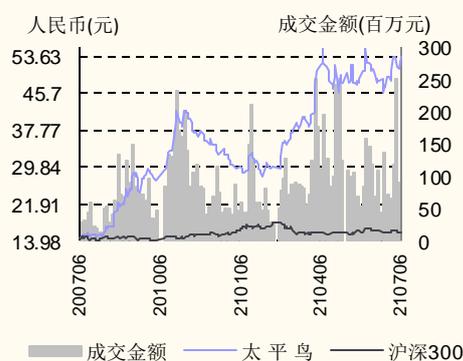


市场价格 (人民币): 53.39 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.77
已上市流通 A 股(亿股)	4.77
总市值(亿元)	254.52
年内股价最高最低(元)	55.53/14.49
沪深 300 指数	5083
上证指数	3530



改革红利持续释放，看好快时尚龙头长期成长

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,928	9,387	11,563	13,506	15,598
营业收入增长率	2.80%	18.41%	23.18%	16.81%	15.49%
归母净利润(百万元)	552	713	961	1,227	1,516
归母净利润增长率	-3.50%	29.24%	34.78%	27.69%	23.56%
摊薄每股收益(元)	1.152	1.495	2.015	2.573	3.180
每股经营性现金流净额	1.27	1.89	1.91	3.20	3.98
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.69%	18.29%	21.93%	25.18%	27.67%
P/E	13.26	20.06	26.49	20.75	16.79
P/B	2.08	3.67	5.81	5.22	4.65

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司疫后复苏速度、强度大幅领先行业。**经历 16-19 四年调整改革后，公司在品牌、供应链、渠道端的改革红利逐步释放，20 年以来业绩表现领先同业：收入、净利增速于 2Q20 即已转正，领先服装行业整体 2 个季度；此后季度复苏力度较行业领先幅度持续扩大，20 年营收、净利分别同增 18%、29%，增速高于服装行业 28.3pct、52.5pct，1Q21 分别同增 93%、222%（较 1Q19 增 61%、133%），增速高于服装行业 61.0pct、1954.6pct。
- **品牌：快时尚多品牌矩阵确立，女装年轻化尤为成功。**1) 品牌定位梳理清晰，成人装主力消费群体下移至 95 后，女装表现突出，PB 女装 20 年同增 28.4% (+18.2pct)，乐町 18 年定位、品质提升后毛利率上升至约 50%；2) 增加款色提升产品新鲜度，女装约 1.3 周上新一次，年 IP 跨界联名 50+ 款；3) 精准营销，邀请新生代偶像、超模代言，侧重新流量平台投放。
- **供应链：快速反应能力已建立，库存管理能力持续提高。**公司于 17 年即开始搭建快反供应链，三个阶段依次推动生产端、零售端、设计端的快速反应，组织架构上逐步打破内部壁垒，业务单元平行抱团作战，逐渐实现线上线下数据共享，20 年存货周转天数降至 166 天，存货结构继续改善。
- **渠道：门店优化提效，新零售渠道占比高。**直营店、加盟店、线上分别定位品牌、财务和战略价值，直营店注重店效提升、20 年同增 19.5% (+26.1pct)，加盟店运营质量改善后恢复净拓店（20 年净增 202 家），线上营收占比超过 30%、重点发力抖音。渠道优化把握年轻流量变迁，较早聚焦新零售渠道且占比较高，19 年购物中心+线上零售额占比约 60%。

投资建议

- **投资建议：**海外经验显示大市值服装公司易诞生于休闲服饰领域，新疆棉事件中本土休闲服饰龙头优先受益。公司管理团队动能足，数字化转型决心强（21 年 3 月 8.0 亿可转债获批，其中 6.5 亿拟投入数字化转型项目），改革红利有望持续释放，看好其长期成长。预计 21E~23E 公司 EPS 分别为 2.02/2.57/3.18 元，考虑公司成长性、休闲服饰国产替代潜力，给予 21 年 PEG 1.2 倍、目标价 61.9 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**线上、加盟开店、数字化不及预期，库存风险，大股东质押及控股股东、高管减持风险。

李婕

分析师 SAC 执业编号：S1130520110003
lijie6@gjzq.com.cn

内容目录

1、疫后复苏速度、强度均大幅领先行业.....	4
1.1、财务表现：疫后复苏速度、力度均大幅领先行业，1Q21 继续提速	4
1.2、股价表现：业绩持续释放，2020 年中开始大幅跑赢大盘.....	8
2、品牌年轻化+供应链快反+渠道优化，内部改革卓有成效	10
2.1、品牌：打造快时尚多品牌矩阵，年轻化转型较成功.....	11
2.2、供应链：快速反应能力已建立，数字化驱动运营持续提效.....	15
2.3、渠道：门店优化提效，新零售渠道占比提升.....	18
3、对标海外龙头成长空间广阔，公司转型改革未来可期.....	20
3.1、大众休闲时尚领域易诞生大市值公司，新疆棉事件加快本土龙头成长.....	20
3.2、内部管理优化、激励充足，为公司发展长期供能.....	21
3.3、转型数据驱动的科技时尚公司，改革红利有望持续释放.....	23
4、盈利预测与投资建议	25
4.1、盈利预测.....	25
4.2、相对估值.....	27
4.3、投资建议.....	27
5、风险提示.....	27
6、附录.....	29

图表目录

图表 1：行业及可比公司营收增速.....	5
图表 2：行业及可比公司单季度营收增速.....	5
图表 3：行业及可比公司归母净利增速对比.....	5
图表 4：行业及可比公司单季度归母净利增速.....	5
图表 5：可比公司线上线下收入增速.....	6
图表 6：太平鸟线上线下单季度收入增速.....	6
图表 7：行业及可比公司毛利率.....	6
图表 8：行业及可比公司单季度毛利率.....	6
图表 9：可比公司销售费用率.....	7
图表 10：可比公司管理费用率.....	7
图表 11：太平鸟主要销售费用明细占营收比例变化.....	7
图表 12：可比公司直营收入占比（2019）	7
图表 13：行业及可比公司归母净利率.....	7
图表 14：行业及可比公司单季度归母净利率.....	7
图表 15：行业及可比公司存货周转天数.....	8
图表 16：行业及可比公司应收账款周转天数.....	8
图表 17：可比公司经营性现金流净额增速.....	8
图表 18：可比公司经营性现金流净额占营业收入比例.....	8

图表 19: 太平鸟 PE-Band (TTM)	9
图表 20: 太平鸟股价涨跌幅 (2020/1/2~2021/7/6)	9
图表 21: 太平鸟 2011 年以来大致经历三个发展阶段.....	10
图表 22: 太平鸟年度营收、净利及增速.....	11
图表 23: 太平鸟存货及存货跌价准备情况.....	11
图表 24: 太平鸟旗下主要品牌.....	12
图表 25: 太平鸟上市服装新款色数量及增速.....	13
图表 26: 太平鸟主要品牌上新波段变化.....	13
图表 29: 太平鸟女装抖音短视频精细化营销.....	14
图表 30: 太平鸟销售费用率、广告宣传费占收入比变化.....	14
图表 31: 太平鸟分品牌收入增速.....	15
图表 32: 太平鸟分品牌毛利率.....	15
图表 33: 太平鸟快反模式建立三阶段.....	16
图表 34: 太平鸟期货模式和快反模式对比.....	16
图表 35: 太平鸟库存商品原值及增速.....	17
图表 36: 太平鸟库存商品原值结构.....	17
图表 37: 太平鸟直营店、加盟店、线上渠道梳理.....	18
图表 38: 太平鸟线下分渠道门店数量及增速.....	19
图表 39: 太平鸟线下分渠道门店店效及增速.....	19
图表 40: 太平鸟线下分渠道门店收入及增速.....	19
图表 41: 太平鸟分渠道毛利率.....	19
图表 42: 太平鸟线上销售收入及增速.....	19
图表 43: 太平鸟服饰运营分渠道收入结构.....	19
图表 44: 太平鸟分渠道类型零售额占比.....	20
图表 45: 太平鸟分渠道类型零售额增速.....	20
图表 46: 不同定位国际品牌服饰龙头公司对比.....	20
图表 47: 太平鸟股权结构 (截至 21/7/1)	22
图表 48: 太平鸟 2017 年限制性股票激励计划.....	22
图表 49: 太平鸟期末应付职工薪酬及增速.....	23
图表 50: 太平鸟人均创收及人均薪酬.....	23
图表 51: 太平鸟可转换债券募集资金用途.....	23
图表 52: 太平鸟科技数字化转型策略.....	24
图表 53: 太平鸟分品牌单季度收入增速.....	24
图表 54: 国内外大众品类龙头公司单店收入情况 (2020FY)	25
图表 55: 太平鸟分渠道盈利预测.....	26
图表 58: 太平鸟可比公司相对估值表.....	27
图表 59: 品牌服装行业样本公司列表.....	29

1、疫后复苏速度、强度均大幅领先行业

公司成立于 1995 年，是一家以零售为导向的多品牌时尚服饰公司，以“聚焦时尚、数据驱动、全网零售”为发展战略，致力于成为“中国青年首选的时尚品牌”。公司旗下拥有 PEACEBIRD 男女装（后文简称 PB 男装、PB 女装）、乐町、Mini Peace 等品牌，产品覆盖男女童等不同群体，主力价位在 500~2000 元之间，核心客群为 20~30 岁时尚青年。

经历四年内部改革后，公司在疫情期间展现强抗风险能力，复苏速度快、2Q20 营收、净利即恢复正增长，复苏强度大，2020 年全年营收、净利增速高于服装行业（本文服装行业指我们跟踪的 53 家重点 A、港股服装上市公司，样本列表见附录，后同）整体水平 28.3pct、52.5pct，1Q21 为我们跟踪的 37 家重点 A 股服装公司中收入、净利与 2019 年同期相比增长幅度均超 50% 的 3 家公司中的一家。

1.1、财务表现：疫后复苏速度、力度均大幅领先行业，1Q21 继续提速

■ 成长性：四年调整后，2Q20 开始业绩重拾双位数增长、大幅领跑行业

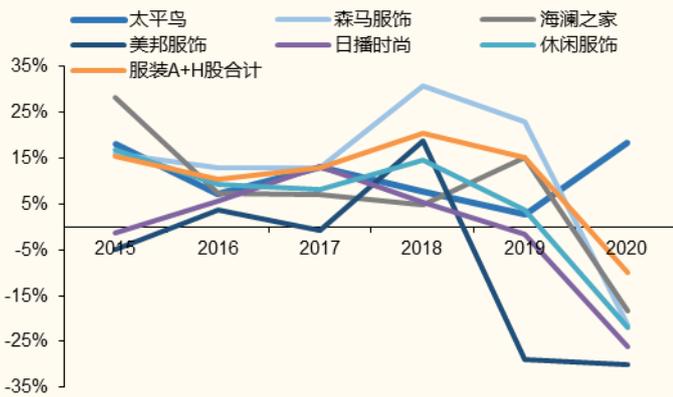
2016~2019 四年调整期间，公司收入端、净利端均有所承压。2016 年公司进入内部调整期（品牌年轻化、供应链改革降库存、渠道调整等），收入方面，除 2017 年外，年度营收增速均低于休闲服饰行业（本文休闲服饰行业指我们跟踪的 9 家重点 A 股和港股休闲服饰上市公司，样本列表见附录，后同）整体水平，2018、2019 两年低于服装行业整体水平；净利方面，除 2016 年明显低于同业外，净利增速仍维持在行业中上水平。

疫后复苏早，2Q20 收入、净利增速即已转正，领先行业整体两个季度。4Q19 开始，公司单季度营收增速开始较大幅度领先行业平均，已出现上升趋势。疫情最严重时期（1Q20）收入端下降幅度低于可比公司（公司收入同降 16.7%，休闲服饰、服装行业整体分别同降 38.0%、同降 31.3%），体现抗风险能力较强。2Q20 公司收入、净利增速即已转正，率先实现复苏，而休闲服饰、服装行业整体直至 1Q21 单季度收入增速转正，至 4Q20 单季度净利增速转正。

复苏力度大，从 2Q20 开始各季度复苏力度持续强于行业，且差距仍在拉大。2Q20 公司单季度营收、净利分别同增 25.6%、146.7%，较休闲服饰整体高 45.2pct、205.1pct，较服装行业整体高 37.2pct、182.9pct。2020 全年公司实现营收 93.9 亿元、同增 18.4%（新会计准则影响约 3.4 亿元¹，还原后同增约 14%），净利 7.1 亿元、同增 29.2%，较休闲服饰整体高 42.6pct、86.8pct，较服装行业整体高 28.3pct、52.5pct。1Q21 公司实现营收、归母净利 26.7、2.0 亿元，同增 93.1%、2222.3%，较 2019 年同期增长 60.9%、133.3%，同比增速高出休闲服饰整体 66.1pct、1400.3pct，高出服装行业整体 61.0pct、1954.6pct，业绩反弹强度大、与行业整体水平差距继续拉大。

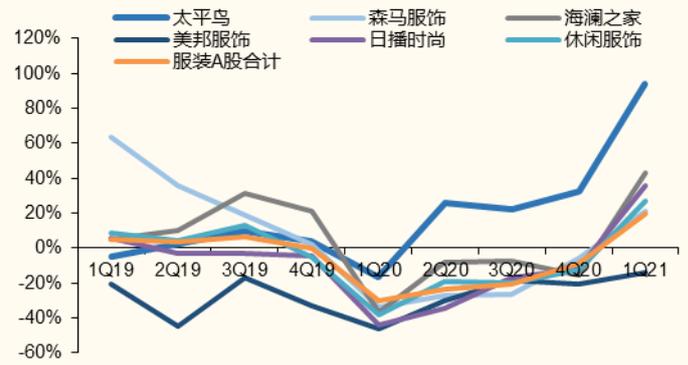
¹原公司对加盟商退货采用预计退货处理，即在资产负债表日，将向加盟商发货金额扣除预计退货金额部分确认为收入，预计退货的毛利额确认为“其他流动负债”。新收入准则下将预计退货金额部分重分类至“其他流动资产”。

图表 1：行业及可比公司营收增速



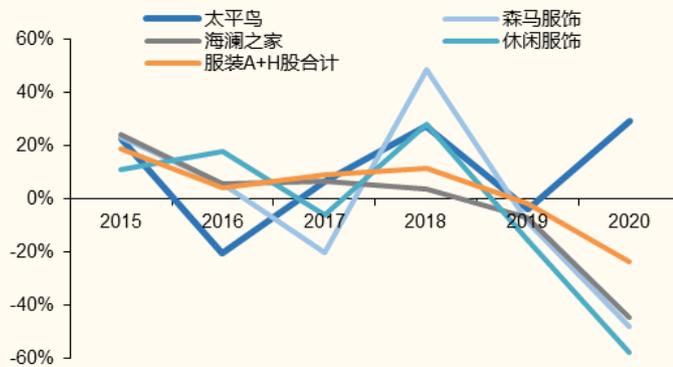
来源：wind，国金证券研究所；注：服装 A+港股、休闲服饰样本名单见附录

图表 2：行业及可比公司单季度营收增速



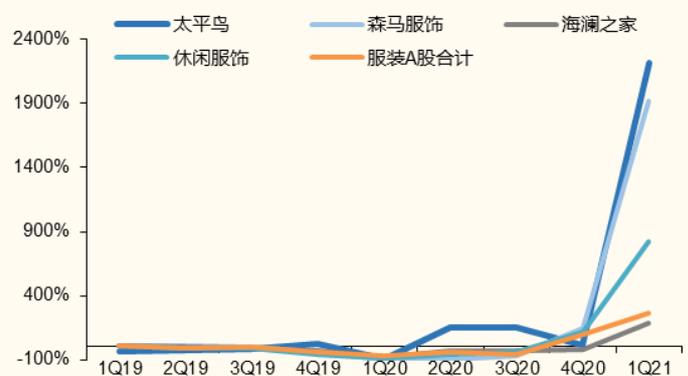
来源：wind，国金证券研究所

图表 3：行业及可比公司归母净利增速对比



来源：wind，国金证券研究所；
注：美邦服饰、日播时尚因期间出现亏损，净利增速大幅波动故不做展示。

图表 4：行业及可比公司单季度归母净利增速



来源：wind，国金证券研究所；
注：美邦服饰、日播时尚因期间出现亏损，净利增速大幅波动故不做展示。

线下复苏力度尤为强劲。线下得益于门店调整提效、供应链改革等系列改革的红利释放，疫情期间表现出较行业领先的抗风险能力，复苏力度尤为强劲。1Q20 因受实体店关闭冲击，行业普遍出现增速大幅下滑，公司于 2Q20 率先实现增速转正，1H20 线下收入降幅明显小于同业，全年线下实现双位数正增长、大幅领先同业。1Q21 公司线下同增 120.7%、较 2019 年同期增长 55.6%，目前已连续 4 个季度（2Q20~1Q21）线下收入增速同比上升。

线上成长仍有潜力可挖。公司线上收入增速从 2Q19 开始明显回升、早于线下，2020 年疫情背景下同增 21.3%、较为稳健。4Q20 线上增速出现放缓（4Q20 线上同增 10.7%，环比 3Q20 下降 28.6pct，同比 1Q19 下降 7.4pct），主要源于电商平台双 11 大促规则变动²后公司相应调整不够及时、未把握好活动节奏，导致 Q4 销售未达预期，预计未来仍有提升空间。1Q21 公司线上同增 51.7%、较 2019 年同期增长 76.4%，势头良好。

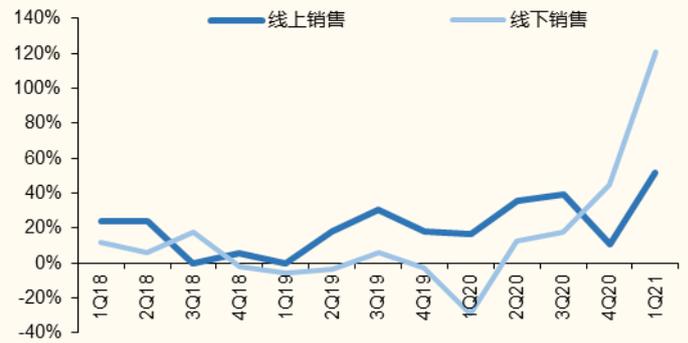
²2020 年天猫双 11 分为 10.21-11.03（定金支付为前 10 天、尾款支付及现货购买为后 3 天）和 11.04-11.11（定金支付为前 7 天、尾款支付及现货购买为双 11 当天）两拨，而往年 10.21-11.10 均为定金支付阶段、双 11 当天为尾款支付和现货购买阶段。2020 年两拨定金+尾款活动使得消费者双 11 购物行为出现前置，许多消费者在第一阶段即已满足大部分购物需求。而太平鸟在 2020 双 11 第一阶段主要做试水，计划在第二阶段发力，与消费者购买行为出现不同步。

图表 5：可比公司线上线下收入增速

公司	渠道	2019	1H20	2H20	2020
太平鸟	线上	15.8%	25.6%	18.5%	21.3%
	线下	-1.4%	-10.4%	32.6%	15.6%
森马服饰	线上	29.8%	0.1%	14.9%	8.9%
	线下	20.6%	-41.6%	-26.7%	-33.1%
海澜之家	线上	15.1%	40.0%	74.3%	59.2%
	线下	14.1%	-28.1%	-22.0%	-21.0%
日播时尚	线上	5.0%	-7.0%	20.9%	8.4%
	线下	-3.0%	-44.2%	-18.2%	-30.4%

来源：wind，国金证券研究所

图表 6：太平鸟线上线下单季度收入增速



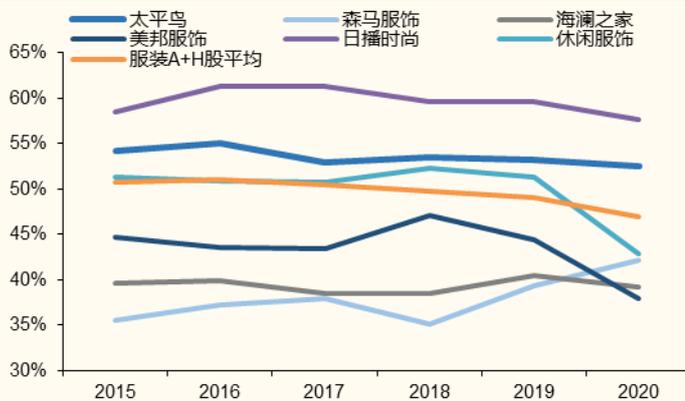
来源：公司公告，国金证券研究所

■ 盈利能力：直营占比高使得毛利率、费用率均较高，净利率已逐步回升

毛利率方面，公司处于行业偏高水平，主要与公司销售模式中直营占比较高（2019 年直营店占总营收比例 42.5%，仅次于美邦服饰的 47.6%），品牌力较强、定价相对可比公司（如森马、美邦）更高等原因相关。

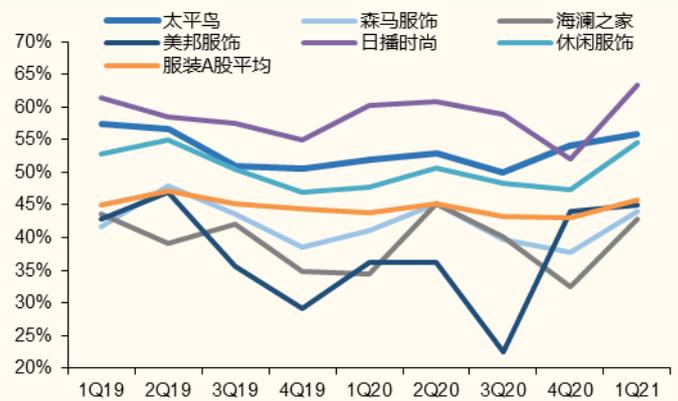
疫情冲击之下，公司毛利率维持相对稳定，2020 年综合毛利率 52.5%、同比略降 0.7%，表现优于行业平均水平（休闲服饰/服装 A+ 港股平均分别同降 13.7pct/3.1pct）；4Q20 开始，公司单季度毛利率实现 5 个季度以来首次同比上升，1Q21 为 55.9%，同比提升 4.0pct、较 2019 年同期提升 5.3pct。

图表 7：行业及可比公司毛利率



来源：wind，国金证券研究所

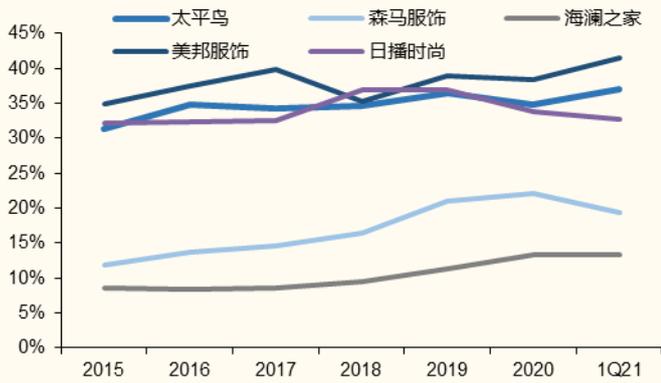
图表 8：行业及可比公司单季度毛利率



来源：wind，国金证券研究所

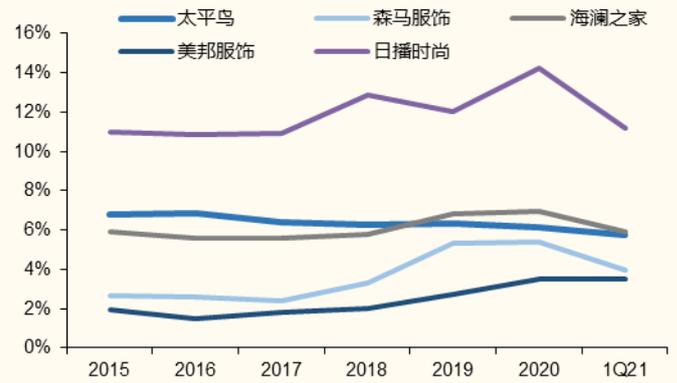
费用率方面，2020 年公司销售费用率、管理费用率分别为 34.9% (-1.6pct)、6.1% (-0.3pct)，历史来看均处于行业较高水平：1) 销售费用率较高，一方面与公司销售模式（直营收入占比较高）有关，职工薪酬、店铺租赁、装修费用较多，而在控制直营店开店节奏后相关费用有所下降；另一方面，随着品牌年轻化，在广告宣传、IP 联名等费用上支出增加。2) 管理费用率高于同业主要是因为公司旗下多品牌分事业部运营、管理人员较多，但在品牌事业部精简后呈下降趋势；另外对核心员工实施股权和奖金激励、产生相应费用。

图表 9：可比公司销售费用率



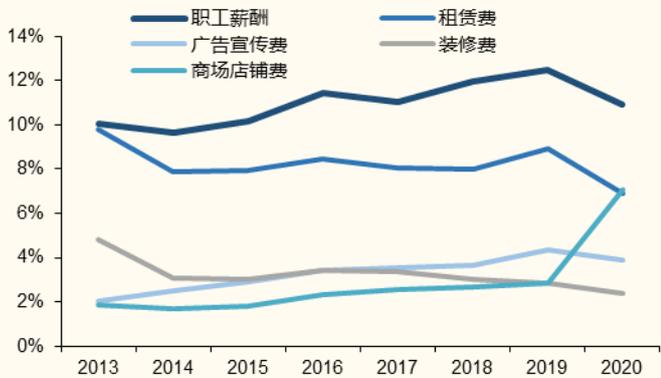
来源：wind，国金证券研究所

图表 10：可比公司管理费用率



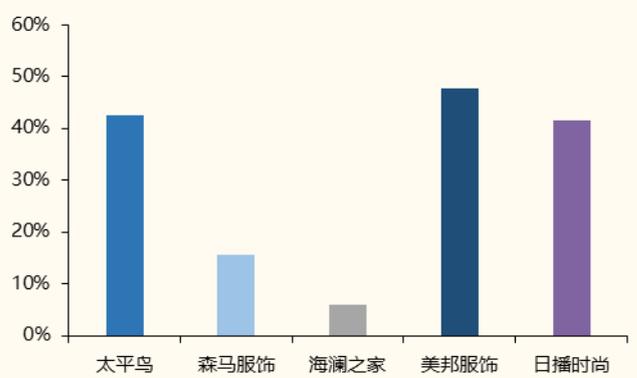
来源：wind，国金证券研究所

图表 11：太平鸟主要销售费用明细占营收比例变化



来源：wind，国金证券研究所

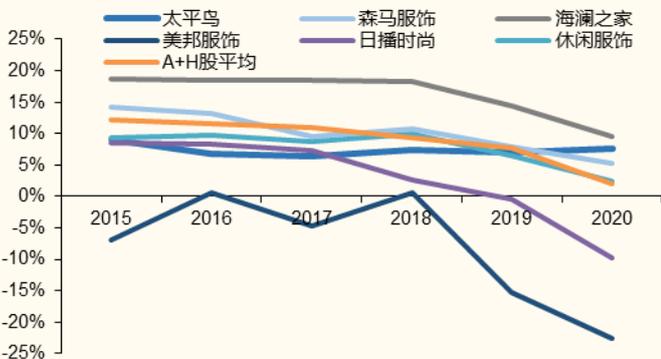
图表 12：可比公司直营收入占比 (2019)



来源：国金证券研究所；注：太平鸟、海澜之家、美邦直营中不包含线上销售

归母净利润率方面，公司处于同业中游水平，主要由于毛利端、费用端双高，2015年~2019年归母净利润率下滑受调整期去库存、计提存货跌价损失等影响，但降幅小于同业；2020年疫情之下公司归母净利润率为7.6%、同比提升0.7pct，1Q21与2020全年水平持平、较2019年同期提升2.4pct，体现公司盈利能力继续改善。

图表 13：行业及可比公司归母净利润率



来源：wind，国金证券研究所

图表 14：行业及可比公司单季度归母净利润率



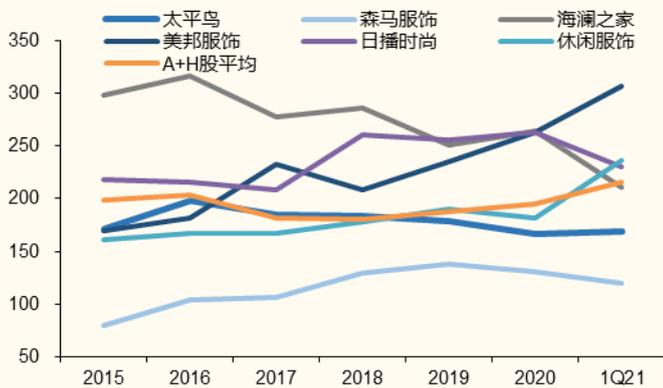
来源：wind，国金证券研究所

营运能力：存货周转效率明显提升，已优于行业平均水平

公司存货周转天数自 2016 年高点后呈下降趋势，2020 年在行业普遍库存周转放慢情况下，公司存货周转天数为 166 天、同降 14 天，低于休闲服饰平均水平约 15 天，周转效率呈现提升趋势。

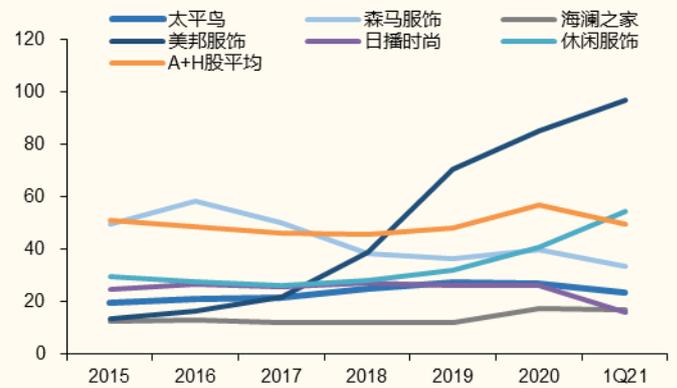
2015 年以来公司应收账款周转天数低于可比公司平均水平，应收账款回款情况良好。

图表 15：行业及可比公司存货周转天数



来源：wind，国金证券研究所；注：Q1 数据不含港股

图表 16：行业及可比公司应收账款周转天数

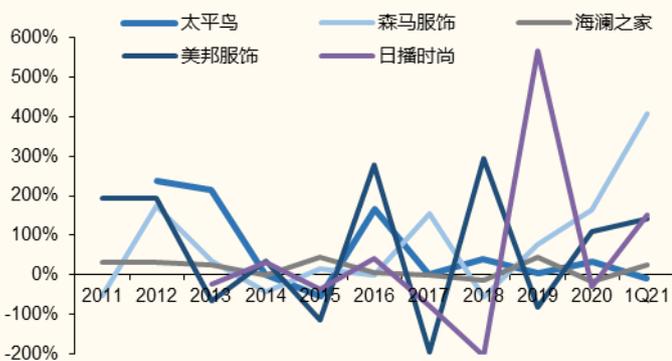


来源：wind，国金证券研究所；注：Q1 数据不含港股

■ 现金流：经营性现金流净额增长稳定

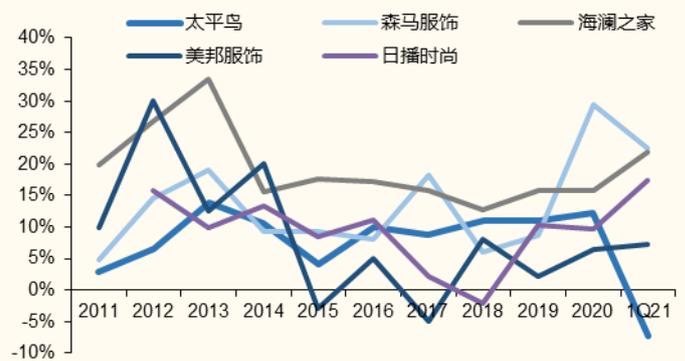
公司年度经营性现金流净额增速较为稳定，2020 年同增 32.9%，在可比公司中处于中上水平，经营性现金流净额占营业收入比例在 2016 年以后基本维持在 10%左右，体现公司现金流运转状况良好。1Q21 公司经营性现金流净额转负主要因为支付给职工以及为职工支付的现金、税费支出等同比大幅度增加，销售商品、提供劳务收到的现金同增 79.4%，与收入端增速较匹配。

图表 17：可比公司经营性现金流净额增速



来源：wind，国金证券研究所

图表 18：可比公司经营性现金流净额占营业收入比例



来源：wind，国金证券研究所

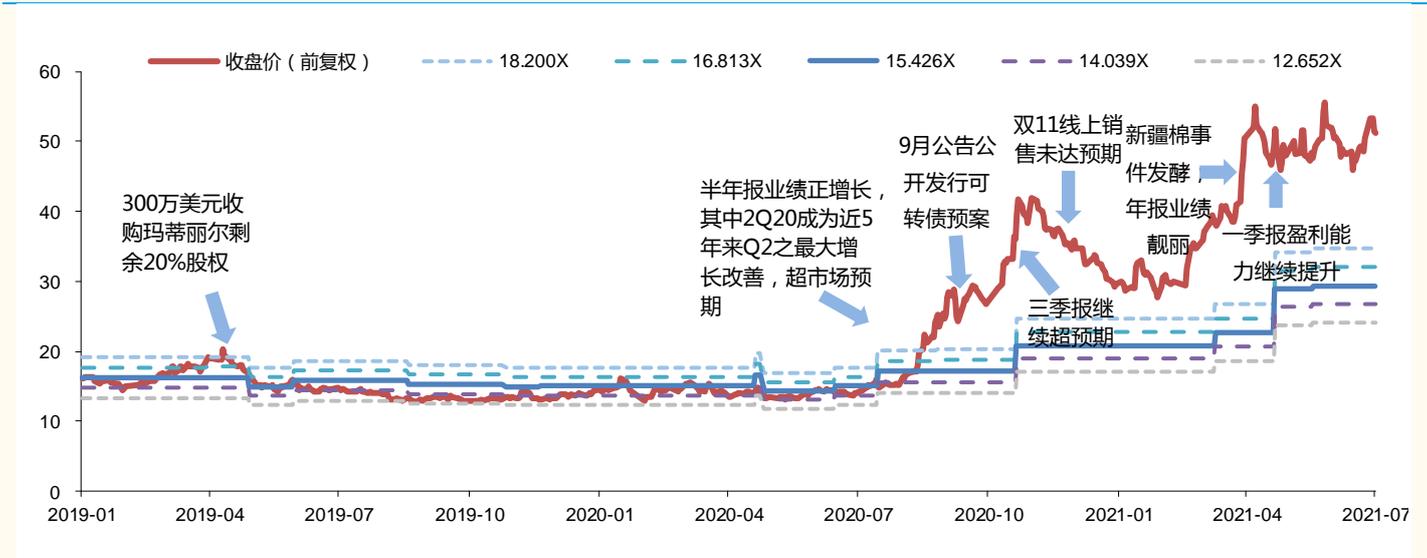
1.2、股价表现：业绩持续释放，2020 年中开始大幅跑赢大盘

2019 年初至 2020 年初，公司股价基本处于横盘调整状态，对应 PE 处于 10X~16X 区间。主要源于：1) 公司销售受 2018 年暖冬负面影响，同时内部改革效果尚未明显体现，2018、2019 两年均未达到股权激励计划公司层面业绩考核目标（2018/2019 年净利润不低于 6.5/8.5 亿元，实际达成率 87.9%/64.9%）；2) 2020 年初新冠疫情爆发，行业整体受负面冲击，市场信心不足，公司股价涨跌幅在 2020 年初至 7 月底与申万纺织服装指数差异基本不超过 10%。

公司改革红利释放、疫后复苏领跑行业，2020年7月开始股价随业绩超预期走高。2020/7/15公司公告1H20业绩快报，预告上半年收入实现正增长，业绩表现优于同业，8月半年报印证2Q20业绩复苏力度超预期、且为公司近5年Q2最高增速，推动公司股价涨幅开始明显跑赢大盘；9月可转债预案公告数字化转型，10月季报业绩继续超预期，公司股价达到2019年以来次高点，对应PE(TTM)约31X和市值约200亿；11月开始由于双11线上销售未达目标等原因，公司股价出现调整。

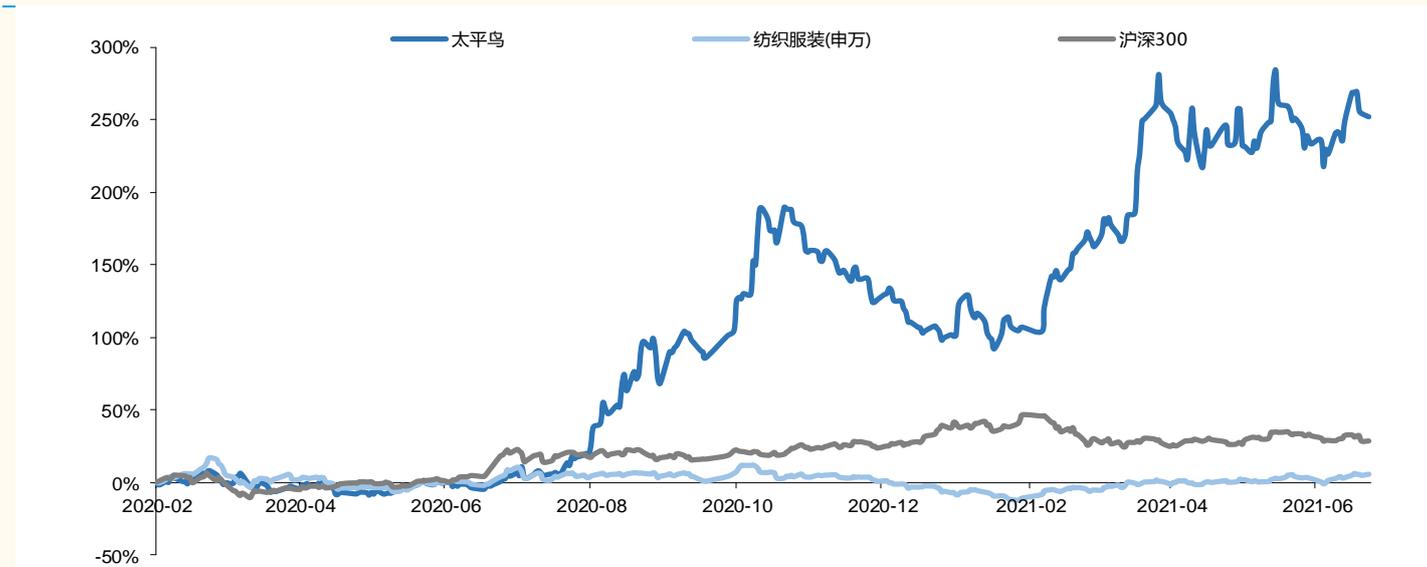
2021年初以来，内部改革红利持续释放，外部新疆棉事件利好，PE(TTM)达新高点37X。随着公司2020年报、1Q21季报业绩表现持续靓丽，外部受益于新疆棉事件发酵、国潮崛起，公司股价再度走高，于4月初达到新高点，对应PE(TTM)约37X和市值约262亿。

图表 19: 太平鸟 PE-Band (TTM)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 20: 太平鸟股价涨跌幅 (2020/1/2-2021/7/6)



来源: wind, 国金证券研究所

2、品牌年轻化+供应链快反+渠道优化，内部改革卓有成效

公司 2011 年以来发展大致可分为三个阶段：

1) 2011~2014 年，公司快速发展，期间收入、净利复合增速分别为 41.1%、68.1%，净利率由 2011 年的 5.2% 提升至 2014 年 8.6%；

2) 2015~2019 年，业绩增速明显放缓，期间收入、净利复合增速分别为 7.6%、0.7%，2017、2018 两年集中计提库存跌价准备，净利率由 2015 年 9.0% 高点降至 2017 年低点 6.3%；

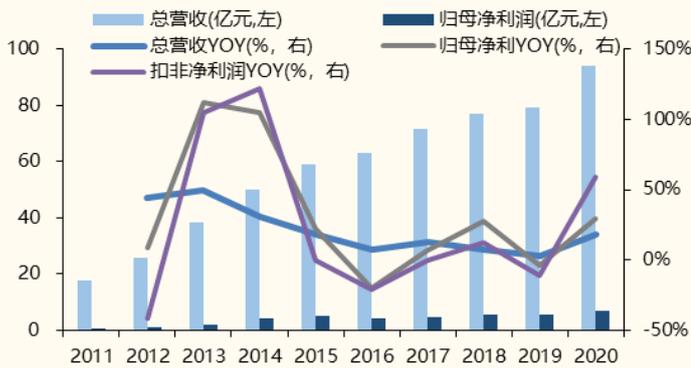
3) 2020 年收入、净利重回双位数增速，净利率 7.5%、同比提升 0.7pct。

