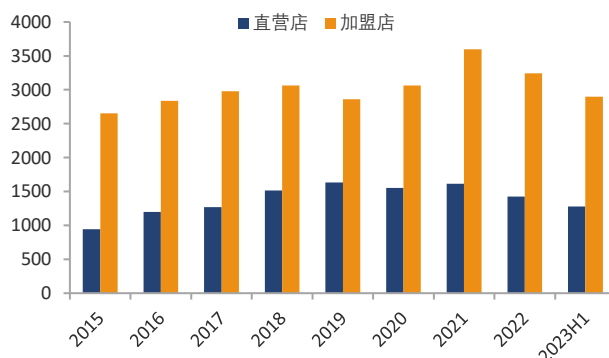
资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

图22：2020-2023H1 公司门店收入分布情况



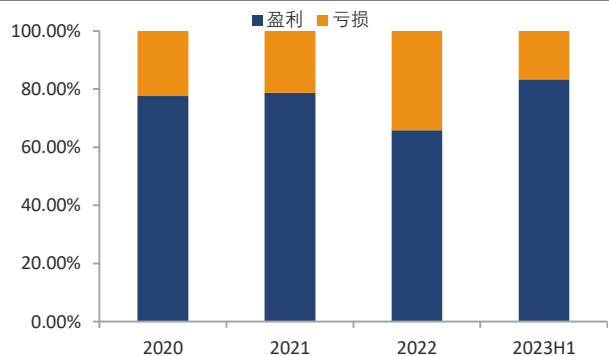
资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

图21：2015-2023H1 直营加盟门店店铺数量



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

图23：2020-2023H1 直营加盟门店盈利情况



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

## 拨云见日二：持续优化减库存，释放业绩增活力

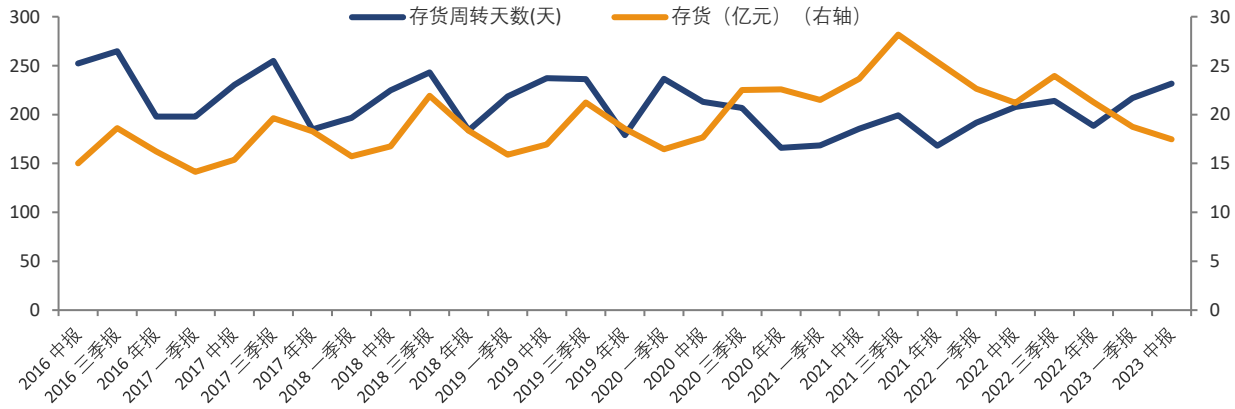
公司库存持续优化：2021 年后公司强化商品产销计划性管理及过季老品消化专项机制，积极通过唯品会、抖音、奥莱等多种渠道处理过季商品，且加强门店库存管理水平，控制订货金额，23H1 存货降至阶段性低位。据我们测算 2023H1 直营单店库存降至 83 万元/店，环比下降 11%，较高点有所下降，目前处于相对低位水平，库存优化效果显现。

从库龄结构来看，公司清理库存后库龄结构有所优化，2023 年中报 2 年以上、1-2 年老货占比达到历史低位，分别为 3%、29%，对业绩拖累程度有望改善。2023H1 公司强化品牌管理，严控新品折率，盈利能力同比显著提升。

从经销商来看，2020-22 年可退货产品的当年度实际退货率为 31.21%、28.55%、26.86%，总体呈下降趋势。2020 年度受到突发不可控外部因素影响，公司在突发事件的背景下，给与加盟商适当的政策支持，故期后实际退货率以及退货额相对较高。但随着外部环境改善、不可控因素减少，2021 年和 2022 年末公司实际退货率和退货额均呈现下降状态。

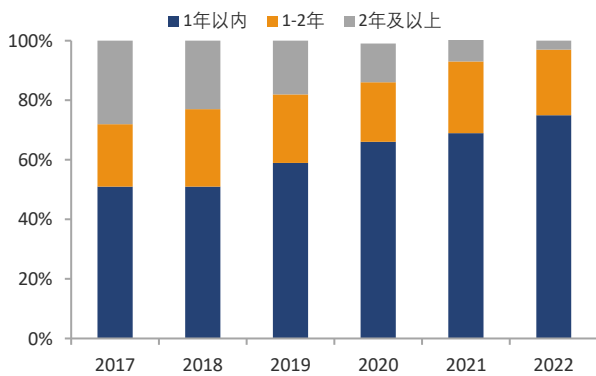
图24：近年来公司分季度存货及周转天数





资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

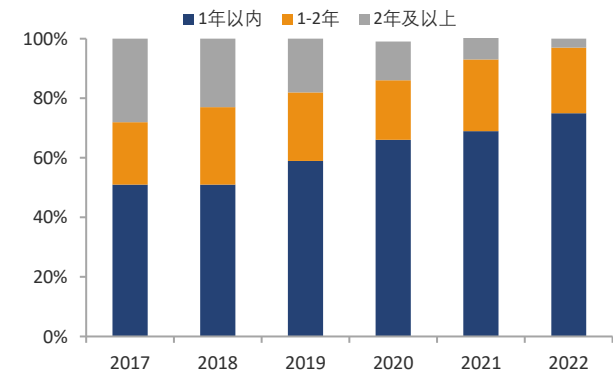
图25：近年来公司库存结构情况



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

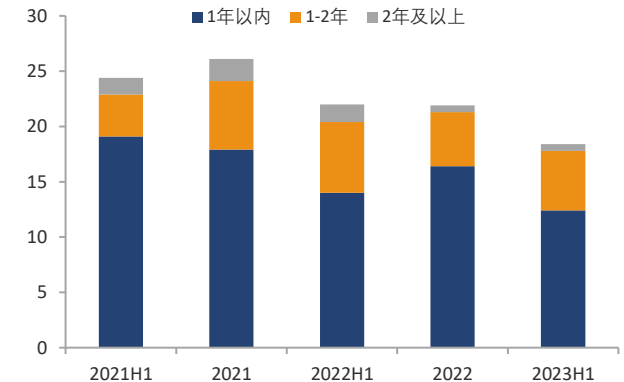
图26：近年来分季度公司库存结构情况（单位：亿元）

图27：近年来公司直营门店单店库存（单位：百万元）



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

图28：2020-2022年公司期后实际退货情况（单位：万元）

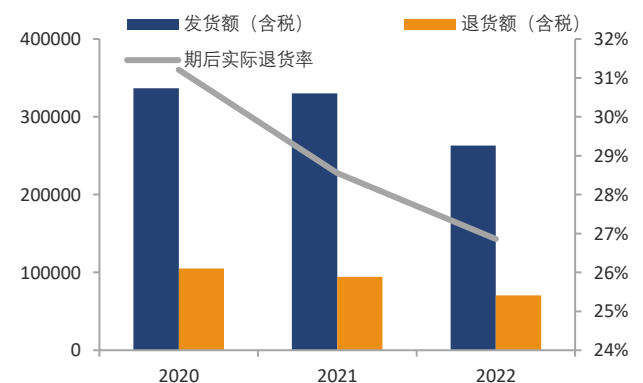


资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

图29：近年来公司直营门店单店库存（单位：百万元）



资料来源：WIND，信达证券研究开发中心



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

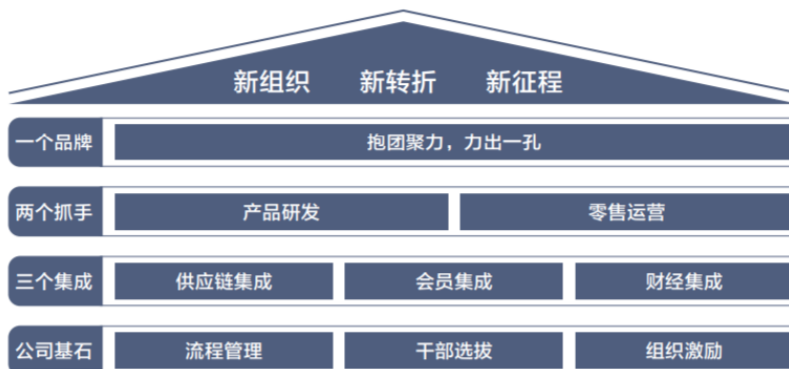
## 拨云见日三：招贤纳士改弊端，架构优化促协同

- 高管方面，公司调整管理层架构，新任高管善于流程优化、运营效率提升。陈红朝自2017年担任总经理，任职期间带领公司取得较好的业绩增长，但2020年后过于追求粗放式发展，且重营销、轻研发，产品竞争力不足，2021年后在下游需求低迷、新冠疫情影响下公司收入大幅缩减，叠加高投入、高库存等因素，业绩降幅进一步扩大。2023年2月陈红朝离职，董事长张江平兼任总经理，负责公司业务运营。此外公司引入副总经理厉征，曾任浪潮集团苏皖大区技术副总经理、华为首席咨询总监、慕思股份副总裁、慕思经典事业部总经理等职务，负责流程优化及IT模块，加强规范化运营。

- 组织架构方面，2023年公司启动重大组织变革，由事业部制转向职能大部制，取消品牌

事业部、将原有六大事业部（女装、男装、乐町、童装、鸟巢、物流）+线上运营平台，转变为三大职能中心（产品研发中心、供应链管理、零售运营中心），提升品牌协同效应，在渠道、营销、设计、供应链等方面提高效率。此前各事业部独立开展产品设计、供应链组织、营销、渠道开拓工作，事业部制的组织模式助力公司完成市场拓展及规模增长的阶段性任务。调整后，公司采用职能大部制，以更好地提升品牌价值，改善经营质量。公司对组织架构、管控模式进行重大变革重组，以数据驱动商品开发、打造全网协同的立体零售模式、以及快速柔性的生产供应模式。

图29：变革优化组织架构和管控模式，助力提升品牌协同和运营效率

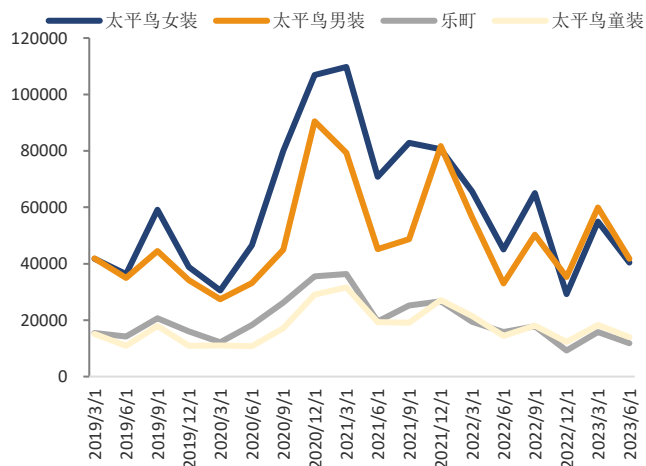


资料来源：公司年报，信达证券研究开发中心

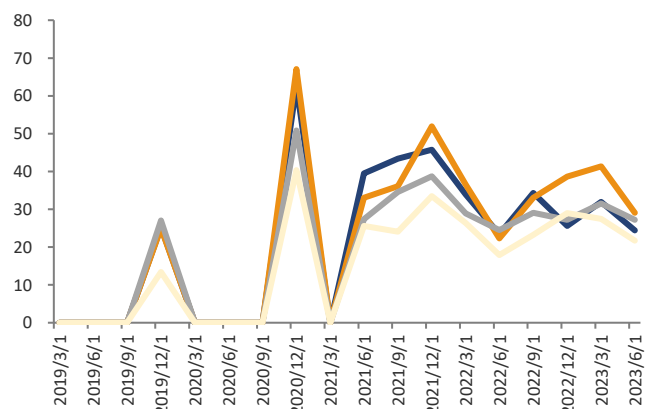
## 收入端：门店数目有望触底反弹，竞争力驱动收入回暖

- 2023Q4 同期基数低：纵向对比来看，22Q4 特殊情况下公司收入、店效等显著低于历年正常水平。23H1 公司低效门店关闭、结构优化，门店数量为近年来最低，库存清理后也降至历史低位，且管理层、组织架构调整，产品优化、品牌营销等力度相对较弱。23Q4 公司有望恢复净开店，且冬装新品产品力有望提升，组织架构调整完成后加大品牌营销、线上推广力度，低基数下收入、利润有望迎来拐点，恢复快速增长。2023H2 公司将有望恢复净开店，我们假设门店数恢复至 4100 家，店效恢复至 21Q4 水平，那么 2023Q4 线下收入有望实现同比 20% 的增长。
- 展望 2024 年，低基数叠加运营改善，公司收入增长确定性较强。23H1 公司收入、店效、门店数量、线上收入等维度均处于历史低位。2024 年公司店效、门店数、线上收入等有望恢复增长：1) 公司渠道优化、产品升级、品牌推广等措施效果显现，单店店效预计将同比提升；2) 23H2 及 2024 年公司将持续推进加盟开店，稳健拓展直营渠道，有望带动店铺数量同比提升；3) 公司将加强拓展线上渠道，提升产品价格等方面竞争力，且线上基数相对较低，线上收入增长确定性较强。

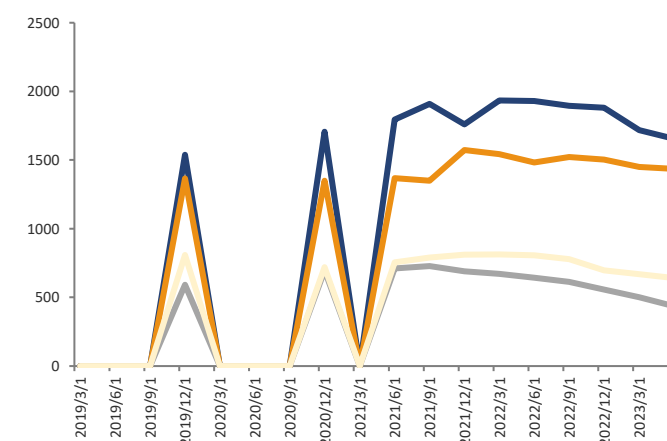


**图30：近年来各品牌按季度收入估算值（单位：万元）**


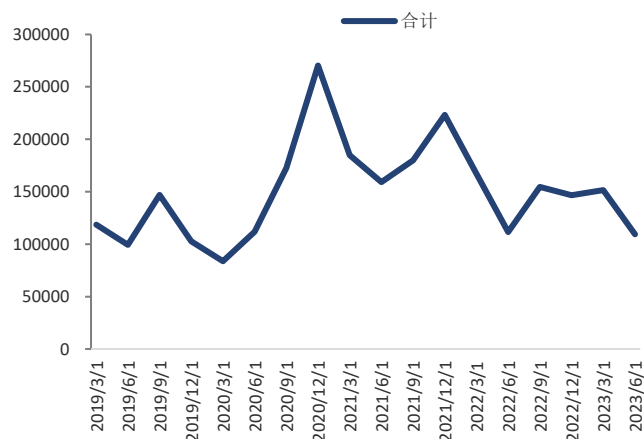
资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

**图32：近年来公司各品牌按季度店效估算值（单位：万元）**


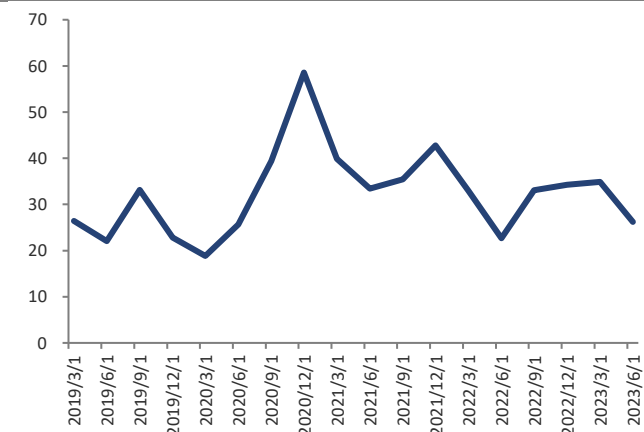
资料来源：WIND，信达证券研究开发中心（店效为0的季度由于该季度公司未分品牌披露直营、加盟门店数目）

**图34：近年来公司各品牌按季度门店数估算值（单位：个）**


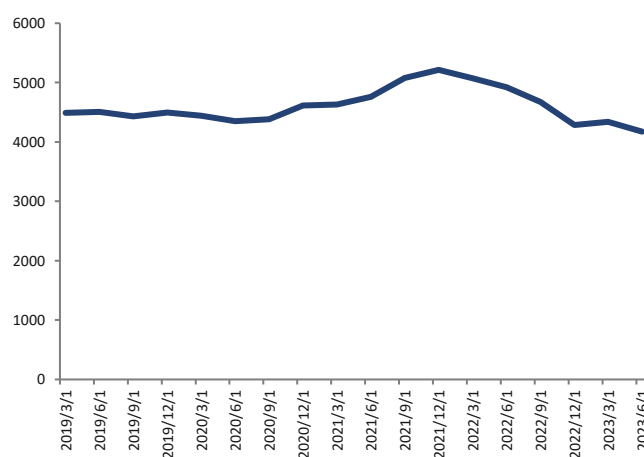
资料来源：WIND，信达证券研究开发中心（数量为0的季度由于该季度公司未分品牌披露直营、加盟门店数目）

**图31：近年来公司总体按季度收入估算值（单位：万元）**


资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

**图33：近年来公司总体按季度店效估算值（单位：万元）**


资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

**图35：近年来公司总体按季度门店数估算值（单位：个）**


资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

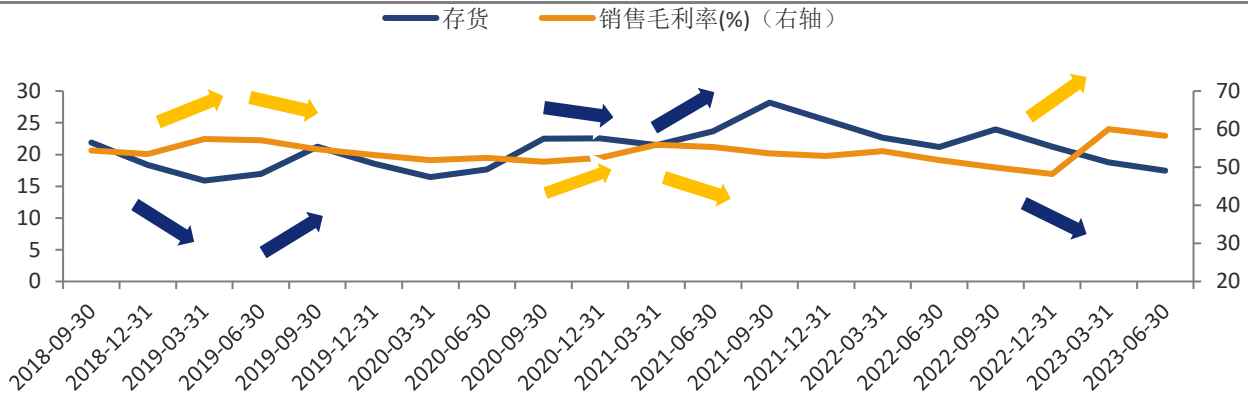
## 利润端：多措并举提升店效，净利增长未来可期

- **毛利率增加：**从下图可以看出，公司销售毛利率与存货额有较强的反向相关关系，库存高位通过打折去库存从而影响毛利率。截至 2023H1 公司库存总额已恢复至 2020 年年初

的水平，叠加渠道结构优化、公司统筹管理线上线下折扣，毛利率处于历史最佳水平。2023年下半年公司库存预计仍保持低位，毛利率有望维持较高水平。

2024年公司一方面渠道结构优化、组织架构调整后加强供应链掌控，且库存处于阶段性低位，有利于毛利率继续改善，另一方面公司重点拓展加盟渠道、低毛利率加盟收入占比有望提升，且产品折扣可能有所放松，影响毛利率表现。整体来看我们预计公司毛利率将保持稳定，盈利能力处于高位。

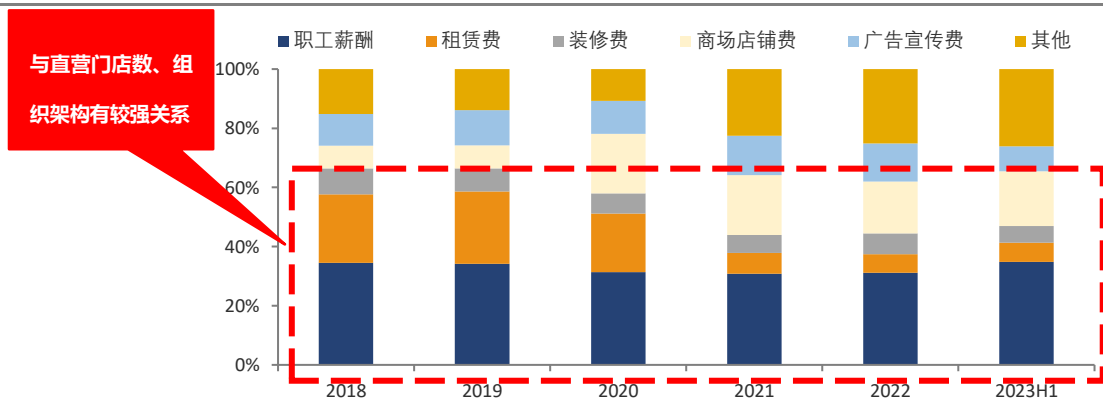
图36：近年来公司直营门店单店库存及毛利率变动情况（单位：亿元）



资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

- 费用率下降：公司销售费用主要来自于职工薪酬、租赁费、装修费、商场店铺费、广告宣传费及其他各项杂费，其中前四项均与直营门店开店有关，且占销售费用比超 50%。从历史数据来看公司职工薪酬、商场店铺费等科目与直营门店数量相关性较强。我们假设公司在 23 年完成调整后，稳定拓展直营渠道，并测算 2023-2024 年销售费用小幅增长。

图37：近年来公司各项销售费用占比情况



资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

图38：2023-24 年销售费用测算（单位：百万元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1	2023E	2024E
职工薪酬	9.21	9.91	10.25	12.18	9.85	4.7	9.85	11.37
单直营店合理均值	0.0061	0.0061	0.0066	0.0075	0.0069	-	0.0080	0.0088
租赁费	6.16	7.08	6.5	2.76	2.01	0.88	1.91	2.01
单直营店合理均值	0.0041	0.0043	0.0042	0.0017	0.0014	-	0.0016	0.0016
装修费	2.35	2.24	2.21	2.41	2.23	0.75	1.82	1.91
单直营店合理均值	0.0016	0.0014	0.0014	0.0015	0.0016	-	0.0015	0.0015
商场店铺费	2.05	2.26	6.62	7.97	5.53	2.51	4.75	5.61
单直营店合理均值	0.0014	0.0014	0.0043	0.0049	0.0039	-	0.0039	0.0044
广告宣传费	2.83	3.46	3.65	5.26	4.08	1.13	4.08	4.67
其他	4.06	4.01	3.5	8.91	7.96	3.53	7.96	8
合计	26.66	28.96	32.73	39.49	31.66	13.5	30.39	33.57
直营门店数量	1516	1633	1554	1616	1427	1277	1227	1288

资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

公司后续将重点拓展加盟渠道，并加强直营渠道的优化，因此费用有望得到进一步摊薄。

假设，①2024 年直营门店数量较 23H1 保持低个位数增长，24 年加盟店铺数量基于乐观情况、悲观情况下，较 23 年增长双位数的基础上多开 100、少开 100 家；②公司通过产品升级、低效店铺关闭等手段，使得直营、加盟平均店效分别恢复至略高于 21 水平，③经过此前测算 24 年销售费用为 33.57 亿元，那么经过计算在加盟店铺数量在两种假设下，对应的销售费用率分别为 36.02%、36.68%。

因此，我们预计加盟渠道的拓展有望使得公司 24 年销售费用率中枢保持在 36.5% 左右，较 22 年、23H1 下降约 0.5-1PCT。

表1：2023-24 年销售费用测算（单位：百万元）

	2021	2022	2023H1	2024E		
收入						
				悲观预测	中性预测	乐观预测
总收入	108.37	85.46	35.78	91.51	92.35	93.19
直营收入	46.14	34.19	17.39	38.84	38.84	38.84
加盟收入	28.53	23.78	8.71	26.84	27.68	28.52
门店数量						
直营门店	1616	1427	1277	1288	1288	1288
加盟门店	3352	2856	2897	3195	3295	3395
				-100	+0	+100
店效						
直营店效	286	240	—	289	289	289
加盟店效	79	73	—	84	84	84
费用率						
销售费用	39.48	31.66	13.5	33.57	33.57	33.57
销售费用率	36.43%	37.05%	37.73%	36.68%	36.35%	36.02%

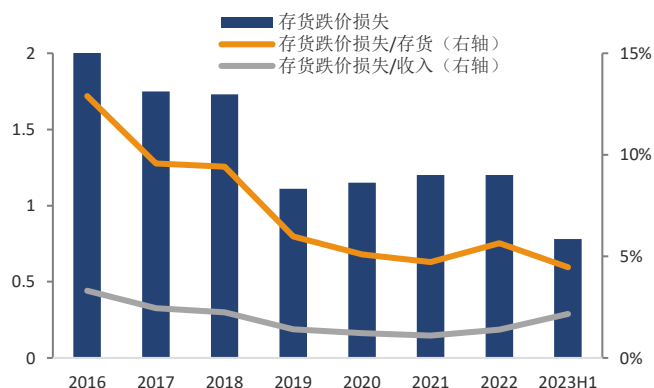
资料来源：WIND，公司公告，信达证券研究开发中心

- 库存减值损失方面，近年来公司存货减值损失及与存货、收入的比例保持下降趋势，主要由于公司提高供应链柔性化水平，存货管理能力提升；整体而言在存货处于高位时，存货减值损失亦较高，存货减值损失/收入基本处于 2.2% 以上到 3% 的水平；当存货处于低位时，存货跌价损失亦较低，存货跌价损失/收入基本处于 1%-2% 之间。

2023H1 公司库存已降至历史低位，且库存结构恢复至较好水平，2024 年公司计划继续加强供应链管控，库存有望保持较低水平。我们预计存货跌价损失/收入有望实现优化，

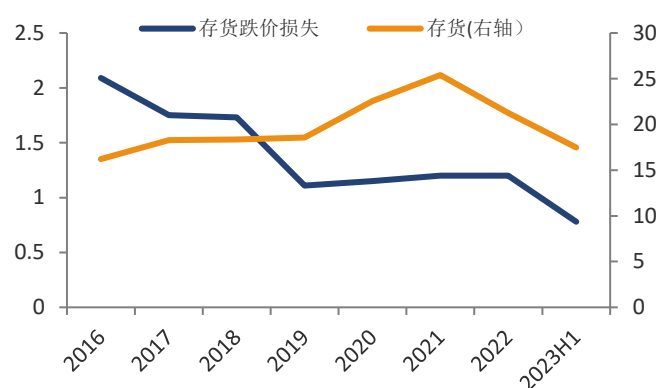
带来净利润率提升。

图39：近年来公司存货跌价损失及其占存货、收入比例对比变动情况（单位：亿元）



资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

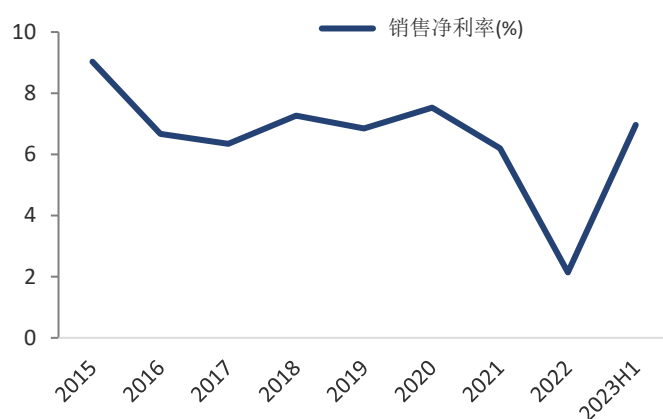
图40：近年来公司存货跌价损失和存货绝对额变动情况（单位：亿元）



资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

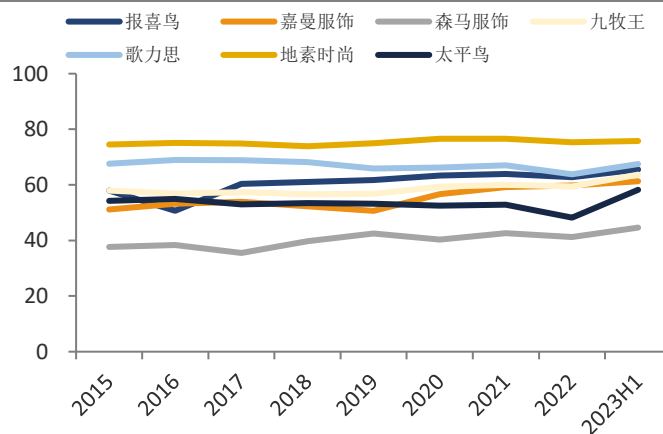
- 与多数服装品牌相比，公司净利率处于较低水平，主要由于销售费用率较高、存货减值较高等影响。未来公司将一方面增加经销渠道布局，加强销售费用管控，我们预计销售费用率将有所下降；另一方面存货处于历史低位，对毛利率、存货减值等拖累或将有所减少，公司利润率具有较大提升空间。

图41：近年来公司净利率



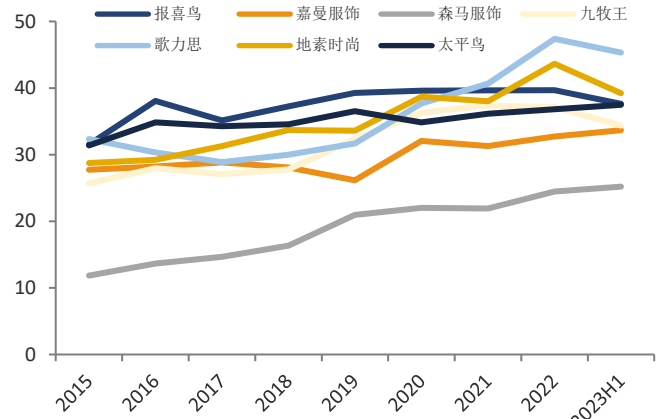
资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

图43：同行可比公司毛利率情况（单位：%）



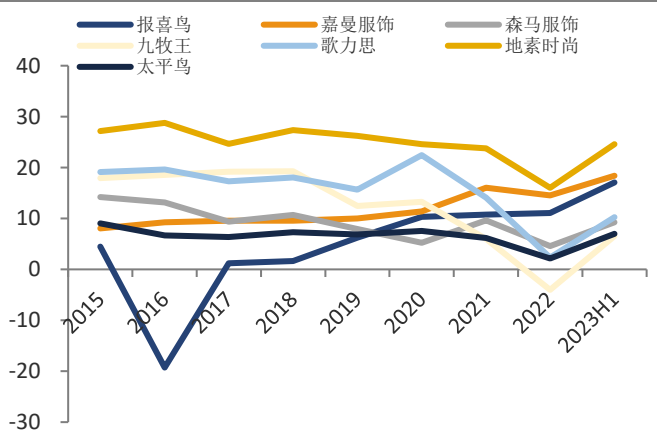
资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

图42：同行可比公司销售费用率情况（单位：%）



资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

图44：同行可比公司净利率情况（单位：%）



资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

**长期逻辑：三力齐趋+多元布局，品牌矩阵蓄势待发**

## 产品力：聚焦优势品类，提升核心产品力

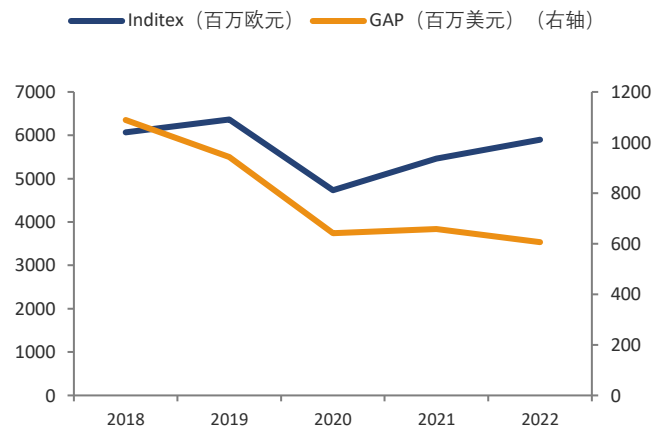
- 公司聚焦提升产品力。此前公司设计过于强调潮流、风格较为小众，且面料、研发等重视程度较低，产品竞争力有所下降。公司管理层变更后调整经营战略，回归商业本质，聚焦核心品类，打造有竞争力国货产品。例如夏装公司注重打造连衣裙核心品类，太平鸟女装、乐町、童装均推出品质、精致连衣裙产品，吸引年轻消费群体。公司注重打造产品优势，在面料、风格、设计等方面进行升级，尤其 23 年冬装为公司管理思路变更后重点打造的商品，竞争力有望提升，销售有望得到改善。
- 面料方面，公司提升面料档次，优化供应链体系，夏装推出“ICE PEACE”凉感科技面料融合于四大子品牌，其中男装自研科技面料“威化冰肌棉 2.0”、女装凉感薄荷冰肌纱面料、乐町“夏日小凉风”系列，提升产品面料短板。此外公司在衬衫、连衣裙、羽绒服等品类加强面料投入，提高产品性价比。
- 产品风格方面，公司回归到传统优势风格，由追求潮流、IP 联名逐步回归到通勤、经典、日常穿着风格，以适合更广泛的消费群体。具体来看，乐町品牌定位甜美少女，过去偏离风格，现已回归优势风格，主打 18-30 岁甜美少女风；太平鸟女装早期以通勤系列为主、潮流潮酷为辅，此前设计过于强调潮流，导致核心竞争力下降，现在聚焦核心优势风格确保约 70%通勤线，约 30%潮酷作为补充；男装以面料提升为主，着重提升面料品质。
- 国内休闲服装行业竞争格局分散，此前国际品牌占据优势地位。近年来国内消费者对国货认可度逐步提升，ZARA、GAP 等国际品牌母公司在亚太地区收入、影响力都有下降，但目前国货品牌竞争力相对较弱，行业格局尚未稳定。公司主品牌运营超 20 年，具有一定影响力，未来有望不断提升产品竞争力，打造优质国货品牌，收入有望保持增长。

图45：国际同行可比公司 inditex 集团和 GAP 集团



资料来源：各公司官网，信达证券研究开发中心

图46：近年来国际同行可比公司亚太地区收入情况



资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

## 渠道力：重点拓展加盟，提升分销渠道力

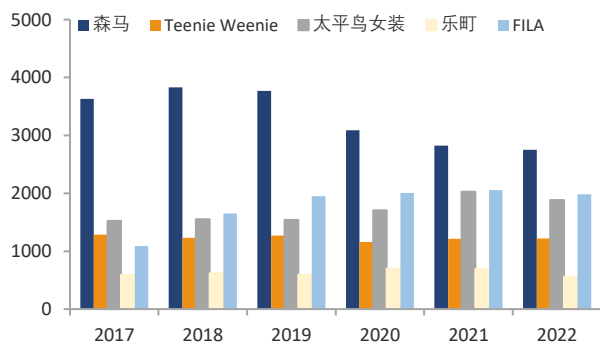
公司改变过往的渠道规模增长策略，聚焦门店经营质量及盈利能力改善。目前公司门店数量经过调整后处于较低水平，经过前期波折后渠道拓展有望更为稳健，公司将重点拓展加盟商，未来男装、女装、童装开店空间仍较大。

女装方面，对比 FILA、Teenie Weenie、森马等品牌，太平鸟女装及乐町门店数量处于较低水平，在三四线城市或可进一步下沉，拓展低线年轻用户群体。男装方面，海澜之家作为国内大众男装龙头门店数量显著较高，中端男装品牌九牧王、七匹狼门店数同样处于较高水平，太平鸟定位中端市场门店数量空间较大。童装方面，对比安踏童装、特步

童装等品牌，太平鸟童装门店数同样处于较低水平。公司持续拓展中高端童装市场，有望享受行业消费升级红利。

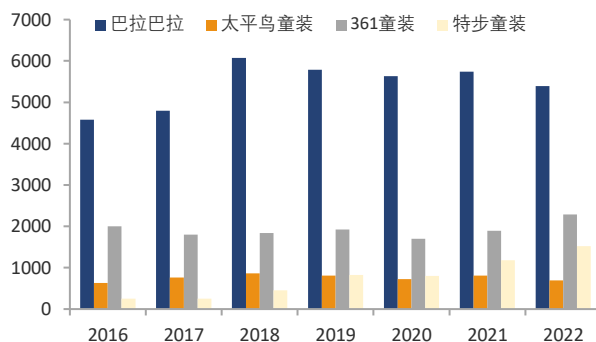
综合来看，公司主要品牌门店数量仍有较大成长空间，2023H2 公司有望恢复净开店，2024 年将继续拓展线下门店，发力购物中心、商场等渠道，提高消费者购物便利性，全面提升消费体验，推动收入增长。

图47：近年来主要大众休闲女装店铺数量对比



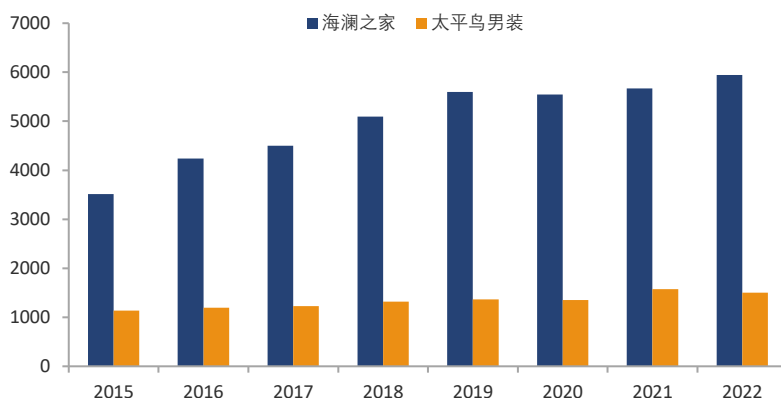
资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

图48：近年来主要童装店铺数量对比



资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

图49：近年来主要男装店铺数量对比



资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

## 供应链及精细化运营能力：打通商品供应链，提升精细运营力

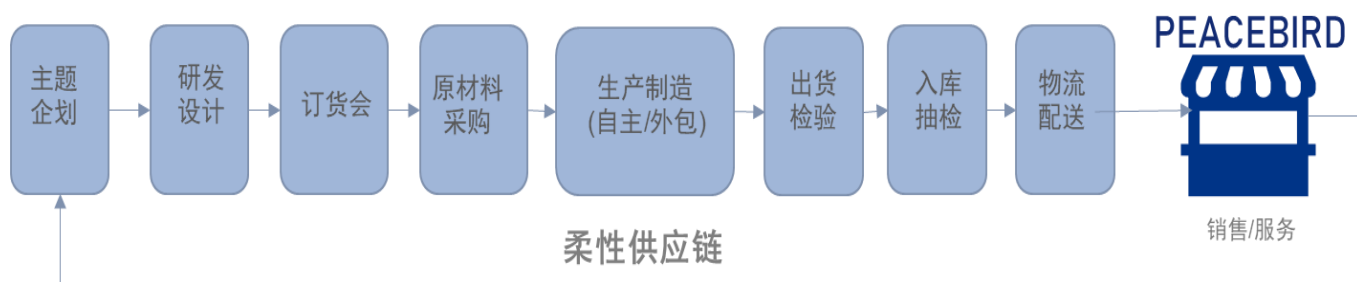
公司打造数据驱动的商品供应链，打通设计、生产、物流、营销等核心环节，实现商品设计开发与供应链联动的快反机制，提高商品周转率及经营效率。

设计端，公司有效提取、整理并分析各平台经营数据，捕捉消费者需求，致力于精准预测流行趋势；生产端，公司将 AI 技术引入柔性生产供应体系，使货品生产流程快速、精准；营销端，公司线下基于数据打造热门商品，保障货品快速流通，致力于实现线上精准营销，使商品与消费者高度契合。供应链端，公司完备的供应商管理制度和供应商分级资源库是柔性供应链的基础，上线全新 SCM 供应商管理系统，与核心供应商高度协同。

2022 年公司在 IBM 协助下上线 SAP 系统，推动核心数据、业务流程的规范化、标准化，夯实数字化转型基础，提升精细化运营能力。公司与华为合作，启动 IPD、ISC 集成战略，在设计研发、供应链、品牌战略等方面进行迭代升级。



图50：公司成功实施上线 SAP S/4 HANA 系统，打造柔性供应链实现消费者洞察



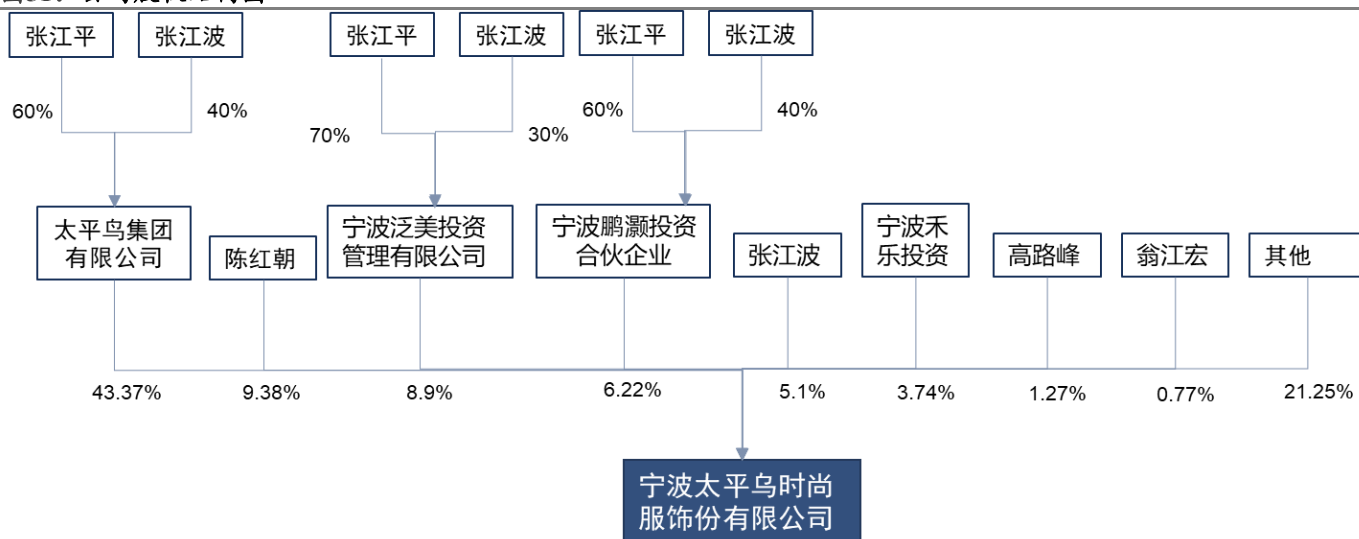
资料来源：信达证券研究开发中心

## 定增：彰显企业信心，国货品牌大有可为

2023 年 3 月公司发布定增预案，拟募集资金 8-10 亿元用于补充流动资金，发行价定为 16.86 元/股，以：1) 提高公司资金实力，保障未来发展所需的资金；2) 降低公司资产负债率、改善公司财务结构；3) 提升市场信心，有利于长期稳定发展。本次发行前公司控股股东及其一致行动人张江平、张江波持有公司 3.22 亿股股份，按照本次发行数量上限 58,82 万股计算，发行完成后张江平、张江波持股比例由 67.5% 上升至 71.1%，进一步加强公司掌控力度。

疫后经济恢复重振消费信心，公司转型有望逐步显效，实控人增持彰显信心，未来发展空间较大。目前公司定增已回复交易所问询函，短期监管部门放缓定增审批节奏，若定增完成，公司有望进一步绑定实控人利益。

图51：公司股权结构图



资料来源：WIND，信达证券研究开发中心（截至 2023 年中报）

## 盈利预测、估值与投资评级

### 盈利预测与假设

我们假设：

- 门店：2023 年公司变革初期，优化门店，店铺数量下降幅度较大，2023H1 公司门店数量将处于阶段性历史低位，下半年有望恢复净开店。24-25 年公司将继续推进加盟店铺开店，门店数量进入上行通道。
- 单店收入：22 年全年疫情影响较为严重，店效下滑幅度较大，23 年尽管 Q1 表现相对较

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 23

弱，在低基数下，全年有望恢复正增长。24-25 年公司在产品升级、渠道优化等驱动下，竞争力提升，店效进一步恢复增长。

- 综上：2023-25 年收入、归母净利润预测值分别为 80.25/92.35/104.30 亿元，同增-6.7%/15.1%/12.9%；5.36/7.46/8.56 亿元，同增 190.4%/39%/14.8%，看好业绩未来成长性。

## 投资建议与评级

我们预计公司 2024 年 EPS 为 1.57 元，对应 24 年 PE 为 10.55 倍（股价为 10 月 23 日收盘价）。公司持续提升产品竞争力，未来有望拓展渠道、抢占市场份额，长期成长空间较大，若定增完成，公司有望进一步绑定实控人利益，首次覆盖给予“买入”评级，重点推荐。

**表2：收入分拆及预测**

收入(百万元)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	7850.91	9237.50	10836.75	8546.42	8025.35	9235.00	10429.73
总成本	3640.67	4305.86	5072.66	4393.54	3550.59	4088.48	4601.80
毛利率	53.63%	53.39%	53.19%	48.59%	55.76%	55.73%	55.88%
线下渠道							
收入	5521.11	6383.33	7467.02	5796.47	5407.32	6485.87	7550.76
直营渠道							
收入	3369.10	4075.94	4614.39	3418.8	3221.63	3720.98	4266.07
YOY		20.98%	13.21%	-25.91%	-5.77%	15.50%	14.65%
成本	1167.84	1401.64	1582.30	1250.81	953.60	1101.41	1262.76
YOY		20.02%	12.89%	-20.95%	-23.76%	15.50%	14.65%
毛利率	65.34%	65.61%	65.71%	63.41%	70.40%	70.40%	70.40%
店效	206	262	286	240	263	289	312
YOY		27.13%	8.87%	-16.10%	9.59%	10.00%	8.00%
店铺数量	1633	1554	1616	1427	1227	1288	1368
太平鸟女装	492	526	579	522	440	462	500
太平鸟男装	533	484	523	457	418	439	461
乐町	207	228	207	170	129	135	142
太平鸟童装	313	287	296	275	240	252	265
其他	88	29	11	3	0	0	0
加盟渠道							
收入	2152.01	2307.39	2852.63	2377.67	2185.68	2764.89	3284.69
YOY		7.22%	23.63%	-16.65%	-8.07%	26.50%	18.80%
成本	1183.43	1267.46	1634.31	1550.8	1202.13	1520.69	1806.58
YOY		7.10%	28.94%	-5.11%	-22.48%	26.50%	18.80%
毛利率	45.01%	45.07%	42.72%	34.78%	45.00%	45.00%	45.00%
店效	75.17	75.36	79.28	73.29	76	83.92	90.63
YOY		0.25%	5.21%	-7.55%	4.09%	10.00%	8.00%
店铺数量	2863	3062	3598	3244	2865	3295	3624
Δ		199	536	-354	-379	430	329
太平鸟女装	1046	1180	1449	1359	1189	1367	1504
太平鸟男装	834	865	1050	1046	1016	1168	1285
乐町	385	470	483	388	268	308	339



太平鸟童装	496	434	515	422	392	451	496
其他	102	113	101	29	0	0	0
线上渠道							
收入	2312.27	2804.40	3363.87	2731.8	2595.21	2724.97	2861.22
YOY		21.28%	19.95%	-18.79%	-5%	5%	5%
成本	1281.00	1590.10	1851.70	1573.76	1375.46	1444.23	1516.45
毛利率	44.60%	43.30%	44.95%	42.39%	47.00%	47.00%	47.00%

资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

**表3：盈利预测**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入（百万元）	10,921	8,602	8,025	9,235	10,430
增速	16.3%	-21.2%	-6.7%	15.1%	12.9%
归母净利润（百万元）	677	185	536	746	856
增速	-5.0%	-72.7%	190.4%	39.0%	14.8%
毛利率	52.9%	48.2%	55.8%	55.7%	55.9%
EPS(摊薄)(元)	1.43	0.39	1.13	1.57	1.81

资料来源：WIND，信达证券研究开发中心

**相对估值：**公司为国内大众定位时尚女装，可比上市公司包括森马服饰、地素时尚、锦泓集团等，我们预计公司 2024 年 EPS 为 1.57 元，目前股价对应 24 年 10.55 倍 PE（股价为 10 月 23 日收盘价），可比公司平均估值为 2024 年 9.47 倍 PE，我们认为公司产品、渠道、组织架构方面推进改革，新产品适销性有望逐步得到验证，门店数恢复至历史低位，未来渠道拓张，有望打开收入成长天花板，同时事业部合并有望进一步降本增效，业绩增长有望持续向好，可给予一定估值溢价。

**表 3：可比公司 EPS 及估值对比**

股票代码	证券简称	股价（元）	市值（亿元）	PE（倍）				EPS（元）			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
002563.SZ	森马服饰	5.68	153.02	23.67	14.20	10.14	9.02	0.24	0.40	0.56	0.63
603587.SH	地素时尚	14.29	68.22	17.86	11.52	9.72	8.61	0.80	1.24	1.47	1.66
603518.SH	锦泓集团	8.03	27.88	38.24	9.23	8.54	7.44	0.21	0.87	0.94	1.08
					11.65	9.47	8.35				
603877.SH	太平鸟	16.60	78.67	42.59	14.67	10.55	9.19	0.39	1.13	1.57	1.81

资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：股价为 2023 年 10 月 23 日收盘价；地素时尚盈利预期来自 wind 一致预期，其余公司盈利预测来自本团队

## 风险因素

- **品牌运营风险：**休闲服饰行业消费者需求变化较快、品牌众多，市场集中度不高，竞争较为激烈。若商品品质和时尚度、渠道建设、品牌宣传等方面偏离消费者需求，将对公司销售带来负面影响。
- **未能准确把握市场流行趋势变化的风险：**如果主要目标消费群体的服饰消费偏好发生重大变化，公司的产品设计、营销方式等不能及时有效调整，导致与目标消费群体服饰



消费偏好产生较大偏差，可能对公司经营业绩产生重大不利影响。

- **宏观经济波动风险：**公司服饰产品的销售市场主要在国内，若中国的经济形势波动，消费者预期收入下降，将很可能降低服饰消费频次，减少服饰消费金额，可能制约服饰类产品的市场需求，进而影响公司财务状况和经营业绩。
- **定增发行不及预期：**市场波动以及政策风险，可能使定增发行不及预期，进而对公司发展经营产生不利影响。



资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7,133	5,688	5,938	7,502	8,244
货币资金	1,148	1,089	1,855	3,050	4,075
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	632	530	575	708	761
预付账款	261	160	178	204	230
存货	2,540	2,125	1,543	1,714	1,352
其他	2,552	1,786	1,787	1,826	1,827
非流动资产	3,062	2,863	2,866	2,907	2,956
长期股权投资	9	9	9	9	9
固定资产(合计)	1,360	1,321	1,237	1,188	1,139
无形资产	176	169	194	209	224
其他	1,517	1,364	1,426	1,501	1,585
资产总计	10,194	8,551	8,804	10,409	11,201
流动负债	4,656	3,229	3,048	3,909	3,846
短期借款	198	0	67	157	227
应付票据	387	268	225	343	296
应付账款	2,081	1,362	1,202	1,751	1,573
其他	1,991	1,599	1,554	1,658	1,750
非流动负债	1,268	1,168	1,168	1,168	1,168
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1,268	1,168	1,168	1,168	1,168
负债合计	5,924	4,398	4,216	5,077	5,014
少数股东权益	2	11	9	8	6
归属母公司股东权益	4,268	4,143	4,578	5,324	6,180
负债和股东权益	10,194	8,551	8,804	10,409	11,201

#### 重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,921	8,602	8,025	9,235	10,430
同比(%)	16.3%	-21.2%	-6.7%	15.1%	12.9%
归属母公司净利润	677	185	536	746	856
同比(%)	-5.0%	-72.7%	190.4%	39.0%	14.8%
毛利率(%)	52.9%	48.2%	55.8%	55.7%	55.9%
ROE%	15.9%	4.5%	11.7%	14.0%	13.9%
EPS(摊薄)(元)	1.43	0.39	1.13	1.57	1.81
P/E	11.62	42.59	14.67	10.55	9.19
P/B	1.84	1.90	1.72	1.48	1.27
EV/EBITDA	8.05	8.75	7.80	5.39	4.04

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,921	8,602	8,025	9,235	10,430
营业成本	5,140	4,454	3,551	4,088	4,602
营业税金及附加	59	59	48	55	63
销售费用	3,949	3,166	3,039	3,357	3,791
管理费用	709	626	546	633	714
研发费用	152	118	112	129	146
财务费用	68	69	45	43	74
减值损失合计	-120	-120	-80	-70	-60
投资净收益	38	40	33	38	45
其他	225	226	112	149	166
营业利润	988	257	750	1,046	1,191
营业外收支	-38	5	-17	-26	-20
利润总额	949	262	733	1,019	1,170
所得税	273	77	198	275	316
净利润	677	184	535	744	854
少数股东损益	-1	0	-1	-1	-2
归属母公司净利润	677	185	536	746	856
EBITDA	1,725	1,039	961	1,185	1,345
EPS(当年)(元)	1.44	0.39	1.13	1.57	1.81

#### 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,300	399	963	1,298	1,150
净利润	677	184	535	744	854
折旧摊销	718	753	101	84	85
财务费用	62	66	77	81	85
投资损失	-38	-38	-40	-33	-38
营运资金变动	-255	-623	178	342	100
其它	137	59	105	86	71
投资活动现金流	-484	595	-86	-113	-111
资本支出	-329	-244	-60	-81	-76
长期投资	-194	798	0	0	0
其他	39	41	-26	-32	-35
筹资活动现金流	-293	-1,031	-111	9	-15
吸收投资	0	11	-30	0	0
借款	1,027	0	67	90	70
支付利息或股息	-389	-292	-147	-81	-85
现金流净增加额	523	-37	766	1,195	1,024

## 研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究金榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。