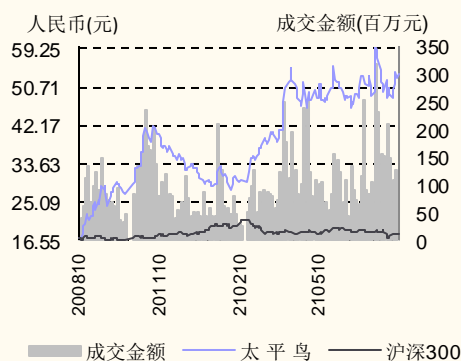


市场价格 (人民币): 53.46 元

## 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)	254.86
年内股价最高最低(元)	59.80/17.08
沪深 300 指数	4986
上证指数	3495



## 相关报告

1. 《改革红利持续释放，看好快时尚龙头长期成长-太平鸟深度》，2021.7.7

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)60230221  
lijingl@gjzq.com.cn

## 高基数下高增长，改革红利持续释放

## 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	11,733	13,772	15,891
营业收入增长率	2.80%	18.41%	25.00%	17.38%	15.39%
归母净利润(百万元)	552	713	1,041	1,299	1,583
归母净利润增长率	-3.50%	29.24%	46.05%	24.80%	21.83%
摊薄每股收益(元)	1.152	1.495	2.184	2.725	3.320
每股经营性现金流净额	1.27	1.89	2.01	3.33	4.17
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.69%	18.29%	24.13%	26.88%	28.95%
P/E	46.60	35.89	24.58	19.69	16.16
P/B	7.31	6.56	5.93	5.29	4.68

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 公司 8 月 9 日发布业绩快报，1H21 实现收入 50.15 亿元 (+55.88%)、归母净利润 4.11 亿元 (+240.52%)、扣非归母净利润 2.91 亿元 (+420.24%)，保持快速增长，符合此前预期。
- 其中 2Q21 单季度公司收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 23.4 亿元 (+28%)、2.08 亿元 (+86%)、1.03 亿元 (+11.6%)，扣非归母净利润增速慢于收入增速主要系公司 2Q20 疫情期间享受大额租金及社保减免，利润基数较高所致。

## 业绩简评

- 高基数下业绩高增长，改革红利持续释放。**公司在疫情期间业绩较早修复，2Q20 收入、净利增速双双转正，基数相对较高，但 2Q21 仍实现较快增长，主要系公司改革红利持续释放，已具备品牌年轻化、时尚化领先优势，并不断加强品牌建设与产品升级；在渠道端提升直营渠道经营质量，加盟持续拓店，线上运营能力提升、积极拥抱新零售等所致。
- 盈利能力显著提升，经营质量优化。**公司 2Q20 净利率约为 8.87%，同比提升 2.76pct，环比提升 1.27pct。除去政府补贴，公司 2Q21 扣非净利率为 4.1%，同增约 3pct，我们认为主要系公司直营渠道盈利能力增强，线上严格把控折扣率、增强费用投入有效性等因素带动整体经营质量提升。
- 展望 21 全年，我们认为：**1) PB 女装消费者洞察、快反领先，下半年新系列集中推出预计推动销售端加速增长；2) PB 男装产品持续优化，针对目标人群特性加强运动基因、提升面料科技感，销售势头良好，全年增长可期。3) 渠道方面 1Q21 公司门店较年初净增 16 家至 4632 家，全年预计加盟拓店加速、布局低线城市，直营店效、盈利能力持续提升带动业绩增长。

## 盈利预测与投资建议

- 公司管理团队动能足、数字化转型决心强，改革红利有望持续释放，看好长期成长。考虑到公司淡季仍保持强劲增长势头，上调盈利预测，预计 21-23 年 EPS 为 2.02/2.57/3.18 元，分别上调 8%/6%/5%，维持“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。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	7,712	7,928	9,387	11,733	13,772	15,891
增长率		2.8%	18.4%	25.0%	17.4%	15.4%
主营业务成本	-3,592	-3,711	-4,459	-5,503	-6,487	-7,508
%销售收入	46.6%	46.8%	47.5%	46.9%	47.1%	47.2%
毛利	4,120	4,217	4,928	6,230	7,286	8,384
%销售收入	53.4%	53.2%	52.5%	53.1%	52.9%	52.8%
营业税金及附加	-64	-51	-61	-75	-90	-103
%销售收入	0.8%	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%
销售费用	-2,666	-2,896	-3,273	-4,048	-4,614	-5,212
%销售收入	34.6%	36.5%	34.9%	34.5%	33.5%	32.8%
管理费用	-483	-504	-575	-716	-826	-922
%销售收入	6.3%	6.4%	6.1%	6.1%	6.0%	5.8%
研发费用	-113	-108	-116	-153	-207	-238
%销售收入	1.5%	1.4%	1.2%	1.3%	1.5%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	794	658	902	1,239	1,550	1,908
%销售收入	10.3%	8.3%	9.6%	10.6%	11.3%	12.0%
财务费用	-20	-19	-19	-15	-15	-7
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-209	130	127	-58	-42	-29
公允价值变动收益	0	6	2	0	0	0
投资收益	33	29	34	32	32	32
%税前利润	4.1%	4.2%	3.7%	2.5%	2.0%	1.6%
营业利润	750	711	926	1,298	1,624	2,004
营业利润率	9.7%	9.0%	9.9%	11.1%	11.8%	12.6%
营业外收支	52	-2	-19	0	0	0
税前利润	802	709	906	1,298	1,624	2,004
利润率	10.4%	8.9%	9.7%	11.1%	11.8%	12.6%
所得税	-242	-166	-200	-257	-325	-421
所得税率	30.1%	23.4%	22.0%	19.8%	20.0%	21.0%
净利润	560	543	707	1,041	1,299	1,583
少数股东损益	-11	-8	-6	0	0	0
归属于母公司的净利润	572	552	713	1,041	1,299	1,583
净利率	7.4%	7.0%	7.6%	8.9%	9.4%	10.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	560	543	707	1,041	1,299	1,583
少数股东损益	-11	-8	-6	0	0	0
非现金支出	418	97	99	259	279	305
非经营收益	-29	-51	-94	402	4	4
营运资金变动	-96	19	190	-741	5	94
经营活动现金净流	853	608	901	961	1,587	1,987
资本开支	-429	-524	-391	-506	-542	-522
投资	-547	115	-495	-200	0	0
其他	34	35	36	32	32	32
投资活动现金净流	-942	-374	-850	-674	-510	-490
股权募资	0	0	8	0	0	0
债权募资	31	113	36	612	0	0
其他	-393	-633	-377	-655	-816	-986
筹资活动现金净流	-362	-520	-334	-43	-816	-986
现金净流量	-451	-285	-283	244	262	511

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	648	672	665	909	1,170	1,681
应收款项	718	768	930	1,036	1,230	1,419
存货	1,836	1,855	2,257	2,438	2,758	3,077
其他流动资产	1,800	1,670	2,457	2,725	2,817	2,906
流动资产	5,002	4,964	6,308	7,108	7,975	9,083
%总资产	75.4%	70.8%	73.9%	76.9%	76.6%	77.2%
长期投资	12	3	0	0	0	0
固定资产	667	1,337	1,387	1,686	1,955	2,169
%总资产	10.1%	19.1%	16.2%	18.2%	18.8%	18.4%
无形资产	370	362	407	449	486	518
非流动资产	1,636	2,051	2,234	2,135	2,441	2,686
%总资产	24.6%	29.2%	26.1%	23.1%	23.4%	22.8%
资产总计	6,638	7,015	8,541	9,243	10,416	11,769
短期借款	0	396	493	400	400	400
应付款项	1,746	2,049	2,447	2,696	3,176	3,675
其他流动负债	937	902	1,606	1,030	1,203	1,425
流动负债	2,683	3,347	4,546	4,126	4,780	5,499
长期贷款	332	59	0	0	0	0
其他长期负债	96	93	95	800	800	800
负债	3,111	3,499	4,641	4,926	5,580	6,299
普通股股东权益	3,539	3,514	3,897	4,314	4,834	5,467
其中：股本	481	479	477	477	477	477
未分配利润	1,521	1,552	1,899	2,315	2,835	3,468
少数股东权益	-11	1	3	3	3	3
负债股东权益合计	6,638	7,015	8,541	9,243	10,416	11,769

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.189	1.152	1.495	2.184	2.725	3.320
每股净资产	7.362	7.339	8.175	9.049	10.139	11.467
每股经营现金净流	1.774	1.270	1.890	2.015	3.330	4.167
每股股利	0.700	1.000	0.800	1.310	1.635	1.992
回报率						
净资产收益率	16.15%	15.69%	18.29%	24.13%	26.88%	28.95%
总资产收益率	8.61%	7.86%	8.35%	11.26%	12.47%	13.45%
投入资本收益率	14.37%	12.70%	16.01%	18.01%	20.54%	22.60%
增长率						
主营业务收入增长率	7.98%	2.80%	18.41%	25.00%	17.38%	15.39%
EBIT增长率	11.05%	-17.10%	37.02%	37.38%	25.08%	23.11%
净利润增长率	25.27%	-3.50%	29.24%	46.05%	24.80%	21.83%
总资产增长率	7.17%	5.67%	21.76%	8.22%	12.69%	12.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	25.5	28.0	27.3	27.0	27.5	27.5
存货周转天数	186.7	181.5	168.3	165.0	160.0	155.0
应付账款周转天数	151.3	159.3	152.3	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	17.6	28.2	53.9	46.2	43.9	41.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.97%	-42.95%	-52.29%	-36.51%	-38.00%	-42.94%
EBIT利息保障倍数	38.8	34.5	47.9	85.0	101.9	255.0
资产负债率	46.86%	49.88%	54.34%	53.30%	53.57%	53.53%

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	4	12	22	35	92
增持	0	0	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.04	1.05	1.00

来源：聚源数据

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。

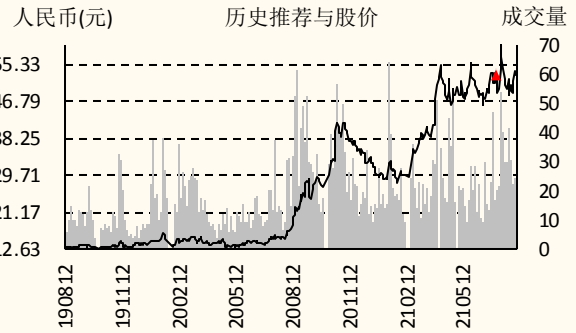
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-07-07	买入	53.39	61.90 ~ 61.90

来源：国金证券研究所



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。

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