

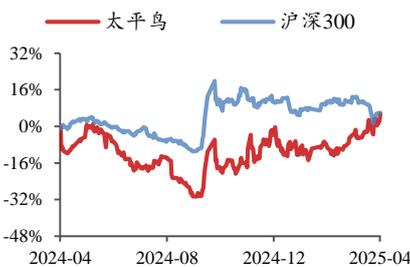
太平鸟 (603877.SH)

2025年04月15日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2025/4/15
当前股价(元)	16.95
一年最高最低(元)	17.25/10.89
总市值(亿元)	80.31
流通市值(亿元)	79.55
总股本(亿股)	4.74
流通股本(亿股)	4.69
近3个月换手率(%)	32.84

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《2024Q1 流水短期承压, 期待产品调整完成恢复增长—公司信息更新报告》-2024.4.16

2025Q1 毛利率显著改善, 渠道调整临近尾声

——公司信息更新报告

吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

周嘉乐 (分析师)

zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790522030002

● 渠道调整临近尾声, 期待高质量发展, 维持“买入”评级

2025Q1 公司营收 16.7 亿元(同比-7.6%, 下同), 归母/扣非净利润 1.2 亿元(-22.0%)/0.9 亿元 (-20.7%), 公司处于渠道调整末期, 收入短期继续承压, 费用相对刚性影响利润。考虑消费环境和公司经营节奏调整, 我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测, 预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 3.4/4.2/4.7 亿元(此前为 6.6/7.5 亿元), 当前股价对应 PE 为 23.5/19.4/17.1 倍, 公司系中国时尚零售龙头, 看好公司控制闭店节奏, 推进品牌焕新促进店效提升, 维持“买入”评级。

● 品牌端: 门店数量减少导致各品牌收入均有不同程度下滑

2025Q1 女装/男装/乐町/童装实现营收 5.7/7.2/1.3/2.1 亿元, 同比-12.8%/-6.7%/-1.5%/-6.6%, 各品牌收入均小幅下滑主要系加盟商关店。门店: 2025 年初至今, 女装/男装/乐町/童装净关 27/23/7/10 家至 1225/1267/283/468 家, 我们预计公司净关店趋势将逐渐收窄。

● 渠道端: 线下表现优于线上, 直营表现好于加盟

2025Q1 线上实现收入 4.5 亿元(同比-12.7%)。线下实现收入 12.0 亿元(同比-6.7%), 其中直营/加盟实现营收 8.2/3.8 亿元, 同比-3.6%/-12.7%; 年初至今净闭 57 家至 3316 家, 直营/加盟净闭 23/34 家至 1105/2211 家。净闭店导致向加盟商发货减少或将是加盟渠道收入下滑的主要原因。

● 毛利率显著改善, 品牌焕新战略调整初见成效

盈利能力: 2025Q1 公司毛利率为 60.0% (同比+4.8pct), 直营/加盟/线上毛利率分别同比-0.5/+16.0/+4.4pct 至 70.6%/52.9%/49.7%, 我们推测毛利率的增长主要来自产品结构优化及终端折率提高, 以配合品牌形象塑造; 期间费用率为 51.4% (同比+5.9pct), 其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比+4.8/+0.7/+0.3/+0.1pct, 归母净利率为 7.4% (同比-1.4pct)。**营运能力:** 2025Q1 末存货 16.4 亿元, 同比+19.8%, 存货周转天数 228 天, 同比+68 天。经营性现金流量净额同比转负为-3.0 亿元, 主要系收入下降及对供应商付款加快。

● 风险提示: 线下零售需求疲软、产品调整不及预期、门店开拓不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,792	6,802	7,085	7,830	8,425
YOY(%)	-9.4	-12.7	4.2	10.5	7.6
归母净利润(百万元)	422	258	342	415	471
YOY(%)	128.4	-38.7	32.5	21.1	13.6
毛利率(%)	54.1	55.2	57.5	57.8	57.8
净利率(%)	5.4	3.8	4.8	5.3	5.6
ROE(%)	9.3	5.7	7.0	8.0	8.5
EPS(摊薄/元)	0.89	0.55	0.72	0.88	0.99
P/E(倍)	19.0	31.1	23.5	19.4	17.1
P/B(倍)	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5478	5342	5394	6025	6108
现金	1005	993	1265	1145	1524
应收票据及应收账款	486	531	445	641	554
其他应收款	108	95	131	110	149
预付账款	131	41	204	43	209
存货	1509	1736	1403	2042	1693
其他流动资产	2240	1947	1946	2044	1979
非流动资产	2606	3082	2789	2692	2737
长期投资	7	4	12	21	30
固定资产	1243	1177	1119	1081	1024
无形资产	202	317	332	360	391
其他非流动资产	1154	1583	1326	1231	1291
资产总计	8083	8424	8183	8717	8845
流动负债	2422	2469	2242	2623	2400
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	987	1295	1089	1415	1309
其他流动负债	1436	1174	1152	1209	1091
非流动负债	1131	1443	1089	972	925
长期借款	778	804	619	485	392
其他非流动负债	353	639	470	487	532
负债合计	3553	3912	3331	3596	3325
少数股东权益	9	7	5	2	1
股本	474	474	474	474	474
资本公积	1331	1296	1296	1296	1296
留存收益	2732	2708	2933	3276	3627
归属母公司股东权益	4521	4505	4847	5120	5520
负债和股东权益	8083	8424	8183	8717	8845

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1276	860	711	338	589
净利润	421	257	340	412	470
折旧摊销	242	244	233	245	149
财务费用	53	61	27	21	19
投资损失	-40	-30	-48	-48	-50
营运资金变动	-41	-256	146	-282	13
其他经营现金流	642	584	14	-9	-11
投资活动现金流	-742	-49	85	-178	-72
资本支出	250	363	-125	-108	-21
长期投资	-539	276	-8	-10	-10
其他投资现金流	-1031	590	-47	-296	-103
筹资活动现金流	-598	-825	-525	-280	-138
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	29	26	-185	-134	-93
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	-597	-816	-340	-146	-46
现金净增加额	-64	-13	272	-120	379

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7792	6802	7085	7830	8425
营业成本	3574	3045	3010	3308	3558
营业税金及附加	79	47	48	53	57
营业费用	2803	2639	2891	3156	3353
管理费用	539	491	510	560	598
研发费用	191	174	170	180	194
财务费用	53	61	27	21	19
资产减值损失	-128	-135	-118	-138	-152
其他收益	154	153	102	102	102
公允价值变动收益	-9	6	6	6	6
投资净收益	40	30	48	48	50
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	591	374	467	571	652
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	472	576	657
所得税	160	122	132	164	187
净利润	421	257	340	412	470
少数股东损益	-1	-2	-2	-3	-1
归属母公司净利润	422	258	342	415	471
EBITDA	844	646	694	803	780
EPS(元)	0.89	0.55	0.72	0.88	0.99

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-9.4	-12.7	4.2	10.5	7.6
营业利润(%)	130.4	-36.7	24.9	22.2	14.2
归属于母公司净利润(%)	128.4	-38.7	32.5	21.1	13.6
获利能力					
毛利率(%)	54.1	55.2	57.5	57.8	57.8
净利率(%)	5.4	3.8	4.8	5.3	5.6
ROE(%)	9.3	5.7	7.0	8.0	8.5
ROIC(%)	7.4	4.4	5.5	6.5	6.9
偿债能力					
资产负债率(%)	44.0	46.4	40.7	41.2	37.6
净负债比率(%)	8.7	15.0	-1.9	-1.7	-9.4
流动比率	2.3	2.2	2.4	2.3	2.5
速动比率	1.4	1.3	1.5	1.3	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	14.5	14.4	14.1
应付账款周转率	2.7	2.7	2.5	2.6	2.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.89	0.55	0.72	0.88	0.99
每股经营现金流(最新摊薄)	2.69	1.82	1.50	0.71	1.24
每股净资产(最新摊薄)	9.41	9.37	10.09	10.67	11.51
估值比率					
P/E	19.0	31.1	23.5	19.4	17.1
P/B	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	7.9	11.1	9.2	7.9	7.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn