

公司研究

零售疲弱叠加战略调整致业绩短期承压

——太平鸟（603877.SH）2025 年中报点评

增持（维持）

当前价：14.77 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004

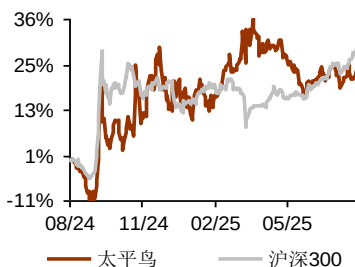
021-52523842

zhujieyu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.71
总市值(亿元):	69.58
一年最低/最高(元):	10.62/16.71
近 3 月换手率:	22.00%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.53	-19.18	-12.66
绝对	-0.47	-3.40	21.78

资料来源：Wind

相关研报

零售疲弱环境下业绩承压，关注 Q4 传统旺季表现——太平鸟（603877.SH）2024 年三季报点评（2024-10-27）

要点

事件：

25 年上半年收入、归母净利润同比下降 8%/下降 55%，业绩承压

太平鸟发布 2025 年半年报。公司 2025 年上半年实现营业收入 29 亿元，同比下降 7.9%，归母净利润 7771 万元，同比下降 54.6%，扣非净利润 1371 万元，同比下降 78.9%，EPS（基本）为 0.16 元。

分季度来看，25Q1~Q2 公司单季度收入分别同比-7.6%/-8.2%，归母净利润同比-22%/转为亏损，二季度利润现亏损主要为收入下降背景下费用率同比提升所致。

点评：

各品牌销售均有下滑，直营店收入持平、加盟店/线上渠道收入压力相对较大

分品牌：25 年上半年 PB 女装、PB 男装、乐町、MP 童装、其他收入分别占比 37%/41%/8%/13%/1%，收入分别同比-10.5%/-7.4%/-7.2%/-3.7%/-24%，零售疲弱背景下各品牌收入均有不同程度下滑。

分渠道：线上、线下收入分别占比 26%/73%，收入分别同比-15.9%/-5.1%；其中线下渠道拆分来看，直营、加盟各占总收入比例为 48%/25%，收入分别同比持平/-13.6%，加盟店和线上渠道销售压力相对较大。

门店数量方面：25 年 6 月末公司总门店为 3179 家、较年初净减少 194 家，减少 5.8%；其中 PB 女装、PB 男装、乐町、MP 童装门店数分别为 1160 家（-7.3%）、1231 家（-4.6%）、265 家（-8.6%）、439 家（-8.2%）；分类型来看，直营店、加盟店分别为 1084 家（-3.9%）、2095 家（-6.7%）。另外，公司着力拓展旗舰店、集合店，截至 25 年 6 月末合计为 84 家、较年初净增加 21 家（+33.3%）。

毛利率和费用率双向提升，存货和应收账款周转放缓

毛利率：25 年上半年毛利率同比提升 3.7PCT 至 59.8%。分品牌来看，PB 女装、PB 男装、乐町、MP 童装、其他毛利率分别为 61.1%/61.5%/55.5%/60%/55%，分别同比+5.2/+2.3/+6/+3/+47.6PCT；分渠道来看，线上、直营店、加盟店销售毛利率分别为 49.9%/71.3%/50.9%，分别同比+5.8/-0.3/+6.7PCT。分季度来看，25Q1~25Q2 单季度毛利率分别同比+4.8/+2.1PCT 至 60%/59.5%。

费用率：25 年上半年期间费用率同比提升 5.3PCT 至 56.4%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 45%/7.7%/2.6%/1.2%，分别同比+5.1/持平/-0.2/+0.3PCT。25Q1~25Q2 单季度期间费用率分别同比+5.9/+4.4PCT，主要为旗舰店、集合店数量增加致租赁费和装修摊销同比增加，致销售费用率提升所致，销售费用率分别同比+4.8/+5.6PCT。

其他财务指标：1) 存货 25 年 6 月末同比增加 9.8%至 15.2 亿元，较年初减少 12.7%，存货周转天数 25 年上半年为 251 天，同比+63 天。**2) 应收账款** 25 年 6 月末同比增加 7.1%至 3.1 亿元，较年初减少 42%，应收账款周转天数为 26 天，同比+4 天。**3) 资产减值损失** 为 7736 万元、同比增加 65.4%。**4) 经营净现金流** 为-2.6 亿元，同比转为净流出。

期待零售环境好转和公司战略调整显效

零售疲弱大环境下叠加公司战略性相关投入增加（增加开设了集合店、旗舰店）、业务结构有所调整，致短期业绩承压。考虑目前需求端不确定性仍存，我们下调公司 25~26 年（较前次盈利预测分别下调 56%/34%）、新增 27 年归母净利润预测，对应 25~27 年归母净利润分别为 1.9/3.9/4.9 亿元，当前股价对应 25 年 PE 为 36 倍，维持“增持”评级。

