

2026年04月17日

# 26Q1 扣非净利高增长，经营杠杆效应明显

## 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:	18.05/13.06
目标价格:		总市值(亿)	67.65
最新收盘价:	14.36	自由流通市值(亿)	67.65
		自由流通股数(百万)	469.32

### 事件概述

2025年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为63.34/1.74/0.65/7.58亿元、同比下降6.88%/32.57%/46.83%/11.91%。收入下降主要由于本期公司零售额下降所致，归母净利降幅高于收入降幅主要由于销售费用率提升。非经1.09亿元主要为政府补助1.05亿元、同比下降30%。2025Q4公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为21.17/1.46/1.21/8.32亿元，同比下降6.37%/3.31%/9.02%/12.05%。

公司拟派发末期股息每股0.3元，派息率80.89%、同比提升8PCT，股息率2%。

2026Q1公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为16.56/1.37/1.14亿元，同比增长-0.75%/10.30%/33.46%，业绩符合市场预期，扣非净利高增主要来自直营收入增长8%。

离职高管陈红朝已减持至4.75%。

### 分析判断:

加盟仍未重启开店，整体25年/26Q1净关375/62家，26Q1直营高单增长。1)分渠道看，2025年直营/加盟/线上收入分别为27.90/18.94/15.61亿元、同比下降0.67%/8.18%/14.82%，26Q1直营/加盟/线上收入同比变化7.90%/-15.41%/-1.97%。2025年为2998家，直营/加盟分别为1053/1945家、同比减少75/300家，同比下降7%/13%，推算直营店效/加盟单店出货265/97万元、同比提升6%/5%，在店数调整后店效有所改善。根据年报，公司12个月以上门店店效为257.68万元，同比提升6.46%。2026年Q1净关62家，其中直营/加盟分别净关闭20/42家。公司持续关闭低效门店，旗舰店在25年新增45家基础上继续新开4家。2)分品类来看，全年女装降幅最低，26Q1除乐町外均恢复正增长。2025年女装/男装/乐町/童装/其他收入分别为23.72/25.98/4.63/7.92/0.18亿元、同比下降5.21%/6.66%/14.81%/4.14%/61.44%，26Q1女装/男装/乐町/童装/其他收入同比变化2.29%/2.27%/-21.24%/5.64%/-97.46%。3)分地区来看，华北和华南降幅最大：华东/华中/华北/东北/西北/西南/华南/出口收入分别为19.41/13.39/13.53/4.74/4.30/4.69/2.61/0.03亿元，同比下降5.86%/3.88%/11.79%/8.44%/5.20%/4.17%/10.13%/-415.07%。

线上毛利率25年和26Q1改善明显，25年毛利率提升而净利率下降主要由于销售费用率提升，26Q1净利率增幅低于毛利率增幅主要由于销售费用率提升、资产减值损失增加。(1)2025年毛利率为55.2%、同比上升1.5PCT，毛利上升主要由于线上毛利率提升贡献；2025年公司归母净利率/扣非净利率为2.8%/1.03%、同比下降1.05/0.78PCT。分渠道看，直营/加盟/线上毛利率分别为70.07%/46.41%/48.93%，同比增加-0.30/-0.75/5.19PCT。2025年销售/管理/研发/财务费用率分别为41.65%/6.95%/2.29%/1.09%、同比提升2.9/-0.27/-0.26/0.19PCT。(2)25Q4毛利率为54%，同比下降3.58PCT，净利率为6.9%，同比上升0.22PCT、减值损失占比计提增加2.67PCT。(3)26Q1毛利率为62.6%、同比上升2.56PCT，毛利上升主要由于线上毛利率提升，分渠道看，26Q1直营/加盟/线上毛利率分别为70.54%/52.85%/54.93%，同比增加-0.05/-0.05/5.23PCT。26Q1公司归母净利率/扣非净利率为8.25%/6.88%、同比提升0.82/1.72PCT。26Q1年销售/管理/研发/财务费用率分别为41.74%/6.56%/1.60%/0.95%、同比提升1.1/-0.92/-0.7/-0.08PCT；资产减值损失计提增加0.66PCT。

存货降至健康水平。2025年公司存货为14.35亿元降同比30%，存货/收入为22.66%，同比下降2.84PCT，存货周转天数为208天、同比增加16天。公司存货为13.69亿元、同比下降16.44%，存货/收入为82.67%，同比下降15.53PCT，存货周转天数为204、同比减少24天。公司应收账款为5.48亿元、同比增

加 3.23%，应收账款周转天数为 31 天、同比增加 4 天。公司应付账款为 7.48 亿元、同比下降 41.86%，应付账款周转天数为 134 天、同比增加 1 天。

### 投资建议

我们分析，公司自 22 年以来已持续调整 4 年，公司控折扣、保品牌、去库存的战略初见成效，存货降至健康合理水平，而公司线下直营占比 44%、一旦终端零售增长，高经营杠杆的利润弹性明显，26Q1 已有体现；毛利率已提升至较高水平，但消费环境偏弱下加盟开店仍未改善。

考虑加盟仍在下滑，下调盈利预测，下调 26-27 年收入 73.5/79.9 亿元至 64.5/68.4 亿元，新增 28 年收入预测为 74.4 亿元；下调 26-27 年归母净利预测 4.20/5.26 亿元至 2.70/3.35 亿元，新增 28 年归母净利预测为 4.28 亿元；对应下调 26-27 年 EPS 0.89/1.11 元至 0.57/0.71 元，新增 28 年 EPS 0.91 元，2026 年 4 月 16 日收盘价 14.36 元对应 26/27/28 年 PE 分别为 25/20/16 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；乐町恢复不及预期；系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	6,802	6,334	6,451	6,837	7,440
YoY (%)	-12.7%	-6.9%	1.8%	6.0%	8.8%
归母净利润(百万元)	258	174	270	335	428
YoY (%)	-38.7%	-32.6%	55.0%	24.0%	27.7%
毛利率 (%)	55.2%	56.7%	53.2%	50.6%	49.6%
每股收益 (元)	0.55	0.37	0.57	0.71	0.91
ROE	5.7%	3.9%	5.7%	6.6%	7.7%
市盈率	26.17	38.82	25.04	20.19	15.81

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：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	6,334	6,451	6,837	7,440	净利润	173	270	335	428
YoY(%)	-6.9%	1.8%	6.0%	8.8%	折旧和摊销	729	205	207	216
营业成本	2,742	3,016	3,378	3,749	营运资金变动	-347	870	136	118
营业税金及附加	27	65	68	74	经营活动现金流	758	1,484	794	849
销售费用	2,638	2,391	2,201	2,232	资本开支	-331	-415	-465	-428
管理费用	440	498	660	761	投资	-19	-145	-107	-286
财务费用	69	30	24	21	投资活动现金流	-323	-698	-739	-886
研发费用	145	161	171	186	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-169	-98	-74	-53	债务募资	100	0	0	0
投资收益	25	0	0	0	筹资活动现金流	-726	-41	-41	-41
营业利润	235	386	465	587	现金净流量	-291	745	13	-78
营业外收支	4	0	0	7	<b>主要财务指标</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
利润总额	239	386	465	594	<b>成长能力 (%)</b>				
所得税	66	116	130	166	营业收入增长率	-6.9%	1.8%	6.0%	8.8%
净利润	173	270	335	428	净利润增长率	-32.6%	55.0%	24.0%	27.7%
归属于母公司净利润	174	270	335	428	<b>盈利能力 (%)</b>				
YoY(%)	-32.6%	55.0%	24.0%	27.7%	毛利率	56.7%	53.2%	50.6%	49.6%
每股收益	0.37	0.57	0.71	0.91	净利率	2.7%	4.2%	4.9%	5.8%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	总资产收益率 ROA	2.3%	3.0%	3.5%	4.1%
货币资金	700	1,446	1,459	1,380	净资产收益率 ROE	3.9%	5.7%	6.6%	7.7%
预付款项	28	217	243	270	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	1,435	1,363	1,388	1,438	流动比率	2.50	1.91	1.80	1.74
其他流动资产	2,476	2,672	2,819	3,168	速动比率	1.71	1.38	1.30	1.26
流动资产合计	4,640	5,698	5,909	6,257	现金比率	0.38	0.48	0.44	0.38
长期股权投资	4	4	4	4	资产负债率	41.4%	47.5%	47.5%	47.1%
固定资产	1,132	1,364	1,592	1,817	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	334	330	327	323	总资产周转率	0.83	0.71	0.70	0.71
非流动资产合计	3,020	3,368	3,793	4,185	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	7,660	9,066	9,703	10,442	每股收益	0.37	0.57	0.71	0.91
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	9.53	10.10	10.81	11.72
应付账款及票据	748	1,661	1,888	2,116	每股经营现金流	1.61	3.15	1.68	1.80
其他流动负债	1,106	1,329	1,404	1,486	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,854	2,990	3,291	3,602	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	38.82	25.04	20.19	15.81
其他长期负债	1,317	1,317	1,317	1,317	PB	1.52	1.42	1.33	1.23
非流动负债合计	1,317	1,317	1,317	1,317					
负债合计	3,171	4,307	4,609	4,920					
股本	471	471	471	471					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	4,489	4,759	5,094	5,522					
负债和股东权益合计	7,660	9,066	9,703	10,442					

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。