

品牌调整渐入佳境，提质增效变革红利持续释放



核心观点

- **品牌年轻化调整逐步完成，20 年女装发力，21 年男装有望提供新惊喜，童装未来也有较大潜力。**15 年以来公司一直在打造定位中国时尚青年的品牌内核，PB 男女装先后开始新一轮年轻化转型，PB 女装已基本完成了向 95-00 后目标客群的迭代，19Q4 增速反转向；PB 男装经过 3 年左右风格调整，从 20 年下半年开始企稳向上；童装 Mini Peace 重新聚焦更擅长的时尚童装赛道，契合国内童装个性化、时尚化的趋势，预计也将回到增长轨道。
- **从快反到全面数字化，未来经营效率将不断提升。**17 年开始公司率先在男装推行 TOC，后延伸至女装并取得良好效果。我们认为，在线上动销加快、捕捉畅销款能力得到验证的基础上，未来公司线上反哺线下将推动存货周转持续加快，并将拉动线下同店店效。21 年公司将通过转债发行全面投入数字化转型，通过与目标客群的有效连接，进一步提升盈利能力和质量。
- **渠道布局进一步优化，带来更多的盈利增量。**19 年开始、并在 20 年进一步加快的以“渠道优化、提升盈利能力”为主的变革正在产生深远的影响。公司渠道加快向盈利更强的加盟和战略优势更明显的线上拓展；同时强化对盈利水平较弱的直营门店拓展约束，更加侧重单店效益。2020 年疫情之下公司收入逆势增长，扣非盈利增速高达 59% 左右。
- **展望未来 2-3 年，我们认为公司仍然处于提质增效的改革红利释放期。**在销售收入稳步增加的趋势下，盈利有望呈现更高的弹性。同时考虑到公司相对同行业更优的公司治理和受益后疫情时代行业进一步头部化的趋势，未来不排除业绩超预期的可能。

投资建议与投资标的

- 根据业绩预告，我们小幅下调公司未来 3 年期间费用率预测，预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 1.48 元、1.92 元和 2.40 元（原预测为 1.53 元、1.85 元和 2.22 元）。参考可比公司估值，给予公司 2021 年 25 倍的 PE，对应公司目标价 48 元，上调公司评级至“买入”

风险提示：疫情的可能反复对终端零售的影响、未能准确把握市场流行趋势、存货跌价风险等。

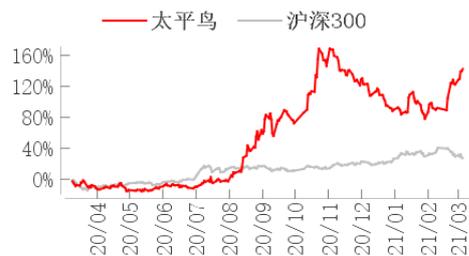
公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,712	7,928	8,746	10,321	12,105
同比增长(%)	7.8%	2.8%	10.3%	18.0%	17.3%
营业利润(百万元)	750	711	897	1,170	1,465
同比增长(%)	37.7%	-5.2%	26.2%	30.5%	25.1%
归属母公司净利润(百万元)	572	552	705	916	1,145
同比增长(%)	27.5%	-3.5%	27.9%	29.8%	25.1%
每股收益(元)	1.20	1.16	1.48	1.92	2.40
毛利率(%)	53.4%	53.2%	51.3%	51.4%	51.4%
净利率(%)	7.4%	7.0%	8.1%	8.9%	9.5%
净资产收益率(%)	16.7%	15.6%	18.8%	21.6%	24.0%
市盈率	32.0	33.2	25.9	20.0	16.0
市净率	5.2	5.2	4.6	4.1	3.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (上调)

股价(2021年03月05日)	38.36 元
目标价格	48 元
52 周最高价/最低价	43.74/13.11 元
总股本/流通 A 股(万股)	47,673/47,673
A 股市值(百万元)	18,287
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2021 年 03 月 08 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	6.02	27.78	12.84	141.93
相对表现	7.22	28.53	2.22	130.64
沪深 300	-1.2	-0.75	10.62	11.29



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 施红梅
021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511010001

证券分析师 赵越峰
021-63325888*7507
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860513060001
香港证监会牌照：BPU173

联系人 朱炎
021-63325888*6107
zhuyan3@orientsec.com.cn

相关报告

三季报超预期，改革红利有望持续释放 2020-10-23
电商加速和费用控制得力推动二季度经营改善 2020-08-27
19 年电商增长较好 20 年全面推进新零售 2020-04-23
应对疫情冲击

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

本次报告的背景	4
品牌年轻化调整逐步完成	4
从快反到数字化全面提升经营效率	7
渠道布局进一步优化，带来更多盈利增量	8
优良的公司治理和行业头部化趋势助力公司长期发展	11
盈利预测与投资建议	12
风险提示	13

