

太平鸟 (603877.SH)

2024 第一季度收入下降 13%，存货减少 27%

增持

核心观点

门店净关较多，2024 第一季度收入下降 13%。公司是国内中高端快时尚服装集团。2024 第一季度收入同比下降 12.9% 至 18.1 亿元，净利润同比下降 26.9% 至 1.6 亿元，分渠道看，直营/加盟/线上收入分别同比变动-22%/+2%/-6% 至 8.5/4.3/5.2 亿元。收入同比下降一方面由于 2023 第一季度疫情管控放开后出现短暂报复式消费，导致基数较高，另一方面是公司在组织变革期间，同比关闭较多门店，2024 第一季度直营/加盟店分别同比净关 188/482 家至 1144/2527 家，环比年初仅净关 31/29 家，第一季度关店势头有所放缓。第一季度毛利率同比减少 4.7 个百分点至 55.3%，其中直营/加盟/线上毛利率分别同比变动+1.5/-12.2/-4.9 个百分点，加盟毛利率下降较多主要由于尾货剪标处理。费用率同比保持稳定，其他收益比率提升 1.1 百分点、资产减值比率减少 0.9 百分点，因此归母净利率同比减少 1.7 个百分点至 8.8%。

年底库存金额同比下降 27%。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，第一季度末存货金额同比下降 27% 至 13.7 亿元，环比年初也下降 9%。较好的库存水平支撑零售折扣改善。

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 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、组织改革不及预期、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。由于门店调整关闭较多且去年基数较高，第一季度收入及净利润同比下滑，后续随着关店势头放缓，公司组织和商品改革的效益逐步释放，收入有望恢复成长。维持盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 5.1/5.8/6.5 亿元，同比增长 20.6%/13.1%/12.3%，维持目标价 19.3-20.4 元，维持“增持”评级。

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)	38.7	16.8	14.0	12.4	11.0
EV/EBITDA	28.0	12.5	12.7	11.5	10.5
市净率 (PB)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3

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

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	14.99 元
总市值/流通市值	7103/7085 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	94.44 百万元

市场走势

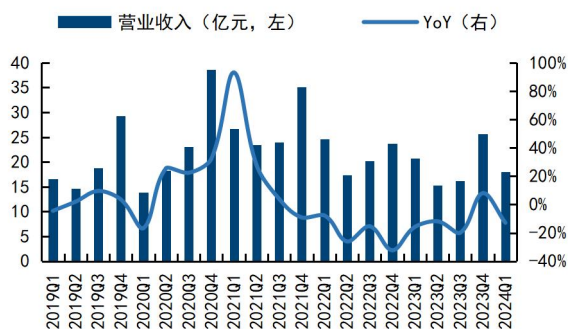


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

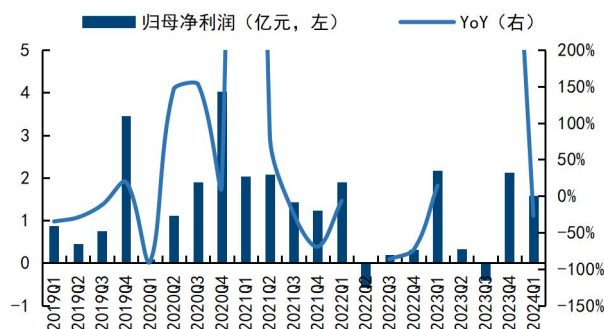
- 《太平鸟 (603877.SH) -2023 年净利润增长 128%，年末存货下降 29%》——2024-03-23
- 《太平鸟 (603877.SH) -第三季度收入下降 20%，毛利率延续提升》——2023-10-28
- 《太平鸟 (603877.SH) -零售折扣收窄，上半年净利率显著提升》——2023-08-24
- 《太平鸟 (603877.SH) -控费和折扣改善，2023 一季度净利润增长 14%左右》——2023-04-19
- 《太平鸟 (603877.SH) -经营环境承压，三季度收入下滑 15%》——2022-10-28

图1：公司营业收入及增速（亿元，%）



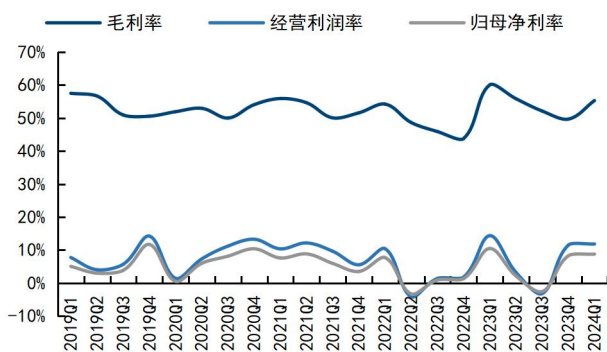
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司净利润和增长（亿元，%）



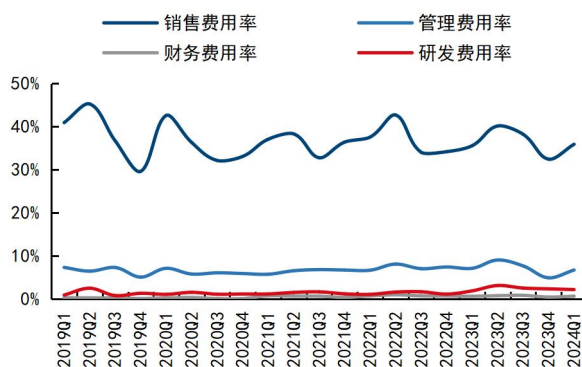
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司利润率（%）



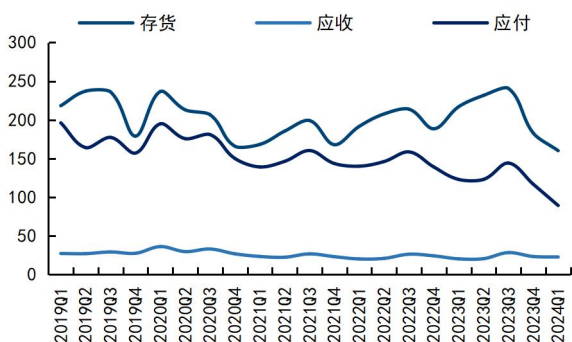
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司费用率变动（%）



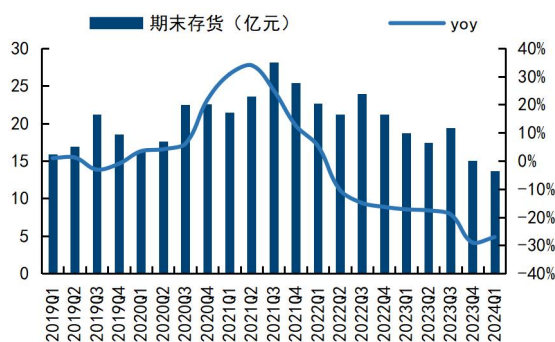
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司营运资金周转天数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司期末存货金额及增速



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

由于门店调整关闭较多且去年基数较高，第一季度收入及净利润同比下滑，后续随着关店势头放缓，公司组织和商品改革的效益逐步释放，收入有望恢复成长。维持盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 5.1/5.8/6.5 亿元，同比增长 20.6%/13.1%/12.3%，维持目标价 19.3-20.4 元，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)	38.7	16.8	14.0	12.4	11.0
EV/EBITDA	28.0	12.5	12.7	11.5	10.5
市净率(PB)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3

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	9.9	-0.16	0.32	0.59	0.69	-63.1	30.8	16.7	14.3
比音勒芬	买入	29.5	1.27	1.67	2.05	2.46	23.2	17.7	14.4	12.0
迅销	无评级	1958.3	41.96	45.46	50.11	54.02	46.7	43.1	39.1	36.3
平均值							35.0	30.5	23.4	20.8

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
流动资产合计	5688	5478	6049	6636	7269	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
资产总计	8551	8083	8485	9085	9700	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	所得税费用	77	160	194	219	246
流动负债合计	3229	2422	2484	2711	2917	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						
长期负债合计	1168	1131	1217	1303	1389	现金流量表（百万元）					
负债合计	4398	3553	3700	4013	4306	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
负债和股东权益总计	8551	8083	8485	9085	9700	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	经营活动现金流	(390)	747	1051	935	1041
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%	投资活动现金流	795	(416)	(350)	(350)	(350)
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%	融资活动现金流	(464)	(414)	(242)	(261)	(298)
资产负债率	52%	44%	44%	44%	44%	现金净变动	(59)	(84)	459	325	393
息率	4.1%	1.1%	3.6%	4.1%	4.5%	货币资金的期初余额	1148	1089	1005	1463	1788
P/E	38.7	16.8	14.0	12.4	11.0	货币资金的期末余额	1089	1005	1463	1788	2181
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	企业自由现金流	0	824	542	423	512
EV/EBITDA	28.0	12.5	12.7	11.5	10.5	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