

太平鸟 (603877.SH)

2025Q1 毛利率同比改善，渠道调整预计接近尾声

2025Q1 公司收入同比-8%/归母净利润同比-22%。1) 2025Q1 公司收入为 16.7 亿元，同比-8%；归母净利润为 1.2 亿元，同比-22%；扣非归母净利润为 0.9 亿元，同比-21%；非经常损益 0.4 亿元主要系政府补助。2) 盈利质量方面，毛利率同比明显提升，但由于各项费用率增加，净利润率同比下降：2025Q1 公司毛利率同比+4.8pct 至 60.0%（我们判断主要系公司优化控制加盟发货产品结构、加强电商折扣管控所致）；销售/管理/财务费用率同比分别+4.8pct/+0.7pct/+0.3pct 至 40.6%/7.5%/1.0%，（我们判断销售费用率提升主要系直营渠道存在较多刚性费用所致）；综合以上，2025Q1 公司净利率同比-1.4pct 至 7.4%。

分品牌：各品牌收入同比均有下降，但毛利率有所改善。分品牌来看：1) 收入：2025Q1 PB 女装/PB 男装/乐町/MP 童装销售同比分别-13%/-7%/-2%/-7%至 5.7/7.2/1.3/2.1 亿元，毛利率同比分别+7.7/+1.9/+11.7/+4.3pct 至 61.7%/61.6%/54.8%/60.0%。2) 渠道：2025Q1 末 PB 女装/PB 男装/乐町/MP/集合及旗舰店店铺数量较年初分别-27/-23/-7/-10 家至 1225/1267/283/468 家。公司围绕“一个品牌”战略，聚焦核心优势品类，在多个核心城市打造多品牌集合店，2024 年/2025Q1 集合店及旗舰店分别较年初净增 53 家/10 家，2025Q1 末数量达到 73 家。

分渠道：加盟及电商毛利率同比提升，渠道调整估计接近尾声。分渠道来看：1) 线上：2025Q1 电商销售同比-13%至 4.5 亿元，毛利率同比+4.4pct 至 49.7%（我们判断电商毛利率改善主要系公司优化产品结构、管控终端折扣所致）。2) 线下：2025Q1 线下直营销售同比-4%至 8.2 亿元，毛利率同比-0.5pct 至 70.6%。2025Q1 线下加盟销售同比-13%至 3.8 亿元，毛利率同+16.0pct 至 52.9%（我们判断加盟毛利率大幅提升系公司调整优化向加盟商发货的产品结构所致）。公司过去几年内精简调整渠道结构，2025Q1 末直营/加盟门店较年初分别-23/-34 家至 1105/2211 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效率改善、加盟及集合门店数量或环比有净增加。

库存周转天数放缓，期待现金流后续改善。1) 库存：我们判断收入下降使得库存周转变慢，公司 2025Q1 末存货同比+19.8%至 16.4 亿元，存货周转天数+67.6 天至 227.8 天。2) 现金流：公司 2025Q1 经营性现金流量净额为净流出 3.0 亿元，主要系期内收入下降及公司付款进度适当加快，我们判断伴随着后续经营活动的正常进行、现金流管理有望恢复正常。

2025 年盈利质量修复有望带动利润端快速增长。我们根据公司渠道情况判断 2025Q1 公司全渠道流水同比下降个位数（估计其中线下流水表现好于线上）。后续伴随着基数走低，同时渠道及管理架构调整成效逐步显现，我们估计 2025 年公司收入有望稳健增长、盈利质量有望同比修复改善。