图表 21：太平鸟 2011 年以来大致经历三个发展阶段

发展阶段		快速发展期 (2011~2014)	调整期 (2015~2019)	复苏上升期 (2Q20 至今)
		多品牌矩阵初步成型，拓店与店效齐升	库存压力凸显、开店不及预期，内部改革启动	疫后复苏领先同业，改革红利释放
营收规模		CAGR 41.1%	CAGR 7.6%	2020 年 18.4%，1Q21 93.1% (较 1Q19 增长 60.9%)
净利规模		CAGR 68.1%	CAGR 0.7%	2020 年 29.2%，1Q21 2222.3% (较 1Q19 增长 133.3%)
归母净利率		由 2011 的 5.2% 升至 2014 的 8.6%	由 2015 的 9.0% 高点降至 2017 的低点 6.3%	2020 年 7.5% (+0.7pct)，1Q21 7.6%
品牌		新增 Mini Peace 童装 (2011)、成立合资公司运营 Material Girl (2013)、创立 Amazing Peace 男装 (2014)	2015 年从 PB 男装开始品牌年轻化；AP 男装归入 PB 男装 (2017)，收购 MG 女装剩余 20% 股权 (2019)，增资入股太平鸟·巢 (2018)	引入 COPPOLELLA (2020)
线上	收入增速	CAGR 64.5%	CAGR 26.9%	2020 年同增 21.3%，1Q21 同增 51.7%
	占服饰运营收入比例	由 2011 的 7.6% 升至 2014 的 11.7%	由 2015 的 15.4% 升至 2019 的 29.5%	2020 年 30.5%，1Q21 30.3%
线下	门店数量	由 2011 年的 1832 家增至 2014 年的 3421 家 (CAGR 23.1%)，净增 1589 家门店中直营、加盟+联营分别占比 23.1%、76.9%， 加盟拓店为主	由 2015 年的 3794 家增至 2019 年的 4496 家 (CAGR 4.3%)，净增 702 家门店中直营占比 98.3%， 拓店放缓、直营为主	截至 1Q21 4632 家，直营、加盟占比 33.9%、66.1%
	店效	2012~2014 年直营店、加盟店店效 CAGR 分别为 22.0%、19.8%	2015~2019 年直营店、加盟店店效 CAGR 分别为 -4.1%、-8.1%	2020 年直营店、加盟店店效分别同增 19.5%、7.4%
库存情况	存货周转天数	由 2011 的 261 天降至 2014 的 150 天	2016 达 198 天高点，2019 降至 179 天	2020 年 166 天，1Q21 168 天
	存货跌价准备	存货跌价准备/期末存货余额由 2011 的 10.3% 升至 2014 的 17.0%	2017、18 年集中计提存货跌价准备 (存货跌价准备/期末存货余额存货分别 24.5%、28.6%)	2020 年存货跌价准备/期末存货余额存货降至 11.4%

来源：公司公告，国金证券研究所整理

图表 22：太平鸟年度营收、净利及增速



来源：wind，国金证券研究所

图表 23：太平鸟存货及存货跌价准备情况



来源：wind，国金证券研究所

公司在经历 2011~2014 年品牌矩阵扩充成型、渠道拓店与店效齐升的快速发展后，亦面临消费者偏好变化、库存压力凸显、店效下滑拓店放缓等行业性难题。我们认为，四年（2016~2019 年）内部改革为公司打造了三大竞争优势，2020 年疫情冲击下展现出强抗风险能力是该成果的体现：1）品牌年轻化，与 Z 世代消费者需求更好匹配；2）供应链提效，快反模式建立，周转效率持续改善；3）渠道调整，明确各渠道定位，门店聚焦盈利提升和经营质量改善。下面我们针对这三个方面分别进行详细剖析。

2.1、品牌：打造快时尚多品牌矩阵，年轻化转型较成功

由于消费主力代际切换，与公司同期成立的国内品牌服饰商许多因难以解决旗下品牌老化问题而陷入增长停滞甚至衰退。而公司在品牌年轻化的步伐上领先于同行，目前旗下成人装品牌（尤其是女装）已成功将核心消费群体由 85 后下移至 95 后。

品牌梳理：成人装聚焦 Z 世代，多品牌覆盖差异化需求

公司最早以 PB 男装起家，1995 年创立 PB 女装，2008 年开始在 PB 女装中增设乐叮系列（2010 年开始少女装品牌乐叮独立运营），2011 年创立 Mini Peace，至此全面覆盖成人男女装和童装领域。此后，公司又同时通过内生孵化、外部引入两种方式丰富品牌布局，增加不同定位的男女及童装新品牌，进入家居、潮流运动等新领域。2015 年以来，公司着重对成人装进行年轻化改革，全面聚焦 Z 世代群体，紧盯年轻消费者的需求变化。

目前公司已形成可满足差异化的品牌矩阵：

1) 女装，PB 女装从 2016 年开始转型、主力风格由 30 岁下移至 25 岁；乐叮聚焦 18~25 岁时髦少女，2017 年新高管上任后完成联营转加盟，2018 年完成品牌定位和品质提升；MG 女装 2019 年收购合资方 20% 股权后已由公司全资控股，2020 年开始并入电商运营平台，预计未来将聚焦线上销售。

2) 男装，PB 男装自 2015 年开始年轻化，2017 年将旗下定位 30~40 岁商务男士的 AMAZING PEACE 归入 PB 男装。

3) 童装，Mini Peace 分 Boy、Girl、Mini 系列，分别覆盖男、女童及 3 岁以下幼童。

4) 潮流运动品牌，2020 年 1 月接手孵化 COPPOLELLA（2016 年创立于米兰的街头滑板潮牌）中国业务、布局运动潮牌市场。

5) 家居，2018 年通过增资入股方式引入太平鸟·巢进入家居行业，以家纺、香氛、餐厨、家饰为主线。对比宜家、Zara Home 受到国内年轻消费者喜爱，预计未来家居有望成为公司新增长点。

图表 24：太平鸟旗下主要品牌

品牌名称	创立时间 (年)	进入形式	品牌定位	目标人群	营收 (2020年)	毛利率 (2020年)	门店数 (家, 2020末)	备注
太平鸟男装 (PEACEBIRD MEN)	1995	内生孵化	时髦、自信、坚持自我	25-30岁潮流男性	28.3亿元 (在营收中占比30.2%,下同)	54.4%	直营: 484 加盟: 865	2020 天猫双 11 男装品类 No.4
太平鸟女装 (PEACEBIRD WOMEN)	1997	内生孵化	时髦、率真、有年轻态度	25-30岁都市女性	37.8亿元 (40.3%)	55.5%	直营: 526 加盟: 1180	2020 天猫双 11 女装品类 No.4; 2021 年抖音年货节直播带货榜 No.10, 2021 年 3 月国货服饰抖音自播榜 No.1
乐町少女装 (LEDIN)	2008	内生孵化	甜美、摩登、元气	18-25岁时髦少女, 以大学生、初入社会女性为主	13.3亿元 (14.2%)	49.8%	直营: 228 加盟: 470	由太平鸟女装培育, 2011 年开始由独立事业部运营; 2020 天猫双 11 女装品类 No.8
太平鸟童装 (Mini Peace)	2011	内生孵化	男、女童系列: 时尚、潮流、个性态度; Mini Mini 系列: 温暖、有爱	3-11岁儿童; 1-3岁宝宝	9.8亿元 (10.5%)	51.2%	直营: 287 加盟: 434	由太平鸟男装事业部培育, 1H14 开始盈利, 2016 年开始由独立事业部运营; 2020 天猫双 11 女装品类 No.5
MATERIAL GIRL 女装	1989 创立, 2013 入华	海外引入	音乐、时髦、潮流	20-28岁美式潮流女孩	2.6亿元 (2.8%)	44.4%	直营: 29 加盟: 113	2019 年 300 万美元收购剩余 20% 股权、并为玛蒂丽尔子公司增资 2000 万人民币; 2020 年初并入电商运营平台
PETIT AVRIl 贝甜童装	2018	内生孵化	轻运动、趣时尚	1-11岁婴儿和儿童				-
COPPOLELLA 小恐龙	2016 创立, 2020 入华	海外引入	米兰街头滑板运动潮牌	潮流人群				合作成立品牌营运中心, 公司负责中国全域营销、渠道拓展
太平鸟·巢 (PEACEBIRD LIVIN')	2011 创立, 2018 收购	资产注入	时尚、品质、生活	追求生活品位的泛 90 后年轻人群				同一实控人, 公司以 2325 万元增资入股获 51% 股权; 2020 年按比例增资 816 万人民币

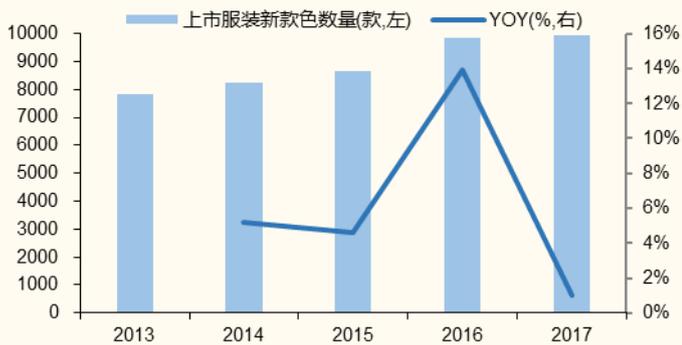
来源: 公司公告, 飞瓜数据, 蝉妈妈数据分析平台, 国金证券研究所

■ 研发上新: 增加款色开发、波段上新提升新鲜度, IP 跨界联名提升话题度

为适应年轻群体快时尚消费特点、提升商品新鲜度, 公司增加新款色上市数量至每年近万款, 同时加快上新频率, 其中女装最为明显, 平均约 1.3 周上新一次。

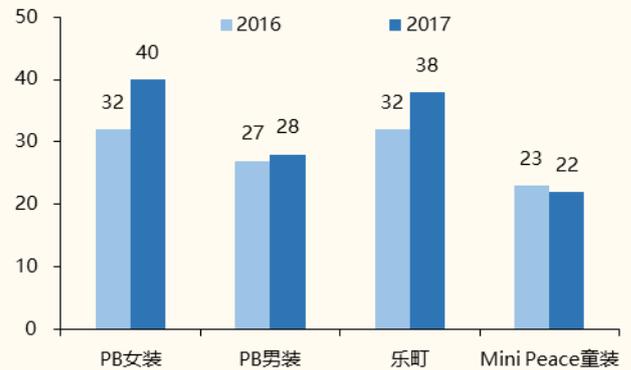
公司于 2018 年开始发力跨界品牌联名, 带动当年男装联名款热卖; 2019、2020 年分别推出 30+、50+款 IP 联名系列, 历年联名对象包括可口可乐、国潮(凤凰、飞跃、红双喜等)、动漫影视(迪士尼、漫威、哈利波特、火影忍者、宝可梦等)、音乐偶像(Billie Eilish)、虚拟偶像(洛天依)等, 与不同兴趣圈层的年轻消费者建立情感共鸣, 化小众为大众。

图表 25：太平鸟上市服装新款色数量及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 26：太平鸟主要品牌上新波段变化



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 精准营销：刷脸时装秀、合作新生代偶像，侧重线上新流量平台投放

公司于 2018 年首次登陆纽约时装周，此后定期亮相时装周、举办时装大秀，同时邀请流量明星（如戚薇、张含韵、王一博、陈冠希等）、潮流 KOL 上身，提升品牌时尚影响力。

女装品牌邀请新生代偶像为代言人，贴近当下女性力量崛起的趋势。2020 年 6 月官宣欧阳娜娜为 PB 女装品牌代言人和首位 PEACEBIRD 品牌发声人，探讨“拥抱变化、敢于挑战、多元可能性”的话题；2021 年 3 月官宣 THE9-虞书欣为乐町首位品牌代言人，传递“每一位女孩都要勇敢做自己”的品牌理念；2021 年 4 月邀请国际超模刘雯成为 PB 女装首位“星”系列（主打简约轻松、舒适自在）主理人，参与创意设计环节。

线上营销向年轻人聚集的平台倾斜，加大 B 站、抖音、小红书等新流量平台的互动内容投放，精准营销不同圈层人群。以社交电商代表抖音平台为例，公司于 2020 年 7 月正式入驻抖音，在短视频引流方面注重精细化运营，如用 3 条短视频诠释 1 个大主题，根据目标用户画像推出针对具体场景、人设的穿搭视频等，提升视频种草效率；店铺直播方面注重培养自有主播团队，并通过粉丝团、福利款等多重手段加强与观众互动。根据蝉妈妈分析平台数据，2021 年抖音年货节期间（2021/01/04~2021/01/20），太平鸟女装官方旗舰店 GMV 超过 8000 万、位列年货节达人带货榜单第 10，为榜单前十中除苏宁易购以外唯一的品牌官方账号（其余带货达人均为个人账号）。

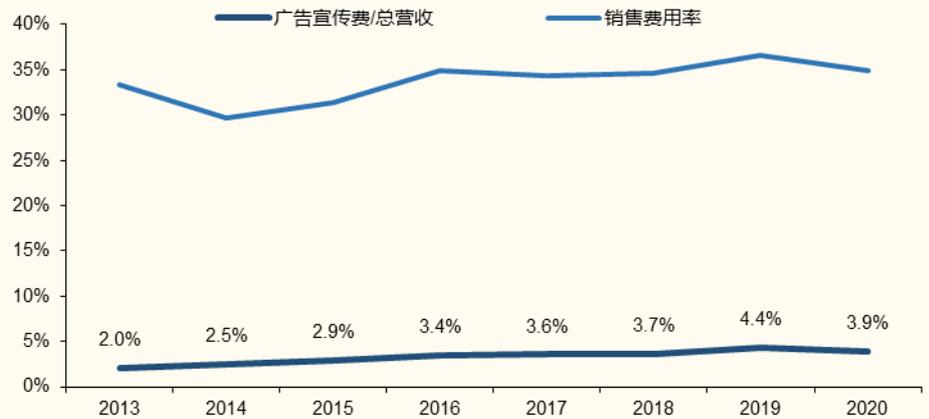
图表 27：太平鸟女装抖音短视频精细化营销



来源：公司抖音官方账号，国金证券研究所

2013~2019 年在销售费用率存在波动情况下，公司广告宣传费占收入比例逐年上升，显示公司重视营销投入；2020 年销售费用率为 34.9% (-1.7pct)、广告宣传费占收入比例 3.9% (-0.5pct)，同比略有下降主要由于收入端增速提升、规模效应显现。

图表 28：太平鸟销售费用率、广告宣传费占收入比变化



来源：wind，国金证券研究所

■ 女装复苏更快、上升势头良好，男装潜力较大

PB 女装在 4Q18 触底后于 3Q19 恢复正增长，除 1Q20 疫情影响外整体呈上升态势，2020 年全年收入同增 28.4% (+18.2pct)、毛利率 55.5% (+1.5pct)，1Q21 收入同增 120.4%、较 2019 年同期增长 89.7%、毛利率 59.2%。

乐町受益线上红利、团队优化而整体发展较快，2018 年因品牌定位和品质提升到位、毛利率明显上升 (毛利率 49.9%、+6.2pct)；2020 年全年收入同增 17.5% (+5.3pct)，增速不及 PB 女装主要因为产品端“少女标签”弱化的失误，

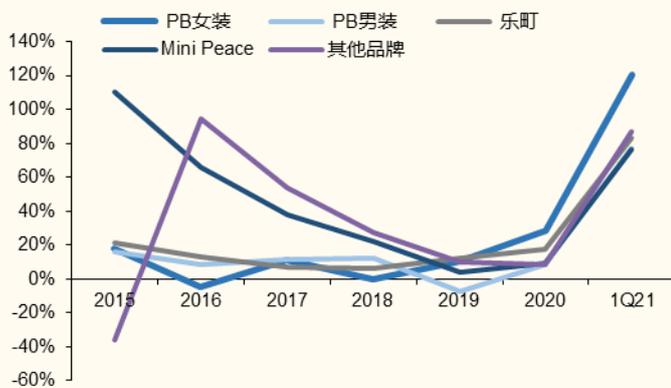
以及 Q4 因品牌线上占比相对更高、双 11 大促表现不及预期所致，1Q21 收入同增 83.0%、较 2019 年同期增长 70.1%、毛利率 55.8%。

PB 男装 2018 年受益可口可乐联名款畅销达到高点（同增 12.3%），但因冬装实力仍偏弱、受运动休闲品牌冲击等原因 2019 年增速再度出现回落，2020 年收入同增 8.4%（+16.0pct），1Q21 同增 77.2%、较 2019 年同期增长 36.7%。

Mini Peace 童装 2020 年收入同增 9.2%（+5.1pct），亦有提速迹象，1Q21 收入同增 76.1%、较 2019 年同期增长 51.1%，毛利率自 2017 年以来稳定在 52%左右。

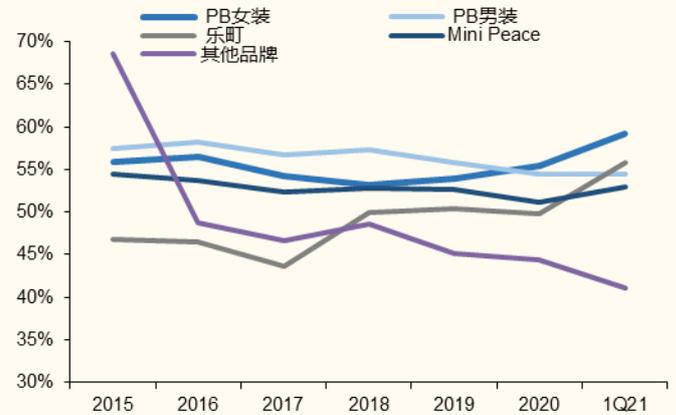
我们认为公司女装品牌率先调整到位，上升趋势较明确，验证公司品牌年轻化能力较强，随着公司快反机制赋能设计端、营销策略升级、IP 联名增加以及外部国潮崛起，预计男装品牌也有望复制成功经验，童装、家居亦有望获益行业成长红利成为公司新增长点。

图表 29：太平鸟分品牌收入增速



来源：wind，国金证券研究所

图表 30：太平鸟分品牌毛利率



来源：wind，国金证券研究所

2.2、供应链：快速反应能力已建立，数字化驱动运营持续提效

公司于 2017 年从 PB 男装开始打造供应链快速反应模式（简称快反，公司年报中原称为 TOC 模式），即通过深度管理、流动性管理、新鲜度管理三个阶段依次推动生产端、零售端、设计端的快速反应，目前已基本实现贯通货品供应全链路的快反机制，并正从组织架构调整、数字化升级方向做运营模式的进一步变革：

图表 31：太平鸟快反模式建立三阶段



来源：公司公告，国金证券研究所整理

■ 设计端：数据赋能精准设计，加速快单能力培育

降低期货模式占比，运用大数据赋能精准设计，不断提升商品快反占比。2019 年开始尝试快单模式，即通过分析多个运营平台数据（如阿里），快速捕捉流行趋势，应用于前端快速设计，从而更有针对性地打造畅销款。至 2020 年末，以进展最快的女装为例，快反模式占比约 50%，其中快单已占到近一半。

图表 32：太平鸟期货模式和快反模式对比

模式	说明
期货模式	传统模式，即通过预测流行趋势、消费者偏好提前 6 个月备货，但由于消费者偏好在此期间或发生变化，因此同时面临“高库存、高缺货”痛点。公司过去为 100%期货模式。
快反模式	供应链根据市场趋势变化快速反应、柔性制造，能较好应对库存、缺货压力，但相对期货模式的供应链管理难度更大。
快反-追单 (对应深度管理阶段)	追加公司已上市的畅销款订单，即初始备货相对减少，一旦捕捉到某一款式畅销、有成为爆款趋势，就通过供应链的快速反应来追加订单。供应商车间可获取各款式销售数据，并据此柔性生产，一般追单 1~2 周可上架售卖，冬装需要 3~4 周。
快反-快单 (对应新鲜度管理阶段)	借助阿里后台数据等方式捕捉爆款，根据市场潮流趋势快速设计、快速生产、快速投放： 1) 从设计库中调动已有的、符合爆款潮流、但未生产的款式，快速生产投放； 2) 根据当下潮流快速设计、生产、投放。

来源：公司公告，国金证券研究所整理

■ 生产端：与供应商高度协同实现柔性生产，追单周期约 2 周

通过完善供应商分级资源库、SCM 供应商管理系统，战略供应商深度参与开发打样、追单生产环节，引入人工智能预估货品需求等方式，公司不断精进柔性生产能力。加盟商订货比例已由过去的 100% 逐渐降至目前的 50%，后续根据销售情况灵活追单，实现畅销款深卖，追单从补货到上架约 2 周（夏装 1~2 周、冬装 2~3 周）即可完成。

■ 零售端：持续精进商品管理能力，提升货品流通效率

2016 年推出“云仓”数字化商品管理系统，支持客户在门店或线上下单，系统根据最佳收货方案及客户需求发货。物流中心能满足日均进货 25 万单、出货 20 万单、退货 5 万单任务。

快反流动性管理推动全国性跨区域调拨，以提升货品流通效率，重点实现平销款、滞销款流动速度（如滞销款通过奥莱、线上降库存）。公司给予加盟商每季订货 15%~20%的退货权、快反部分货品享有 100%退货权。以 2018 夏季商品为例，与 2017 年同期相比，零售折扣率提升 2%、售罄率提升 6%、季度商品库存下降 12%。

■ 组织架构：业务单元平行抱团作战，提升供应链各环节联动速度

打造电商运营、仓储物流运营支持大平台，线上数据赋能线下。为进一步提升供应链快速反应、数据驱动运营能力，2019 年下半年开始公司将电商运营平台（原电商事业部）、仓储物流平台（原物流管理中心）打造为“运营支持大平台”，与一线紧密联动，其中 2020 年在疫情催化下，线上沉淀的数据得到更充分利用，促成线上线下形成有效联动。

部门合作方式改“传统链式作战”为“业务单元平行抱团作战”，加快供应链各环节联动速度。传统“商品企划-设计-打样-生产-零售-营销”的链式作战方式存在环节长、效率低的缺点，一旦中间某一环节卡住就会影响整体项目进程。公司逐渐转为业务部门间小组抱团作战（目前主要为女装快单项目），各部门在立项后同时启动工作，明显缩短了供应链反应速度。

■ 供应链改革有效减轻库存压力

供应链变革效果已逐步显现：

1) 2017~2019 年公司年末库存商品原值逐年下降（CAGR -4.9%）、降库存效果较明显，2020 年同增 16.6%（仍低于收入端增速），主要由于双 11 规则变化后公司调整不够及时，导致大促销售未达目标、冬装备货未完全消化；

2) 库存商品结构从 2019 年开始明显优化，至 2020 年末 1 年以内库存占比上升至 66.3%、较 2017 年提升 15.6pct，3 年以上库存降至 7.3%、较 2017 年下降 4.9pct；

3) 存货周转天数从 2017 年开始呈下降趋势，2020 年末降至 166 天，1Q21 末 168 天，与 2020 全年水平基本持平，同比 1Q19 下降 50 天。

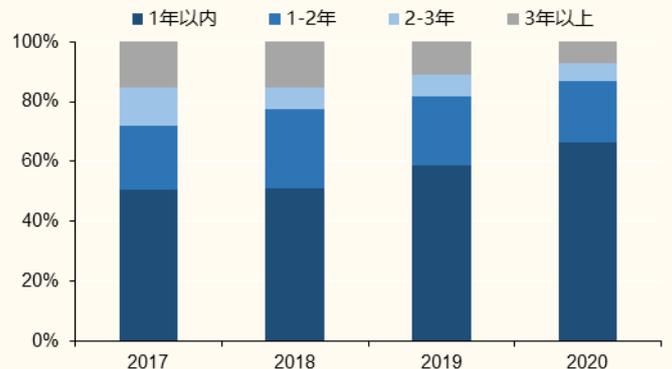
疫情催化下，公司在 2020 年上半年开始实现线上、线下数据共享，部门壁垒进一步打破，对线上沉淀的销售数据有更为充分的应用。我们认为，四年供应链快反改革为公司数字化转型打下了坚实基础，随着可转债项目落地，预计未来除生产、零售外数字化将进一步赋能营销、设计等各环节。

图表 33：太平鸟库存商品原值及增速



来源：wind，国金证券研究所

图表 34：太平鸟库存商品原值结构



来源：wind，国金证券研究所

2.3、渠道：门店优化提效，新零售渠道占比提升

公司依据渠道获利模式和经营策略，目前将直营店、加盟店、线上渠道三大渠道主要定位为品牌价值、财务价值和战略价值；渠道形态上，适应流量变迁，聚焦年轻人更多聚集的线上、购物中心，提升百货专柜质量、优化低效街店，发挥奥莱商品流转、存货消化作用。

图表 35：太平鸟直营店、加盟店、线上渠道梳理

	直营店	加盟店	线上
核心定位	品牌价值	财务价值	战略价值
说明	集中于一二线及省会城市购物中心、百货商店（18 年两类门店占比 88%），强调线下体验价值和品牌形象树立	多开在三线城市、街店比例较直营高（18 年加盟+联营/直营街店比例 22%/4%），迎接三四线年轻人消费升级；所需投入的费用较少、盈利能力较高	年轻消费者向线上聚集趋势不变，配合品牌年轻化；线上数据沉淀应用于公司数字化转型
盈利能力	成本费用（租金、装修、人员激励等）较高、盈利能力偏弱	推测经营利润率高于直营店	-
发展方向	控制拓店节奏，以优化调整、提升盈利质量为主	继续净拓店做大市场份额，提升货品管理，提高加盟商积极性	巩固传统电商、拓展抖音等社交电商，促进电商渠道强势增长
营收增速 (2017~2019CAGR 2020 YOY)	9.9% 21.0%	-4.9% 7.4%	2.6% 21.3%
营收占比(2020)	44.4%	25.1%	30.5%
数量 (截至 1Q21)	1570 家 (-63, 较 19 年末变动, 右同)	3062 家 (+202)	-

来源：公司公告，国金证券研究所整理；注：加盟店营收增速经过调整，包括联营店

■ 直营店提高运营质量，加盟店恢复净拓店

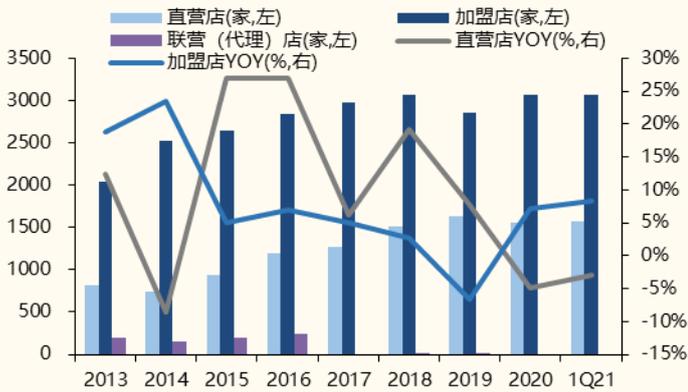
2013~2016 年公司线下开店速度保持在 10%以上，增长主要依靠外延拓店，2017 年因库存积压、店效下降等问题暴露而开始线下渠道调整，具体措施包括：1) 取消联营店模式，关闭或转为加盟店，至 2020 年公司已无联营店；2) 直营渠道关闭、调整低效门店，审慎拓店，聚焦改善门店运营质量以实现同店增长。3) 加盟渠道强化货品、零售等赋能支持，帮助加盟商提升盈利水平以提升其开店意愿，同时实现门店数量、零售规模的增长。

截至 1Q21，公司线下门店共 4632 家（直营/加盟分别 1570/3062 家，较 2019 年末分别-63/+202 家），门店总数超过 2018 年高点 4594 家。

2020 年公司线下渠道营收、店效双升，毛利率保持稳定，门店优化成果显现。直营店、加盟店收入分别同增 21.0% (+15.4pct)、7.1% (+17.8pct、恢复正增长)，店效分别同增 19.5% (+26.1pct、恢复正增长)、7.4% (+16.0pct、恢复正增长)，毛利率分别为 65.6% (+0.3pct)、45.1% (+0.0pct)。

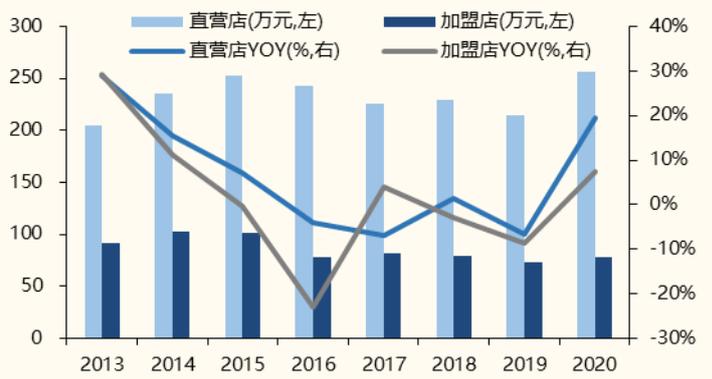
1Q21 直营店、加盟店收入分别同增 88.9%、305.26%，较 2019 年同期分别增长 54.6%、58.4%，毛利率分别为 66.7% (+7.8pct)、50.4% (5.8pct)，改善趋势不变。

图表 36: 太平鸟线下分渠道门店数量及增速



来源: wind, 国金证券研究所

图表 37: 太平鸟线下分渠道门店店效及增速



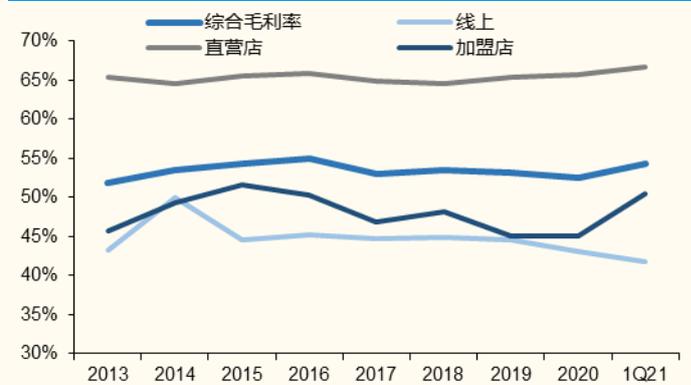
来源: wind, 国金证券研究所

图表 38: 太平鸟线下分渠道门店收入及增速



来源: wind, 国金证券研究所

图表 39: 太平鸟分渠道毛利率



来源: wind, 国金证券研究所

■ 快速适应流量转移，线上、购物中心等新兴零售渠道占比高

“在线化”、“社娱化”等逐渐成为 Z 世代年轻人的消费标签，叠加疫情对消费习惯的影响，线上已成为年轻人快时尚消费的重要渠道。公司重视继续巩固淘宝为代表的传统电商平台，积极布局抖音、小程序等社交零售新渠道。

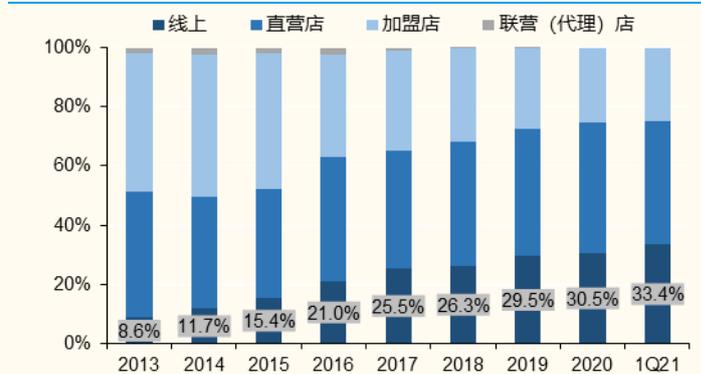
2020 年公司线上收入同增 21.3% (+5.5pct)、在服饰运营中占比 30.5% (+1.0pct)，占比继续提升，毛利率为 43.0% (-1.6pct)。1Q21 线上收入同增 120.7%、较 2019 年同期增长 76.4%，在服饰运营中占比 33.7%，毛利率为 41.7%。

图表 40: 太平鸟线上销售收入及增速



来源: wind, 国金证券研究所

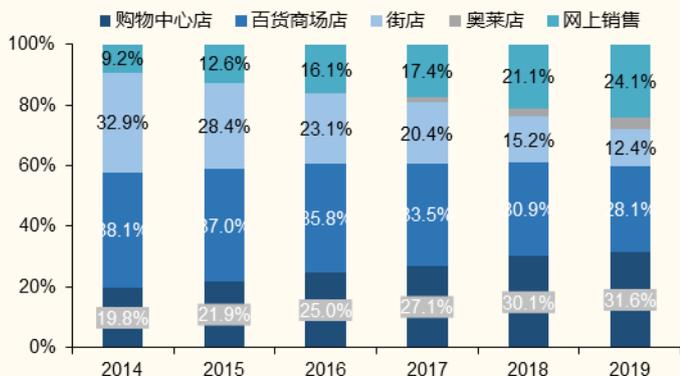
图表 41: 太平鸟服饰运营分渠道收入结构



来源: wind, 国金证券研究所

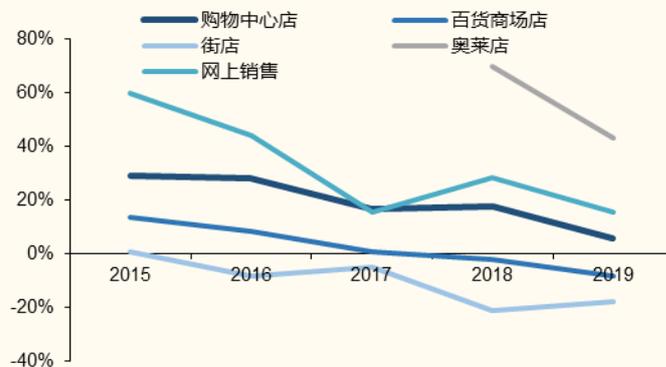
购物中心因集吃喝玩乐等于一体，已成为线下年轻人聚集的休闲消费场所，2019年购物中心超过百货商场店成为线下零售额占比最高门店类型（31.6%），与线上渠道合计占比达59.7%。

图表 42：太平鸟分渠道类型零售额占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 43：太平鸟分渠道类型零售额增速



来源：公司公告，国金证券研究所

3、对标海外龙头成长空间广阔，公司转型改革未来可期

3.1、大众休闲时尚领域易诞生大市值公司，新疆棉事件加快本土龙头成长

■ 从国际品牌服饰龙头看，大众休闲时尚领域易诞生大市值公司

目前国际服装品牌龙头的规模（包括收入、净利、市值）呈现“哑铃型”分布，头尾的奢侈品和大众领域已诞生较多大体量龙头公司，而定位中高端或轻奢的公司规模则相对较小。

2019 财年，奢侈品巨头 LVMH、开云集团、历峰集团收入规模均在 1000 亿元（人民币，下同）以上，其中 LVMH 高达 4196.8 亿元；中高端品牌公司拉夫劳伦、Tapestry（原 Coach）、CAPRI（Michael Kors 母公司）收入规模均在 500 亿元以下，体量相对较小；大众休闲时尚龙头中西班牙 Inditex（Zara 母公司）、日本迅销集团（优衣库母公司）、H&M 集团收入规模均千亿以上，其中 Inditex 最高（2161.1 亿元）。

图表 44：不同定位国际品牌服饰龙头公司对比

定位	公司	成立时间	2019FY收入 (亿元)	收入增速 (15-19CAGR)	2019FY净利润 (亿元)	门店数量 (2019FY)	总市值 (亿元, 21/7/5)	旗下主要品牌
奢侈	LVMH	1987	4196.8	10.8%	560.4	4915	2769.5	LV、迪奥、纪梵希、轩尼诗等
	开云集团	1988	1241.4	8.2%	180.4	1381	775.1	卡地亚、梵克雅宝、江诗丹顿等
	历峰集团	1963	1111.8	6.5%	72.9	1099	484.6	Cucci、巴黎世家、柏蒂·温妮达等
中高端	拉夫劳伦	1967	433.8	-4.5%	27.1	1439	71.4	Polo Ralph Lauren、Purple Label等
	CAPRI	1981	390.9	4.2%	-15.7	6075	70.5	Michael Kors、Jimmy Choo、Versace 等
	TAPESTRY	1941	414.3	9.5%	44.2	1540	98.6	Coach、Kate Spade、Stuart Weitzman
大众	迅销	1984	1534.1	8.0%	108.7	2574	5171.8	优衣库、GU等
	Inditex	1975	2161.1	7.9%	278.0	7469	766.8	Zara、Zara Home、Bershka、Pull&Bear等
	H&M	1947	1712.7	6.5%	98.9	5076	2450.8	H&M、Monki、COS、Weekday 等
	GAP	1969	1128.4	0.9%	24.2	3666	104.6	Old Navy、GAP、Banana Republic等

来源：wind，公司官网，国金证券研究所

注：1) 选取 2019FY 数据主要考虑到 2020FY 受疫情冲击以及各公司年报披露速度不一致。

2) 收入增速由报表原始数据计算得到，其他数据均已换算成人民币口径。

品牌服饰龙头体量“哑铃型”分布背后原因有：

大众休闲时尚公司主要通过走量来扩张，用高性价比（如优衣库）或快时尚设计（如 Zara）来解决用户痛点，目标客户数量庞大、单品牌开店及收入天花板较高。

奢侈品牌大多成立时间较早，满足社会上层人群个性化需求，经历多年设计、营销积累，品牌影响力强，之后又通过收购兼并逐渐成长为大型多品牌集团。另外，对于新兴市场富裕人群而言，国际奢侈品牌背后还有发达国家社会文化做背书，因此奢侈品牌在拓展新兴市场时能取得较强的品牌溢价。

而世界范围来看，中产阶级的兴起和需求释放基本晚于上层阶级和大众群体，且客户需求具有一定个性化特征，因此在收入、利润、门店数量、品牌知名度等方面仍与另两类龙头有一定差距。

我们认为，国内奢侈品龙头的诞生需要足够的社会文化沉淀，同时还面临国际成熟奢侈品牌的激烈竞争，这一过程仍相对漫长。而在大众休闲时尚领域，国内有众多普通消费者正在经历时尚意识的觉醒，追求高性价比、希望紧跟潮流，对本土品牌的认可度也在上升，因此我们认为未来国内服装大市值公司或最先出现在大众休闲时尚领域。

■ 新疆棉事件激发“国货潮”，利好本土快时尚品牌影响力提升

2021年3月新疆棉事件的爆发有力激发了国货消费需求，在各细分行业中，与H&M、Nike、ZARA等BCI成员品牌定位相似的大众快时尚、运动服饰领域优先受益。

本次事件在短期内刺激了国产品牌销售增长；长期来看，太平鸟等国产龙头快时尚品牌已具备较强的产品力、渠道力，有望通过新疆棉事件较大幅度提升品牌认知度，即使事件热度逐渐下降，也有望通过优质产品、持续营销留住客户继续消费，加快提升市场份额、对国际品牌形成替代。

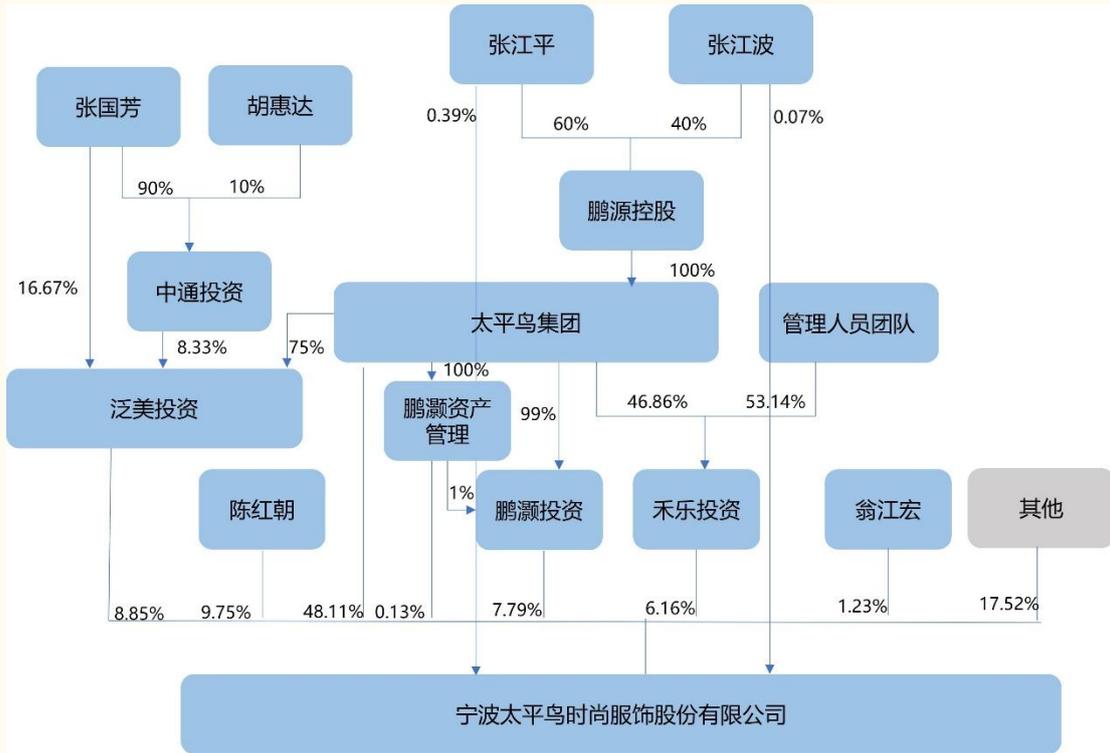
3.2、内部管理优化、激励充足，为公司发展长期赋能

■ 股权结构：实控人为张江平、张江波兄弟，股权集中且结构稳定

公司于2017年1月9日登陆上交所主板，上市以来累计分红15.2亿元（2017~2020年度累计）、累计股利支付率66.2%。

太平鸟集团为公司控股股东，鹏灏投资、鹏灏资管、泛美投资、禾乐投资以及创始人兄弟为其一致行动人，截至2021年7月1日合计持股71.5%；实控人为张江平、张江波兄弟，直接加间接持股比例约59%。公司股权结构较稳定，大股东持股比例高。

图表 45：太平鸟股权结构（截至 21/7/1）



来源：公司公告，国金证券研究所；

注：1) 陈红朝为公司董事、总经理；2) 翁江宏为公司董事、副总经理、电商事业部总经理，与公司实际控制人张江平、张江波兄弟系表兄弟关系。

■ 管理团队职业化、部门壁垒逐渐打破，团队激励充分、内部动力充足

公司前十大股东中陈红朝为公司现任董事、总经理，翁江宏为公司现任电商事业部总经理。禾乐投资为公司股权激励平台，覆盖公司及子公司高级管理人员 90 余名。

公司于 2017 年 7 月推出第一期限限制性股票激励计划，授予 412 位激励对象（中层管理人员、核心管理人员 281/131 人）对象合计 988.4 万股、占公告日总股本 2.08%，授予价 13.96 元/股，分三期解锁。公司层面业绩考核指标为 2017~19 年净利润分别不低于 4.5/6.5/8.5 亿元，2017 年达成业绩目标并于 2018 年解锁 172.8 万股，但 2018、19 年均未达成业绩目标。

图表 46：太平鸟 2017 年限制性股票激励计划

分类	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占计划公告日股本总额比例
中层管理人员 (281 人)	681.82	68.98%	1.44%
核心业务人员 (131 人)	306.55	31.02%	0.65%
合计 (412 人)	988.37	100.00%	2.08%

来源：wind，国金证券研究所

公司近年来引入优秀职业经理人、优化管理团队，包括 2017 年聘请原桂林大宇客车有限公司财务部科长中亚欣担任公司乐叮事业部总经理、2018 年聘请万华化学（宁波）有限公司财务总监王青林担任公司新财务总监等。

配合业务单元平行抱团作战、打破内部壁垒的组织结构变化，公司持续优化绩效考核激励体系，更鼓励高目标牵引和抱团作战，明确基于价值创造之上

的超额价值分享机制、明确各职能人员奖金均与增量利润挂钩，从制度层面激发员工积极性和部门间团结合作。2020 年公司人均创收同增 15.2%至 77.7 万元，期末应付职工薪酬同增 46.2%，主要为按激励考核办法计提的奖金增加，体现公司内部员工激励足，或持续提升团队稳定性和成员动力。

图表 47：太平鸟期末应付职工薪酬及增速



图表 48：太平鸟人均创收及人均薪酬



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

3.3、转型数据驱动的科技时尚公司，改革红利有望持续释放

■ 中长期看，快反为第一步，科技数字化转型为进阶目标

公司于 2020 年 9 月公告公开发行可转债预案、2021 年 3 月获证监会核准批文，拟募集 8.0 亿元。其中，6.5 亿元拟投入于科技数字化转型项目，用于消费者洞察与深度链接、供应链运营效率提升和基础保障支持三大平台打造，项目拟实施周期 3 年。

图表 49：太平鸟可转换债券募集资金用途

项目名称	项目投资总额 (万元)	拟投入募集资金金额 (万元)
科技数字化转型项目	71,480	65,000
1) 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	
2) 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	
3) 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	15,000	15,000
合计	86,480	80,000

来源：wind，国金证券研究所

快反模式通过后期追单、快单来紧跟潮流爆款的出现，以弥补前期设计未预料到的市场需求，是公司目前克服期货模式弊端的核心手段，但仍属于“事后补救”，品牌方仍处于被动状态。而数字化的目的在于提升“事前感知”能力，即通过运营私域流量，与终端消费者直接链接、深度交流互动，从而更早感知、洞察年轻潮流人群的偏好需求变化，设计端得到反馈后能前瞻性地输出设计，生产、营销、零售等各环节更早配合联动，提升爆款打造成功率，从而加速公司由“潮流追赶者”转为“潮流创造者”。

图表 50：太平鸟科技数字化转型策略

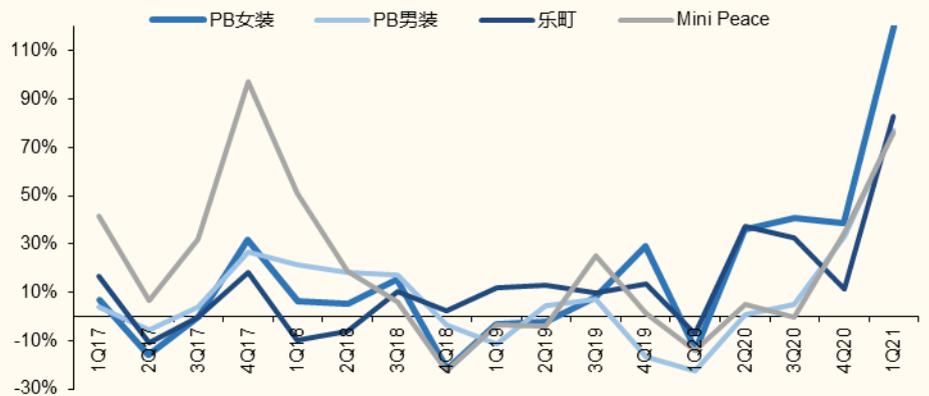


来源：公司公告，国金证券研究所

■ 短期内，品牌、供应链、渠道优化仍有较大空间

品牌：1) 乐町新团队就位后 2018 年乐町表现明显优于其他品牌，但 2019 年因在需求洞察、产品调整的及时性上出现一些失误，销售情况出现波动，4Q19 开始增速低于 PB 女装，2020 年双 11 期间线上承压，4Q20 收入同增 11.6%、增速同比放缓 1.9pct；对比 PB 女装上升趋势，期待后续产品设计、营销方式调整后的成果。2) 男装冬装实力仍偏弱，1Q21 加强了上一年冬装存货的处理，后续仍有较大发力空间。

图表 51：太平鸟分品牌单季度收入增速

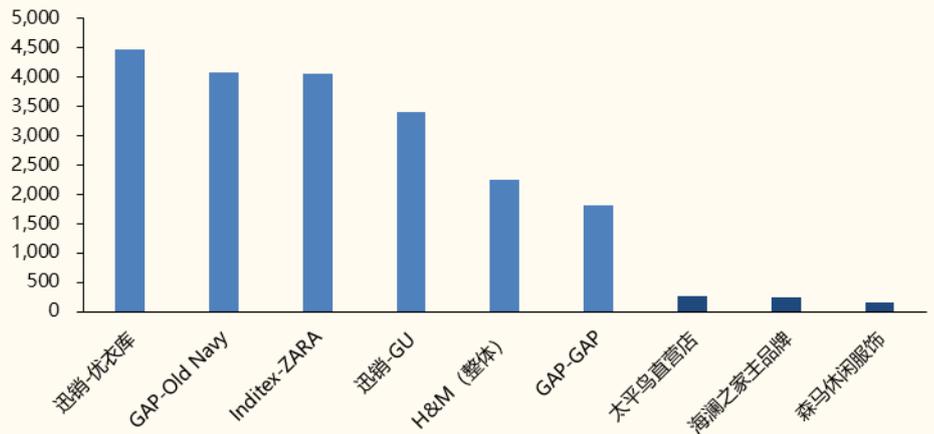


来源：公司公告，国金证券研究所

供应链：公司三阶段推动快反模式建立，库存管理水平有明显提升，但存货周转天数（2020 年 166 天）较公司可追溯的历史最优水平（2014 年 150 天）和国际休闲时尚巨头（如 2020FY Inditex、迅销分别为 72 天、144 天）仍有改善空间。目前公司女装订单中快反占比已超过 50%，男装、童装则仍有提升空间。

渠道：线下仍侧重经营质量提升，拓店方面以加盟为主，加盟收入占比提升同时、盈利能力有望随之提升；店效方面，对比国际休闲服饰龙头（如优衣库、Old Navy、ZARA 品牌单店收入可达 4000 万人民币），公司 2020 年直营店单店收入约 255.8 万元，提升空间较大。线上，电商大促打法及时调整、抖音等新兴平台运营步入正轨后仍有潜力可控。

图表 52：国内外大众品类龙头公司单店收入情况 (2020FY)



来源：公司公告，国金证券研究所；

注：1) 因数据有限，除太平鸟直营店外其他公司单店收入中均包含线上销售；2) 海外公司单店收入经汇率换算。

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

收入端，预计直营店精细化管理、店效提升策略不改；加盟店发挥财务价值，在公司品牌年轻化已取得阶段性成功、三四线快时尚消费需求持续增长情况下，预计加盟商开店积极性较高，未来三年有望延续每年 200 家以上净拓店、店效预计也将有所提升；线上销售方面，预计公司重视应对双 11 等电商大促活动玩法变化后天猫等平台增速有望回升，针对新兴社交电商已成立专门团队、未来将重点发力。通过分渠道拆分预测，我们预计 2021E 公司收入端有望同增约 23.2%、较 2019 年增长 45.9%，2022E~23E 公司有望维持 15%左右增速。

毛利端，预计随着公司快反模式、数字化转型继续赋能运营，渠道库存压力进一步缓解、促销力度将有所减弱，但因加盟店收入占比上升，预计公司综合毛利率略有下降，整体维持在 53%左右。

费用端，预计随着公司渠道结构调整（直营收入占比下降），公司销售费用中职工薪酬、装修、租金等占收入比例将下降，但公司仍在核心品牌影响力提升、新品牌孵化，预计广告宣传等费用占收入比例或仍有所上升。结合收入端增长、规模效应提升，我们预计未来 3 年公司销售费用率稳中略有下降。管理费用率，考虑公司组织架构调整、人员激励力度较强，预计稳定在 6%左右、略有下降。

综上，我们预计，2021E~2023E 公司归母净利润分别为 9.6/12.3/15.2 亿元，对应 EPS 分别为 2.02/2.57/3.18 元。

图表 53：太平鸟分渠道盈利预测

单位：百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
1、服饰运营						
销售收入	7,596.9	7,833.3	9,187.7	11,378.8	13,304.6	15,377.9
YOY	8.0%	3.1%	-3.8%	23.8%	16.9%	15.6%
毛利率	54.1%	53.6%	53.6%	53.6%	53.5%	53.3%
线上销售						
销售收入	1,997.1	2,312.3	2,804.4	3,562.8	4,346.6	5,215.9
YOY	11.5%	15.8%	21.3%	27.0%	22.0%	20.0%
毛利率	44.9%	44.6%	43.0%	41.5%	44.5%	45.0%
%服饰运营收入	26.3%	29.5%	30.5%	31.3%	32.7%	33.9%
线下销售						
销售收入	5,599.8	5,521.1	6,383.3	7,816.0	8,958.0	10,162.0
YOY	6.8%	-1.4%	15.6%	13.9%	15.3%	13.5%
毛利率	57.4%	57.4%	58.2%	58.1%	57.7%	57.4%
%服饰运营收入	73.7%	70.5%	69.5%	68.7%	67.3%	66.1%
直营店						
销售收入	3,191.6	3,369.1	4,075.9	4,839.1	5,381.2	5,862.4
YOY	14.4%	5.6%	21.0%	18.7%	11.2%	8.9%
门店数量	1516	1633	1554	1574	1589	1599
净增	245	117	-79	20	15	10
店效	2.3	2.1	2.6	3.1	3.4	3.7
YOY	1.3%	-6.6%	19.5%	21.2%	10.0%	8.0%
毛利率	64.5%	65.3%	65.6%	66.9%	66.0%	66.0%
%服饰运营收入	42.0%	43.0%	44.4%	42.5%	40.4%	38.1%
加盟店（18、19 含联营店）						
销售收入	2,408.2	2,151.9	2,307.4	2,977.0	3,576.8	4,299.6
YOY	-1.8%	-10.6%	7.2%	29.0%	20.1%	20.2%
门店数量	3078	2863	3062	3292	3592	3942
净增	98	-215	199	230	300	350
店效	0.8	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1
YOY	-1.8%	-8.9%	7.5%	20.3%	10.9%	9.8%
毛利率	47.9%	45.0%	45.1%	46.2%	45.5%	46.0%
%服饰运营收入	31.7%	27.5%	25.1%	26.2%	26.9%	28.0%
2、服装制造						
销售收入	39.6	17.5	49.8	19.7	20.7	21.7
YOY	50.8%	-55.8%	184.0%	-60.4%	5.0%	5.0%
毛利率	15.8%	52.0%	6.2%	8.9%	10.0%	10.0%
3、其他						
销售收入	75.4	76.8	149.4	164.3	180.7	198.8
YOY	-6.7%	1.9%	94.6%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	6.0%	8.3%	2.3%	11.0%	3.0%	3.0%
营业总收入	7,711.9	7,927.6	9,386.9	11,562.8	13,506.0	15,598.4
YOY	8.0%	2.8%	18.4%	23.2%	16.8%	15.5%
综合毛利率	53.4%	53.2%	52.5%	52.9%	52.7%	52.6%
归母净利润	571.5	551.5	712.8	960.7	1226.7	1515.8
YOY	25.3%	-3.5%	29.2%	34.8%	27.7%	23.6%
EPS（摊薄）	1.19	1.15	1.50	2.02	2.57	3.18

来源：wind，国金证券研究所测算；注：假设每年净增的新店按 25% 的店效计入收入

4.2、相对估值

目前 A 股品牌服饰可比上市公司主要有森马服饰 (002563.SZ)、海澜之家 (600398.SH)、比音勒芬 (002832.SZ)、歌力思 (603808.SH)、地素时尚 (603587.SH) 和欣贺股份 (003016.SZ)，海外休闲服饰可比龙头主要有迅销 (6288.HK)、Inditex (ITX)、H&M 和 GAP (GPS.N)。

目前可比公司 2021E 平均 PE 估值为 23.1X，2021E~2023E 净利润年均复合增速在 11.4%~29.3%之间，PEG 估值平均为 1.27X。

太平鸟目前股价对应 2021E 的 PE 估值为 26.5X，略高于可比公司平均；PEG 为 1.03X，低于可比公司平均，主要由于公司内部改革红利有望持续释放，业绩成长性较强。

图表 54：太平鸟可比公司相对估值表

公司名称	收盘价 (交易货币)	EPS (摊薄, 报表货币)					PE(X)					21E~23E	PEG(X)
	21/7/6	19A	20A	21E	22E	23E	19A	20	21E	22E	23E	CAGR	21E-23E
国内品牌服饰													
森马服饰	12.29	0.58	0.30	0.59	0.71	0.85	17.2	33.5	20.8	17.3	14.5	19.6%	1.06
海澜之家	6.97	0.71	0.41	0.69	0.81	0.91	10.6	15.5	10.0	8.6	7.7	14.4%	0.70
比音勒芬	25.30	1.32	0.90	1.09	1.33	1.59	19.7	17.8	23.2	19.1	15.9	20.8%	1.11
歌力思	15.66	1.07	1.34	1.09	1.29	1.50	13.9	9.9	14.3	12.1	10.5	17.0%	0.84
地素时尚	26.00	1.56	1.31	1.52	1.75	2.01	16.3	14.6	17.1	14.9	12.9	15.1%	1.13
欣贺股份	17.50	0.76	0.53	0.84	1.01	1.19	0.0	22.5	20.9	17.3	14.7	19.2%	1.08
海外品牌服饰													
迅销	58.00	1591	884	1596	2007	2288	40.6	109.9	52.2	41.5	36.4	19.7%	2.65
Inditex	29.67	1.17	0.36	1.12	1.28	1.39	28.7	22.5	26.5	23.2	21.3	11.4%	2.32
H&M	202.35	8.12	0.75	6.33	9.37	10.59	20.8	18.9	32.0	21.6	19.1	29.3%	1.09
GAP	33.40	0.93	-1.78	1.68	2.17	2.74	6.6	21.5	19.9	15.4	12.2	27.7%	0.72
平均	-	-	-	-	-	-	12.9	19.0	23.1	14.9	12.7	17.7%	1.27
太平鸟	53.39	1.17	1.51	2.02	2.57	3.18	13.3	20.1	26.5	20.7	16.8	25.6%	1.03

来源：wind, Bloomberg, 国金证券研究所预测

注：1) 国内休闲服饰除太平鸟、森马服饰为国金证券研究所预测数据外，其余为 wind 一致预期，海外均为 Bloomberg 一致预期；

2) 迅销交易货币为 HKD、报表货币为 JPY，Inditex 交易、报表货币均为 EUR，H&M 交易、报表货币均为 SEK，盖普公司交易、报表货币均为 USD，其余均为 CNY；

3) 迅销财年为每年 8/31 前 12 个月，H&M 财年为每年 11/30 前 12 个月，Inditex、盖普公司财年为每年 1/30 前 12 个月。

4.3、投资建议

公司内部改革成效明显，后疫情时代业绩复苏快、力度强，除疫后恢复性增长外，更得益于改革红利释放，2020 年业绩表现明显优于同业、1Q21 领先幅度继续拉大，未来三年 (2021E~2023E) 有望实现双位数增速。

我们认为公司质地优秀、成长潜力领先同业，作为本土休闲服饰龙头在国货潮中有望优先受益。我们预计，2021E~2023E 公司归母净利润分别为 9.9/12.4/15.2 亿元，对应 EPS 分别为 2.02/2.57/3.18 元，当前股价(2021/7/6) 对应 PE 为 26.5/20.8/16.8 倍。

考虑到公司成长性和休闲服饰国产替代潜力，我们给予公司一定估值溢价，给予 2021E PEG 1.2 倍，对应目标价 61.9 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

5、风险提示

- **线上增速不及预期。**公司线上收入维持较高增速是我们盈利预测的重要假设，若随着阿里平台增速放缓，公司在传统电商平台无法维持较高增速，

且在社交电商平台进展不及预期，则成长性、盈利能力均可能受到负面冲击。

- **加盟开店不及预期。**若公司加盟净拓店速度不及预期，则收入增速、费用率下降速度或亦将不及预期。
- **数字化转型不及预期。**公司拟发行可转债投入数字化项目，若项目进展较慢，对供应链效率提升帮助不及预期，则公司快反能力提升、存货周转效率提升可能不及预期。
- **存货周转能力下降风险。**公司存货周转能力呈改善趋势，但快时尚潮流变化快速，叠加公司 SKU 数量较多，若公司对终端需求的判断出现重大失误或反应速度不及预期，可能导致公司库存压力上升。
- **大股东质押及控股股东、高管减持风险。**公司控股股东太平鸟集团及其一致行动人宁波鹏灏投资合伙企业(有限合伙)、宁波泛美投资管理有限公司分别有 2800/2888/3817 万股未解除股权质押，占总股本 5.9%/6.1%/8.0%，占各自持有的股份数 12.1%/66.2%/90.51%。2021/5/15，公司公告股东禾乐投资、董事兼总经理陈红朝、董事兼副总经理翁江宏 6 个月内（2021/6/7~2021/12/6）计划分别减持不超过 953/476/50 万股，减持比例不超过公司总股本的 2.0%/1.0%/0.10%，短期内或对公司股价波动产生影响。

6、附录

图表 55：品牌服装行业样本公司列表

行业	代码	公司	行业	代码	公司
休闲服饰	002563.SZ	森马服饰	中高端女装	603808.SH	歌力思
	600398.SH	海澜之家		603587.SH	地素时尚
	603877.SH	太平鸟		003016.SZ	欣贺股份
	002832.SZ	比音勒芬		603839.SH	安正时尚
	002269.SZ	美邦服饰		603518.SH	锦泓集团
	603196.SH	日播时尚		002612.SZ	朗姿股份
	603157.SH	*ST 拉夏		3306.HK	江南布衣
	3998.HK	波司登		3709.HK	赢家时尚
	0592.HK	堡狮龙国际		002127.SZ	南极电商
运动服饰	2020.HK	安踏体育	电商及 MCN	002291.SZ	星期六
	2331.HK	李宁		603608.SH	天创时尚
	1368.HK	特步国际		002293.SZ	罗莱生活
	1361.HK	361 度	家纺	002327.SZ	富安娜
	603555.SH	贵人鸟		603365.SH	水星家纺
男装	600400.SH	红豆股份	童装	002397.SZ	梦洁股份
	002029.SZ	七匹狼		003041.SZ	真爱美家
	601566.SH	九牧王		002563.SZ	森马服饰
	002154.SZ	报喜鸟		603557.SH	起步股份
	1234.HK	中国利郎		603214.SH	爱婴室
鞋类	603001.SH	奥康国际	户外	002875.SZ	安奈儿
	603116.SH	红蜻蜓		002762.SZ	金发拉比
	603958.SH	哈森股份		300005.SZ	探路者
	1028.HK	千百度		002780.SZ	三夫户外
	0210.HK	达芙妮国际		603908.SH	牧高笛
箱包	300577.SZ	开润股份	内衣	002763.SZ	汇洁股份
	1910.HK	新秀丽		2298.HK	都市丽人
				1388.HK	安莉芳控股

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	7,712	7,928	9,387	11,563	13,506	15,598	货币资金	648	672	665	1,006	1,252	1,714
增长率	2.8%	2.8%	18.4%	23.2%	16.8%	15.5%	应收账款	718	768	930	1,021	1,206	1,393
主营业务成本	-3,592	-3,711	-4,459	-5,449	-6,385	-7,396	存货	1,836	1,855	2,257	2,414	2,715	3,031
%销售收入	46.6%	46.8%	47.5%	47.1%	47.3%	47.4%	其他流动资产	1,800	1,670	2,457	2,722	2,810	2,899
毛利	4,120	4,217	4,928	6,114	7,121	8,202	流动资产	5,002	4,964	6,308	7,163	7,983	9,037
%销售收入	53.4%	53.2%	52.5%	52.9%	52.7%	52.6%	%总资产	75.4%	70.8%	73.9%	77.0%	76.6%	77.1%
营业税金及附加	-64	-51	-61	-75	-88	-101	长期投资	12	3	0	0	0	0
%销售收入	0.8%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	667	1,337	1,387	1,686	1,955	2,169
销售费用	-2,666	-2,896	-3,273	-3,989	-4,525	-5,116	%总资产	10.1%	19.1%	16.2%	18.1%	18.8%	18.5%
%销售收入	34.6%	36.5%	34.9%	34.5%	33.5%	32.8%	无形资产	370	362	407	449	486	518
管理费用	-483	-504	-575	-705	-810	-905	非流动资产	1,636	2,051	2,234	2,135	2,441	2,686
%销售收入	6.3%	6.4%	6.1%	6.1%	6.0%	5.8%	%总资产	24.6%	29.2%	26.1%	23.0%	23.4%	22.9%
研发费用	-113	-108	-116	-173	-203	-234	资产总计	6,638	7,015	8,541	9,298	10,424	11,723
%销售收入	1.5%	1.4%	1.2%	1.5%	1.5%	1.5%	短期借款	0	396	493	400	400	400
息税前利润 (EBIT)	794	658	902	1,171	1,496	1,846	应付款项	1,746	2,049	2,447	2,669	3,126	3,620
%销售收入	10.3%	8.3%	9.6%	10.1%	11.1%	11.8%	其他流动负债	937	902	1,606	1,044	1,222	1,421
财务费用	-20	-19	-19	-14	-13	-6	流动负债	2,683	3,347	4,546	4,113	4,749	5,441
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	长期贷款	332	59	0	0	0	0
资产减值损失	-209	130	127	-58	-41	-28	其他长期负债	96	93	95	800	800	800
公允价值变动收益	0	6	2	0	0	0	负债	3,111	3,499	4,641	4,913	5,549	6,241
投资收益	33	29	34	32	32	32	普通股股东权益	3,539	3,514	3,897	4,382	4,872	5,479
%税前利润	4.1%	4.2%	3.7%	2.6%	2.0%	1.6%	其中：股本	481	479	477	477	477	477
营业利润	750	711	926	1,232	1,573	1,943	未分配利润	1,521	1,552	1,899	2,283	2,774	3,380
%销售利润率	9.7%	9.0%	9.9%	10.7%	11.6%	12.5%	少数股东权益	-11	1	3	3	3	3
营业外收支	52	-2	-19	0	0	0	负债股东权益合计	6,638	7,015	8,541	9,298	10,424	11,723
税前利润	802	709	906	1,232	1,573	1,943	比率分析						
利润率	10.4%	8.9%	9.7%	10.7%	11.6%	12.5%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-242	-166	-200	-271	-346	-428	每股指标						
所得税率	30.1%	23.4%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	每股收益	1.189	1.152	1.495	2.015	2.573	3.180
净利润	560	543	707	961	1,227	1,516	每股净资产	7.362	7.339	8.175	9.191	10.220	11.492
少数股东损益	-11	-8	-6	0	0	0	每股经营现金净流	1.774	1.270	1.890	1.909	3.205	3.981
归属于母公司的净利润	572	552	713	961	1,227	1,516	每股股利	0.700	1.000	0.800	1.209	1.544	1.908
净利率	7.4%	7.0%	7.6%	8.3%	9.1%	9.7%	回报率						
							净资产收益率	16.15%	15.69%	18.29%	21.93%	25.18%	27.67%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	8.61%	7.86%	8.35%	10.33%	11.77%	12.93%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	投入资本收益率	14.37%	12.70%	16.01%	16.35%	19.20%	21.55%
净利润	560	543	707	961	1,227	1,516	增长率						
少数股东损益	-11	-8	-6	0	0	0	主营业务收入增长率	7.98%	2.80%	18.41%	23.18%	16.81%	15.49%
非现金支出	418	97	99	258	278	305	EBIT增长率	11.05%	-17.10%	37.02%	29.84%	27.72%	23.43%
非经营收益	-29	-51	-94	402	4	4	净利润增长率	25.27%	-3.50%	29.24%	34.78%	27.69%	23.56%
营运资金变动	-96	19	190	-711	19	73	总资产增长率	7.17%	5.67%	21.76%	8.86%	12.11%	12.46%
经营活动现金净流	853	608	901	910	1,528	1,898	资产管理能力						
资本开支	-429	-524	-391	-506	-542	-522	应收账款周转天数	25.5	28.0	27.3	27.0	27.5	27.5
投资	-547	115	-495	-200	0	0	存货周转天数	186.7	181.5	168.3	165.0	160.0	155.0
其他	34	35	36	32	32	32	应付账款周转天数	151.3	159.3	152.3	150.0	150.0	150.0
投资活动现金净流	-942	-374	-850	-674	-510	-490	固定资产周转天数	17.6	28.2	53.9	46.9	44.7	41.9
股权募资	0	0	8	100	0	0	偿债能力						
债权募资	31	113	36	612	0	0	净负债/股东权益	-8.97%	-42.95%	-52.29%	-38.17%	-39.37%	-43.45%
其他	-393	-633	-377	-607	-772	-945	EBIT利息保障倍数	38.8	34.5	47.9	86.1	111.5	291.2
筹资活动现金净流	-362	-520	-334	106	-772	-945	资产负债率	46.86%	49.88%	54.34%	52.84%	53.23%	53.24%
现金净流量	-451	-285	-283	342	246	462							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	11	24	41	92
增持	0	1	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.08	1.08	1.07	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402