

太平鸟 (603877.SH)

上半年收入下滑 13%，持续推进渠道优化

优于大市

核心观点

上半年收入下滑 13%，归母净利润承压，库存改善。 公司是国内中高端快时尚服装集团。2024 上半年受整体零售环境影响，收入同比-12.7%至 31.5 亿元，归母净利润同比下降 31.7%至 1.7 亿元，扣非归母净利润同比下降 63.6%至 0.7 亿元，非经项目主要为政府补助同比+38.8%至 1.2 亿元。毛利率小幅下降 2 个百分点至 56.2%，受负向经营杠杆影响，销售费用率同比+2.6 个百分点，归母净利率同比下降 1.5%。公司库存管理成效显著，通过加强商品产销计划性管控、强化过季老品的消化处理机制，存货周转天数同比-43 天至 188 天，库存金额同比减少 21.1%，1 年以内的库存商品占比提升 3.6 个百分点至 71.2%。

第二季度零售持续承压，毛利率改善。 由于服装零售承压、公司低效店持续关闭，第二季度收入同比下降 12.3%。毛利率同比提升 1.5 个百分点，其中主要受益于加盟渠道毛利率提升，商品剪标处理减少。受负向经营杠杆影响，销售费用率同比上升 5.1 个百分点，归母净利率同比下滑 1.3 个百分点至 0.9%。

持续推进渠道优化，关闭低效门店。 1) **分渠道看**，直营/加盟/线上收入分别同比变动-19.2%/-5.2%/-8.1%至 14.1/8.3/8.9 亿元；公司聚焦提升门店质量和盈利能力，持续关闭低效店，直营/加盟环比年初分别净关 47/146 家，直营单店收入下降 5.1%，加盟单店收入实现正增长 17.2%；直营/加盟/线上毛利率分别同比+1.2%/-2.9%/-3.5 个百分点。未来公司将推进电商业务占比提升，拓展社交零售新渠道，同时也线下发力购物中心、百货商场等渠道，触达年轻消费者群体。2) **分品牌看**，各品牌收入和毛利率均有下滑，女装/男装/乐町/童装收入分别同比变动-10.3%/-6.7%/-35.2%/-14.0%至 11.8/12.7/2.5/3.9 亿元，毛利率分别同比变动-3.5%/-2.2%/-1.3%/-1.1 个百分点至 55.9%/59.3%/49.5%/57.0%。展望下半年，公司重点转向提升终端品牌形象和门店坪效，采用“降楼层、扩面积、提坪效”的渠道发展策略，为高质量增长奠定渠道基础，同时推进产品的质量升级，改进面料，发力品质线。

风险提示：组织改革不及预期、品牌形象受损、系统性风险。

投资建议：关注门店调整放缓后效益回升的机遇。 下半年 9、10 月为开店高峰期，门店降幅及收入降幅有望收窄，进而固定成本费用占比环比上半年下降，叠加去年下半年低基数，下半年盈利有望改善。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。我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 3.7/4.0/4.5 亿元（前值为 5.1/5.8/6.5 亿元）；基于盈利预测下调，下调目标价至 12.5-13.3 元（前值为 19.3-20.4 元），对应 2024 年 PE 16-17x，维持“优于大市”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	7,147	7,558	8,208
(+/-%)	-21.2%	-9.4%	-8.3%	5.8%	8.6%
净利润(百万元)	185	422	370	400	446
(+/-%)	-72.7%	128.4%	-12.2%	8.1%	11.4%
每股收益(元)	0.39	0.89	0.78	0.84	0.94
EBIT Margin	3.4%	9.3%	6.4%	7.4%	7.5%
净资产收益率 (ROE)	4.5%	9.3%	7.9%	8.2%	8.7%
市盈率 (PE)	32.1	14.0	15.9	14.7	13.2
EV/EBITDA	25.1	11.1	15.3	13.0	12.1
市净率 (PB)	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2

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：刘佳琪

010-88005446

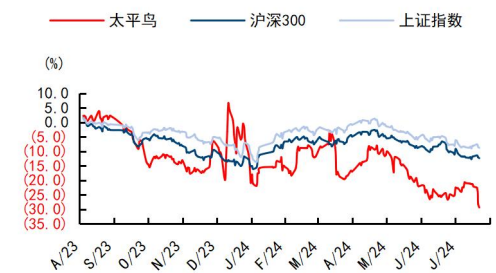
liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	12.50 - 13.30 元
收盘价	12.44 元
总市值/流通市值	5894/5838 百万元
52 周最高价/最低价	21.43/12.34 元
近 3 个月日均成交额	22.57 百万元

市场走势

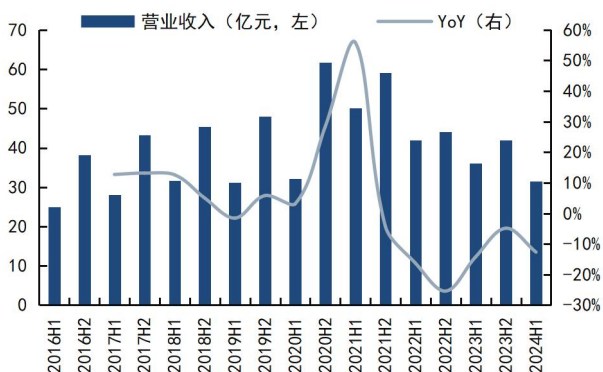


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

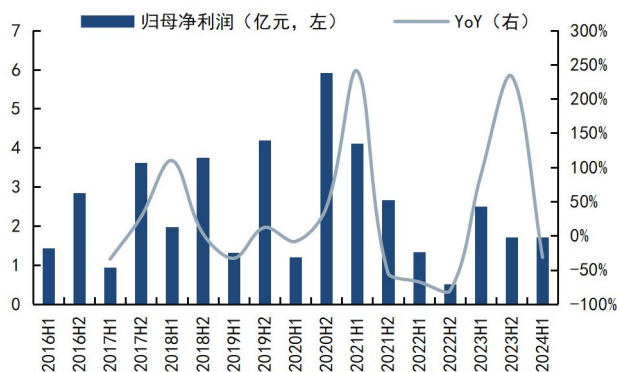
- 《太平鸟 (603877.SH) -2024 年第一季度收入下降 13%，存货减少 27%》——2024-04-17
- 《太平鸟 (603877.SH) -2023 年净利润增长 128%，年末存货下降 29%》——2024-03-23
- 《太平鸟 (603877.SH) -第三季度收入下降 20%，毛利率延续提升》——2023-10-28
- 《太平鸟 (603877.SH) -零售折扣收窄，上半年净利率显著提升》——2023-08-24
- 《太平鸟 (603877.SH) -控费和折扣改善，2023 年一季度净利润增长 14%左右》——2023-04-19

图1: 公司半年度营业收入及增速 (亿元, %)



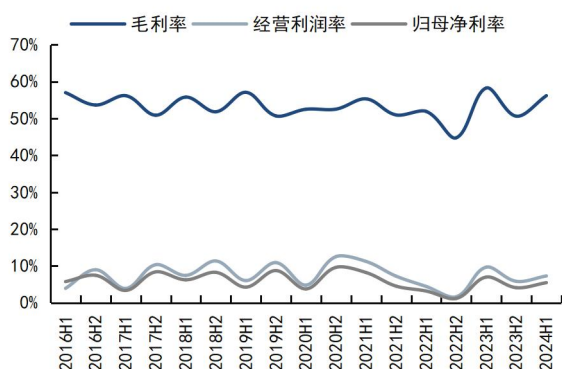
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司半年度归母净利润和增长 (亿元, %)



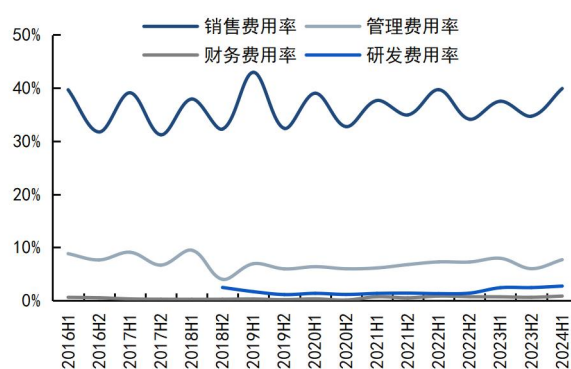
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司半年度利润率 (%)



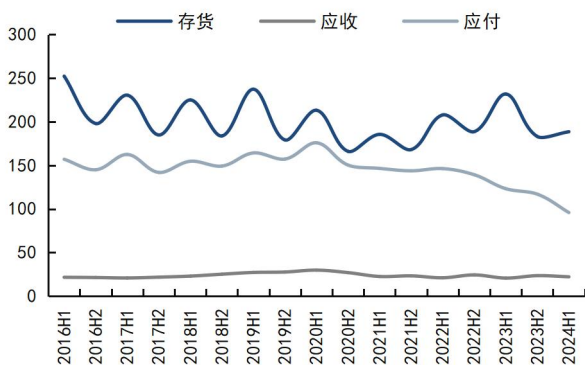
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司半年度费用率 (%)



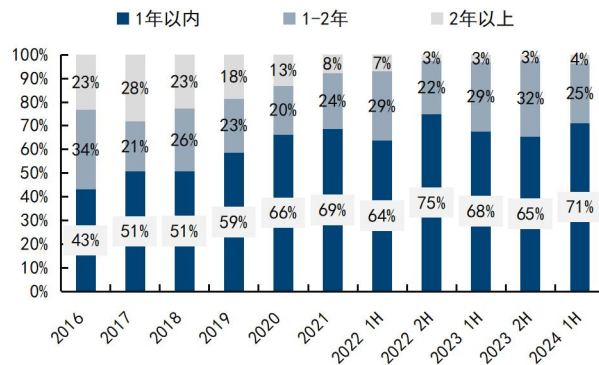
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司营运资金周转 (天)



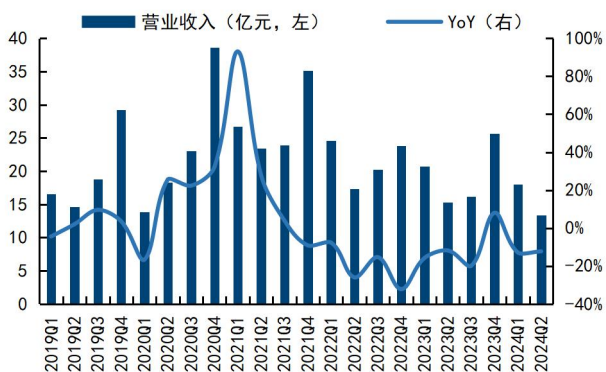
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司库龄结构



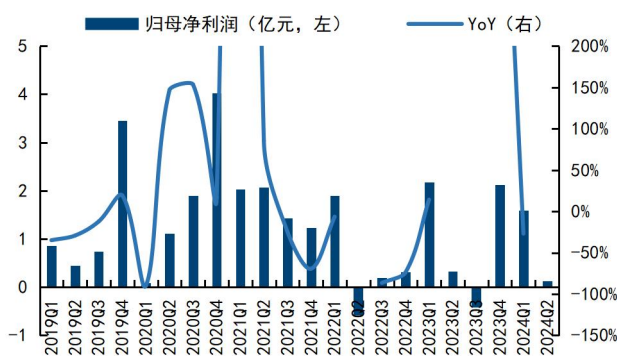
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司季度营业收入及增速 (亿元, %)



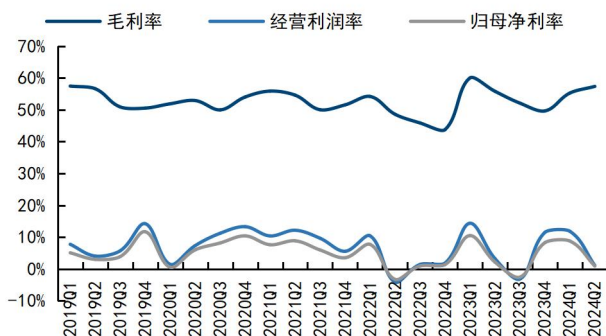
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司净利润和增长 (亿元, %)



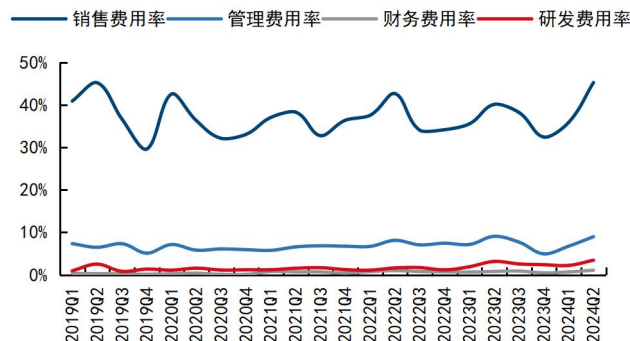
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司季度利润率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司季度费用率变动 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测调整说明

预计2024-2026年归母净利润分别为3.7/4.0/4.5亿元（前值为5.1/5.8/6.5亿元），同比-12.2%/+8.1%/+11.4%，盈利预测下调的主要原因说明：1）收入端受今年宏观消费环境疲软影响，线下客流量减少，三季度截至目前仍未出现改善趋势，7月服装社零进一步下滑。2）受经营负杠杆影响、固定成本费用支出刚性，尤其销售费用开支较大，导致费用率上升、利润率下降。具体调整细节如下：

1、收入：上半年收入不及预期，下调2024-2026年收入至71.5/75.6/82.1亿元（前值为81.3/88.9/95.9亿元），同比-8.3%/5.8%/8.6%。主要对2024年营收增速下调，一方面由于上半年尤其二季度零售环境不及此前预期、公司开店进程不及预期，公司收入同比下滑12.7%；另一方面下半年消费环境仍存在不确定性，我们预计下半年公司营收下降中单位数。

2、毛利率：上半年毛利率基本符合预期，小幅下调2024-2026年毛利率至53.4%/53.2%/53.0%（此前为53.7%/53.6%/53.6%）。

3、销售费用率：由于收入下滑，经营负杠杆致销售费用率大幅提升，上调2024-2026年销售费用率至37.0%/36.7%/36.5%（前值为35.4%/35.1%/34.9%）。

4、归母净利润：归母净利润下调主要受收入下调以及销售费用率上调影响，预计2024-2026年归母净利率分别为5.2%/5.3%/5.4%（前值为6.3%/6.5%/6.7%）。

图11: 盈利预测假设拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024 2H
收入 (百万元)	8602	7792	7147	7558	8208	3601	4191	3146	4002
YoY	-21.2%	-9.4%	-8.3%	5.8%	8.6%	-14.2%	-4.9%	-12.7%	-4.5%
直营	3419	3271	2870	2980	3178	1739	1533	1406	1465
YoY	-25.9%	-4.3%	-12.3%	3.8%	6.6%	-7.3%	-0.6%	-19.2%	-4.4%
占比	39.7%	42.0%	40.2%	39.4%	38.7%	48.3%	36.6%	44.7%	36.6%
-门店	1427	1175	1108	1128	1128	1277	1175	1128	1108
-单店收入 (万元)	225	251	251	267	282	129	125	122	131
加盟	2378	2360	2254	2380	2633	871	1489	826	1428
YoY	-16.7%	-0.7%	-4.5%	5.6%	10.7%	-4.2%	1.4%	-5.2%	-4.1%
占比	27.6%	30.3%	31.5%	31.5%	32.1%	24.2%	35.5%	26.3%	35.7%
-门店	3244	2556	2390	2490	2590	2897	2556	2410	2390
-单店收入 (万元)	70	81	91	98	104	28	55	33	60
线上	2804	3364	2732	2093	1946	968	1125	890	1057
YoY	-18.8%	-23.4%	-7.0%	8.0%	7.6%	-30.0%	-16.6%	-8.1%	-6.1%
占比	32.6%	43.2%	38.2%	27.7%	23.7%	26.9%	26.8%	28.3%	26.4%
毛利率	48.2%	54.1%	53.4%	53.2%	53.0%	58.2%	50.6%	56.2%	51.2%
直营	63.4%	71.3%	72.0%	72.0%	72.0%	70.4%	72.4%	71.6%	72.4%
加盟	34.8%	40.3%	40.3%	40.3%	40.5%	47.1%	36.4%	44.2%	38.1%
线上	42.4%	44.3%	43.0%	43.2%	43.4%	47.7%	41.4%	44.2%	42.0%
费用率	46.3%	46.6%	46.7%	45.8%	45.4%	48.6%	43.8%	51.2%	43.2%
销售费用	36.8%	36.5%	37.0%	36.7%	36.5%	37.5%	34.7%	39.9%	34.7%
管理费用	7.3%	6.9%	6.5%	6.4%	6.4%	8.0%	6.0%	7.7%	5.6%
研发费用	1.4%	2.4%	2.5%	2.0%	1.9%	2.4%	2.5%	2.7%	2.3%
财务费用	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.9%	0.6%
其他									
其他经营收益率	1.7%	0.5%	1.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.3%	2.7%	0.5%
营业利润率	3.0%	7.6%	7.2%	7.3%	7.5%	9.7%	5.8%	7.3%	7.1%
所得税率	29.5%	27.6%	27.6%	27.6%	27.6%	27.0%	28.4%	26.2%	28.7%
净利润									
净利润	184.3	420.6	370.0	400.0	445.6	250.5	170.1	170.5	199.6
YoY	-72.8%	128.2%	-12.0%	8.1%	11.4%	87.9%	233.5%	-31.9%	17.3%
净利率	2.1%	5.4%	5.2%	5.3%	5.4%	7.0%	4.1%	5.4%	5.0%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测

投资建议: 关注门店调整放缓后效益回升的机遇

受大环境消费疲软影响, 以及门店调整关闭较多, 上半年收入及净利润同比下滑, 下半年 9、10 月为开店高峰期, 门店降幅及收入降幅有望收窄, 进而固定成本费用占比环比上半年下降, 叠加去年下半年低基数, 下半年盈利有望改善。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。我们下调盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润分别为 3.7/4.0/4.5 亿元 (前值为 5.1/5.8/6.5 亿元), 同比-12.2%/+8.1%/+11.4%; 基于盈利预测下调, 下调目标价至 12.5-13.3 元 (前值为 19.3-20.4 元), 对应 2024 年 PE 16-17x, 维持“优于大市”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	7,147	7,558	8,208
(+/-%)	-21.2%	-9.4%	-8.3%	5.8%	8.6%
净利润(百万元)	185	422	370	400	446
(+/-%)	-72.7%	128.4%	-12.2%	8.1%	11.4%
每股收益(元)	0.39	0.89	0.78	0.84	0.94
EBIT Margin	3.4%	9.3%	6.4%	7.4%	7.5%
净资产收益率(ROE)	4.5%	9.3%	7.9%	8.2%	8.7%
市盈率(PE)	32.1	14.0	15.9	14.7	13.2
EV/EBITDA	25.1	11.1	15.3	13.0	12.1
市净率(PB)	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2

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			GAGR 2024-2025	PEG 2025
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
太平鸟	优于大市	12.4	0.89	0.78	0.84	14.0	15.9	14.7	8.1%	1.820
可比公司										
九牧王	优于大市	7.6	0.33	0.49	0.58	23.0	15.5	13.1	18.4%	0.713
比音勒芬	优于大市	18.1	1.60	1.97	2.35	11.3	9.2	7.7	19.3%	0.400
迅销	无评级	2163.2	48.16	52.42	56.51	44.9	41.3	38.3	7.8%	4.912

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

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	1438	1668	1946	营业收入	8602	7792	7147	7558	8208
应收款项	663	594	545	576	626	营业成本	4454	3574	3331	3537	3859
存货净额	2125	1509	1387	1458	1587	营业税金及附加	59	79	73	53	57
其他流动资产	550	578	530	561	609	销售费用	3166	2803	2644	2774	2996
流动资产合计	5688	5478	5692	6054	6560	管理费用	647	634	651	646	690
固定资产	1362	1268	1120	1159	1169	财务费用	69	53	51	48	47
无形资产及其他	169	202	194	186	178	投资收益	40	40	29	30	33
投资性房地产	1323	1129	1129	1129	1129	资产减值及公允价值变动	123	(137)	(137)	(137)	(149)
长期股权投资	9	7	7	7	7	其他收入	(114)	39	222	159	172
资产总计	8551	8083	8142	8535	9042	营业利润	257	591	511	552	615
短期借款及交易性金融负债	350	278	255	270	293	营业外净收支	5	(10)	0	0	0
应付款项	1630	987	907	953	1038	利润总额	262	581	511	552	615
其他流动负债	1249	1157	1047	1094	1185	所得税费用	77	160	141	152	170
流动负债合计	3229	2422	2210	2317	2516	少数股东损益	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)
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	370	400	446
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	3427	3620	3904	净利润	185	422	370	400	446
少数股东权益	11	9	9	9	9	资产减值准备	(1)	8	215	6	1
股东权益	4143	4521	4706	4906	5129	折旧摊销	123	131	155	175	197
负债和股东权益总计	8551	8083	8142	8535	9042	公允价值变动损失	(123)	137	137	137	149
						财务费用	69	53	51	48	47
关键财务与估值指标						营运资本变动	(575)	58	330	52	36
每股收益	0.39	0.89	0.78	0.84	0.94	其它	1	(9)	(215)	(7)	(2)
每股红利	0.61	0.16	0.39	0.42	0.47	经营活动现金流	(390)	747	992	765	828
每股净资产	8.70	9.54	9.92	10.34	10.81	资本开支	0	112	(350)	(350)	(350)
ROIC	5%	13%	9%	13%	14%	其它投资现金流	794	(530)	0	0	0
ROE	4%	9%	8%	8%	9%	投资活动现金流	795	(416)	(350)	(350)	(350)
毛利率	48%	54%	53%	53%	53%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	3%	9%	6%	7%	7%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	5%	11%	9%	10%	10%	支付股利、利息	(292)	(75)	(185)	(200)	(223)
收入增长	-21%	-9%	-8%	6%	9%	其它融资现金流	120	(265)	(23)	15	23
净利润增长率	-73%	128%	-12%	8%	11%	融资活动现金流	(464)	(414)	(208)	(186)	(200)
资产负债率	52%	44%	42%	43%	43%	现金净变动	(59)	(84)	433	229	279
息率	5.0%	1.3%	3.1%	3.4%	3.8%	货币资金的期初余额	1148	1089	1005	1438	1668
P/E	32.1	14.0	15.9	14.7	13.2	货币资金的期末余额	1089	1005	1438	1668	1946
P/B	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2	企业自由现金流	0	824	464	280	329
EV/EBITDA	25.1	11.1	15.3	13.0	12.1	权益自由现金流	0	559	405	259	316

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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