

太平鸟 (603877.SH)

2026Q1 利润率同比修复，期待全年业绩快速增长

2025 年公司收入同比-7%/归母净利润同比-33%。1) 2025 全年公司收入为 63.3 亿元，同比-7%；归母净利润为 1.7 亿元，同比-33%；扣非归母净利润为 0.7 亿元，同比-47%。全年毛利率同比+1.5pct 至 56.7%，销售/管理/财务费用率同比分别+2.9/-0.3/+0.2pct 至 41.6%/7.0%/1.1%（我们判断销售费用率提升主要系开设旗舰店、集合店带来相关费用增加），计提资产减值损失 1.69 亿元（上一年同期 1.35 亿元），净利率同比-1.0pct 至 2.7%。2) 单四季度：2025Q4 收入为 21.2 亿元，同比-6%；归母净利润为 1.5 亿元，同比-3%；扣非归母净利润为 1.2 亿元，同比-9%。毛利率同比-1.5pct 至 54.4%，净利率同比+0.3pct 至 6.9%。3) 2025 全年公司合计派发现金股利 1.41 亿元，股利支付率 81%，股息率 2.1%。

2026Q1 收入同比-1%/扣非归母净利润同比+33%，低基数下利润大幅增长。2026Q1 公司收入为 16.6 亿元，同比-1%；归母净利润为 1.4 亿元，同比+10%；扣非归母净利润为 1.1 亿元，同比+33%。2026Q1 公司毛利率同比+2.6pct 至 62.6%，销售/管理/财务费用率同比分别+1.1/-0.9/-0.1pct 至 41.7%/6.6%/0.9%，计提资产减值损失 0.43 亿元（上一年同期 0.33 亿元），净利率同比+0.8pct 至 8.3%。

集合店模式运营顺利，男、女、童装品牌相对稳健，乐町短期拖累。分品牌来看：1) 收入：PB 女装/PB 男装/乐町/MP 童装 2025 年收入同比分别-5%/-7%/-15%/-4% 至 23.7/26.0/4.6/7.9 亿元（2026Q1 收入同比分别+2%/+2%/-21%/+6%），毛利率同比分别+1.7/+0.8/+3.8/+0.6pct 至 58.4%/58.3%/51.1%/57.1%。2) 渠道数量：PB 女装/PB 男装/乐町/MP 品牌 2025 年末门店数量分别为 1096/1157/249/392 家，较年初分别-156/-133/-41/-86 家；2025 年末旗舰店集合店数量 104 家，较年初净增 41 家。公司聚焦核心优势品类加强产品研发，提升品牌形象并抢占消费者心智，目前已经通过集合店模式成功打造多家千万级零售标杆。

分渠道：电商优化产品结构及盈利质量，直营 2026Q1 收入转正增长。分渠道来看：1) 收入：线上/线下直营/线下加盟 2025 年收入分别-15%/-1%/-8% 至 15.6/27.9/18.9 亿元（2026Q1 收入同比分别-2%/+8%/-15%）；毛利率分别+5.2/-0.3/-0.8pct 至 48.9%/70.1%/46.4%（2026Q1 毛利率分别同比+5.2/-0.1/-0.1pct），我们判断电商业务毛利率提升、收入短期调整主要系公司主动优化线上产品结构，如加大新品占比、控制终端折扣。2) 渠道数量：2025 年末公司直营/加盟门店较当年年初分别-75/-300 家至 1053/1945 家，2026Q1 末直营/加盟门店较年初分别-20/-42 家至 1033/1903 家，2026 年以来仍在数量收缩阶段，但关店幅度已有收窄，我们据行业情况判断目前公司渠道调整已接近尾声，后续直营预计继续强调效率改善、加盟店数量期待 2026H2 转正增长。

现金流表现好，库存管理优化。1) 库存：公司 2026Q1 末存货同比-16.4%至 13.7 亿元，2026Q1 存货周转天数-23.9 天至 203.9 天，库存管理持续优化。2) 现金流：2025 年公司经营性现金流量净额 7.6 亿元（约为同期归母净利润的 4.3 倍），2026Q1 为 2.2 亿元（约为同期归母净利润的 1.6 倍）。

2026 年期待利润在低基数下快速增长。公司过去调整优化产品及门店结构，积极投入费用进行品牌及渠道建设，我们判断 2026 年收入有望平稳为主，控制费用作用下盈利质量同比预计修复，利润在低基数下有望快速增长。

投资建议：公司是国内领先的大众时尚品牌集团，过去消费环境波动，公司强化品牌与渠道建设并积极进行费用投入，基于近期经营情况及公司发展规划，我们调整盈利预测，预计 2026~2028 年归母净利润分别为 2.12/2.62/3.07 亿元，对应 2026 年 PE 为 33 倍，维持评级为“买入”评级。

风险提示：消费环境波动风险；费用管理不及预期；渠道调整改善不及预期。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	6,802	6,334	6,551	7,083	7,662
增长率 yoy (%)	-12.7	-6.9	3.4	8.1	8.2
归母净利润 (百万元)	258	174	212	262	307
增长率 yoy (%)	-38.7	-32.6	21.4	23.7	17.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.55	0.37	0.45	0.56	0.65
净资产收益率 (%)	5.7	3.9	4.7	5.7	6.6
P/E (倍)	26.8	39.8	32.8	26.5	22.6
P/B (倍)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5

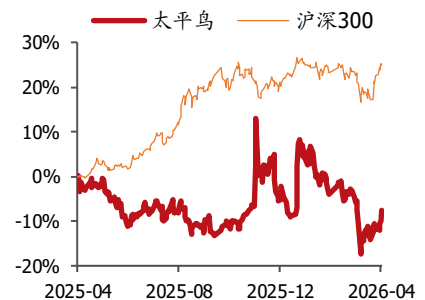
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 04 月 17 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
04 月 17 日收盘价 (元)	14.72
总市值 (百万元)	6,934.23
总股本 (百万股)	471.08
其中自由流通股 (%)	99.63
30 日日均成交量 (百万股)	1.74

股价走势



作者

分析师	杨莹
执业证书编号	S0680520070003
邮箱	yangying1@gszq.com
分析师	侯子夜
执业证书编号	S0680523080004
邮箱	houziye@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号	S0680524060004
邮箱	wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《太平鸟 (603877.SH)：折扣管理优化，费用投入致使利润承压》 2025-08-23
- 《太平鸟 (603877.SH)：2025Q1 毛利率同比改善，渠道调整预计接近尾声》 2025-04-11
- 《太平鸟 (603877.SH)：渠道调整接近尾声，期待后续店效改善》 2025-03-28

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	5342	4640	5342	6001	6358
现金	993	700	1413	1968	2205
应收票据及应收账款	531	548	567	613	663
其他应收款	95	74	76	82	89
预付账款	41	28	29	32	34
存货	1736	1435	1403	1453	1513
其他流动资产	1947	1854	1854	1854	1854
非流动资产	3082	3020	2364	1849	1652
长期投资	4	4	4	4	4
固定资产	1177	1132	956	776	592
无形资产	317	334	298	263	227
其他非流动资产	1583	1551	1106	806	829
资产总计	8424	7660	7706	7850	8010
流动负债	2469	1854	1852	1948	2051
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1295	748	768	830	898
其他流动负债	1174	1106	1085	1118	1154
非流动负债	1443	1317	1326	1326	1326
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1443	1317	1326	1326	1326
负债合计	3912	3171	3178	3273	3377
少数股东权益	7	0	-1	-3	-5
股本	474	471	471	471	471
资本公积	1296	1270	1270	1270	1270
留存收益	2708	2696	2736	2786	2845
归属母公司股东权益	4505	4489	4529	4579	4638
负债和股东权益	8424	7660	7706	7850	8010

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	860	758	899	829	546
净利润	257	173	210	260	305
折旧摊销	694	729	497	465	147
财务费用	65	68	36	36	36
投资损失	-30	-25	-26	-28	-30
营运资金变动	-249	-347	-29	-79	-86
其他经营现金流	123	160	210	174	174
投资活动现金流	-49	-323	57	-27	-24
资本支出	-360	-331	31	-54	-54
长期投资	276	-19	0	0	0
其他投资现金流	35	27	26	28	30
筹资活动现金流	-825	-726	-243	-248	-284
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	-3	0	0	0
资本公积增加	-34	-26	0	0	0
其他筹资现金流	-790	-697	-243	-248	-284
现金净增加额	-13	-291	713	555	237

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	6802	6334	6551	7083	7662
营业成本	3045	2742	2814	3043	3292
营业税金及附加	47	27	28	30	32
营业费用	2639	2638	2728	2935	3160
管理费用	491	440	456	478	517
研发费用	174	145	150	162	176
财务费用	61	69	35	35	35
资产减值损失	-135	-169	-180	-180	-180
其他收益	153	107	98	106	115
公允价值变动收益	6	4	0	0	0
投资净收益	30	25	26	28	30
资产处置收益	1	2	2	2	2
营业利润	374	235	286	355	417
营业外收入	10	10	10	10	10
营业外支出	5	6	6	6	6
利润总额	379	239	290	359	421
所得税	122	66	80	99	116
净利润	257	173	210	260	305
少数股东损益	-2	-1	-1	-2	-2
归属母公司净利润	258	174	212	262	307
EBITDA	1093	1001	823	859	602
EPS (元/股)	0.55	0.37	0.45	0.56	0.65

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-12.7	-6.9	3.4	8.1	8.2
营业利润(%)	-36.7	-37.2	22.0	24.0	17.5
归属母公司净利润(%)	-38.7	-32.6	21.4	23.7	17.3
获利能力					
毛利率(%)	55.2	56.7	57.0	57.0	57.0
净利率(%)	3.8	2.8	3.2	3.7	4.0
ROE(%)	5.7	3.9	4.7	5.7	6.6
ROIC(%)	4.4	3.3	4.0	4.8	5.5
偿债能力					
资产负债率(%)	46.4	41.4	41.2	41.7	42.2
净负债比率(%)	12.5	16.8	0.2	-12.0	-16.9
流动比率	2.2	2.5	2.9	3.1	3.1
速动比率	1.3	1.5	1.9	2.2	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	13.4	11.7	11.7	12.0	12.0
应付账款周转率	2.7	2.7	3.7	3.8	3.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.37	0.45	0.56	0.65
每股经营现金流(最新摊薄)	1.83	1.61	1.91	1.76	1.16
每股净资产(最新摊薄)	9.56	9.53	9.62	9.72	9.85
估值比率					
P/E	26.8	39.8	32.8	26.5	22.6
P/B	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA	6.9	7.6	8.4	7.4	10.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 17 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com