

2025年08月22日

直营和童装 Q2 收入转正，期待冬装改善

太平鸟(603877)

评级:	买入	股票代码:	603877
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	17.14/10.89
目标价格:		总市值(亿)	69.67
最新收盘价:	14.79	自由流通市值(亿)	69.41
		自由流通股数(百万)	469.32

事件概述

2025H1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 28.98/0.78/0.14/-2.62 亿元、同比下降 7.86%/54.61%/78.91%/1425.54%，符合业绩预告，归母净利降幅高于收入降幅主要由于政府补助下降及销售费用率提高、资产减值损失计提，政府补助同比减少 41% (0.8 亿) 至 0.7 亿元，剔除投资收益、其他收益、公允价值变动、减值损失、资产处置收益后归母净利润为 0.58 亿元，同比下降 32%。经营性现金流为负主要由于公司加大和供应商结算导致应付账款减少。

2025Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 12.3/-0.46/-0.72/0.37 亿元，同比增加-8.17%/亏损/亏损/218.26%。

离职高管陈红朝已减持至 4.75%。

分析判断:

童装降幅低于其他、Q2 收入转正、新增运动户外系列。2025H1 女装/男装/乐町/童装/其他收入分别为 10.6/11.8/2.3/3.8/0.16 亿元、同比下降 10.45%/7.42%/7.18%/3.73%/24.0%，2025Q2 单季同比下降 7.5%/8.5%/13.8%/-0.2%/91.3%，2025H1 店数分别为 1160/1231/265/439/84 家、同比减少 210/111/22/85/-69 家、同比下降 15.3%/8.3%/7.7%/16.2%/-460%。其中 Q2 女装/男装/乐町/童装/其他净关店数分别为 65/36/18/29/-11 家。公司持续关闭低效门店，经营重点转向提升终端品牌形象和门店坪效。从门店调整策略来看，1) 2025 年初，上海南京路的“超级壹号店”聚集四大产品线通过“一个太平鸟”的集成式零售模式，在百年商街构建起时尚消费新场景。截至 6 月末，太平鸟已在宁波、武汉、杭州、重庆等黄金商圈落地 8 座旗舰店。

线下直营持平、Q2 转正，上半年净关 194 家、加盟开店低于预期。1) 分渠道看，直营/加盟/线上收入分别为 14.0/7.1/7.5 亿元、同比下降 0.13%/13.63%/15.91%，其中直营占比为 49%，同比提升 4.0PCT。2025Q2 直营/加盟/线上收入分别为 5.84/3.37/2.98 亿元，同比提升 5.2%/-14.2%/-20.3%。2025H1 总店数为 3179 家，直营/加盟分别为 1084/2095 家、同比减少 44/315 家，同比下降 4%/13%，推算半年直营店效/加盟单店出货 130/34 万元、同比提升 3.9%/-0.6%；其中 Q2 净关 137 家，其中直营/加盟分别净关闭 21/116 家。

毛利率提升主要由于加盟、线上毛利率提升，归母净利率下降主要由于销售费用率提升、其他收益占比下降、资产减值损失计提。2025H1 毛利率为 59.8%、同比上升 3.7PCT，毛利上升主要由于加盟、线上毛利率提升贡献；2025H1 公司归母净利率/扣非净利率为 2.7%/0.5%、同比下降 2.8/1.6PCT。(1) 分品牌看，女装/男装/乐町/童装/其他 25H1 毛利率分别为 61.06%/61.54%/55.46%/60.0%/54.98%，同比增加 5.21/2.28/5.99/3.04/47.62PCT；(2) 分渠道看，直营/加盟/线上毛利率分别为 71.3%/50.95%/49.94%，同比增加-0.32/6.66/5.75PCT。25H1 毛利率提升但归母净利率下降主要由于销售费用率提升 5.1PCT、其他收益占比下降 1.3PCT、资产减值损失计提 1.2PCT。(3) 25Q2 毛利率/净利率分别为 59.5%/-3.8%，分别同比提升 2.1/-4.7PCT，毛利率提升而净利率下降主要由于销售费用率提升 5.6PCT、财务费用率提升 0.3PCT、其他收益占比下降 2.3PCT、投资净收益占比下降 0.5PCT、资产减值计提占比增加 2.0PCT。

存货及存货周转天数有所增加。2025H1 公司存货为 15.15 亿元、同比上升 9.84%，主要来自 24 冬装；存货/收入为 52.28%，同比上升 8.43PCT；按库龄来看，2-3 年内以及 3 年以上存货占比增加，1 年以内/1-2 年/2-3 年/3 年以上存货占比分别为 63.60%/21.68%/12.60%/2.12%，同比提升-7.58/-3.32/8.86/2.04PCT。存货

周转天数为 251 天、同比增加 63 天。公司应收账款为 3.08 亿元、同比上升 7.09%，应收账款周转天数为 26 天、同比增加 4 天。公司应付账款为 3.95 亿元、同比下降 22.45%，应付账款周转天数为 130 天、同比增加 123 天。

投资建议

我们分析，公司自 22 年以来已持续调整 3 年，目前亏损门店基本关闭、存货基本健康、占比最高的线下直营 Q2 收入转正，但消费环境偏弱下加盟开店仍未改善、女装品类仍在向通勤线占比提升的改善之中，我们仍将持续关注旺季冬装销售情况、并期待明年的改善弹性。公司提出推进围绕产品革新、渠道重构、科技赋能、数字化转型四大维度的“2-5-10”战略，驱动品牌全域升级：未来 2 年，深耕“品质时尚”产品内核，稳固盈利基本面；5 年内，依托研发中心攻克产品科技壁垒，剑指行业引领者地位；10 年内，力求在全球时尚产业版图中占据关键席位。

下调盈利预测，下调 25-27 年收入 74.57/79.79/87.15 亿元至 69.12/73.5/79.9 亿元；下调 25-27 年归母净利润预测 4.21/5.07/6.14 亿元至 2.47/4.20/5.26 亿元；对应下调 25-27 年 EPS0.89/1.07/1.30 元至 0.52/0.89/1.11 元，2025 年 8 月 22 日收盘价 14.79 元对应 25/26/27 年 PE 分别为 28/17/13 倍，维持“买入”评级。

风险提示

休闲行业被运动分流；开店低于预期；新品牌培育不及预期；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,792	6,802	6,912	7,350	7,991
YoY (%)	-9.4%	-12.7%	1.6%	6.3%	8.7%
归母净利润(百万元)	422	258	247	420	526
YoY (%)	127.1%	-38.7%	-4.3%	69.9%	25.2%
毛利率 (%)	54.1%	55.2%	51.5%	49.0%	47.9%
每股收益 (元)	0.89	0.55	0.52	0.89	1.11
ROE	9.3%	5.7%	5.2%	8.1%	9.2%
市盈率	17.62	28.76	28.33	16.68	13.32

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：李佳妮

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6,802	6,912	7,350	7,991	净利润	257	247	420	526
YoY(%)	-12.7%	1.6%	6.3%	8.7%	折旧和摊销	694	205	207	216
营业成本	3,045	3,350	3,752	4,164	营运资金变动	-249	599	161	143
营业税金及附加	47	69	73	80	经营活动现金流	860	1,189	903	971
销售费用	2,639	2,566	2,367	2,433	资本开支	-360	-415	-465	-428
管理费用	491	484	514	559	投资	276	-145	-107	-286
财务费用	61	28	23	19	投资活动现金流	-49	-698	-739	-886
研发费用	174	173	184	200	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-135	-98	-74	-53	债务募资	0	0	0	0
投资收益	30	0	0	0	筹资活动现金流	-825	-40	-40	-40
营业利润	374	353	584	724	现金净流量	-13	451	123	45
营业外收支	5	0	0	7	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	379	353	584	731	成长能力 (%)				
所得税	122	106	163	205	营业收入增长率	-12.7%	1.6%	6.3%	8.7%
净利润	257	247	420	526	净利润增长率	-38.7%	-4.3%	69.9%	25.2%
归属于母公司净利润	258	247	420	526	盈利能力 (%)				
YoY(%)	-38.7%	-4.3%	69.9%	25.2%	毛利率	55.2%	51.5%	49.0%	47.9%
每股收益	0.55	0.52	0.89	1.11	净利率	3.8%	3.6%	5.7%	6.6%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	3.1%	2.6%	4.1%	4.8%
货币资金	993	1,444	1,567	1,612	净资产收益率 ROE	5.7%	5.2%	8.1%	9.2%
预付款项	41	241	270	300	偿债能力 (%)				
存货	1,736	1,514	1,542	1,597	流动比率	2.16	1.87	1.79	1.75
其他流动资产	2,572	2,755	2,904	3,251	速动比率	1.44	1.32	1.27	1.26
流动资产合计	5,342	5,954	6,283	6,760	现金比率	0.40	0.45	0.45	0.42
长期股权投资	4	4	4	4	资产负债率	46.4%	49.3%	48.9%	48.2%
固定资产	1,177	1,409	1,637	1,862	经营效率 (%)				
无形资产	317	314	310	307	总资产周转率	0.81	0.74	0.72	0.73
非流动资产合计	3,082	3,430	3,855	4,247	每股指标 (元)				
资产合计	8,424	9,384	10,138	11,007	每股收益	0.55	0.52	0.89	1.11
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	9.51	10.03	10.92	12.03
应付账款及票据	1,295	1,845	2,097	2,350	每股经营现金流	1.82	2.51	1.91	2.05
其他流动负债	1,174	1,336	1,418	1,508	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,469	3,181	3,515	3,858	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	27.11	28.33	16.68	13.32
其他长期负债	1,443	1,443	1,443	1,443	PB	1.56	1.56	1.44	1.30
非流动负债合计	1,443	1,443	1,443	1,443					
负债合计	3,912	4,624	4,958	5,301					
股本	474	474	474	474					
少数股东权益	7	7	7	7					
股东权益合计	4,512	4,760	5,180	5,706					
负债和股东权益合计	8,424	9,384	10,138	11,007					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。