

证券研究报告

2021年08月14日

行业报告 | 行业专题研究

纺织服装

对标巨头优衣库，太平鸟数字化供应链+渠道建设有望突围

作者：

分析师 孙海洋 SAC执业证书编号：S1110518070004



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 摘要

## 迅销集团：全球领先的服装零售巨头

平价和品质共同铸成优衣库难以复刻的深堑护城河：1) 重视面料研发，赋予品牌更多价值；2) 注重精细化管理，SPA供应链管理突出；3) 构建数字化平台，推进前端产品与后端销售的高效运转。

## 产品为王+数字化供应链+全渠道，打造护城河

顺应行业快反柔性能力建设趋势的同时，步步为营逐层深入，从产品生产、流动营销、设计创新等不同方面推进升级调整，稳步提升快速反应短期追单生产、商品铺设科学布置调配、深度对接需求精准设计。

## 类比日本历史发展阶段，借鉴优衣库成功经验，太平鸟有望突围

太平鸟借鉴优衣库在数字化运营与渠道拓展方面的经验，持续推进科技数字化转型项目，并与柔性快反相结合，力争成为“科技型时尚品牌公司”。

**风险提示：**疫情存在反弹趋势；上游原料价格波动风险；战略管理不及预期；市场变动难以预期；太平鸟店效提升慢于预期；科技数字化项目实际对太平鸟运营效率提升效果可能不及预期等。

### 重点标的推荐

股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2021-08-13	评级	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
603877.SH	太平鸟	51.50	买入	1.50	2.20	2.62	3.15	34.33	23.41	19.66	16.35

# 目录

- 1、迅销集团：全球领先的服装零售巨头
- 2、产品为王+数字化供应链+全渠道，打造护城河
- 3、类比日本历史发展阶段，借鉴优衣库成功经验，太平鸟有望突围

# 1

## 迅销集团：全球领先的服装零售巨头

# 全面布局品牌矩阵，从休闲舒适拓展为时尚潮流

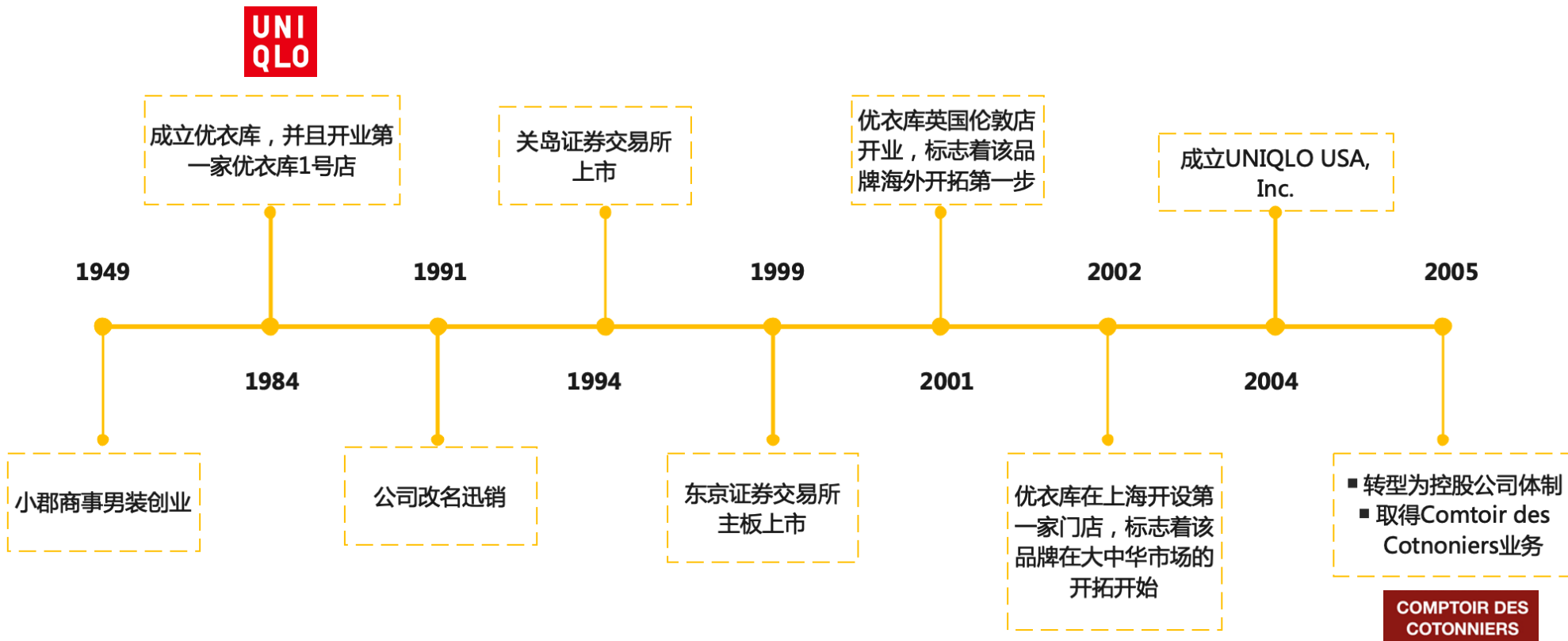
- 迅销（Fast Retailing）是一家全球领先的服装零售公司，旗下品牌包括 UNIQLO，GU和 Theory等品牌。作为销售额全球第三、亚洲第一的服装零售商，公司通过服装改变人们的生活。其中，公司核心品牌优衣库（UNIQLO）2020年销售额为1071.90亿元（人民币），占全部收入的82.2%。

	创立年份	品牌定位	定位人群	品牌图标	营收(亿元)	YOY	20年门店数量(家)
UNIQLO (优衣库)	1984	高性价比，生活	所有消费群体		1071.90	-16.5%	2,252
GU	2006	时尚，性价比	所有消费群体		159.74	-1.0%	436
Theory	1997	潮流	职业女性				
PLST	2002	时尚，高端	时尚敏感人群				
Comptoir des Cotonniers	1995	潮流，纯正法国风情	都市女性		71.17	-29.8%	942
Princesse tam tam	1987	时尚，大胆创新	女性				
J Brand	2005	高品质牛仔设计制作	所有人群				

\*资料来源：迅销公司公告，各品牌官网，天风证券研究所

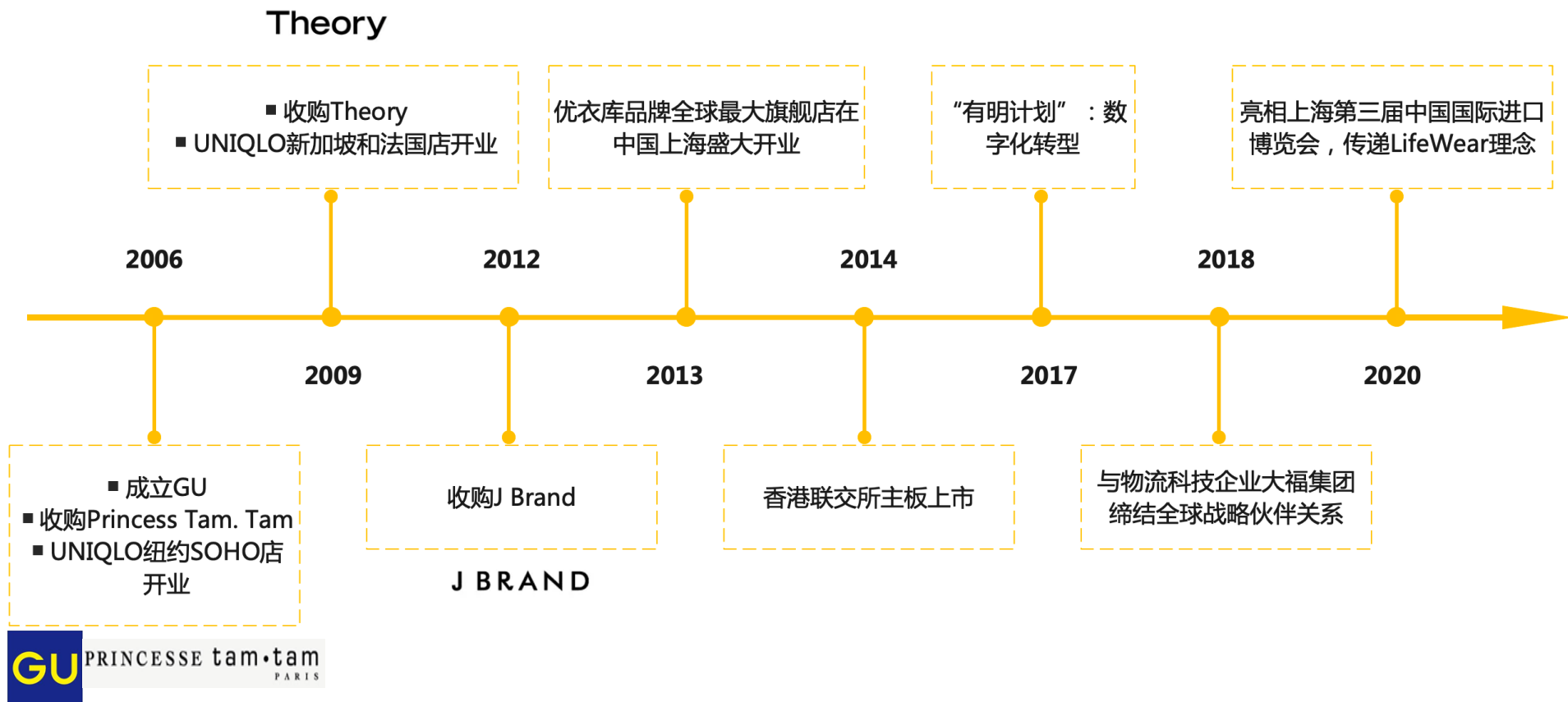
# 1949-2005年：从本土初具规模到初尝海外市场

UNI  
QLO



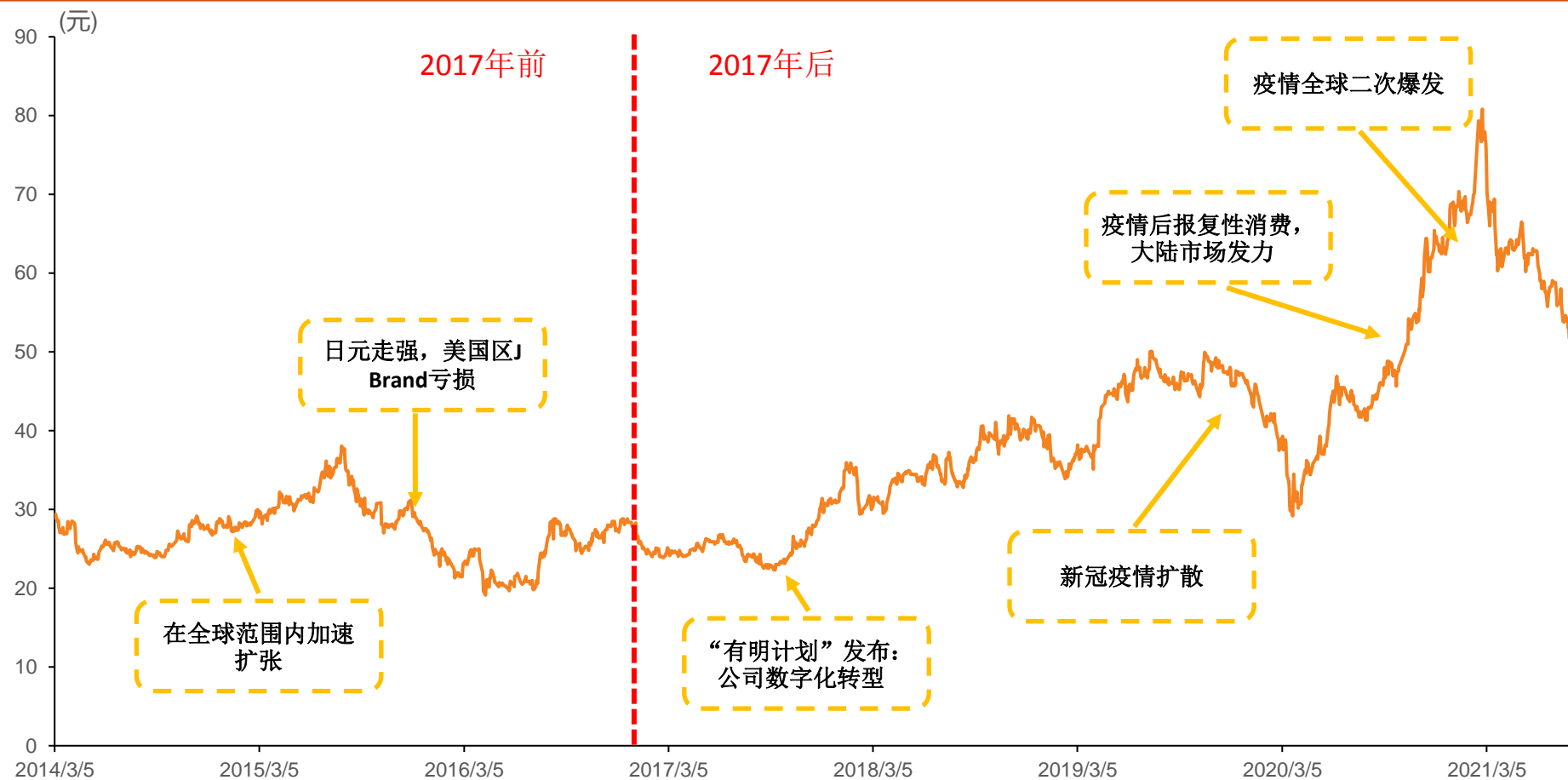
\*资料来源：迅销公司官网，迅销公司公告，天风证券研究所

# 2005-至今：海外加速扩张+品牌收购，龙头优势凸显



\*资料来源：迅销公司官网，迅销公司公告，天风证券研究所

# 股价复盘：自2017年宣布数字化改造后股价一路走高



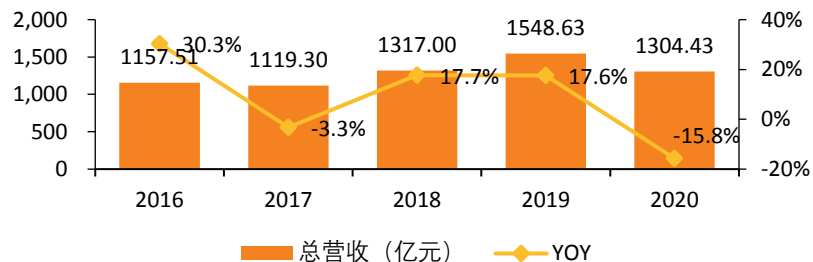
\*资料来源：迅销公司公告，Wind，天风证券研究所



# 强化主品牌实力， 优衣库业绩稳步增长

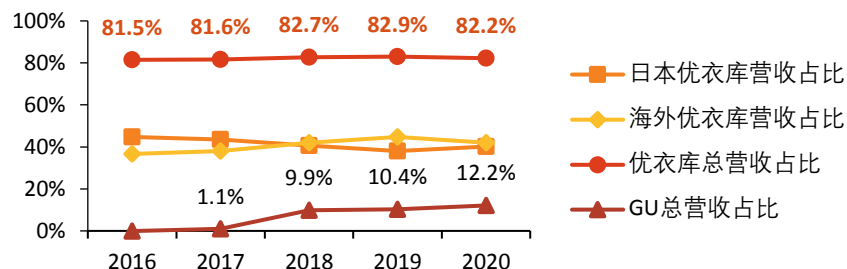
- 2016-2019年，迅销营业收入稳步增长。2020迅销总营收1304.43亿元人民币，同比减少15.8%。近5年优衣库占迅销集团营收比例保持在82%左右；
- 2020年，优衣库营收同比减少16.5%至1071.90亿元人民币，迅销归母净利润同比减少46.6%至58.67亿元。

2016-2020年迅销总营收（亿元）与YOY（%）



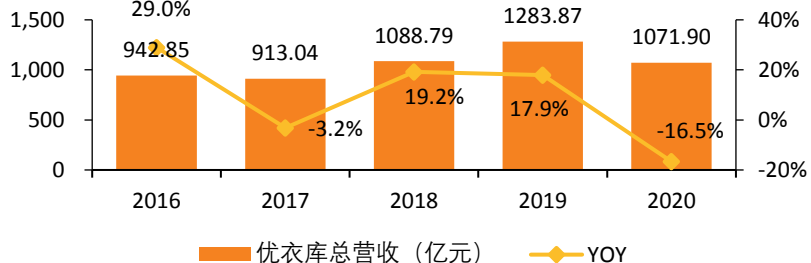
\*资料来源：迅销公司公告，天风证券研究所

2016-2020年优衣库和GU营收占比（%）



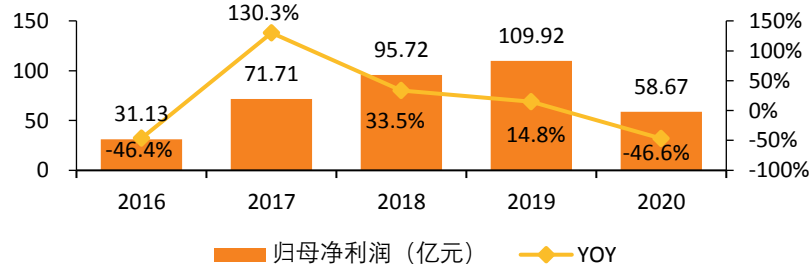
\*资料来源：迅销公司公告，天风证券研究所

2016-2020年优衣库总营收（亿元）与YOY（%）



\*资料来源：迅销公司公告，天风证券研究所

2016-2020年迅销归母净利润（亿元）与YOY（%）

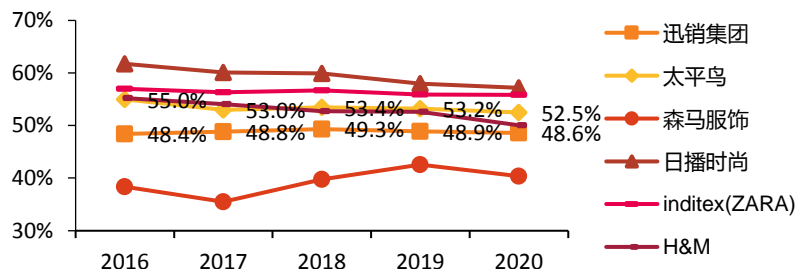


\*资料来源：迅销公司公告，天风证券研究所

# 聚焦数字化转型，盈利能力逐步增强

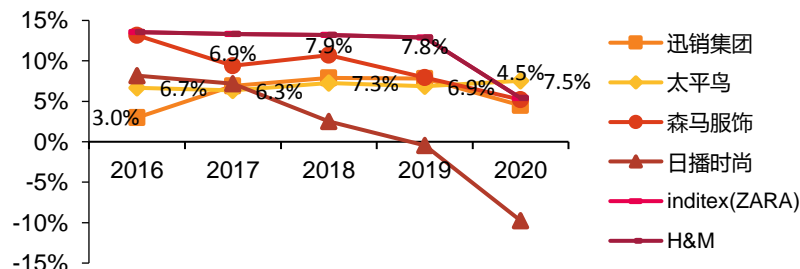
- 2016-2020年，迅销毛利率较为稳定，保持在49%左右；迅销毛利率与净利率均在同行中处于中上水平，略低于太平鸟；
- 迅销销售与管理费用率2016-2019年保持减少趋势，2020年增长至40.1%，但始终低于太平鸟费用率。

