

太平鸟 (603877.SH)

降本增效成果显现，终端流水静待改善

2023Q1 收入同比-16%，业绩同比+14%。2023Q1 公司收入/业绩/扣非业绩分别为 20.7/2.2/1.8 亿元，同比分别-16%/+14%/+59%，非经常损益中主要系政府补助 0.4 亿。1) 业绩同比表现明显好于收入，我们判断主要系：①终端折扣有所优化，带动毛利率改善；②公司增强费用控制意识、经营费用明显下降。2) 从盈利质量层面来看，2023Q1 公司毛利率同比+5.8pct 至 60.0%，销售/管理费用率同比分别-2.0/+0.4pct 至 35.5%/7.1%；净利率同比+2.8pct 至 10.5%。

男装销售表现稳健，其他品牌仍在调整。分品牌来看：2023Q1 太平鸟男装/女装/乐町/MP 童装销售同比-1.3%/-22.2%/-24.1%/-20.6%达 8.2/7.5/2.2/2.5 亿元，销售毛利率同比分别+7.9/+5.5/+3.2/+3.0pct 达 62.6%/61.4%/52.8%/57.7%。2023Q1 各品牌仍在渠道优化调整的阶段：据公司公告，2023Q1 末太平鸟男装/女装/乐町/MP 童装门店数量较年初分别-53/-162/-56/-29 家至 1450/1719/502/668 家。公司以创新驱动产品、强调产品有效性，2022 年内携手国内设计师品牌 80N8 等呈现多样原创产品系列，引入潮流及运动元素、触达年轻客群，我们判断后续产品调整成效有望逐步显现。

渠道结构优化，后续店效有望逐步修复。分渠道来看：1) 线上：2023Q1 公司电商销售同比下降 29.5%至 5.5 亿元，毛利率同比+6.1pct 至 50.2%。公司调整电商经营策略，优化折扣把控、强调盈利质量。2) 线下：2023Q1 公司直营/加盟销售分别同比-7.0%/-15.0%至 10.9/4.2 亿元，毛利率分别+5.2/+2.2pct 至 69.6%/49.1%。①店数：门店规模缩减，注重渠道质量，2023Q1 直营/加盟门店分别较年初净减少 95/235 家至 1332/3009 家。②店效：我们判断 4 月以来公司同店口径同比稳健增长，后续店效随着消费环境及客流的复苏有望逐步修复。

现金流可控，库存周转存在优化空间。1) 库存：2023Q1 末公司存货同比-17.2%至 18.7 亿元，存货周转天数同比+25 天至 217 天，公司转变零售导向经营理念，持续推进供应链变革、全渠道融合的数字化战略，我们判断后续存货周转有望出现优化。2) 现金流：2023Q1 应收账款周转天数基本持平为 20 天，经营性现金流净额 1.4 亿元，我们判断基本与利润表现相匹配。

组织架构调整优化，2023 年控费、提效有望助力盈利质量修复。1) 2023 年公司将进行组织架构重组：从品牌事业部制转为职能大部制，旨在实现产品开发、零售运营、供应链等全链条业务的集中管理，有望形成资源协同与规模优势、进而推动盈利质量优化。2) 我们跟踪公司 4 月流水同比表现较 2023Q1 有改善，后续随着消费环境转好、基数走低，我们判断 2023 全年公司收入有望同比稳健增长、盈利质量在降本增效+低基数下有望稳健修复。

投资建议。公司是大众时尚品牌，长期战略目标清晰。我们预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 6.97/8.16/9.32 亿元，现价对应 2023 年 PE 为 15 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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,921	8,602	9,507	10,822	12,165
增长率 yoy (%)	16.3	-21.2	10.5	13.8	12.4
归母净利润(百万元)	677	185	697	816	932
增长率 yoy (%)	-5.0	-72.7	277.4	17.1	14.3
EPS 最新摊薄(元/股)	1.42	0.39	1.46	1.71	1.96
净资产收益率(%)	15.8	4.4	14.5	15.3	15.5
P/E(倍)	15.8	58.1	15.4	13.1	11.5
P/B(倍)	2.6	2.6	2.3	2.0	1.8

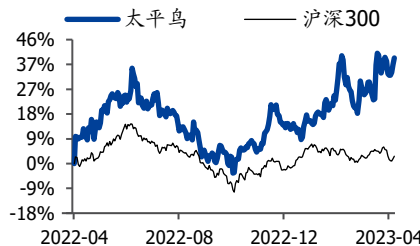
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
4月28日收盘价(元)	22.52
总市值(百万元)	10,729.61
总股本(百万股)	476.45
其中自由流通股(%)	99.21
30日日均成交量(百万股)	2.80

股价走势



作者

分析师 杨莹

执业证书编号: S0680520070003

邮箱: yangying1@gszq.com

研究助理 侯子夜

执业证书编号: S0680121070015

邮箱: houziye@gszq.com

研究助理 王佳伟

执业证书编号: S0680122060018

邮箱: wangjiawei@gszq.com

相关研究

1、《太平鸟(603877.SH): 2022 年盈利质量受损, 2023 年有望修复》2023-04-18

2、《太平鸟(603877.SH): 业绩承压, 男装表现相对稳健》2022-10-29

3、《太平鸟(603877.SH): Q4 拖累全年业绩, 现金流良好》2022-03-30



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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

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：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

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