图表目录

图 1：太平鸟旗下核心品牌组合.....	4
图 2：2011 年以来太平鸟女装风格演变.....	5
图 3：2019Q1-2020Q3 太平鸟女装单季度销售收入同比增速	6
图 4：2019Q1-2020Q3 太平鸟男装单季度销售收入同比增速	6
图 5：2019Q1-2020Q3 太平鸟童装单季度销售收入同比增速	6
图 6：太平鸟 TOC 三阶段演进	7
图 7：2016-2019 年太平鸟主品牌男女装门店数量变化	8
图 8：2015-2019 年太平鸟平均单店销售额变化.....	8
图 9：2016-2020Q3 太平鸟电商收入与增速.....	9
图 10：2016-2020Q3 太平鸟电商收入占比	9
图 11：2013-2019 年太平鸟期间费用率与净利润率变化	9
图 12：2013-2020Q3 太平鸟直营店数量.....	9
图 13：2018-2020Q3 太平鸟单季度存货周转天数对比	10
图 14：2019-2020Q3 太平鸟单季度期间费用率对比.....	11
图 15：2019-2020Q3 太平鸟单季度净利润率对比	11
表 1：太平鸟可转债募投项目	8
表 2：行业可比公司估值（截止 2021 年 3 月 3 日）	12

本次报告的背景

作为中国时尚服饰行业中的弄潮儿，太平鸟创立 26 年以来一直紧扣国内服饰潮流的前沿，从早期聚焦商务正装的生产销售，到向快时尚的转型，再到近几年的国潮风，在把目标客群锚定中国核心的 20-30 岁年轻群体的基础上，太平鸟一直跟着这个年龄段的消费者的代际文化不断进行品牌和渠道的迭代，延伸出男装、女装、童装、家居品等多品牌多品类矩阵。2017 年上市至今，太平鸟在设计时尚、品牌年轻化等方面逐渐获得了较高的市场认可度，但由于在渠道、期间费用、成本控制等方面相对粗放的管理，增收不增利成为上市公司过去几年曾经面临的困境之一。2019 年启动的全面变革在 20 年疫情背景下进一步深化，从而加速了公司的经营优化和效率的提升：渠道加快向盈利能力更强的加盟和战略优势更明显的线上拓展，快反机制日益成熟、快反占比进一步增加，净利率的提升推动公司在 2020 年收入逆市增长的情况之下，盈利实现了更快速的提升。站在当前时点，我们认为太平鸟仍然处于改革红利的持续释放期。考虑到 2020 年疫情带来的行业零售整体的低基数，在公司渠道保持有序净增加的情况下，收入的增加和净利率的提升，叠加疫情后行业优势资源进一步向头部企业集中，公司未来 2-3 年净利润有望保持明显超过收入的更快增速。后续业绩的超预期表现有望为公司在估值上贡献更多的向上空间。

品牌年轻化调整逐步完成

太平鸟旗下核心品牌 PB 男装、PB 女装、乐町女装将核心客群锚定为中国 20-30 岁的主流都市年轻群体，这部分消费者具有典型的对前沿时尚、潮流文化、自我个性的追逐，他们挑选服饰品牌与产品的偏好，既受个人收入条件的约束，也反映了这一年龄层代际文化的普遍特征，对太平鸟来说，品牌文化承载与设计等方面的不断迭代、渠道的积极转型是适应这种年轻人潮流文化必须经历的过程。从过去 10 年太平鸟的发展历史来看，应对目标客群的代际切换，男女装每隔若干年经历一轮设计、品牌等方面的迭代调整，主观上也使得各个品牌在终端零售、渠道数量、会员招新等方面呈现类似周期性的波动。

图 1：太平鸟旗下核心品牌组合

品牌名称	品牌发展	创立时间	品牌标识	目标消费群
PEACEBIRD 女装	核心品牌	1997 年		时尚、活力、亚洲 25-30 岁都市女性
PEACEBIRD 男装	核心品牌	1995 年		时尚、优雅、亚洲 25-30 岁都市男性
乐町 LED' IN 女装	新兴品牌	2008 年		甜美、优雅、活力 18-25 岁都市少女
Mini Peace 童装	新兴品牌	2011 年		时尚、活泼 4-10 岁都市儿童
MATERIAL GIRL 女装	初创品牌	2013 年		都市、明星、音乐 18-25 岁新时代少女

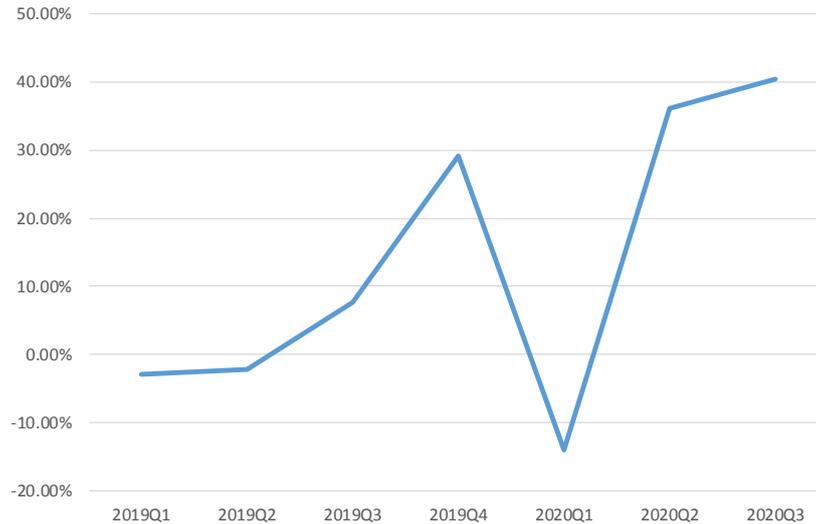
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 2：2011 年以来太平鸟女装风格演变



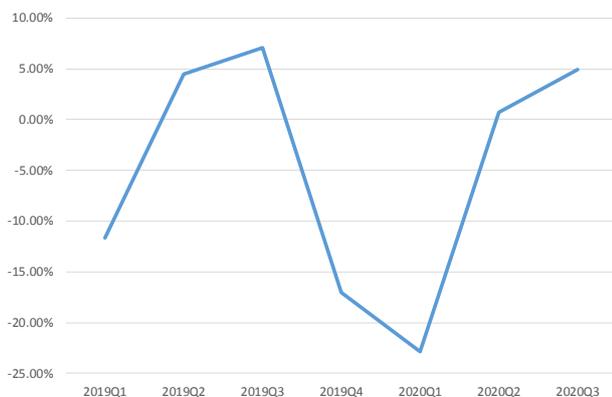
数据来源：中国时尚品牌网、东方证券研究所

2015 年以来太平鸟一直在打造定位中国时尚青年的品牌内核，PB 男装、女装先后开始新一轮的年轻化转型：在产品上，重点打造跨界联名商品与设计师合作款，满足年轻消费者穿着多样化的时尚需求，19 年以来先后与可口可乐、宝可梦、唐老鸭、冰雪奇缘等 IP 以及海外设计师合作；在营销上，通过国内外秀场来展现和提升品牌在曝光度与影响力，2020 年 6 月 PB 女装宣布 00 后欧阳娜娜为品牌代言人，话题发布第二天#太平鸟欧阳娜娜代言人#话题量便达到 1.8 亿，欧阳娜娜近几年来所展现的才华、阳光、多元、个性的标签，与 PB 女装的年轻主张契合，能够积极的向中国年轻女性消费者传递 PB 女装的品牌气质。从转型成效来看，PB 女装已经基本完成了向 95-00 后目标客群的切换迭代，产品风格从偏商务的日韩风向 95-00 后更偏好的国潮、运动休闲等风格切换，2019 年四季度单季 PB 女装销售收入同比增长 29.09%，增速开始反转向上，2020 年前三季度 PB 女装销售收入同比增长 22.24%，疫情冲击下逆市高增长，三季度单季实现 40.45% 的收入增长，体现了 PB 女装完成风格与客群调整之后对目标消费者的吸引力与销售的韧性。

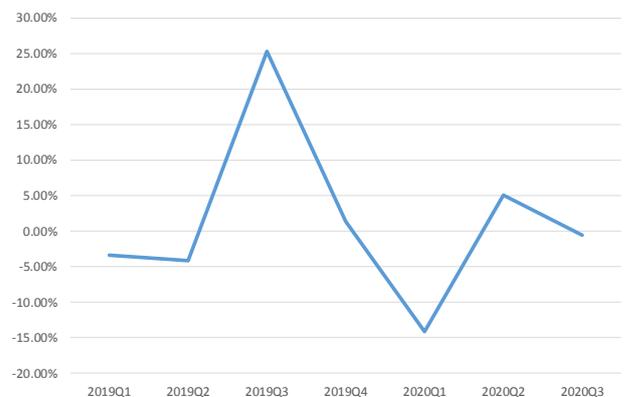
图 3：2019Q1-2020Q3 太平鸟女装单季度销售收入同比增速


数据来源：公司公告、东方证券研究所

PB 男装经过 3 年左右的调整，产品逐渐从商务休闲向街头潮流文化等极具 Z 世代的风格转变，在 PB 女装成功转型样板与品类管理发力之下，从 2020 年下半年开始 PB 男装企稳向上，三季度单季收入增速恢复至 5%，预计 2021 年 PB 男装的收入增速有望进一步拐头向上，给市场带来新的惊喜。太平鸟童装 Mini Peace 一直以来沿袭了成人装品牌的风格，更多强调产品的个性化与时尚定位，价格偏中端，更多地满足追求子女时尚穿着打扮的 90-95 后父母的需求，这一方面符合太平鸟成人装品牌的核心客群定位，也顺应了新一代 95 后年轻父母对子女穿着更加开放、更加多元的审美选择，2020 年开始 Mini Peace 重新聚焦自身更擅长的时尚童装赛道，在陆续调整团队之后，充分契合国内童装个性化、时尚化的趋势，预计也将回到增长轨道，给公司后续带来潜在亮点。

图 4：2019Q1-2020Q3 太平鸟男装单季度销售收入同比增速


数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 5：2019Q1-2020Q3 太平鸟童装单季度销售收入同比增速


数据来源：公司公告、东方证券研究所

除了主力品牌，在孵化品牌管理方面，2020 年公司明确了“优势品牌赋能孵化品牌”经营策略，发挥优势品牌赋能作用，减少孵化品牌初期经营亏损，其中贝甜划归童装事业部下孵化，重新规划童装业务经营模式和获利模式；MATERIAL GIRL 划归电商事业部下管理，及时关闭线下亏损门店，充

充分利用电商资源发力线上零售。孵化品牌的集约化管理，追求更有效率的投入，对公司期间费用的下降和盈利提升，也起到了一定的积极效果。

从快反到数字化全面提升经营效率

在供应链方面，2017 年秋冬季开始公司率先在男装推行 TOC，推进商品企划管理的数据化、智能化战略，第一阶段深度管理，通过追单采购，做深畅销款，拉升销售业绩；第二阶段流动性管理，通过商品调拨实现平销款、滞销款的合理快速流动；第三阶段新鲜度管理，通过全流程快反实现新鲜款的快速开发。充分利用数据赋能消费者洞察，提高商品设计开发的事前准确度，事中加大快单补款开发力度，一旦捕捉到最新流行趋势，马上组织设计、打样、生产，及时补充到零售渠道；持续打造快速柔性的生产供应模式，提高爆款的快速生产和补货能力，进一步降低了商品库存压力。

图 6：太平鸟 TOC 三阶段演进



数据来源：公司公告、东方证券研究所

2018 年除贝甜与太平鸟巢之外的所有品牌实现所有直营门店与 45% 加盟店追单的覆盖，全年追单比例达到 18%，PB 男装 2018 年夏装通过追单采购，当季零售业绩提升 34%。2019 年 PB 男女装主品牌夏装、冬装的期货订单下降至预估销量的 70% 以下，预计 2020 年进一步下降到 60% 左右（女装期货订货估计在 50% 以下），二季度开始畅销款的补单与新鲜款的追单推动销售的迅速恢复。我们认为，快反带来的正向效果，特别是在公司线上动销加快、捕捉新鲜款能力得到验证的基础上，未来线上挖掘畅销款反哺线下渠道（特别是加盟渠道）有望推动公司存货周转天数的持续下降，并且拉动直营与加盟店店效的增加。

今年 2 月 23 日公司可转债发行获得证监会审核通过，募集资金中 6.5 亿投向科学数字化转型项目，主要涵盖消费者洞察与深度链接平台（顾客需求洞察、直播分享项目、时尚穿搭及精准营销项目等）、供应链运营效率提升平台（商品精准开发、供应链智能化升级、商品智能配补调等）、基础保障支持平台（信息安全、ERP 升级、混合云建设等）。在 TOC 实现补单快反与商品调配的基础上，这次募投项目旨在通过全面的数字化与目标客群建立及时有效的连接，感知、响应他们的变化，通过更精准的商品企划开发以及渠道相对应的配发快速地满足他们的需求，实现向时尚行业 3.0 模

式的迭代升级。从根本上解决行业传统订货模式下存在“高库存、高缺货并存”的痛点，最终在财务上表现为盈利能力和盈利质量的双向提升。

表 1：太平鸟可转债募投项目

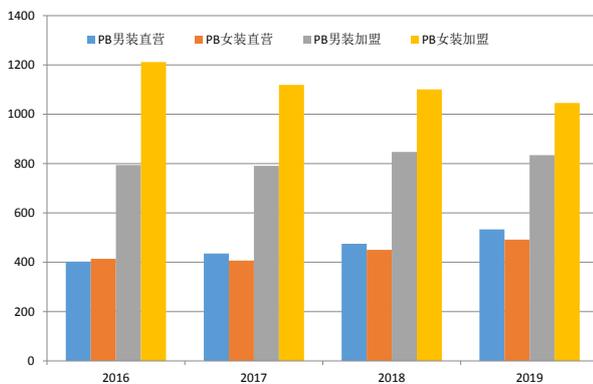
项目	项目投资总额	拟投入募集资金	项目概况
科技数字化转型项目	7.148 亿元	6.5 亿元	包括消费者洞察与深度链接平台（顾客需求洞察、直播分享项目、时尚穿搭及精准营销项目等）、供应链运营效率提升平台（商品精准开发、供应链智能化升级、商品智能配补调等）、基础保障支持平台（信息安全、ERP 升级、混合云建设等）
补充流动资金	1.5 亿元	1.5 亿元	

资料来源：公司公告、东方证券研究所

渠道布局进一步优化，带来更多盈利增量

在渠道方面,过去几年太平鸟基本上抓住了线下购物中心与电商渠道的流量红利,在街边店、百货、购物中心、电商的渠道基础上,构建新四轮立体驱动的渠道布局,线下优化低效的街边店,聚焦优质的百货渠道资源,与万达、银泰、印力、龙湖等国内商业运营的龙头集团形成战略合作,巩固在购物中心与百货的渠道地位,并且快速推进新兴奥莱渠道的拓展,2019 年公司购物中心渠道的零售额占比达到 32%,成为线下占比最高的零售渠道,奥莱渠道零售额同比增加超过 40%,占比提升至 4%。从现有门店数量来看,2019 年 PB 男女装门店数量分别为 1367 家与 1538 家,平均单店零售额约 191 万,无论在渠道数量与店效上都有进一步提升的空间。

图 7：2016-2019 年太平鸟主品牌男女装门店数量变化



数据来源：公司公告，东方证券研究所

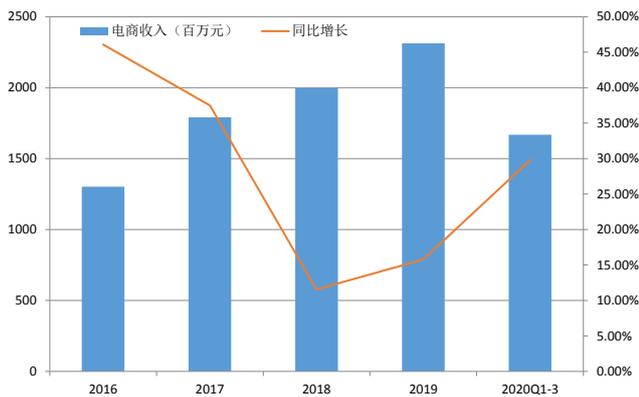
图 8：2015-2019 年太平鸟平均单店销售额变化



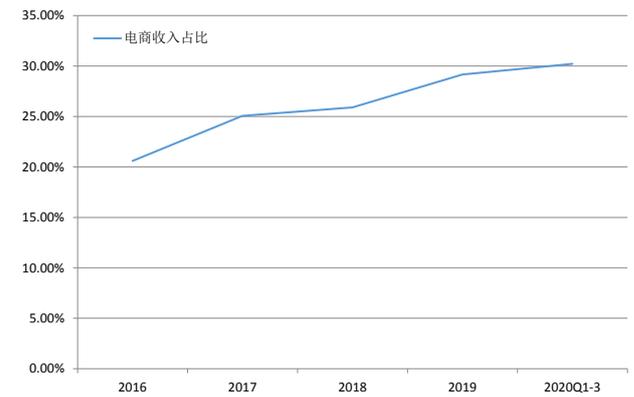
数据来源：公司公告，东方证券研究所

线上渠道太平鸟也与头部平台合作,2017 年太平鸟与阿里巴巴达成战略合作意向,深度绑定阿里系平台资源,享受了过去几年流量向头部平台、头部品牌集中的渠道红利。19 年开始随着线上流

量进一步去中心化，特别是疫情后直播、社交电商、O2O 等新零售模式与场景的丰富，太平鸟围绕电商的业务流程与激励机制也做了快速调整，一方面在激励上，将线上与线下绑定核算，打破渠道部门墙，线上更及时更准确的产品数据能够向全渠道与供应链分享，提升爆款补单与追单的精准度，一方面在形式上全面拥抱小程序、网红直播等社交零售新渠道、新场景，线下门店参与造节营销、门店直播、小程序零售等，拉升零售业绩，公司与薇娅、李佳琦、刘涛、林依轮等头部直播合作，在确保财务收益的前提下，提高品牌影响力与商品曝光度。2020 年前三季度太平鸟实现线上收入 16.68 亿元，同比增长 29.77%，收入占比进一步提升至 30%。从 2021 年开始，我们认为公司在抖音、小红书、得物这些平台上的收入有望实现大幅度地提升。

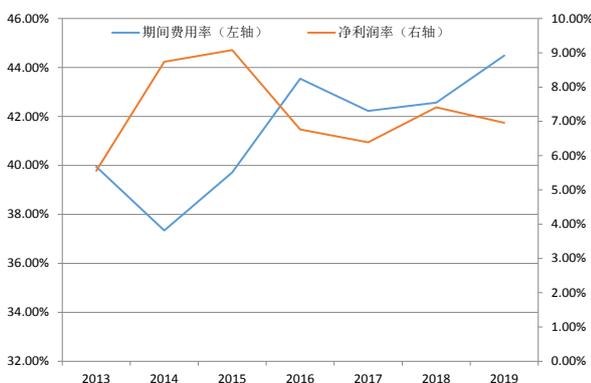
图 9：2016-2020Q3 太平鸟电商收入与增速


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 10：2016-2020Q3 太平鸟电商收入占比


数据来源：公司公告，东方证券研究所

渠道综合获利能力不强一直是太平鸟上市以来的弱项。2017-2019 年，为了更大程度抢占市场份额，太平鸟线下直营店更多地承担了渠道拓展的任务，2017-2019 年太平鸟直营店分别净增加 73 家、221 家与 117 家，由于 PB 男女装品牌的风格调整，加盟店呈现净关店状态，2019 年净减少 202 家，考虑到加盟业务的费用率明显低于直营业务、净利润率大大高于直营，这种线下渠道结构的变动对太平鸟整体净利润的增长与净利润率带来显著的负面影响，2017-2019 年公司收入分别同比增长 13%、8%与 3%，收入保持向上的态势，扣非后净利润分别同比增长 0%、13%与 -11%，呈现出增收不增利的状态，2017-2019 年公司扣非后净利润率为 4.9%、5.1%与 4.4%，低于行业上市公司中可比的海澜之家、森马服饰等 10%-15%左右的扣非后净利润率水平，背后反映了公司直营扩张策略对期间费用的增加以及对净利润率的拖累。

