

# 太平鸟 (603877.SH)

## 2023 年净利润增长 128%，年末存货下降 29%

**增持**

### 核心观点

**2023 年收入下降 9%，严控零售折扣+费用管控推动净利率提升。**公司是国内中高端快时尚服装集团。2023 年收入同比下降 9.4%至 77.9 亿元，归母净利润增长 128.4%至 4.2 亿元。分渠道看，直营/加盟/电商收入分别下降 4%/1%/23%，女装、乐町和童装品牌均有双位数以上下降，男装小幅增长。公司收入下降主要由于期内优化渠道效益、大量关闭门店，全年直营/加盟净关店 255/688 家，净关 18%/21%，实际上平均店效稳步提升。与此同时，公司为改善渠道盈利水平、提升品牌形象，在库存较健康前提下大幅收窄零售折率，全年毛利率同比增加 5.9 个百分点至 54.1%。费用方面，公司通过组织和人员调整优化经营费用，2023 年经营费用减少约 10%，费用率小幅下降，同时政府补助有所减少。2023 年归母净利润率提升 3.3 个百分点至 5.4%。2023 年公司每股派发现金红利 0.6 元，现金分红比例 66.9%。

**2023 第四季度低基数上收入增长 8%。**第四季度收入在低基数上同比增长 8%，女装和男装品牌均双位数增长，净利润在折扣收窄、费用管控带动下同比大幅提升 556%至 2.1 亿元。

**年底库存金额同比下降 29%，库龄水平较健康。**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，年末存货金额同比下降 29%至 15.9 亿元，1 年内库存占比 65%，良好的库存水平支撑零售折率改善。

**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 年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，商品款式预计逐步得到改善，男装注重面料科技提升，女装回归品质线。

**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：关注组织和商品优化后效益回升的机遇。**2023 年公司经历组织、渠道、商品调整，主动关闭较多低效门店导致收入端下降，而净利润通过折扣收窄和费用控制实现较积极成长。目前渠道调整基本到位，未来随着组织和商品逐步优化，收入有望恢复成长，由于 2023 年净利润好于预期，小幅上调盈利预测，预计 2024-2026 年净利润分别为 5.1/5.8/6.5 亿元（原 2024-2025 年分别为 4.9/5.8 亿元），同比增长 20.6%/13.1%/12.3%，由于盈利预测上调，上调目标价至 19.3-20.4 元（原为 18.5-19.6 元），对应 2024 年 18-19x PE，维持“增持”评级。

### 公司研究 · 财报点评

#### 纺织服饰 · 服装家纺

**证券分析师：丁诗洁**

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

**证券分析师：关竣尹**

0755-81982834

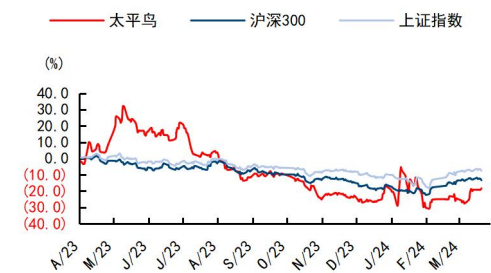
cnguanjunyin@guosen.com.cn

S0980523110002

#### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	19.30 - 20.40 元
收盘价	16.82 元
总市值/流通市值	7970/7950 百万元
52 周最高价/最低价	29.80/13.20 元
近 3 个月日均成交额	107.10 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) - 第三季度收入下降 20%，毛利率持续提升》——2023-10-28
- 《太平鸟 (603877.SH) - 零售折扣收窄，上半年净利率显著提升》——2023-08-24
- 《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

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,602	7,792	8,129	8,886	9,590
(+/-%)	-21.2%	-9.4%	4.3%	9.3%	7.9%
净利润(百万元)	185	422	509	575	646
(+/-%)	-72.7%	128.4%	20.6%	13.1%	12.3%
每股收益(元)	0.39	0.89	1.07	1.21	1.36
EBIT Margin	3.4%	9.3%	8.6%	8.9%	9.2%
净资产收益率 (ROE)	4.5%	9.3%	10.7%	11.4%	12.0%
市盈率 (PE)	42.9	18.7	15.5	13.7	12.2
EV/EBITDA	29.9	13.4	13.6	12.3	11.3
市净率 (PB)	1.9	1.7	1.7	1.6	1.5

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

图1: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



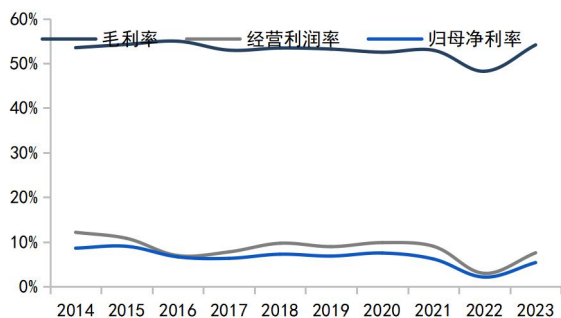
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司净利润和增长 (亿元, %)



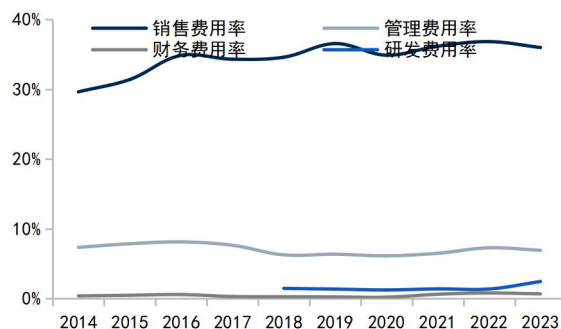
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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 (%)



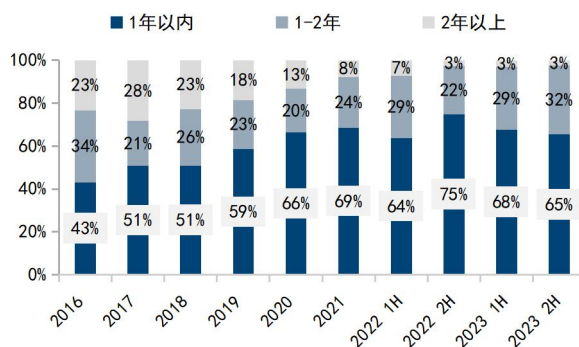
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

## 投资建议：关注组织和商品优化后效益回升的机遇

2023 年公司经历组织、渠道、商品调整，主动关闭较多低效门店导致收入端下降，而净利润通过折扣收窄和费用控制实现较积极成长。目前渠道调整基本到位，未来随着组织和商品逐步优化，收入有望恢复成长，由于 2023 年净利润好于预期，小幅上调盈利预测，预计 2024-2026 年净利润分别为 5.1/5.8/6.5 亿元（原 2024-2025 年分别为 4.9/5.8 亿元），同比增长 20.6%/13.1%/12.3%，由于盈利预测上调，上调目标价至 19.3-20.4 元（原为 18.5-19.6 元），对应 2024 年 18-19x PE，维持“增持”评级。

表1：盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,602	7,792	8,129	8,886	9,590
(+/-%)	-21.2%	-9.4%	4.3%	9.3%	7.9%
净利润(百万元)	185	422	509	575	646
(+/-%)	-72.7%	128.4%	20.6%	13.1%	12.3%
每股收益(元)	0.39	0.89	1.07	1.21	1.36
EBIT Margin	3.4%	9.3%	8.6%	8.9%	9.2%
净资产收益率 (ROE)	4.5%	9.3%	10.7%	11.4%	12.0%
市盈率 (PE)	42.9	18.7	15.5	13.7	12.2
EV/EBITDA	29.9	13.4	13.6	12.3	11.3
市净率 (PB)	1.9	1.7	1.7	1.6	1.5

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	16.7	0.39	0.89	1.07	1.21	42.7	18.7	15.6	13.8
可比公司										
九牧王	增持	10.0	-0.16	0.32	0.59	0.69	-64.0	31.2	16.9	14.5
比音勒芬	买入	30.2	1.27	1.67	2.05	2.46	23.7	18.1	14.7	12.3
迅销	无评级	2226.7	42.37	39.54	44.91	50.01	52.5	56.3	49.6	44.5
Inditex	无评级	360.9	10.38	11.18	12.12	13.06	34.8	32.3	29.8	27.6
平均值							37.0	34.5	27.7	24.7

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）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1089	1005	1463	1788	2181	营业收入	8602	7792	8129	8886	9590
应收款项	663	594	620	677	731	营业成本	4454	3574	3761	4124	4454
存货净额	2125	1509	1571	1720	1853	营业税金及附加	59	79	74	81	87
其他流动资产	550	578	603	659	711	销售费用	3166	2803	2880	3122	3350
<b>流动资产合计</b>	<b>5688</b>	<b>5478</b>	<b>6049</b>	<b>6636</b>	<b>7269</b>	管理费用	647	634	723	774	822
固定资产	1362	1268	1106	1127	1118	财务费用	69	53	52	51	50
无形资产及其他	169	202	194	186	178	投资收益	40	40	33	36	38
投资性房地产	1323	1129	1129	1129	1129	资产减值及公允价值变动	123	(137)	(156)	(161)	(174)
长期股权投资	9	7	7	7	7	其他收入	(114)	39	187	186	200
<b>资产总计</b>	<b>8551</b>	<b>8083</b>	<b>8485</b>	<b>9085</b>	<b>9700</b>	营业利润	257	591	702	794	891
短期借款及交易性金融负债	350	278	290	317	343	营业外净收支	5	(10)	0	0	0
应付款项	1630	987	1028	1125	1212	利润总额	262	581	702	794	891
其他流动负债	1249	1157	1166	1268	1363	<b>所得税费用</b>	<b>77</b>	<b>160</b>	<b>194</b>	<b>219</b>	<b>246</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3229</b>	<b>2422</b>	<b>2484</b>	<b>2711</b>	<b>2917</b>	少数股东损益	(0)	(1)	(0)	(0)	(1)
长期借款及应付债券	750	778	778	778	778	归属于母公司净利润	185	422	509	575	646
其他长期负债	419	353	438	524	610						
<b>长期负债合计</b>	<b>1168</b>	<b>1131</b>	<b>1217</b>	<b>1303</b>	<b>1389</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>4398</b>	<b>3553</b>	<b>3700</b>	<b>4013</b>	<b>4306</b>	净利润	185	422	509	575	646
少数股东权益	11	9	9	9	8	资产减值准备	(1)	8	210	0	(5)
股东权益	4143	4521	4775	5063	5386	折旧摊销	123	131	155	175	197
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8551</b>	<b>8083</b>	<b>8485</b>	<b>9085</b>	<b>9700</b>	公允价值变动损失	(123)	137	156	161	174
						财务费用	69	53	52	51	50
关键财务与估值指标						营运资本变动	(575)	58	232	24	23
每股收益	0.39	0.89	1.07	1.21	1.36	其它	1	(9)	(210)	(1)	5
每股红利	0.61	0.16	0.54	0.61	0.68	<b>经营活动现金流</b>	<b>(390)</b>	<b>747</b>	<b>1051</b>	<b>935</b>	<b>1041</b>
每股净资产	8.70	9.54	10.07	10.67	11.36	资本开支	0	112	(350)	(350)	(350)
ROIC	5%	13%	14%	17%	20%	其它投资现金流	794	(530)	0	0	0
ROE	4%	9%	11%	11%	12%	<b>投资活动现金流</b>	<b>795</b>	<b>(416)</b>	<b>(350)</b>	<b>(350)</b>	<b>(350)</b>
毛利率	48%	54%	54%	54%	54%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	3%	9%	9%	9%	9%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	5%	11%	10%	11%	11%	支付股利、利息	(292)	(75)	(254)	(288)	(323)
收入增长	-21%	-9%	4%	9%	8%	其它融资现金流	120	(265)	12	27	25
净利润增长率	-73%	128%	21%	13%	12%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(464)</b>	<b>(414)</b>	<b>(242)</b>	<b>(261)</b>	<b>(298)</b>
资产负债率	52%	44%	44%	44%	44%	<b>现金净变动</b>	<b>(59)</b>	<b>(84)</b>	<b>459</b>	<b>325</b>	<b>393</b>
息率	3.7%	0.9%	3.2%	3.6%	4.1%	货币资金的期初余额	1148	1089	1005	1463	1788
P/E	42.9	18.7	15.5	13.7	12.2	货币资金的期末余额	1089	1005	1463	1788	2181
P/B	1.9	1.7	1.7	1.6	1.5	企业自由现金流	0	824	542	423	512
EV/EBITDA	29.9	13.4	13.6	12.3	11.3	权益自由现金流	0	559	517	412	499

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