

# 增持

# 太平鸟 (603877.SH)

## 第三季度收入下降 20%，毛利率延续提升

### 核心观点

**2023第三季度继续严控零售折扣，收入下降 20%，毛利率大幅提升。**公司是国内中高端快时尚服装集团。2023第三季度收入同比下降 20%至 16.2 亿元，归母净利润亏损 0.41 亿元（去年 Q3 盈利 0.19 亿元），第三季度业绩低于预期其中一个原因是加盟部分货品发货时间延后到 10 月。具体来看，收入下降 20%主要由于期内公司为改善渠道盈利水平、提升品牌形象，大幅收窄零售折率，并剥离其他品牌，因此第三季度毛利率同比增加 6 百分点至 52%，与上半年毛利率增幅一致，而销售量同样受到影响。在费用方面，公司通过组织和人员调整优化经营费用，在固定费用占比较高的情况下，第三季度期间费用合计减少 8%，但由于收入下降幅度较大，因此费用率合计提升了 5.8 百分点，同时单三季度政府补贴减少、存货减值和信用减值对净利润造成影响，最终导致净利润亏损，存货减值主要是对从渠道回收的老货进行计提。

**库存金额同比下降 19%，库龄水平维持相对健康。**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。第三季度末存货金额同比下降 19%，库龄水平维持相对健康水平，预计四季度处理去年秋冬老货后，年底库存健康度进一步改善，有利于支撑零售折率水平的维持。

**积极推进组织架构和商品改革，关注改革成效释放的机遇。**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。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。可关注改革效益释放为公司带来商品改善和业绩贡献的机遇。

**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：改革调整期经营承压，关注改革效益释放后的盈利贡献。**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。但由于组织改革及渠道和商品处于磨合期，因此经营情况仍有压力，可关注商品调整优化的进展及终端零售的拐点。由于第三季度业绩不及预期、近期零售流水恢复力度较弱，下调盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.3/4.9/5.8 亿元（原为 6.0/7.0/8.0 亿元），同比增长 78%/49%/19%，由于盈利预测下调，下调目标价至 18.5-19.6 元（原为 23.5~26.5 元），对应 2024 年 18~19x 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	7,920	8,669	9,599
(+/-%)	16.3%	-21.2%	-7.9%	9.5%	10.7%
净利润(百万元)	677	185	328	490	584
(+/-%)	-5.0%	-72.7%	77.8%	49.3%	19.2%
每股收益(元)	1.42	0.39	0.69	1.03	1.23
EBIT Margin	8.9%	2.8%	6.5%	7.9%	8.5%
净资产收益率(ROE)	15.9%	4.5%	7.6%	10.8%	12.1%
市盈率(PE)	12.0	44.1	24.8	16.6	14.0
EV/EBITDA	13.0	34.1	18.3	14.9	13.0
市净率(PB)	1.9	2.0	1.9	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 guanjunyin@guosen.com.cn  
S0980520040004

#### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	18.50~19.60 元
收盘价	17.11 元
总市值/流通市值	8107/8087 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	28.64 百万元

#### 市场走势



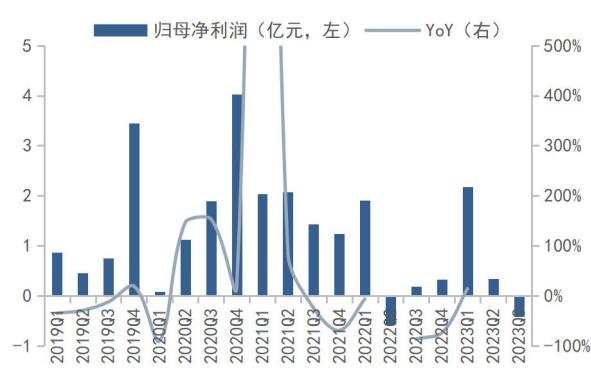
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

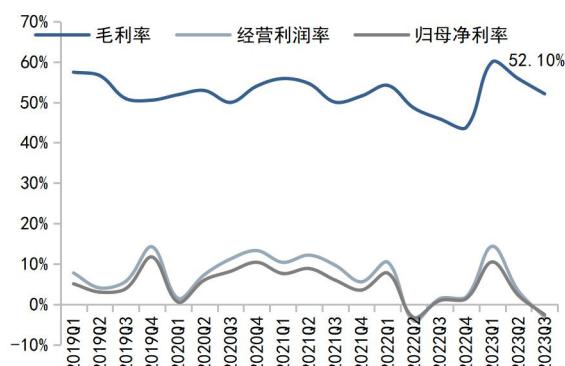
- 《太平鸟 (603877.SH) - 零售折扣收窄，上半年净利润显著提升》 —— 2023-08-24
- 《太平鸟 (603877.SH) - 控费和折扣改善，2023 一季度净利润增长 14% 左右》 —— 2023-04-19
- 《太平鸟 (603877.SH) - 经营环境承压，三季度收入下滑 15%》 —— 2022-10-28
- 《太平鸟 (603877.SH) - 经营环境承压，二季度收入下滑 26%》 —— 2022-08-31
- 《太平鸟 (603877.SH) - 经营环境承压，2022 二季度业绩预计亏损 5700 万元》 —— 2022-07-17

**图1：公司营业收入及增速（亿元，%）**

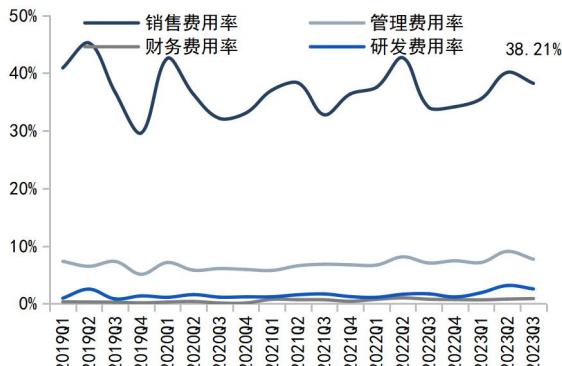

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**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：公司期末存货金额及增速**


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

## 盈利预测下调说明

调整后 2023–2025 年收入分别为 79/87/96 亿元（原为 86/95/105 亿元），同比变动-8%/+10%/+11%。调整后 2023–2025 年归母净利润分别为 3.3/4.9/5.8 亿元（原为 6.0/7.0/8.0 亿元），同比增长 78%/49%/19%。

与上次盈利预测相比，业绩调整的主要原因及调整情况如下：

- 1) **第三季度业绩表现不及预期：**由于第三季度收入恢复力度不及预期、收入下降对费用率造成压力、政府补贴减少、回收库存的减值计提超出预计等因素，第三季度归母净利润比原来预期低了约 1 亿元。
- 2) **第四季度收入下调，同时下调净利率预测：**目前零售流水恢复仍然较为乏力，因此下调第四季度收入表现。由于收入下调，直营门店固定费用较为刚性，加上公司要处理去年秋冬库存，因此同时下调净利率。
- 3) 2023 年门店关闭较多，同时考虑到组织调整仍在磨合期，组织改革的效果仍然有待检验，保守起见同步下调 2024–2025 年收入及净利润。

图7：公司盈利预测假设条件拆分

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2022 1H	2022 2H	2023 1H	2023 2H
<b>收入（百万元）</b>	7928	9387	10921	8602	7920	8669	9599	4197	4405	3601	4319
YoY	2.8%	18.4%	16.3%	-21.2%	-7.9%	9.5%	10.7%	-16.3%	-25.4%	-14.2%	-2.0%
<b>直营</b>	3369	4076	4614	3419	3394	3596	3984	1876	1542	1739	1655
YoY	5.6%	21.0%	13.2%	-25.9%	-0.7%	5.9%	10.8%	-21.3%	-30.8%	-7.3%	7.3%
占比	42.5%	43.4%	42.3%	39.7%	42.9%	41.5%	41.5%	44.7%	35.0%	48.3%	38.3%
-门店	1633	1554	1616	1427	1200	1220	1240	1503	1427	1277	1200
-单店收入（万元）	214	256	291	225	258	297	324	120	105	129	134
<b>加盟</b>	2149	2307	2853	2378	2243	2429	2757	909	1468	871	1371
YoY	-10.4%	7.4%	23.6%	-16.7%	-5.7%	8.3%	13.5%	-13.6%	-18.4%	-4.2%	-6.6%
占比	27.1%	24.6%	26.1%	27.6%	28.3%	28.0%	28.7%	21.7%	33.3%	24.2%	31.7%
-门店	2860	3062	3598	3244	2844	3044	3144	3418	3244	2897	2844
-单店收入（万元）	73	78	86	70	74	83	89	26	44	28	48
<b>线上</b>	1790	1997	2312	2804	3364	2732	2213	1382	1350	968	1245
YoY	15.8%	21.3%	19.9%	-18.8%	-19.0%	16.0%	8.0%	-10.7%	-25.6%	-30.0%	-7.8%
占比	22.6%	21.3%	21.2%	32.6%	42.5%	31.5%	23.1%	32.9%	30.6%	26.9%	28.8%
<b>毛利率</b>	53.2%	52.5%	52.9%	48.2%	54.4%	54.3%	54.3%	51.9%	44.7%	58.2%	51.3%
<b>直营</b>	65.3%	65.6%	65.7%	63.4%	70.5%	70.7%	70.7%	64.2%	62.4%	70.4%	70.6%
<b>加盟</b>	45.1%	45.1%	42.7%	34.8%	43.0%	43.2%	43.2%	39.7%	31.7%	47.1%	40.4%
<b>线上</b>	44.6%	43.0%	45.0%	42.4%	43.0%	43.2%	43.3%	43.9%	40.9%	47.7%	39.4%
<b>费用率</b>	44.5%	42.4%	44.7%	46.3%	47.5%	45.8%	45.3%	49.1%	43.5%	48.6%	46.5%
销售费用	36.5%	34.9%	36.2%	36.8%	37.5%	36.5%	36.1%	39.7%	34.1%	37.5%	37.5%
管理费用	6.4%	6.1%	6.5%	7.3%	7.3%	7.2%	7.2%	7.3%	7.3%	8.0%	6.8%
研发费用	1.4%	1.2%	1.4%	1.4%	2.0%	1.5%	1.5%	1.3%	1.4%	2.4%	1.6%
财务费用	0.2%	0.2%	0.6%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.9%	0.7%	0.7%	0.6%
<b>其他</b>											
<b>其他经营收益率</b>	0.9%	0.5%	1.3%	1.7%	-0.1%	0.7%	0.7%	2.3%	1.1%	0.7%	-0.7%
营业利润率	9.0%	9.9%	9.0%	3.0%	5.8%	8.1%	8.7%	4.4%	1.6%	9.7%	2.6%
所得税率	23.4%	22.0%	28.7%	29.5%	28.0%	28.0%	28.0%	26.4%	36.7%	27.0%	31.0%
<b>净利润</b>	543.1	706.7	676.7	184.3	328.0	490.2	584.3	133.3	51.0	250.5	77.5
YoY	-3.1%	30.1%	-4.3%	-72.8%	78.0%	49.5%	19.2%	-67.5%	-80.8%	87.9%	52.0%
净利率	6.9%	7.5%	6.2%	2.1%	4.1%	5.7%	6.1%	3.2%	1.2%	7.0%	1.8%

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

## 投资建议：改革调整期经营承压，关注改革效益释放后的盈利贡献

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。但由于组织改革及渠道和商品处于磨合期，因此经营情况仍有压力，可关注商品调整优化的进展及终端零售的拐点。由于第三季度业绩不及预期、近期零售流水恢复力度较弱，下调盈利预测，预计公司 2023–2025 年归母净利润分别为

3. 3/4. 9/5. 8亿元（原为6. 0/7. 0/8. 0亿元），同比增长78%/49%/19%，由于盈利预测下调，下调目标价至18. 5~19. 6元（原为23. 5~26. 5元），对应2024年18~19xPE，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	7,920	8,669	9,599
(+/-%)	16.3%	-21.2%	-7.9%	9.5%	10.7%
净利润(百万元)	677	185	328	490	584
(+/-%)	-5.0%	-72.7%	77.8%	49.3%	19.2%
每股收益(元)	1.42	0.39	0.69	1.03	1.23
EBIT Margin	8.9%	2.8%	6.5%	7.9%	8.5%
净资产收益率(ROE)	15.9%	4.5%	7.6%	10.8%	12.1%
市盈率(PE)	12.0	44.1	24.8	16.6	14.0
EV/EBITDA	13.0	34.1	18.3	14.9	13.0
市净率(PB)	1.9	2.0	1.9	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		EPS			PE			
		人民币	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
太平鸟	增持	17.1	0.39	0.69	1.03	1.23	44.1	24.8	16.6	14.0
<b>可比公司</b>										
歌力思	增持	11.6	0.06	0.71	0.95	1.12	193.8	16.4	12.2	10.4
九牧王	增持	9.8	-0.16	0.32	0.59	0.69	-62.6	30.5	16.6	14.2
森马服饰	增持	5.8	0.24	0.38	0.48	0.54	24.3	15.4	12.3	10.9
迅销	无评级	1624.8	43.72	40.80	46.33	51.59	37.2	39.8	35.1	31.5
Inditex	无评级	262.7	10.22	11.01	11.94	12.87	25.7	23.9	22.0	20.4
平均值							43.7	25.2	19.6	17.5

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）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1148	1089	1843	2364	2643	<b>营业收入</b>	<b>10921</b>	<b>8602</b>	<b>7920</b>	<b>8669</b>	<b>9599</b>
应收款项	803	663	610	668	739	营业成本	5140	4454	3608	3966	4385
存货净额	2540	2125	1697	1829	2020	营业税金及附加	59	59	87	95	106
其他流动资产	585	550	506	554	614	销售费用	3949	3166	2970	3164	3465
<b>流动资产合计</b>	<b>7133</b>	<b>5688</b>	<b>5919</b>	<b>6678</b>	<b>7279</b>	管理费用	820	691	743	763	836
固定资产	1404	1362	1192	1272	1319	财务费用	68	69	53	50	51
无形资产及其他	176	169	162	155	148	投资收益	38	40	32	35	38
投资性房地产	1473	1323	1323	1323	1323	资产减值及公允价值变动	126	(116)	(174)	(121)	(134)
长期股权投资	9	9	9	9	9	其他收入	(61)	169	141	154	170
<b>资产总计</b>	<b>10194</b>	<b>8551</b>	<b>8605</b>	<b>9437</b>	<b>10078</b>	营业利润	988	257	458	698	830
短期借款及交易性金融负债	591	350	322	353	390	营业外净收支	(38)	5	(2)	(17)	(19)
应付款项	2468	1630	1455	1808	1879	利润总额	949	262	455	680	811
其他流动负债	1598	1249	1233	1328	1461	<b>所得税费用</b>	<b>273</b>	<b>77</b>	<b>128</b>	<b>191</b>	<b>227</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4656</b>	<b>3229</b>	<b>3010</b>	<b>3489</b>	<b>3730</b>	少数股东损益	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
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	328	490	584
其他长期负债	548	419	527	636	745						
<b>长期负债合计</b>	<b>1268</b>	<b>1168</b>	<b>1277</b>	<b>1386</b>	<b>1494</b>						
<b>负债合计</b>	<b>5924</b>	<b>4398</b>	<b>4287</b>	<b>4875</b>	<b>5224</b>						
少数股东权益	2	11	10	10	10	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
股东权益	4268	4143	4307	4552	4844	<b>净利润</b>	677	185	328	490	584
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10194</b>	<b>8551</b>	<b>8605</b>	<b>9437</b>	<b>10078</b>	资产减值准备	3	(1)	241	20	14
						折旧摊销	116	123	162	185	211
						公允价值变动损失	(126)	116	174	121	134
						财务费用	68	69	53	50	51
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	(492)	(575)	682	339	4
每股收益	1.42	0.39	0.69	1.03	1.23	其它	(3)	1	(241)	(20)	(14)
每股红利	0.82	0.61	0.34	0.51	0.61	<b>经营活动现金流</b>	<b>176</b>	<b>(151)</b>	<b>1346</b>	<b>1136</b>	<b>934</b>
每股净资产	8.95	8.70	9.04	9.55	10.17	资本开支	0	49	(400)	(400)	(400)
ROIC	23%	5%	11%	17%	21%	其它投资现金流	(189)	794	0	0	0
ROE	16%	4%	8%	11%	12%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(199)</b>	<b>844</b>	<b>(400)</b>	<b>(400)</b>	<b>(400)</b>
毛利率	53%	48%	54%	54%	54%	权益性融资	0	10	0	0	0
EBIT Margin	9%	3%	7%	8%	8%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	4%	9%	10%	11%	支付股利、利息	(389)	(292)	(164)	(245)	(292)
收入增长	16%	-21%	-8%	9%	11%	其它融资现金流	1284	(178)	(28)	30	38
净利润增长率	-5%	-73%	78%	49%	19%	<b>融资活动现金流</b>	<b>506</b>	<b>(752)</b>	<b>(192)</b>	<b>(215)</b>	<b>(254)</b>
资产负债率	58%	52%	50%	52%	52%	<b>现金净变动</b>	<b>483</b>	<b>(59)</b>	<b>754</b>	<b>521</b>	<b>280</b>
息率	4.8%	3.6%	2.0%	3.0%	3.6%	货币资金的期初余额	665	1148	1089	1843	2364
P/E	12.0	44.1	24.8	16.6	14.0	货币资金的期末余额	1148	1089	1843	2364	2643
P/B	1.9	2.0	1.9	1.8	1.7	企业自由现金流	0	(230)	817	619	401
EV/EBITDA	13.0	34.1	18.3	14.9	13.0	权益自由现金流	0	(409)	751	613	403

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