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。我们维持盈利预测，预计 2025~2027 年归母净利润分别为 3.59/4.10/4.66 亿元，对应 2025 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；费用管理不及预期；渠道调整改善不及预期。

| 财务指标 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 7,792 | 6,802 | 7,394 | 8,126 | 8,905 |
| 增长率 yoy (%) | -9.4 | -12.7 | 8.7 | 9.9 | 9.6 |
| 归母净利润 (百万元) | 422 | 258 | 359 | 410 | 466 |
| 增长率 yoy (%) | 127.1 | -38.7 | 38.9 | 14.2 | 13.7 |
| EPS 最新摊薄 (元/股) | 0.89 | 0.55 | 0.76 | 0.87 | 0.98 |
| 净资产收益率 (%) | 9.3 | 5.7 | 7.8 | 8.7 | 9.6 |
| P/E (倍) | 18.6 | 30.4 | 21.9 | 19.2 | 16.8 |
| P/B (倍) | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.6 |

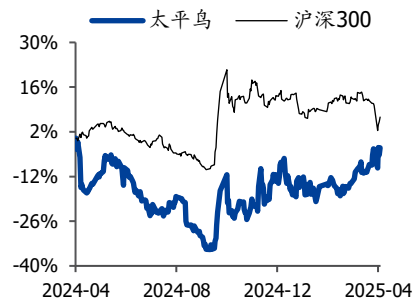
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 04 月 10 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

| | |
|------------------|----------|
| 行业 | 服装家纺 |
| 前次评级 | 买入 |
| 04 月 10 日收盘价 (元) | 16.58 |
| 总市值 (百万元) | 7,856.02 |
| 总股本 (百万股) | 473.83 |
| 其中自由流通股 (%) | 99.05 |
| 30 日日均成交量 (百万股) | 2.74 |

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)：渠道调整接近尾声，期待后续店效改善》 2025-03-28
- 《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》 2024-11-02
- 《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

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 5478 | 5342 | 6011 | 6930 | 7552 |
| 现金 | 1005 | 993 | 1482 | 2147 | 2498 |
| 应收票据及应收账款 | 486 | 531 | 577 | 634 | 695 |
| 其他应收款 | 108 | 95 | 103 | 113 | 124 |
| 预付账款 | 131 | 41 | 44 | 48 | 53 |
| 存货 | 1509 | 1736 | 1858 | 2041 | 2236 |
| 其他流动资产 | 2240 | 1947 | 1947 | 1947 | 1947 |
| 非流动资产 | 2606 | 3082 | 2616 | 1996 | 1702 |
| 长期投资 | 7 | 4 | 2 | 2 | 2 |
| 固定资产 | 1243 | 1177 | 1004 | 829 | 652 |
| 无形资产 | 202 | 317 | 285 | 253 | 221 |
| 其他非流动资产 | 1154 | 1583 | 1325 | 913 | 828 |
| 资产总计 | 8083 | 8424 | 8627 | 8927 | 9254 |
| 流动负债 | 2422 | 2469 | 2568 | 2758 | 2962 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 987 | 1295 | 1386 | 1522 | 1668 |
| 其他流动负债 | 1436 | 1174 | 1182 | 1236 | 1294 |
| 非流动负债 | 1131 | 1443 | 1451 | 1451 | 1451 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 1131 | 1443 | 1451 | 1451 | 1451 |
| 负债合计 | 3553 | 3912 | 4019 | 4209 | 4413 |
| 少数股东权益 | 9 | 7 | 6 | 4 | 2 |
| 股本 | 474 | 474 | 474 | 474 | 474 |
| 资本公积 | 1331 | 1296 | 1296 | 1296 | 1296 |
| 留存收益 | 2732 | 2708 | 2805 | 2916 | 3043 |
| 归属母公司股东权益 | 4521 | 4505 | 4602 | 4713 | 4840 |
| 负债和股东权益 | 8083 | 8424 | 8627 | 8927 | 9254 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 1276 | 860 | 1010 | 994 | 716 |
| 净利润 | 421 | 257 | 357 | 408 | 464 |
| 折旧摊销 | 708 | 694 | 552 | 555 | 229 |
| 财务费用 | 61 | 65 | 26 | 26 | 26 |
| 投资损失 | -40 | -30 | -33 | -36 | -39 |
| 营运资金变动 | -38 | -249 | -49 | -64 | -68 |
| 其他经营现金流 | 164 | 123 | 155 | 104 | 104 |
| 投资活动现金流 | -742 | -49 | -200 | -3 | 0 |
| 资本支出 | -244 | -360 | -235 | -39 | -39 |
| 长期投资 | -539 | 276 | 3 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 42 | 35 | 33 | 36 | 39 |
| 筹资活动现金流 | -598 | -825 | -321 | -325 | -366 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | -3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -27 | -34 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -569 | -790 | -321 | -325 | -366 |
| 现金净增加额 | -64 | -13 | 489 | 666 | 350 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 7792 | 6802 | 7394 | 8126 | 8905 |
| 营业成本 | 3574 | 3045 | 3260 | 3581 | 3923 |
| 营业税金及附加 | 79 | 47 | 51 | 56 | 62 |
| 营业费用 | 2803 | 2639 | 2846 | 3127 | 3428 |
| 管理费用 | 539 | 491 | 534 | 587 | 643 |
| 研发费用 | 191 | 174 | 211 | 232 | 254 |
| 财务费用 | 53 | 61 | 6 | -4 | -17 |
| 资产减值损失 | -128 | -135 | -110 | -110 | -110 |
| 其他收益 | 154 | 153 | 114 | 125 | 137 |
| 公允价值变动收益 | -9 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 40 | 30 | 33 | 36 | 39 |
| 资产处置收益 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业利润 | 591 | 374 | 523 | 598 | 681 |
| 营业外收入 | 6 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 营业外支出 | 16 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 利润总额 | 581 | 379 | 528 | 603 | 686 |
| 所得税 | 160 | 122 | 171 | 195 | 222 |
| 净利润 | 421 | 257 | 357 | 408 | 464 |
| 少数股东损益 | -1 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| 归属母公司净利润 | 422 | 258 | 359 | 410 | 466 |
| EBITDA | 1321 | 1093 | 1086 | 1154 | 898 |
| EPS (元/股) | 0.89 | 0.55 | 0.76 | 0.87 | 0.98 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | -9.4 | -12.7 | 8.7 | 9.9 | 9.6 |
| 营业利润(%) | 130.4 | -36.7 | 39.8 | 14.4 | 13.9 |
| 归属母公司净利润(%) | 127.1 | -38.7 | 38.9 | 14.2 | 13.7 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 54.1 | 55.2 | 55.9 | 55.9 | 56.0 |
| 净利率(%) | 5.4 | 3.8 | 4.9 | 5.0 | 5.2 |
| ROE(%) | 9.3 | 5.7 | 7.8 | 8.7 | 9.6 |
| ROIC(%) | 7.6 | 4.4 | 5.9 | 6.5 | 7.1 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 44.0 | 46.4 | 46.6 | 47.2 | 47.7 |
| 净负债比率(%) | 6.4 | 12.5 | 0.9 | -13.2 | -20.1 |
| 流动比率 | 2.3 | 2.2 | 2.3 | 2.5 | 2.5 |
| 速动比率 | 1.4 | 1.3 | 1.4 | 1.6 | 1.6 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.9 | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 1.0 |
| 应收账款周转率 | 15.3 | 13.4 | 13.3 | 13.4 | 13.4 |
| 应付账款周转率 | 3.1 | 2.7 | 2.4 | 2.5 | 2.5 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.89 | 0.55 | 0.76 | 0.87 | 0.98 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 2.69 | 1.82 | 2.13 | 2.10 | 1.51 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 9.54 | 9.51 | 9.71 | 9.95 | 10.21 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 18.6 | 30.4 | 21.9 | 19.2 | 16.8 |
| P/B | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.6 |
| EV/EBITDA | 6.3 | 6.9 | 7.3 | 6.3 | 7.7 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年04月10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