

公司研究 | 点评报告 | 太平鸟 (603877.SH)

太平鸟 2025H1 业绩点评：渠道&折扣调整下业绩短期承压，期待后续高质量增长

报告要点

短期，预计伴随公司渠道调整推进、零售逐步改善以及加盟毛利修复，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2.0/2.5/2.8亿元，PE为35/28/25X，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 2025H1 业绩点评：渠道&折扣调整下业绩短期承压，期待后续高质量增长

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

太平鸟 2025H1 实现营收 29.0 亿元，同比-7.9%；归母净利润 0.78 亿元，同比-54.6%；扣非归母净利润 0.14 亿元，同比-78.9%。其中 Q2 实现营收 12.3 亿元，同比-8.2%；归母净利润-0.46 亿元，同比-471.5%由盈转亏；扣非归母净利润-0.72 亿元，同比增亏 0.29 亿元。

事件评论

- 加盟加速关店叠加线上疲弱，多数品牌收入延续下滑。分品牌：**Q2 公司多数品牌收入同比增速承压但毛利率改善，PB 女装/男装/乐町/童装收入同比-7.5%/-8.5%/-13.8%/+0.2%，毛利率同比+2.2pct/+2.8pct/-0.5pct/+1.3pct，加盟加速闭店（加盟 Q1/Q2 分别净关店 34/116 家）&线上严控折扣导致男女装及乐町收入延续同比下滑，童装在低基数下相对具备韧性，同时各品牌受益于折扣调整毛利率多数同比改善，乐町在去年高基数下毛利率同比略有下滑。**分渠道：**加盟、线上收入延续同比下滑，直营收入重回同比正增，Q2 直营/加盟/线上营收同比+5.2%/-14.6%/-20.3%，毛利率同比分别-0.2pct/-3.7pct/+7.6pct。Q2 直营渠道受益于旗舰店、集合店的开设零售同比增长，但盈利能力同比略降；加盟受闭店影响叠加加盟老货去化力度加强，收入、毛利率均同比下滑。线上渠道则预计在严控折扣下营收同比承压、毛利率同比大幅提升。
- 强控折扣下毛利率持续改善，负经营杠杆下净利率承压。盈利能力：**强控折扣下 Q2 毛利率同比+2.1pct 延续改善。期间费用率同比+4.4pct，其中 Q2 销售费用率同比+5.6pct 主因旗舰、集合店开店费用增加叠加营销投放偏刚性，管理费用率/研发费用率/财务费用率同比分别-0.9pct/-0.5pct/+0.3pct，管理费用率提升主因职工薪酬及股权激励费用下滑，财务费用率增加主因银行利息收入减少、租赁负债利息增加。此外，资产减值损失同比+2304 万对利润造成拖累，Q2 归母净利率同比-4.7pct 至-3.8%，负经营杠杆下表现弱于毛利率。**营运质量：**库存，Q2 末库存为 15.2 亿元，同比+10%/环比-8%，其中 1 年以内/1-2 年/2-3 年/3 年以上存货分别占比 64%/22%/13%/2%，相较年初分别-7pct/+3pct/+2pct/+2pct。现金流，H1 公司经营性现金流净额为-2.6 亿元，现金流仍较紧张但环比 Q1 有所改善。
- 短期，**预计伴随公司渠道调整推进、零售逐步改善以及加盟毛利修复，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 2.0/2.5/2.8 亿元，PE 为 35/28/25X，维持“买入”评级。

风险提示

- 零售环境波动；
- 库存去化不及预期；
- 费用投放转化效果弱。

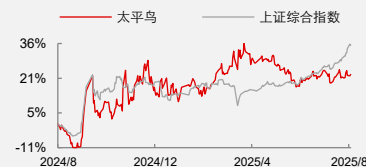
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	14.83
总股本(万股)	47,108
流通A股/B股(万股)	46,932/0
每股净资产(元)	9.18
近12月最高/最低价(元)	17.14/10.89

注：股价为 2025 年 8 月 26 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 2025 年一季报点评：盈利改善较优，期待后续零售修复下的利润弹性》2025-04-23
- 《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》2025-04-08
- 《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



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	6477	6951	7556	货币资金	993	1238	1572	1803
营业成本	3045	2516	2723	2958	交易性金融资产	1522	1622	1622	1622
毛利	3757	3961	4228	4597	应收账款	531	532	533	549
%营业收入	55%	61%	61%	61%	存货	1736	1094	1184	1286
营业税金及附加	47	45	49	53	预付账款	41	214	167	204
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	519	424	424	424
销售费用	2639	2922	3059	3319	流动资产合计	5342	5124	5503	5889
%营业收入	39%	45%	44%	44%	长期股权投资	4	4	4	4
管理费用	491	479	509	546	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	1094	1020	941
研发费用	174	162	174	189	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	74	89	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	-97	-111	-111	资产总计	8424	8212	8612	9014
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	933	1057	1131
投资收益	30	23	24	26	预收账款	0	0	0	0
营业利润	374	285	360	410	应付职工薪酬	176	148	159	173
%营业收入	5%	4%	5%	5%	应交税费	90	104	105	117
营业外收支	5	4	4	4	其他流动负债	917	875	892	912
利润总额	379	289	364	414	流动负债合计	2469	2060	2213	2333
%营业收入	6%	4%	5%	5%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	122	92	116	133	应付债券	804	804	804	804
净利润	257	196	248	282	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	198	249	284	其他非流动负债	617	617	617	617
少数股东损益	-2	-1	-2	-2	负债合计	3912	3503	3656	3776
EPS (元)	0.55	0.42	0.53	0.60	归属于母公司所有者权益	4505	4703	4952	5236
					少数股东权益	7	6	4	2
现金流量表 (百万元)					股东权益	4512	4708	4956	5238
	2024A	2025E	2026E	2027E	负债及股东权益	8424	8212	8612	9014
经营活动现金流净额	860	453	455	344					
取得投资收益收回现金	35	23	24	26	基本指标				
长期股权投资	3	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-50	-92	-106	-100	每股收益	0.55	0.42	0.53	0.60
其他	-37	-95	5	5	每股经营现金流	1.83	0.96	0.97	0.73
投资活动现金流净额	-49	-164	-77	-69	市盈率	26.98	35.35	28.02	24.62
债券融资	26	0	0	0	市净率	1.55	1.49	1.41	1.33
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	6.88	16.64	13.37	11.70
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0	总资产收益率	3.1%	2.4%	2.9%	3.1%
筹资成本	-290	-44	-44	-44	净资产收益率	5.7%	4.2%	5.0%	5.4%
其他	-560	0	0	0	净利率	3.8%	3.1%	3.6%	3.8%
筹资活动现金流净额	-825	-44	-44	-44	资产负债率	46.4%	42.7%	42.5%	41.9%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-13	245	334	231	总资产周转率	0.81	0.79	0.81	0.84

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 /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

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情形范围内，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。