

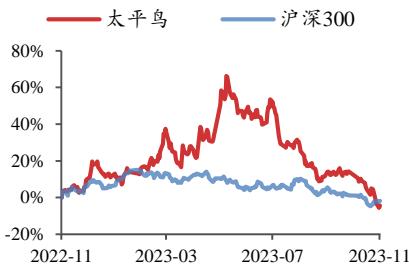
# 太平鸟 (603877.SH)

2023 年 11 月 03 日

**投资评级：买入（维持）**

日期	2023/11/3
当前股价(元)	15.65
一年最高最低(元)	29.80/15.41
总市值(亿元)	74.16
流通市值(亿元)	73.97
总股本(亿股)	4.74
流通股本(亿股)	4.73
近 3 个月换手率(%)	21.62

## 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

《2023H1 控费控折扣盈利向好，门店经营质量改善 — 公司信息更新报告》  
-2023.8.23

《2023Q1 盈利能力大幅改善，看好全年盈利快速恢复 — 公司信息更新报告》-2023.5.3

《2022 年库存及库龄改善，2023Q1 盈利向好 — 公司信息更新报告》  
-2023.4.19

## 变革调整业绩短期承压，看好改革完成后高质量增长 ——公司信息更新报告

**吕明（分析师）**

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

**周嘉乐（分析师）**

zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790522030002

**吴晨汐（联系人）**

wuchenxi@kysec.cn

证书编号: S0790122120013

### ● 变革调整下业绩短期承压，看好改革完成后高质量增长，维持“买入”评级

2023Q1-3 公司实现营收 52.23 亿元(-16.1%)，归母/扣非净利润 2.10 亿元(+37.4%) /1.35 亿元 (+3919.9%)，主要系计提存货跌价准备 1.1 亿元所致；其中 2023Q3 实现营收 16.22 亿元 (-20.0%)，归母/扣非归母净利润-0.41 亿元 (减少 0.6 亿元) /-0.43 亿元 (减少 0.4 亿元)，主要系加盟发货延迟、利润确认错期所致。变革调整下业绩短期承压，我们下调 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 5.1/6.6/7.6 亿元 (此前为 6.0/7.4/9.0 亿元)，对应 EPS 分别为 1.1/1.4/1.6 元，当前股价对应 PE 为 14.5/11.2/9.8 倍，考虑到 2023Q4 持续推进改革，提折扣、调渠道稳步推进，看好改革完成后高质量增长，维持“买入”评级。

### ● 品牌端：男装收入具备韧性，女装和乐町产品调整下收入短期承压

**收入：**2023Q1-3 女装/男装/乐町/童装实现营收 19.9/19.4/5.4/6.5 亿元，同比 -20.3%/-2.6%/-28.9%/-15.8%，男装具备韧性，女装和乐町产品调整下收入短期承压。**门店：**女装/男装/乐町/童装净关 286/61/161/78 家至 1595/1442/397/619 家。

### ● 渠道端：线上提折扣筛选认可品牌的客户，线下主动关闭低效、老货门店

2023Q1-3 线上实现收入 13.2 亿元 (-28.2%)，未来特价渠道将承担老货清理，正价渠道通过提升折扣逐步筛选认可品牌的客户，逐步实现线上线下一盘货。**线下**实现收入 38.7 亿元 (-10.7%)，其中直营/加盟实现营收 23.4/15.3 亿元，同减 9.1%/12.9%；公司主动关闭低效、老货门店，2023Q1-3 净关 614 家至 4057 家，直营/加盟净关 217/397 至 1210/2847 家，门店调整接近尾声，看好 2024 年重视经营质量下直营渠道稳步扩面积、提店效；店效恢复后加盟商信心提升稳步开店。

### ● 各渠道毛利率改善明显，新品库存明显改善，关注 2022 年老货库存清理

**盈利能力：**2023Q1-3 公司毛利率 56.3% (+6.4pct)，线上/直营/加盟毛利率分别同比 +3.3%/+7.3%/+5.2pct 至 45.15%/71.14%/44.33%，公司控制零售折扣，毛利率改善明显；期间费用率 48.8% (+1.5pct)，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 -0.1/+0.7/+1.0/-0.1pct，控费下期间费用率基本维持稳定，综合来看归母净利率为 4.0% (+1.6pct)。**营运能力：**2023Q3 末存货 19.4 亿元，同比 -18.9%，存货周转天数 241 天，同比 +27 天。经营性现金流量净额转正至 2.8 亿元。

### ● 风险提示：线下零售复苏不及预期、渠道优化不及预期、库存消化不及预期。

## 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,921	8,602	7,940	8,730	9,890
YOY(%)	16.3	-21.2	-7.7	9.9	13.3
归母净利润(百万元)	677	185	510	662	758
YOY(%)	-5.0	-72.7	176.1	29.8	14.5
毛利率(%)	52.9	48.2	56.3	56.1	55.6
净利率(%)	6.2	2.1	6.4	7.6	7.7
ROE(%)	15.8	4.4	11.1	13.0	13.3
EPS(摊薄/元)	1.43	0.39	1.08	1.40	1.60
P/E(倍)	10.9	40.1	14.5	11.2	9.8
P/B(倍)	1.8	1.8	1.6	1.5	1.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	7133	5688	6387	7546	7785	<b>营业收入</b>	10921	8602	7940	8730	9890
现金	1148	1089	2157	2032	2810	营业成本	5140	4454	3472	3832	4390
应收票据及应收账款	632	530	562	606	733	营业税金及附加	59	59	54	60	68
其他应收款	171	133	119	160	166	营业费用	3949	3166	2938	3152	3531
预付账款	261	160	252	182	314	管理费用	709	626	588	567	633
存货	2540	2125	1224	2529	1842	研发费用	152	118	175	192	218
其他流动资产	2381	1653	2073	2036	1921	财务费用	68	69	8	3	-7
<b>非流动资产</b>	3062	2863	2838	2772	2490	资产减值损失	-120	-120	-155	-158	-159
长期投资	9	9	17	25	35	其他收益	204	230	100	100	100
固定资产	1360	1321	1197	1172	1154	公允价值变动收益	5	4	4	4	4
无形资产	176	169	150	132	112	投资净收益	38	40	48	48	50
其他非流动资产	1517	1364	1474	1443	1188	资产处置收益	5	-5	0	0	0
<b>资产总计</b>	10194	8551	9225	10318	10274	<b>营业利润</b>	988	257	702	919	1053
<b>流动负债</b>	4656	3229	3759	4407	3951	营业外收入	6	23	23	23	23
短期借款	198	0	230	143	124	营业外支出	44	18	18	18	18
应付票据及应付账款	2468	1630	1659	1933	2171	<b>利润总额</b>	949	262	707	924	1058
其他流动负债	1991	1599	1869	2332	1656	所得税	273	77	198	263	301
<b>非流动负债</b>	1268	1168	876	838	620	<b>净利润</b>	677	184	509	660	756
长期借款	721	750	522	398	216	少数股东损益	-1	-0	-1	-2	-2
其他非流动负债	548	419	354	440	404	<b>归属母公司净利润</b>	677	185	510	662	758
<b>负债合计</b>	5924	4398	4634	5245	4571	EBITDA	1207	534	917	994	1114
少数股东权益	2	11	9	8	6	EPS(元)	1.43	0.39	1.08	1.40	1.60
股本	477	476	476	476	476	<b>主要财务比率</b>	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	1323	1358	1358	1358	1358	<b>成长能力</b>					
留存收益	2473	2374	2677	3076	3530	营业收入(%)	16.3	-21.2	-7.7	9.9	13.3
<b>归属母公司股东权益</b>	4268	4143	4581	5065	5698	营业利润(%)	6.7	-74.0	173.5	31.0	14.6
负债和股东权益	10194	8551	9225	10318	10274	归属于母公司净利润(%)	-5.0	-72.7	176.1	29.8	14.5
						<b>盈利能力</b>					
						毛利率(%)	52.9	48.2	56.3	56.1	55.6
						净利率(%)	6.2	2.1	6.4	7.6	7.7
						ROE(%)	15.8	4.4	11.1	13.0	13.3
						ROIC(%)	11.4	3.5	8.5	10.3	10.9
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	58.1	51.4	50.2	50.8	44.5
						净负债比率(%)	16.1	10.0	-19.9	-18.0	-33.7
						流动比率	1.5	1.8	1.7	1.7	2.0
						速动比率	0.9	0.9	1.2	1.0	1.3
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.2	0.9	0.9	0.9	1.0
						应收账款周转率	15.5	14.8	14.6	15.0	14.8
						应付账款周转率	2.1	2.2	2.1	2.1	2.1
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	1.43	0.39	1.08	1.40	1.60
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.74	0.84	4.34	0.26	1.62
						每股净资产(最新摊薄)	8.87	8.61	9.53	10.55	11.89
						<b>估值比率</b>					
						P/E	10.9	40.1	14.5	11.2	9.8
						P/B	1.8	1.8	1.6	1.5	1.3
						EV/EBITDA	5.0	12.4	5.3	4.9	3.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn