

公司研究 | 点评报告 | 太平鸟 (603877.SH)

太平鸟 2024 年年报点评：零售承压下毛利率改善显著，期待未来高质量增长

报告要点

短期，预计伴随公司净关近尾声、零售逐步改善以及加盟毛利率改善，控费力增强下后续利润增速有望回升。长期，伴随公司架构调整，经营质量以及利润弹性将显著提升。公司亦由之前的零售高增驱动的利润弹性，切换至重内功驱动的利润弹性，更为持续且稳健。预计 2025/2026/2027 年公司归母净利润为 3.7/5.0/5.9 亿元，PE 为 20/15/12X，维持“买入”评级。

分析师及联系人



于旭辉

SAC: S0490518020002

SFC: BUU942



魏杏梓

SAC: S0490524020003

太平鸟 (603877.SH)

太平鸟 2024 年年报点评：零售承压下毛利率改善显著，期待未来高质量增长

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司 2024 年实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 68.0/2.6/1.2 亿元，同比变动-12.7%/-38.7%/-57.4%。其中单 Q4 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 22.6/1.5/1.3 亿元，同比变动-12.0%/-29.1%/-13.4%。

事件评论

- **品牌调整下零售延续承压，加盟毛利率显著改善。** 1) **分品牌：**Q4 延续关店叠加产品调整下零售持续承压，PB 女装/男装/乐町/童装收入分别同比-16.7%/-10.6%/-20.3%/-7.5%，毛利率分别同比+4.6 pct /+5.4 pct /+17.0 pct /+3.7pct，男装与童装收入表现延续优于女装，预计与老货去化以女装为主、品类消费韧性差异有关，乐町调整周期经营延续疲态。强控折扣叠加低基数下各品类毛利率均有所提升，乐町改善最为显著。2) **分渠道：**变革调整下除直营外各渠道下滑明显，Q4 直营/加盟/线上营收同比-2.0%/-20.8%/-17.4%，毛利率同比分别-2.3 pct /+17.2 pct /+4.2pct。Q4 净开店下直营渠道营收韧性相对较强，毛利率略有下滑预计主因旗舰&集合店开业期间促销力度加大。加盟渠道在老货&尾货出清控制和强折扣率管控带动下，收入降幅大但毛利率改善显著，线上渠道营收有所承压但毛利率同比改善。渠道数量维度，Q4 继续关闭低效门店，直营/加盟分别同比去年年末净开店 33/-136 家，调整店铺以加盟商为主。
- **负经营杠杆拖累净利率，库存结构待优化。** 1) **盈利能力：**强控折扣下 Q4 毛利率同比+6.3pct。期间费用率+3.6pct，其中 Q4 销售费用率同比+3pct 预计主因开店数同比增多以及营销投放力度加强，管理/研发/财务费用率同比分别+0.7 pct /-0.4 pct /+0.3pct。此外资产减值损失同比+0.5 亿元对净利润有所拖累，因此 Q4 净利率同比-1.6pct 至 6.7%，负经营杠杆下增速显著弱于毛利率。2) **营运质量：**库存，2024 年末库存 17.4 亿元，同比+15%。2024 年 1 年以内/1-2 年/2 年及以上货品库存分别占比 71%/19%/11%，库存额整体可控但结构有待优化，老货仍待去化。现金流，2024 年末公司经营性现金流净额同比-32.6%至 8.6 亿元，预计主因营业收入下降。
- **短期，**预计伴随公司净关近尾声、零售逐步改善以及加盟毛利率改善，控费力增强下后续利润增速有望回升。**长期，**伴随公司架构调整，经营质量以及利润弹性将显著提升。公司亦由之前的零售高增驱动的利润弹性，切换至重内功驱动的利润弹性，更为持续且稳健。预计 2025/2026/2027 年公司归母净利润为 3.7/5.0/5.9 亿元，PE 为 20/15/12X，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、零售环境波动；
- 2、库存去化不及预期；
- 3、费用投放转化效果弱。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	15.50
总股本(万股)	47,383
流通A股/B股(万股)	46,932/0
每股净资产(元)	9.37
近12月最高/最低价(元)	18.48/10.89

注：股价为 2025 年 4 月 7 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《太平鸟 2024Q3 点评：Q3 业绩延续承压，期待长期高质量增长》2024-11-11
- 《太平鸟 2024 年中报点评：弱零售下 Q2 业绩承压，存货延续改善》2024-08-25
- 《太平鸟 2024 年一季报点评：加盟拖累短期毛利率，长期高质量增长可期》2024-04-23



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、零售环境波动：虽消费环境逐步复苏，但仍有不确定的外部因素影响复苏弹性；
- 2、库存去化不及预期：公司目前库存绝对值仍高，后续库存去化不畅下计提跌价预计对利润影响较大；
- 3、费用投放转化效果弱：若公司加大广告宣传、人员薪酬等费用投放，但对销售拉动边际递减，预计对利润影响较大。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6802	7513	8246	8969	货币资金	993	1331	1928	2446
营业成本	3045	3241	3550	3860	交易性金融资产	1522	1622	1622	1622
毛利	3757	4272	4696	5109	应收账款	531	618	633	651
%营业收入	55%	57%	57%	57%	存货	1736	1409	1543	1678
营业税金及附加	47	53	58	63	预付账款	41	275	217	267
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	519	424	424	424
销售费用	2639	2887	3060	3267	流动资产合计	5342	5680	6368	7089
%营业收入	39%	38%	37%	36%	长期股权投资	4	4	4	4
管理费用	491	531	573	616	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	7%	7%	7%	7%	固定资产合计	1177	1101	1029	955
研发费用	174	188	206	224	无形资产	317	405	502	596
%营业收入	3%	3%	3%	3%	商誉	0	0	0	0
财务费用	61	66	73	86	递延所得税资产	462	462	462	462
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他非流动资产	1121	1121	1121	1121
加: 资产减值损失	-135	-127	-139	-146	资产总计	8424	8773	9487	10228
信用减值损失	-26	-30	-27	-27	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	6	0	0	0	应付款项	1286	1202	1378	1476
投资收益	30	26	29	31	预收账款	0	0	0	0
营业利润	374	538	720	855	应付职工薪酬	176	190	207	225
%营业收入	5%	7%	9%	10%	应交税费	90	121	125	138
营业外收支	5	4	4	4	其他流动负债	917	936	961	988
利润总额	379	542	724	859	流动负债合计	2469	2449	2671	2828
%营业收入	6%	7%	9%	10%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	122	173	232	275	应付债券	804	804	804	804
净利润	257	368	492	584	递延所得税负债	22	22	22	22
归属于母公司所有者的净利润	258	371	496	588	其他非流动负债	617	617	617	617
少数股东损益	-2	-3	-4	-4	负债合计	3912	3893	4114	4271
EPS (元)	0.55	0.78	1.05	1.24	归属于母公司所有者权益	4505	4876	5372	5960
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	7	5	1	-3
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	4512	4881	5373	5957
经营活动现金流净额	860	549	717	631	负债及股东权益	8424	8773	9487	10228
取得投资收益收回现金	35	26	29	31	基本指标				
长期股权投资	3	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-50	-98	-109	-105	每股收益	0.55	0.78	1.05	1.24
其他	-37	-95	5	5	每股经营现金流	1.82	1.16	1.51	1.33
投资活动现金流净额	-49	-167	-75	-69	市盈率	27.13	19.79	14.82	12.49
债券融资	26	0	0	0	市净率	1.56	1.51	1.37	1.23
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	6.88	10.79	7.90	6.30
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	总资产收益率	3.1%	4.2%	5.2%	5.8%
筹资成本	-290	-44	-44	-44	净资产收益率	5.7%	7.6%	9.2%	9.9%
其他	-560	0	0	0	净利率	3.8%	4.9%	6.0%	6.6%
筹资活动现金流净额	-825	-44	-44	-44	资产负债率	46.4%	44.4%	43.4%	41.8%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-13	338	597	518	总资产周转率	0.81	0.86	0.87	0.88

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。