

# 太平鸟 (603877.SH)

## 控费和折扣改善, 2023 一季度净利润增长 14%左右

增持

### 核心观点

**2022 年收入下降 21%，由于固定费用率提升、处理老货，净利润下降 73%。** 公司是国内中高端快时尚服装集团，2022 全年收入-21%至 86.0 亿元，净利润-73%至 1.85 亿元，扣非净利润-0.27 亿元。2022 年女装/男装/乐町/童装收入分别-27%/-13%/-28%/-14%，直营/加盟/线上收入分别-26%/-17%/-19%，其中男装和童装下滑幅度小于女装。2022 年在疫情影响下处理过季老货，毛利率-4.7 个百分点至 48.2%。由于直营为主的模式产生较多的租金和人员固定费用，收入下滑令费用率合计提升 1.6 个百分点，归母净利率下降 4.1 个百分点至 2.14%。单看四季度，2022Q4 公司收入-32%至 23.8 亿元，毛利率下滑令净利润-74%至 0.32 亿元，但低效门店的关闭、不必要营销推广活动的减少令费用率同比逆势优化 1.2 个百分点，这一趋势延续到 2023Q1。

**2022 年末存货金额下降 16%，库龄结构健康度高。** 公司期内积极利用奥莱清理过季老货，并增强投产计划性，确保存货的健康度，1) 2022 年末存货周转天数同比/环比+21/-25 天至 189 天；2) 年末存货金额同比下降 16%至 21 亿元；3) 1 年内存货占比逆势提升 6 个百分点至 75%，2 年以上存货占比下降 5 个百分点至 3%，库存健康度创上市以来新高。

**一季度净利率提升至 10%以上，改革红利正逐步释放。** 疫情期间公司积极改革，成效逐步显现。2023Q1 公司收入同比减少 16%左右，但归母净利润同比增长 14%至 2.16 亿元左右，一方面公司为提升品牌形象叠加库存健康度高，折扣提升带动毛利率增加，另一方面公司严控费用，因此 2023Q1 归母净利率大幅回升至 10.4%，为上市以来最佳的一季度水平。展望 2023 年，公司将继续优化库存和折扣，推进“拓加盟、关低效直营”渠道改革举措，同时 2023 秋冬开始的商品款式设计和风格将有较明显优化，我们看好改革红利释放对公司零售指标改善和中长期业绩贡献。

**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：** 关注零售能力提升带来的流水恢复和利润率改善，维持“增持”评级。在严峻的经营环境中，公司积极推进商品和渠道改革措施、调整组织架构，优化库存和折扣并加强费用管控，目前成效正逐步显现。从中长期看，公司改革带来的商品优化、零售运营能力的改善有望带动终端流水恢复增长，同时利润率的提升将贡献较大的业绩弹性。由于一季度业绩超预期，上调盈利预测，预计公司 2023-2025 年净利润分别为 6.0/7.0/8.1 亿元（原 2023-2024 年为 4.7/5.8 亿元），同比+225%/+17%/+16%，由于盈利预测上调，估值切换后上调目标价至 23.5~26.5 元（原 15.8~16.8 元），对应 2024 年 17~18x PE，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,921	8,602	9,409	10,493	11,664
(+/-%)	16.3%	-21.2%	9.4%	11.5%	11.2%
净利润(百万元)	677	185	600	700	813
(+/-%)	-5.0%	-72.7%	225.1%	16.6%	16.1%
每股收益(元)	1.42	0.39	1.26	1.47	1.71
EBIT Margin	8.9%	2.8%	8.5%	8.8%	9.2%
净资产收益率 (ROE)	15.9%	4.5%	13.5%	14.6%	15.6%
市盈率 (PE)	15.7	57.7	17.7	15.2	13.1
EV/EBITDA	15.3	40.9	16.2	14.8	13.1
市净率 (PB)	2.5	2.6	2.4	2.2	2.0

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 联系人: 关竣尹  
0755-81981391 0755-81982834  
dingshijie@guosen.com.cn guanjunyin@guosen.com.cn  
S0980520040004

#### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	23.50 - 26.50 元
收盘价	22.36 元
总市值/流通市值	10653/10569 百万元
52 周最高价/最低价	23.30/15.37 元
近 3 个月日均成交额	49.48 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) - 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
- 《太平鸟 (603877.SH) - 经营环境承压, 2022 二季度业绩预计亏损 5700 万元》——2022-07-17
- 《太平鸟 (603877.SH) - 经营环境承压, 2022 年一季度收入下滑 8%》——2022-04-29
- 《太平鸟 (603877.SH) - 2021 年业绩下滑 5%, 渠道和库存结构优化》——2022-03-30

图1: 公司年度营业收入及增速 (亿元, %)



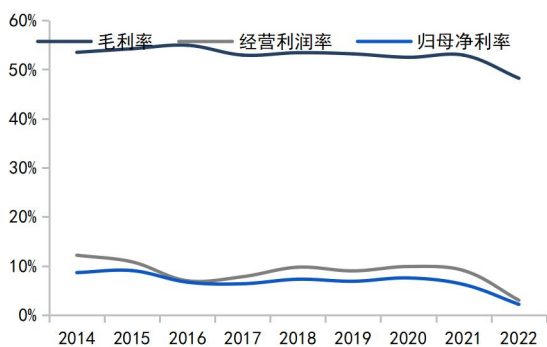
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司年度净利润和增长 (亿元, %)



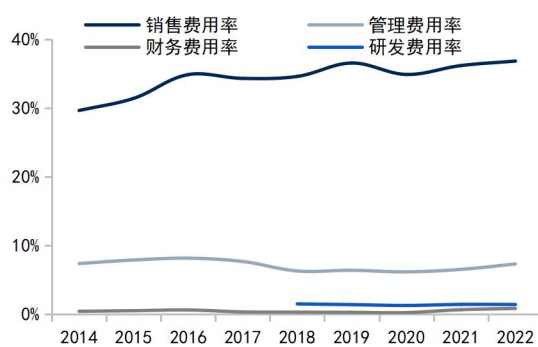
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司年度利润率 (%)



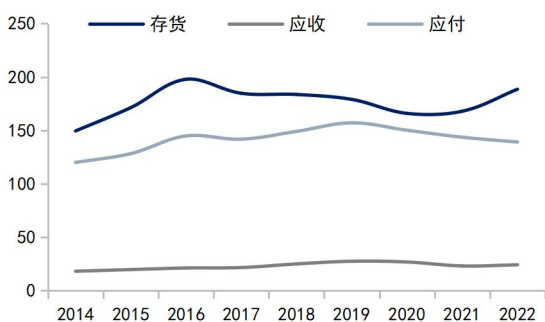
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司年度费用率变动 (%)



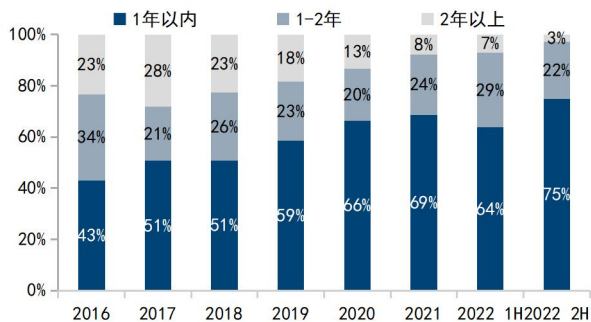
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司年度营运资金周转 (天)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司2022年末库龄优化显著



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 投资建议：关注零售能力提升带来的流水恢复和利润率改善，维持“增持”评级

在严峻的经营环境中，公司积极推进商品和渠道改革措施、调整组织架构，优化库存和折扣并加强费用管控，目前成效正逐步显现。从中长期看，公司改革带来的商品优化、零售运营能力的改善有望带动终端流水恢复增长，同时利润率的提升将贡献较大的业绩弹性。由于一季度业绩超预期，上调盈利预测，预计公司 2023-2025 年净利润分别为 6.0/7.0/8.1 亿元（原 2023-2024 年为 4.7/5.8 亿元），同比 +225%/+17%/+16%，由于盈利预测上调，估值切换后上调目标价至 23.5~26.5 元（原 15.8~16.8 元），对应 2024 年 17~18x PE，维持“增持”评级。

表1：盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,921	8,602	9,409	10,493	11,664
(+/-%)	16.3%	-21.2%	9.4%	11.5%	11.2%
净利润(百万元)	677	185	600	700	813
(+/-%)	-5.0%	-72.7%	225.1%	16.6%	16.1%
每股收益(元)	1.42	0.39	1.26	1.47	1.71
EBIT Margin	8.9%	2.8%	8.5%	8.8%	9.2%
净资产收益率 (ROE)	15.9%	4.5%	13.5%	14.6%	15.6%
市盈率 (PE)	15.7	57.7	17.7	15.2	13.1
EV/EBITDA	15.3	40.9	16.2	14.8	13.1
市净率 (PB)	2.5	2.6	2.4	2.2	2.0

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1148	1089	1928	2638	3013	营业收入	10921	8602	9409	10493	11664
应收款项	803	663	725	808	899	营业成本	5140	4454	4495	5028	5590
存货净额	2540	2125	2108	2315	2571	营业税金及附加	59	59	56	63	70
其他流动资产	585	550	602	671	746	销售费用	3949	3166	3331	3672	4047
<b>流动资产合计</b>	<b>7133</b>	<b>5688</b>	<b>6624</b>	<b>7694</b>	<b>8490</b>	管理费用	820	691	738	814	895
固定资产	1404	1362	1241	1321	1367	财务费用	68	69	52	50	50
无形资产及其他	176	169	162	155	148	投资收益	38	40	38	42	47
投资性房地产	1473	1323	1323	1323	1323	资产减值及公允价值变动	126	(116)	(109)	(121)	(135)
长期股权投资	9	9	9	9	9	其他收入	(61)	169	167	185	205
<b>资产总计</b>	<b>10194</b>	<b>8551</b>	<b>9359</b>	<b>10502</b>	<b>11338</b>	营业利润	988	257	833	972	1128
短期借款及交易性金融负债	591	350	383	427	474	营业外净收支	(38)	5	0	0	0
应付款项	2468	1630	1807	2288	2392	利润总额	949	262	833	972	1128
其他流动负债	1598	1249	1440	1598	1769	<b>所得税费用</b>	<b>273</b>	<b>77</b>	<b>233</b>	<b>272</b>	<b>316</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4656</b>	<b>3229</b>	<b>3629</b>	<b>4313</b>	<b>4635</b>	少数股东损益	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	721	750	750	750	750	归属于母公司净利润	677	185	600	700	813
其他长期负债	548	419	527	636	745						
<b>长期负债合计</b>	<b>1268</b>	<b>1168</b>	<b>1277</b>	<b>1386</b>	<b>1494</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>5924</b>	<b>4398</b>	<b>4906</b>	<b>5699</b>	<b>6129</b>	净利润	677	185	600	700	813
少数股东权益	2	11	10	10	10	资产减值准备	3	(1)	257	20	14
股东权益	4268	4143	4443	4793	5200	折旧摊销	116	123	162	186	211
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10194</b>	<b>8551</b>	<b>9359</b>	<b>10502</b>	<b>11338</b>	公允价值变动损失	(126)	116	109	121	135
						财务费用	68	69	52	50	50
关键财务与估值指标						营运资本变动	(492)	(575)	636	409	(25)
每股收益	1.42	0.39	1.26	1.47	1.71	其它	(3)	1	(257)	(20)	(14)
每股红利	0.82	0.61	0.63	0.73	0.85	<b>经营活动现金流</b>	<b>176</b>	<b>(151)</b>	<b>1507</b>	<b>1416</b>	<b>1134</b>
每股净资产	8.95	8.70	9.33	10.06	10.91	资本开支	0	49	(400)	(400)	(400)
ROIC	23%	5%	16%	23%	27%	其它投资现金流	(189)	794	0	0	0
ROE	16%	4%	14%	15%	16%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(199)</b>	<b>844</b>	<b>(400)</b>	<b>(400)</b>	<b>(400)</b>
毛利率	53%	48%	52%	52%	52%	权益性融资	0	10	0	0	0
EBIT Margin	9%	3%	8%	9%	9%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	4%	10%	11%	11%	支付股利、利息	(389)	(292)	(300)	(350)	(406)
收入增长	16%	-21%	9%	12%	11%	其它融资现金流	1284	(178)	33	44	48
净利润增长率	-5%	-73%	225%	17%	16%	<b>融资活动现金流</b>	<b>506</b>	<b>(752)</b>	<b>(267)</b>	<b>(306)</b>	<b>(359)</b>
资产负债率	58%	52%	53%	54%	54%	<b>现金净变动</b>	<b>483</b>	<b>(59)</b>	<b>839</b>	<b>710</b>	<b>375</b>
息率	3.7%	2.7%	2.8%	3.3%	3.8%	货币资金的期初余额	665	1148	1089	1928	2638
P/E	15.7	57.7	17.7	15.2	13.1	货币资金的期末余额	1148	1089	1928	2638	3013
P/B	2.5	2.6	2.4	2.2	2.0	企业自由现金流	0	(230)	971	859	556
EV/EBITDA	15.3	40.9	16.2	14.8	13.1	权益自由现金流	0	(409)	966	867	567

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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