风险提示：国内消费持续疲软；库存积压；控费不及预期；渠道调整和新店拓展效果不及预期；线上流量见顶、盈利能力下降。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,792	6,802	6,850	7,448	7,973
营业收入增长率	-9.4%	-12.7%	0.7%	8.7%	7.1%
归母净利润（百万元）	422	258	195	390	495
归母净利润增长率	128.4%	-38.7%	-24.7%	100.5%	26.7%
EPS（元）	0.90	0.55	0.41	0.83	1.05
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.3%	5.7%	4.3%	8.2%	9.9%
P/E	16	27	36	18	14
P/B	1.5	1.6	1.5	1.5	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-25

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,792	6,802	6,850	7,448	7,973
营业成本	3,574	3,045	2,950	3,197	3,414
折旧和摊销	131	137	142	156	167
税金及附加	79	47	47	52	55
销售费用	2,803	2,639	2,877	2,979	3,070
管理费用	539	491	493	529	566
研发费用	191	174	175	190	203
财务费用	53	61	49	31	27
投资收益	40	30	30	30	30
营业利润	591	374	283	572	726
利润总额	581	379	288	577	731
所得税	160	122	93	186	236
净利润	421	257	195	390	495
少数股东损益	-1	-2	0	0	0
归属母公司净利润	422	258	195	390	495
EPS(元)	0.90	0.55	0.41	0.83	1.05

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,276	860	631	769	802
净利润	422	258	195	390	495
折旧摊销	131	137	142	156	167
净营运资金增加	-43	-77	-270	-135	-67
其他	767	542	564	358	207
投资活动产生现金流	-742	-49	-227	-255	-130
净资本支出	-244	-360	-260	-260	-160
长期投资变化	7	4	0	0	0
其他资产变化	-505	307	33	5	30
融资活动现金流	-598	-825	-239	-158	-300
股本变化	-3	0	-3	0	0
债务净变化	-43	-2	0	0	0
无息负债变化	-802	361	-71	125	110
净现金流	-64	-13	165	356	372

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	54.1%	55.2%	56.9%	57.1%	57.2%
EBITDA 率	14.8%	13.8%	9.9%	12.0%	13.6%
EBIT 率	11.7%	10.2%	7.8%	9.9%	11.5%
税前净利润率	7.5%	5.6%	4.2%	7.7%	9.2%
归母净利润率	5.4%	3.8%	2.8%	5.2%	6.2%
ROA	5.2%	3.0%	2.3%	4.5%	5.5%
ROE (摊薄)	9.3%	5.7%	4.3%	8.2%	9.9%
经营性 ROIC	16.3%	12.0%	9.3%	12.9%	16.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	44%	46%	46%	45%	45%
流动比率	2.26	2.16	2.15	2.15	2.19
速动比率	1.64	1.46	1.57	1.62	1.71
归母权益/有息债务	4.28	4.27	4.28	4.53	4.74
有形资产/有息债务	6.90	7.01	6.94	7.31	7.62

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	8,083	8,424	8,359	8,748	9,079
货币资金	1,005	993	1,158	1,514	1,886
交易性金融资产	1,793	1,522	1,522	1,525	1,528
应收账款	486	531	493	469	502
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	108	95	97	91	98
存货	1,509	1,736	1,404	1,330	1,250
其他流动资产	447	424	424	424	424
流动资产合计	5,478	5,342	5,158	5,418	5,757
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	7	4	4	4	4
固定资产	1,243	1,177	1,240	1,295	1,270
在建工程	25	38	66	87	88
无形资产	202	317	321	324	328
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	-	-	-	-	-
非流动资产合计	2,606	3,082	3,200	3,330	3,322
总负债	3,553	3,912	3,841	3,966	4,076
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	959	1,286	1,180	1,279	1,365
应付票据	28	8	29	32	34
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	491	412	412	412	412
流动负债合计	2,422	2,469	2,398	2,523	2,633
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	778	804	804	804	804
其他非流动负债	101	115	115	115	115
非流动负债合计	1,131	1,443	1,443	1,443	1,443
股东权益	4,530	4,512	4,517	4,781	5,003
股本	474	474	471	471	471
公积金	1,605	1,571	1,574	1,574	1,574
未分配利润	2,457	2,434	2,439	2,703	2,924
归属母公司权益	4,521	4,505	4,510	4,774	4,995
少数股东权益	9	7	7	7	7

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	36.0%	38.8%	42.0%	40.0%	38.5%
管理费用率	6.9%	7.2%	7.2%	7.1%	7.1%
财务费用率	0.7%	0.9%	0.7%	0.4%	0.3%
研发费用率	2.4%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
所得税率	27.6%	32.3%	32.3%	32.3%	32.3%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.60	0.40	0.27	0.58	0.74
每股经营现金流	2.69	1.82	1.34	1.63	1.70
每股净资产	9.54	9.51	9.57	10.13	10.60
每股销售收入	16.44	14.36	14.54	15.81	16.93

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	16	27	36	18	14
PB	1.5	1.6	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	6.2	7.9	9.4	6.8	5.3
股息率	4.1%	2.7%	1.8%	3.9%	5.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP