

公司研究

25年业绩承压，但26年一季度已现曙光

——太平鸟（603877.SH）2025年年报及2026年一季度点评

增持（维持）

当前价：14.36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

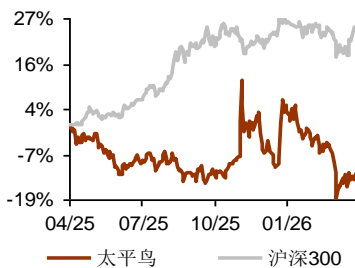
分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004
021-52523842
zhujiayu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.71
总市值(亿元)	67.65
一年最低/最高(元)	13.06/18.05
近3月换手率	25.46%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.60	-12.22	-36.25
绝对	-4.46	-12.17	-10.68

资料来源：Wind

相关研报

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（2025-08-26）

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：

太平鸟发布2025年年报。公司2025年实现营业收入63.3亿元，同比下降6.9%，归母净利润1.7亿元，同比下降32.6%，扣非归母净利润6545万元，同比下降46.8%，EPS（基本）为0.37元。公司拟每股派发现金红利0.3元（含税），对应全年合计派息比例为80.9%。

分季度来看，25Q1~25Q4公司单季度收入分别为16.7/12.3/13.2/21.2亿元，分别同比-7.6%/-8.2%/-5.5%/-6.3%，归母净利润分别为1.2/-0.5/-0.5/1.5亿元，分别同比-22%/-471.4%/减亏/-3.1%。

另外，公司同时披露2026年一季报，实现营业收入16.6亿元，同比小幅下降0.7%，归母净利润1.4亿元，同比增长10.3%，扣非归母净利润1.1亿元，同比增长33.5%。26年一季度收入降幅环比之前季度收窄，且利润端出现转正。

点评：

25年销售承压、缩减门店，26Q1主力品牌和直营渠道收入现改善

分品牌：25年PB女装、PB男装、乐町、MP童装收入分别占比37%/41%/7%/13%，收入分别同比-5.2%/-6.7%/-14.8%/-4.1%，零售疲弱背景下各品牌收入均有不同程度下滑。26Q1PB女装、PB男装、乐町、MP童装收入分别同比+2.3%/+2.3%/-21.2%/+5.6%，多数品牌收入增速较25年转正，势头向好。

分渠道：线上、线下渠道25年收入分别占比25%/74%，收入分别同比-14.8%/-3.9%；其中线下渠道拆分开来看，直营、加盟各占总收入比例为44%/30%，收入分别同比-0.7%/-8.2%，加盟店和线上渠道收入降幅相对较大。26Q1线上、直营、加盟渠道收入分别同比-2%/+7.9%/-15.4%，直营渠道收入增长较25年转正现改善。

门店数量方面：25年末公司总门店为2998家，较24年末净减少375家，减少11.1%；其中PB女装、PB男装、乐町、MP童装门店数分别为1096家（-12.5%）、1157家（-10.3%）、249家（-14.1%）、392家（-18%）；分类型来看，直营店、加盟店分别为1053家（-6.6%）、1945家（-13.4%）。另外，公司重点拓展旗舰店/集合店店型，25年末达104家、年内净增加41家。26年3月末公司总门店为2936家、较年初净减少62家（-2.1%），旗舰店/集合店达到108家、一季度净增加4家。

着力提升毛利率，26Q1毛利率继续向上且费用率同比下降、促利润率改善

毛利率：25年毛利率同比提升1.5PCT至56.7%，26Q1同比提升2.6PCT至62.6%。25年分品牌来看，PB女装、PB男装、乐町、MP童装毛利率分别为58.4%/58.3%/51.1%/57.1%，分别同比+1.7/+0.8/+3.8/+0.6PCT；分渠道类型来看，直营、加盟、线上销售毛利率分别为70.1%/46.4%/48.9%，分别同比-0.3/-0.8/+5.2PCT，线上渠道明显收紧折扣、提升了经营质量。分季度来看，25Q1~26Q1单季度毛利率分别同比+4.8/+2.1/+1.6/-1.5/+2.6PCT至60%/59.5%/53.6%/54.4%/62.6%。26Q1毛利率提升具体来看，各品牌毛利率同比均有提升，渠道中线上渠道毛利率继续向上、同比提升5.2PCT至54.9%，线下渠道毛利率同比提升0.8PCT至65.9%。

费用率：25 年期间费用率同比提升 2.5PCT 至 52%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 41.6%/7%/2.3%/1.1%，分别同比+2.9/-0.3/-0.3/+0.2PCT。25Q1~25Q4 单季度期间费用率分别同比+5.9/+4.4/+1.6/-0.7PCT。

26Q1 期间费用率同比下降 0.6PCT 至 50.8%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 41.7%/6.6%/1.6%/0.9%，分别同比+1.1/-0.9/-0.7/-0.1PCT。

其他财务指标：1) 存货 25 年末同比减少 17.3%至 14.4 亿元，26 年 3 月末较年初减少 4.6%、同比减少 16.4%；存货周转天数 25 年/26Q1 分别为 208/204 天，分别同比+16/-24 天。**2) 应收账款** 25 年末同比增加 3.2%至 5.5 亿元，26 年 3 月末较年初减少 31.2%、同比增加 21.2%，应收账款周转天数 25 年/26Q1 为 31/25 天，同比+4/+2 天。**3) 资产减值损失** 25 年为 1.7 亿元，同比增加 25.4%；26Q1 为 4338 万元，同比增加 32.7%。**4) 经营活动净现金流** 25 年为 7.6 亿元，同比减少 11.9%；26Q1 为 2.2 亿元，同比转正。

期待公司业务调整显效，维持“增持”评级

零售疲弱大环境下叠加公司战略调整，渠道上新开集合店、旗舰店，大力度关闭低效店铺，以及对电商渠道进行调整、优化产品投放和零售折扣，这些改革措施致使公司 25 年业绩处于底部，26 年一季度在直营渠道销售增长和合并报表的利润改善已初步体现效果，期待改革效益进一步释放，公司盈利能力修复至健康水平。

考虑到需求端不确定性仍存以及公司业务调整尚需时间，我们下调公司 26~27 年、新增 28 年归母净利润预测为 3/3.5/3.9 亿元（较前次预测下调 23%/29%），26~28 年 EPS 为 0.64/0.75/0.82 元，当前股价对应 26 年 PE 为 23 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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	6,802	6,334	6,585	6,973	7,352
营业收入增长率	-12.7%	-6.9%	4.0%	5.9%	5.4%
归母净利润（百万元）	258	174	300	351	387
归母净利润增长率	-38.7%	-32.6%	72.3%	16.9%	10.2%
EPS（元）	0.55	0.37	0.64	0.75	0.82
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.7%	3.9%	6.5%	7.4%	8.0%
P/E	26	39	23	19	17
P/B	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-16

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	6802	6334	6585	6973	7352
营业成本	3045	2742	2824	2983	3143
折旧和摊销	137	133	126	139	150
税金及附加	47	27	28	29	31
销售费用	2639	2638	2667	2789	2926
管理费用	491	440	451	474	500
研发费用	174	145	151	160	169
财务费用	61	69	55	55	53
投资收益	30	25	24	25	26
营业利润	374	235	411	483	533
利润总额	379	239	414	484	534
所得税	122	66	114	133	147
净利润	257	173	300	351	387
少数股东损益	-2	-1	0	0	0
归属母公司净利润	258	174	300	351	387
EPS(元)	0.55	0.37	0.64	0.75	0.82

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	860	758	549	693	725
净利润	258	174	300	351	387
折旧摊销	137	133	126	139	150
净营运资金增加	-38	141	-67	-133	-123
其他	503	310	190	336	311
投资活动产生现金流	-49	-323	-173	-175	-174
净资本支出	-360	-331	-200	-200	-200
长期投资变化	4	4	0	0	0
其他资产变化	307	4	27	25	26
融资活动现金流	-825	-726	-196	-300	-339
股本变化	0	-3	0	0	0
债务净变化	-2	34	0	0	0
无息负债变化	361	-775	29	55	55
净现金流	-13	-291	180	218	212

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	55.2%	56.7%	57.1%	57.2%	57.2%
EBITDA 率	14.2%	14.1%	12.6%	13.3%	13.6%
EBIT 率	10.6%	9.8%	10.7%	11.4%	11.6%
税前净利润率	5.6%	3.8%	6.3%	6.9%	7.3%
归母净利润率	3.8%	2.8%	4.6%	5.0%	5.3%
ROA	3.0%	2.3%	3.8%	4.4%	4.7%
ROE (摊薄)	5.7%	3.9%	6.5%	7.4%	8.0%
经营性 ROIC	12.4%	11.6%	12.7%	14.5%	15.9%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	46.4%	41.4%	40.8%	40.6%	40.5%
流动比率	2.16	2.50	2.53	2.51	2.49
速动比率	1.46	1.73	1.81	1.89	1.97
归母权益/有息债务	4.27	4.12	4.27	4.37	4.46
有形资产/有息债务	7.01	6.07	6.25	6.41	6.56

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	8,424	7,660	7,848	8,009	8,165
货币资金	993	700	881	1,099	1,310
交易性金融资产	1,522	1,546	1,546	1,549	1,552
应收账款	531	548	569	602	635
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	95	74	76	81	85
存货	1,736	1,435	1,345	1,185	1,037
其他流动资产	465	337	337	339	341
流动资产合计	5,342	4,640	4,754	4,854	4,960
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	1,177	1,132	1,270	1,352	1,404
在建工程	38	145	73	44	33
无形资产	317	334	323	312	302
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,545	1,406	1,425	1,444	1,463
非流动资产合计	3,082	3,020	3,094	3,155	3,206
总负债	3,912	3,171	3,200	3,255	3,310
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,286	748	770	814	857
应付票据	8	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,174	1,106	1,112	1,124	1,135
流动负债合计	2,469	1,854	1,883	1,938	1,993
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	804	828	828	828	828
其他非流动负债	639	489	489	489	489
非流动负债合计	1,443	1,317	1,317	1,317	1,317
股东权益	4,512	4,489	4,648	4,755	4,855
股本	474	471	471	471	471
公积金	1,571	1,545	1,545	1,545	1,545
未分配利润	2,434	2,422	2,581	2,687	2,788
归属母公司权益	4,505	4,489	4,648	4,755	4,855
少数股东权益	7	0	0	0	0

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	38.8%	41.6%	40.5%	40.0%	39.8%
管理费用率	7.2%	7.0%	6.9%	6.8%	6.8%
财务费用率	0.9%	1.1%	0.8%	0.8%	0.7%
研发费用率	2.6%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
所得税率	32.3%	27.5%	27.5%	27.5%	27.5%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.40	0.30	0.52	0.61	0.67
每股经营现金流	1.83	1.61	1.17	1.47	1.54
每股净资产	9.56	9.53	9.87	10.09	10.31
每股销售收入	14.44	13.45	13.98	14.80	15.61

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	26	39	23	19	17
PB	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	7	8	7	6	6
股息率	2.8%	2.1%	3.6%	4.2%	4.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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的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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