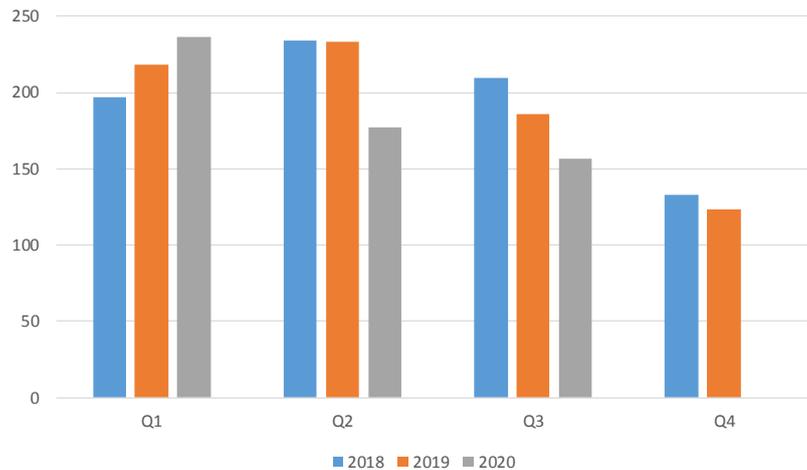
图 11：2013-2019 年太平鸟期间费用率与净利润率变化

图 12：2013-2020Q3 太平鸟直营店数量


数据来源：公司公告，东方证券研究所

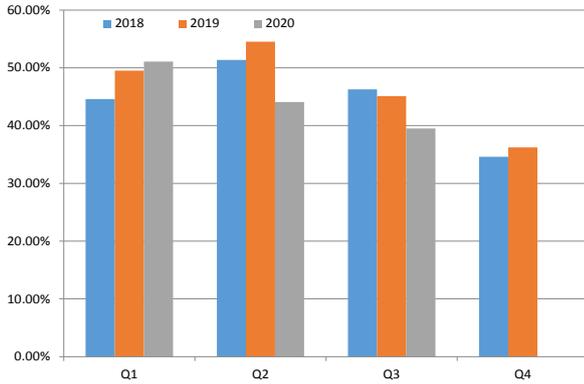
数据来源：公司公告，东方证券研究所

2019 年开启的提质增效全面变革正在对公司经营产生积极深远的影响。19 年开始公司对渠道获利模式和经营策略系统论证，经营重心、方向更加聚焦、明确提升直营渠道盈利质量，做大加盟渠道市场份额，促进电商渠道强势增长，实现从规模增长到盈利能力可持续提升的经营转变。一方面强化对直营门店拓展的约束，更多侧重直营单店店效与盈利能力的增强，另一方面由于加盟业务与线上业务具有更强的盈利能力，提升加盟商盈利水平成为增加公司净利润率水平的突破口之一，2020 年在 TOC 部分货品 100%可退货的基础上，太平鸟将订货比例下降至 60%，进一步减少加盟商备货压力，同时线上爆款补单与快反追单向加盟商倾斜。在供应链响应及时的基础上，提升产品新鲜度与定价能力，一系列综合措施来保障加盟商盈利能力的增强，以此来推动加盟渠道的加快拓展。一系列变革措施在 2020 年财报上显现：前三季度公司加盟店净开 7 家，预计四季度净开店进一步加速，验证了公司阶段性渠道调整措施的成功；二季度开始公司单季度期间费用率同比逐步下降，单季度净利润率同比明显恢复，收入在电商带动下逆势增长，净利润实现更快速的提升。根据之前的业绩预告，2020 年我们预计太平鸟扣非后归母净利润利率率在 6.5%左右，对比同行业龙头公司仍明显偏低，在找对了变革方向与合适的方法后，我们认为公司盈利能力依然有进一步提升的潜力。

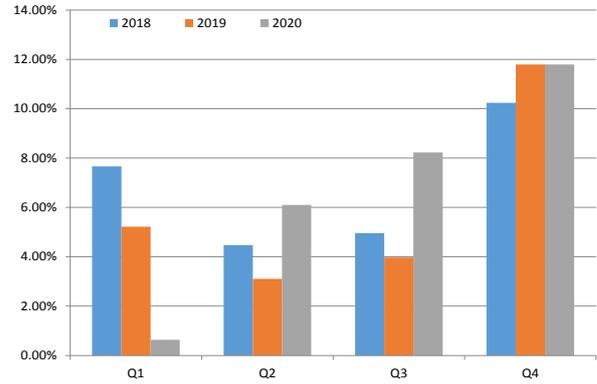
图 13：2018-2020Q3 太平鸟单季度存货周转天数对比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 14：2019-2020Q3 太平鸟单季度期间费用率对比


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 15：2019-2020Q3 太平鸟单季度净利润率对比


数据来源：公司公告，东方证券研究所（2020Q4 为预测数据）

公司内部对三大渠道的定位十分明确：直营是品牌价值，加盟是财务价值，电商是战略价值，未来围绕三大渠道的优化发展仍将持续推进。直营盈利能力的提升、加盟更快的扩张，电商通过组织架构、运营细管等调整更好地拥抱流量的社交化趋势，实现与年轻人的更好连接，最终都将推动公司收入的稳步增长和盈利能力的持续提升。

优良的公司治理和行业头部化趋势助力公司长期发展

与国内同行龙头相比，公司从股权上较为类似，创始人兼董事长拥有绝对控股权（持股 70% 以上），但公司在经营管理和内部治理上比多数同行更为优良。目前除了董事长本人，董事长家族成员几乎无人参加公司经营，而董事长本人更多聚焦战略层面，公司日常经营较早实现了从总经理到各分管副总再到其他中层的职业经理人管理模式。公司部分高管在上市之前就持有股份，实现了较好的利益绑定。上市之后在 2017 年公司曾经做过一次限制性激励计划，但由于各种原因不太成功。从逻辑推断，在成功推进商品、渠道和供应链的全面变革并带动公司经营进入上升期后，我们认为公司 2021 年进行新的更广泛的激励安排是大概率事件。这对于公司中长期持续发展也将产生深远影响。

从投资者回报看，公司从上市后一直保持 50%-80% 之间较高的现金分红率，预计未来仍有望延续较好的分红政策，对公司中长期价值也是一个加分项。

从行业中长期趋势看，2020 年的疫情加速了行业的分化，后疫情时代我们认为行业头部化趋势有望进一步加快。从渠道资源、供应商资源、资金和人才等各个要素都将进一步向公司这样的龙头集中。在时尚服饰行业，外资前些年的衰落为公司这样的本土龙头也腾出了更大的空间，再叠加公司目标客群 20-30 岁消费者对国潮更高的认可度，我们认为公司未来面临较大的发展机遇。

盈利预测与投资建议

1月公司披露2020年业绩预告：预计2020年公司实现归母净利润7亿左右，同比增长约27%，实现扣非归母净利润5.6亿元左右，同比增长约59%，分季度看，2020年四季度单季公司归母净利润同比增长13%，扣非归母净利润同比增长29%。四季度归母净利润增长对比前三季度减速，一方面与收入增速的放缓有关，20年公司双十一的GMV总体未达到高增长的目标，冬装也一定程度上受到11-12月降温不及预期以及专业竞品品牌竞争的影响，另一方面四季度员工奖金超额提成的计提、总部大楼折旧等因素对单季度净利率的提升也有一定的影响。

展望2021年，我们认为公司仍然处于提质增效的改革红利释放阶段，销售收入稳步提升的趋势下，净利率的改善修复将拉动公司净利润增速更大的弹性：（1）继女装风格调整到位实现反转后，男装与童装有望进一步改善；（2）盈利能力更强的加盟渠道和线上有望保持快速增长，成本费用压力相对更大的直营渠道将继续控制开店增速，从而提升总体盈利水平；（3）对比同行业龙头公司，公司在所得税率、存货减值等方面仍有进一步优化空间。

根据之前的业绩预告，我们小幅下调公司未来3年期间费用率预测，预计公司2020-2022年每股收益分别为1.48元、1.92元和2.40元（原预测为1.53元、1.85元和2.22元），参考可比公司估值，给予公司2021年25倍的PE，对应公司目标价48元，上调公司评级至“买入”。

表2：行业可比公司估值（截止2021年3月5日）

公司名称	公司代码	每股收益				市盈率			
		2019A	2020E	2021E	2022E	TTM	2020E	2021E	2022E
比音勒芬	002832	0.78	0.89	1.13	1.39	23	20	16	13
地素时尚	603587	1.30	1.34	1.56	1.82	16	15	13	11
安正时尚	603839	0.76	0.61	0.79	1.19	11	14	11	7
海澜之家	600398	0.74	0.44	0.68	0.81	9	16	10	8
歌力思	603808	1.07	1.33	1.11	1.24	14	11	13	12
朗姿股份	002612	0.13	0.31	0.52	0.77	257	110	65	44
日播时尚	603196	0.04	-0.21	0.14	0.14	144	-26	38	38
李宁	2331.HK	0.60	0.65	0.85	1.08	32	59	45	36
安踏	2020.HK	1.99	1.94	2.84	3.56	32	55	37	30
调整后平均							27	25	21

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

1、疫情的可能反复对终端零售的影响。

目前国内疫情防控整体良好，但不排除可能的反复对服饰终端零售的影响。

2、未能准确把握市场流行趋势变化的风险。

公司所处的国内中档休闲服饰行业整体处于充分竞争状态，对时尚的要求度相对较高。如果公司的产品设计、营销方式等不能有效契合目标的年轻消费者的偏好变化，可能对公司经营业绩产生不利影响。

3、存货跌价风险。

如因市场环境发生变化，竞争加剧等原因导致存货变现困难，有可能出现存货减值超过跌价准备计提数额的情况，公司存在存货跌价风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	648	672	875	1,032	1,210	营业收入	7,712	7,928	8,746	10,321	12,105
应收票据及应收账款	590	627	708	846	993	营业成本	3,592	3,711	4,260	5,011	5,887
预付账款	303	286	324	382	448	营业税金及附加	64	51	56	66	77
存货	1,836	1,855	2,556	3,107	3,650	营业费用	2,666	2,896	2,816	3,222	3,671
其他	1,625	1,524	1,559	1,590	1,626	管理费用及研发费用	596	612	677	782	899
流动资产合计	5,002	4,964	6,021	6,957	7,927	财务费用	20	19	30	44	45
长期股权投资	12	3	3	3	3	资产减值损失	209	130	186	199	229
固定资产	372	613	1,087	1,353	1,496	公允价值变动收益	0	6	5	5	5
在建工程	295	724	437	294	222	投资净收益	33	29	20	20	20
无形资产	186	184	174	165	156	其他	152	166	150	150	143
其他	771	527	406	412	452	营业利润	750	711	897	1,170	1,465
非流动资产合计	1,636	2,051	2,108	2,227	2,330	营业外收入	64	6	6	6	6
资产总计	6,638	7,015	8,129	9,185	10,256	营业外支出	12	8	6	6	6
短期借款	0	386	675	783	732	利润总额	802	709	897	1,170	1,465
应付票据及应付账款	1,639	1,973	2,265	2,664	3,130	所得税	242	166	197	257	322
其他	1,044	988	1,054	1,113	1,177	净利润	560	543	699	913	1,142
流动负债合计	2,683	3,347	3,994	4,560	5,039	少数股东损益	(11)	(8)	(6)	(3)	(3)
长期借款	332	59	59	59	59	归属于母公司净利润	572	552	705	916	1,145
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.20	1.16	1.48	1.92	2.40
其他	96	93	93	93	93						
非流动负债合计	428	152	152	152	152	主要财务比率					
负债合计	3,111	3,499	4,146	4,712	5,190		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	(11)	1	(5)	(8)	(11)	成长能力					
股本	481	479	477	477	477	营业收入	7.8%	2.8%	10.3%	18.0%	17.3%
资本公积	1,352	1,246	1,351	1,351	1,351	营业利润	37.7%	-5.2%	26.2%	30.5%	25.1%
留存收益	1,707	1,790	2,160	2,653	3,249	归属于母公司净利润	27.5%	-3.5%	27.9%	29.8%	25.1%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,528	3,516	3,984	4,473	5,066	毛利率	53.4%	53.2%	51.3%	51.4%	51.4%
负债和股东权益总计	6,638	7,015	8,129	9,185	10,256	净利率	7.4%	7.0%	8.1%	8.9%	9.5%
						ROE	16.7%	15.6%	18.8%	21.6%	24.0%
						ROIC	14.4%	14.3%	16.6%	18.9%	21.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	46.9%	49.9%	51.0%	51.3%	50.6%
净利润	560	543	699	913	1,142	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	194	203	270	217	238	流动比率	1.86	1.48	1.51	1.53	1.57
财务费用	20	19	30	44	45	速动比率	1.02	0.84	0.75	0.71	0.69
投资损失	(33)	(29)	(20)	(20)	(20)	营运能力					
营运资金变动	(406)	1,747	(673)	(520)	(490)	应收账款周转率	13.5	12.3	12.3	12.4	12.3
其它	517	(1,614)	154	158	184	存货周转率	1.6	1.7	1.7	1.5	1.4
经营活动现金流	853	868	460	792	1,099	总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
资本支出	(152)	(704)	(300)	(300)	(300)	每股指标(元)					
长期投资	18	8	0	0	0	每股收益	1.20	1.16	1.48	1.92	2.40
其他	(808)	322	25	25	25	每股经营现金流	1.77	1.81	0.96	1.66	2.30
投资活动现金流	(942)	(374)	(275)	(275)	(275)	每股净资产	7.42	7.37	8.37	9.40	10.65
债权融资	31	(263)	(10)	0	0	估值比率					
股权融资	(19)	(108)	104	0	0	市盈率	32.0	33.2	25.9	20.0	16.0
其他	(374)	(148)	(76)	(360)	(645)	市净率	5.2	5.2	4.6	4.1	3.6
筹资活动现金流	(362)	(520)	18	(360)	(645)	EV/EBITDA	17.9	18.5	14.4	12.1	9.9
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	22.4	23.7	18.6	14.2	11.4
现金净增加额	(451)	(25)	203	157	178						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn