

太平鸟 (603877.SH)

零售承压影响短期业绩，架构优化有望提升效率

2024Q1~Q3: 收入同比-13%/归母净利润为 1.1 亿元。2024Q1~Q3 公司收入为 45.4 亿元，同比-13%；业绩为 1.1 亿元，同比-49%；扣非业绩为亏损 0.1 亿元，非经常损益 1.1 亿元主要系政府补助。盈利质量方面：毛利率同比-1.4pct 至 54.9%，销售/管理/财务费用率同比分别+2.7/+0.1/+0.2pct 至 40.5%/8.0%/1.0%；综合以上，净利率同比-1.6pct 至 2.3%。

单三季度：收入同比-14%/零售承压致使利润端表现不佳。2024Q3 公司收入为 14.0 亿元，同比-14%；业绩为-0.6 亿元，扣非业绩为-0.7 亿元，同比亏损幅度加大。盈利质量方面：毛利率同比基本持平至 52.1%，销售/管理/财务费用率同比分别+3.5/+1.0/+0.3pct 至 41.8%/8.7%/1.2%（我们根据公司业务结构判断，销售费用率上升主要系公司直营渠道存在较多刚性费用）；综合以上，净利率同比-2.0pct 至-4.6%。

分品牌：产品仍在调整阶段，男装下滑幅度相对较小。分品牌来看：1）收入：2024Q1~Q3 PB 女装/男装/乐町/MP 销售同比分别-12%/-7%/-31%/-17%至 17.6/17.9/3.7/5.4 亿元（其中 H1 同比分别-10%/-7%/-35%/-14%，Q3 同比分别-14%/-9%/-22%/-23%），毛利率同比分别-2.1/-1.7/-2.9/-0.3pct 至 55.7%/57.4%/46.2%/56.2%。2）渠道：2024Q1~Q3 末太平鸟女装/男装/乐町/MP 店数较年初分别-129/-46/-54/-49 至 1329/1324/286/504 家。2023 年末男女装品牌产品中品质线占比已提升至 70%，2024 年以来聚焦核心优势品类推出新产品；我们估计目前乐町产品仍在调整阶段。

分渠道：门店数量继续环比下降，注重质量优化。分渠道来看：1）线上：2024Q1~Q3 电商销售同比-10%至 12.0 亿元（其中 H1/Q3 同比分别-8%/-14%），毛利率同比-3.1pct 至 42.0%。2）线下：2024Q1~Q3 线下直营销售同比-19%至 19.0 亿元（其中 H1/Q3 同比分别-19%/-18%），毛利率同比-0.3pct 至 70.8%。2024Q1~Q3 线下加盟销售同比-8%至 14.0 亿元（其中 H1/Q3 同比分别-5%/-12%），毛利率同比+1.4pct 至 45.7%。公司调整渠道结构，注重质量提升，2024Q1~Q3 末直营/加盟门店较年初分别-80/-175 家至 1095/2381 家，我们据行业情况判断目前公司渠道调整已基本完成，后续直营预计继续强调面积扩张及坪效改善、加盟门店数量或环比有净增加。

库存管理有效，现金流后续有待改善。1）库存：公司持续推进库存管理，新品加强产销管控、老品计提减值谨慎，2024Q1~Q3 计提资产减值损失 0.65 亿元，期末存货同比-7.9%至 17.9 亿元，存货周转天数同比-23.4 天至 217.3 天。2）现金流：2024Q1~Q3 公司应收账款周转天数同比+2.0 天至 30.5 天，经营性现金流量为净流出 0.9 亿元。

组织架构进一步优化调整，期待后续成效显现。1）伴随着天气降温驱动秋季置装需求，我们估计 10 月以来公司流水表现或环比改善，Q4 整体情况需要继续跟踪观察。2）公司发布关注组织架构调整的公告，宣布童装、乐町独立成立品牌事业部，PB 男装与女装品牌继续以产品、零售等职能划分事业部，进一步合理优化架构。我们判断后续伴随着渠道、管理架构调整成效逐步显现，公司盈利质量后续有望修复改善。

投资建议。公司是国内领先的大众时尚品牌集团，短期流水及业绩表现波动，长期战略目标清晰。由于近期利润表现较弱，叠加考虑消费环境波动风险，我们根据近况调整盈利预测，预计 2024~2026 年归母净利润分别为 2.82/3.38/3.72 亿元，对应 2024 年 PE 为 22 倍，维持评级为“买入”评级。

风险提示：消费环境波动风险；费控管理不及预期；渠道调整改善不及预期。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	8,602	7,792	7,082	7,835	8,611
增长率 yoy（%）	-21.2	-9.4	-9.1	10.6	9.9
归母净利润（百万元）	186	422	282	338	372
增长率 yoy（%）	-72.6	127.1	-33.1	19.6	10.1
EPS 最新摊薄（元/股）	0.39	0.89	0.60	0.71	0.78
净资产收益率（%）	4.5	9.3	6.2	7.3	7.8
P/E（倍）	33.5	14.7	22.0	18.4	16.7
P/B（倍）	1.5	1.4	1.4	1.4	1.3

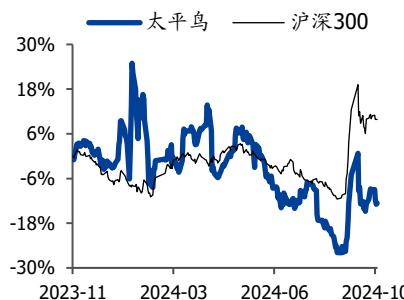
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 10 月 31 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
10 月 31 日收盘价（元）	13.13
总市值（百万元）	6,221.32
总股本（百万股）	473.82
其中自由流通股（%）	99.05
30 日日均成交量（百万股）	2.63

股价走势



作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜

执业证书编号：S0680523080004

邮箱：houziye@gszq.com

分析师 王佳伟

执业证书编号：S0680524060004

邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《太平鸟 (603877.SH)：2024H1 销售及利润短期承压，库存周转继续改善》 2024-08-20
- 《太平鸟 (603877.SH)：渠道结构优化，短期流水承压，期待后续改善》 2024-04-15
- 《太平鸟 (603877.SH)：短期流水仍有波动，期待渠道规模回归增长》 2024-03-22

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5688	5478	5933	5710	6232
现金	1089	1005	1476	1014	1114
应收票据及应收账款	530	486	453	577	560
其他应收款	133	108	126	124	155
预付账款	160	131	169	142	211
存货	2125	1509	1867	1834	2231
其他流动资产	1653	2240	1842	2019	1961
非流动资产	2868	2606	2304	2326	2330
长期投资	9	7	5	2	0
固定资产	1321	1243	1068	1094	1116
无形资产	169	202	189	176	165
其他非流动资产	1369	1154	1043	1053	1049
资产总计	8557	8083	8236	8035	8562
流动负债	3229	2422	2792	2660	3195
短期借款	0	0	0	108	120
应付票据及应付账款	1630	987	1445	1222	1707
其他流动负债	1599	1436	1348	1330	1367
非流动负债	1168	1131	917	766	611
长期借款	750	778	565	413	258
其他非流动负债	419	353	353	353	353
负债合计	4398	3553	3709	3426	3805
少数股东权益	11	9	8	7	6
股本	476	474	474	474	474
资本公积	1358	1331	1331	1331	1331
留存收益	2380	2732	2871	3041	3221
归属母公司股东权益	4148	4521	4519	4602	4750
负债和股东权益	8557	8083	8236	8035	8562

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	399	1276	709	68	505
净利润	185	421	281	337	371
折旧摊销	255	242	214	108	116
财务费用	69	53	8	11	22
投资损失	-40	-40	-38	-39	-39
营运资金变动	-661	-41	244	-349	34
其他经营现金流	591	642	0	0	1
投资活动现金流	595	-742	392	-223	-15
资本支出	248	250	-299	24	7
长期投资	798	-539	3	3	3
其他投资现金流	1641	-1031	95	-196	-6
筹资活动现金流	-1031	-598	-629	-416	-401
短期借款	-198	0	0	0	0
长期借款	29	29	-214	-151	-155
普通股增加	0	-3	0	0	0
资本公积增加	35	-27	0	0	0
其他筹资现金流	-897	-597	-415	-264	-245
现金净增加额	-37	-64	472	-571	89

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8602	7792	7082	7835	8611
营业成本	4454	3574	3321	3641	4000
营业税金及附加	59	79	72	80	87
营业费用	3166	2803	2646	2912	3183
管理费用	626	539	490	542	595
研发费用	118	191	173	192	211
财务费用	69	53	8	11	22
资产减值损失	-120	-128	106	118	129
其他收益	230	154	100	100	100
公允价值变动收益	4	-9	0	0	-1
投资净收益	40	40	38	39	39
资产处置收益	-5	0	0	0	0
营业利润	257	591	404	480	521
营业外收入	23	6	10	11	12
营业外支出	18	16	25	26	21
利润总额	262	581	388	465	512
所得税	76	160	107	128	141
净利润	185	421	281	337	371
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	186	422	282	338	372
EBITDA	534	844	587	555	614
EPS (元)	0.39	0.89	0.60	0.71	0.78

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-21.2	-9.4	-9.1	10.6	9.9
营业利润(%)	-74.0	130.4	-31.6	18.8	8.5
归属于母公司净利润(%)	-72.6	127.1	-33.1	19.6	10.1
获利能力					
毛利率(%)	48.2	54.1	53.1	53.5	53.5
净利率(%)	2.2	5.4	4.0	4.3	4.3
ROE(%)	4.5	9.3	6.2	7.3	7.8
ROIC(%)	3.5	7.4	4.8	5.8	6.4
偿债能力					
资产负债率(%)	51.4	44.0	45.0	42.6	44.4
净负债比率(%)	9.9	8.7	-9.2	0.1	-5.0
流动比率	1.8	2.3	2.1	2.1	2.0
速动比率	0.9	1.4	1.3	1.3	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	14.8	15.3	15.1	15.2	15.1
应付账款周转率	2.2	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.89	0.60	0.71	0.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	2.69	1.50	0.14	1.07
每股净资产(最新摊薄)	8.62	9.41	9.40	9.58	9.89
估值比率					
P/E	33.5	14.7	22.0	18.4	16.7
P/B	1.5	1.4	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	10.1	5.7	7.3	8.2	7.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 10 月 31 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com