2016-2020年各品牌毛利率（%）对比



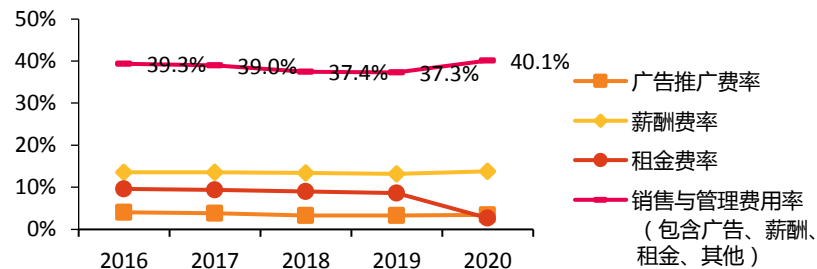
\*资料来源：Wind，迅销公司公告，天风证券研究所

2016-2020年各品牌净利率比较



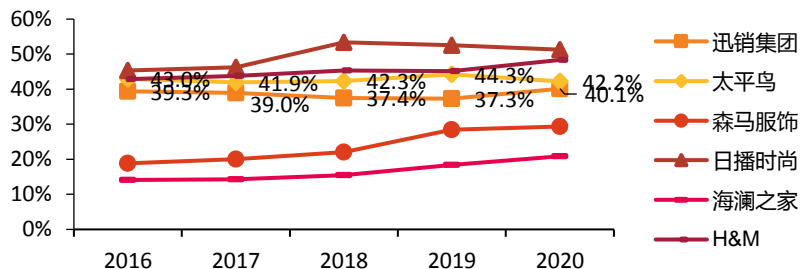
\*资料来源：Wind，迅销公司公告，天风证券研究所

2016-2020年迅销各项费用率（%）对比



\*资料来源：Wind，迅销公司公告，天风证券研究所

2016-2020年各品牌销售和管理费用率（%）对比

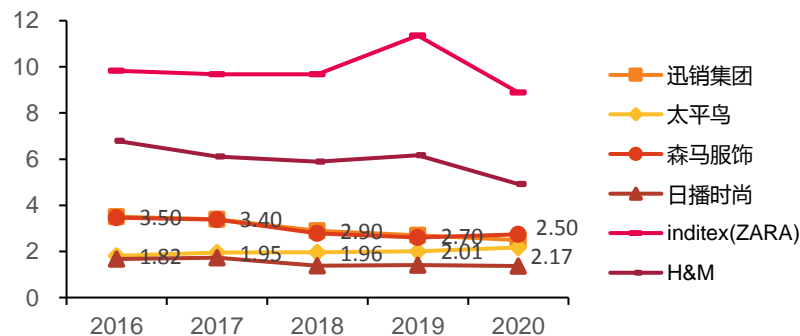


\*资料来源：Wind，迅销公司公告，天风证券研究所

# 精细化管理模式，营运效率领先同行

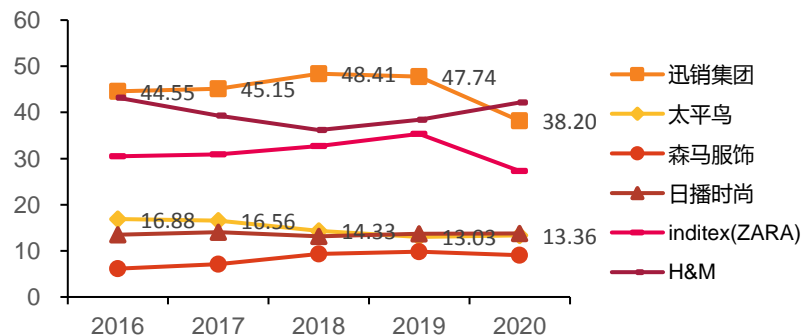
- 2016-2020年，迅销存货周转率逐渐减少，从2016年3.50次至2020年2.50次，低于inditex和H&M，高于中国同行。
- 2016-2019年，迅销应收账款周转率逐渐增长，在全球行业内保持领先优势。2020年由于疫情原因，减少至38.20次；
- 2020年，迅销经营性现金流净额同比减少15.3%至171.99亿元人民币。

2016-2020年各品牌存货周转率（次）



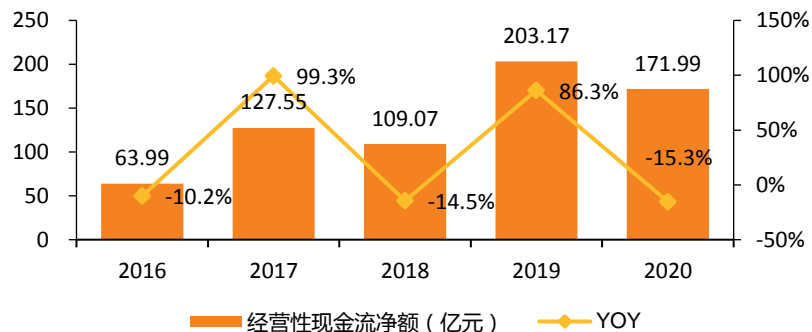
\*资料来源：迅销公司公告，天风证券研究所

2016-2020年各品牌应收账款周转率比较（次）



\*资料来源：迅销公司公告，天风证券研究所

2016-2020年经营性现金流净额（亿元）与YOY（%）

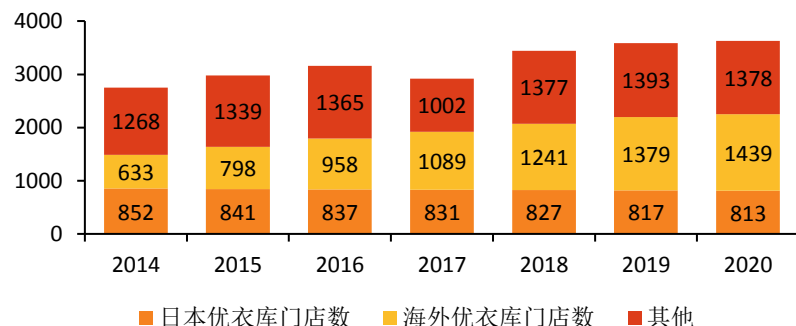


\*资料来源：迅销公司公告，天风证券研究所

# 持续扩张，聚焦改善门店运营质量

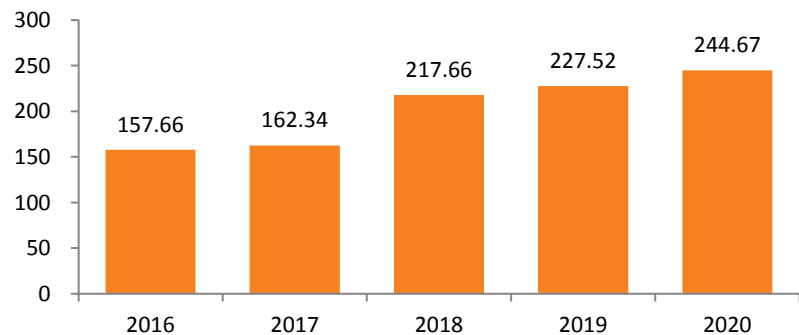
- 2016-2020年迅销门店总面积连年增长，2020年店铺总面积为244.67亿元，同比增长7.54%；
- 2016-2019年迅销店效波动不大，在5万元上下浮动，2020年受新冠疫情影响，店效同比减少24.3%至4.01万元人民币；
- 优衣库海外门店扩张速度快于日本国内，2020年优衣库海外门店总数达1439家。

### 2014-2020年优衣库海内外以及迅销其他品牌门店数



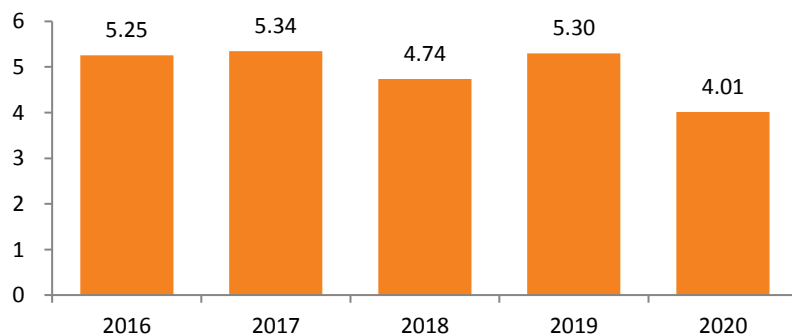
\*资料来源：迅销公司公告，天风证券研究所

### 2016-2020年迅销店铺总面积（万平方米）



\*资料来源：迅销公司公告，天风证券研究所

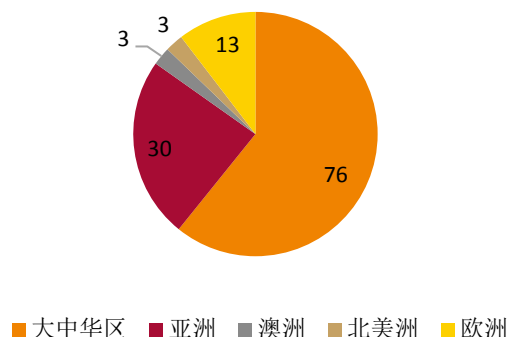
### 2016-2020年迅销单店店效（万元/年）



\*资料来源：迅销公司公告，天风证券研究所

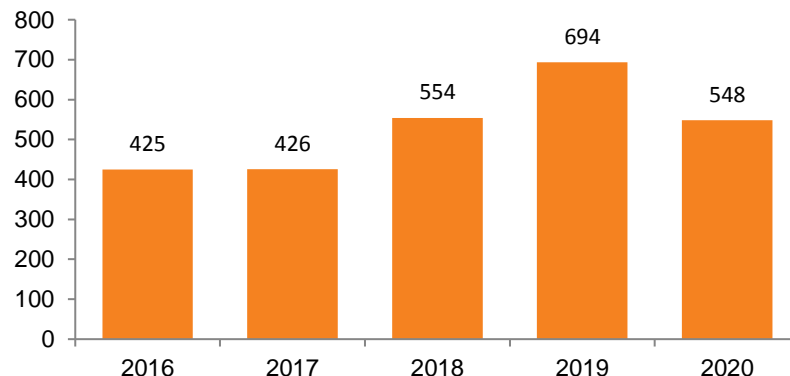
# 优衣库海外扩张提速，大中华区业绩恢复表现强劲

2020年海外优衣库新开门店数量



\*资料来源：迅销公司公告，天风证券研究所

2016-2020年海外优衣库营业收入（亿元）



\*资料来源：迅销公司公告，天风证券研究所

- 2001年9月迅销首次进军海外，在伦敦开设第一家优衣库海外门店；中国第一家优衣库门店于2002年9月在上海开业；
- 2016-2019年优衣库海外事业分部营业收入连年增长，2019年同比增长25%达694亿元；受疫情影响，海外优衣库2020年营业收入为548亿元，同比减少21.04%；
- 根据2020年报，按地区看，2020财年优衣库大中华地区的总营收同比减少9.3%至296亿元。大中华区自2020年3月份以来，高速恢复业绩表现，尤其电商业务，销售净额同比增长约20%，表现强劲。

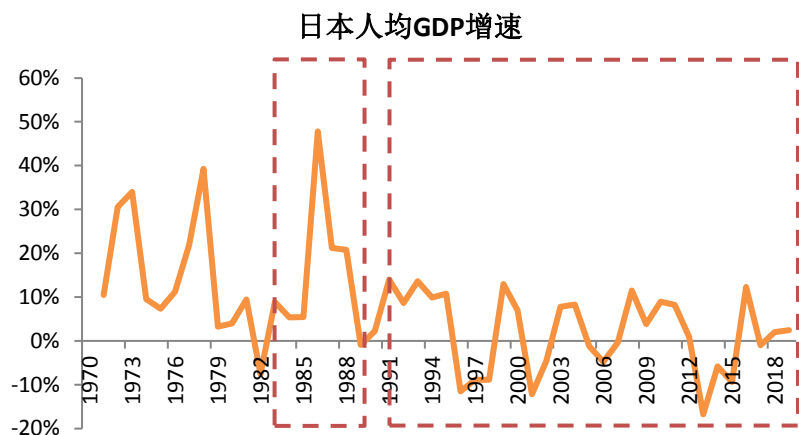
A young man with dark hair and glasses, wearing a dark suit and a blue tie, is smiling warmly at the camera. The background is a blurred office or business environment with other people in the distance. An orange horizontal bar is overlaid on the lower half of the image, containing the text.

2

产品为王+数字化供应链+全渠道，打造护城河



# 定位：顺经济形势，平价优品为核心，一站式服装采购满足全家需求



\*资料来源：Wind，天风证券研究所

- 顺经济形势，树立平价优品为核心。优衣库创立于1984年，正值日本八十年代泡沫经济期，居民疯狂消费带动零售增长，优衣库开始开拓市场；
- 90年代以后日本经济增速放缓，高性价比逐渐成为居民消费时的重要考量因素，优衣库以其平价优势顺应市场、居民需求，得以迅速扩张。

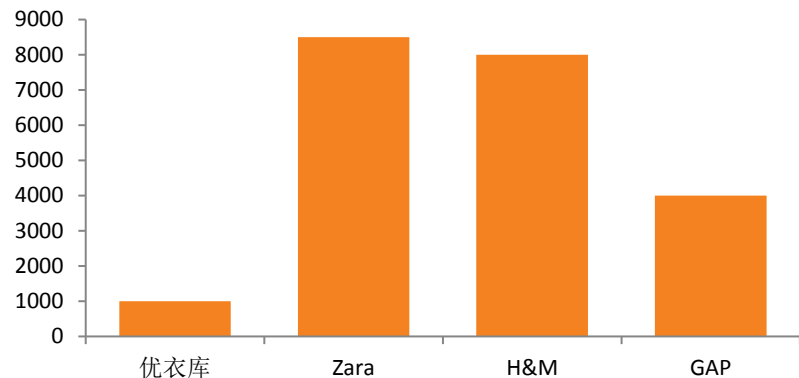


\*资料来源：迅销公司公告，天风证券研究所

- 一站式采购为全家着装提供解决方案。“Made for All”销售理念，捕获更广泛的消费群体；
- 兼具功能性与舒适性，优衣库致力于为每个人提供简约、优质、舒适的服饰，满足不同类型消费者对着装的需求。

# 产品：聚焦基本款，减少SKU，降低库存压力

全球TOP4服装零售企业SKU（款）



\*资料来源：各公司公告，前瞻产业研究院，天风证券研究所

- **减少SKU，降低库存压力。**优衣库的SKU常年保持在1000款左右，相较于其他全球快时尚品牌，SKU数相对更少，因而库存压力较小，有助于存货周转率保持比较良性的状态；
- 尽管SKU数不多，但优衣库对每一款衣服都进行了深度开发，每个SKU不仅分圆领、方领，往往还有4、5种颜色。

20SS Sport Utility Wear  
优衣库生活运动系列  
健康活力动起来

## UniqloU 系列

生机色彩 / 品质面料 / 现代廓形  
让你基本款也能穿出时髦好品味

\*资料来源：优衣库公司官网，天风证券研究所

- **聚焦基本款，以此为基础深度开发。**优衣库采用完全不同的产品开发模式，基本款覆盖几乎所有年龄和性别，从而形成更大的市场规模；
- 公司以生活方式为维度，推出Uniqlo U、Sport、Knit、Jogger4种场景服饰，满足消费者对服装与生活品质的双重需求，丰富其产品结构。

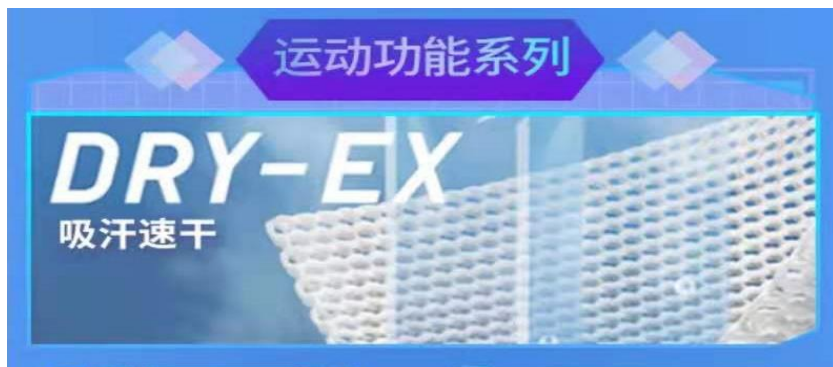


# 产品：专注面料研发，以科技打造产品力

- 公司重视面料研发，持续提高技术，不断推出HEATTECH、摇粒绒等产品，广受消费者欢迎；
- 正值夏季，公司推出清爽凉感的AIRism系列、吸汗速干的DRY-EX系列，其科技面料系列还具有防紫外线、易打理、轻量等特性。



\*资料来源：天猫，天风证券研究所



\*资料来源：天猫，天风证券研究所



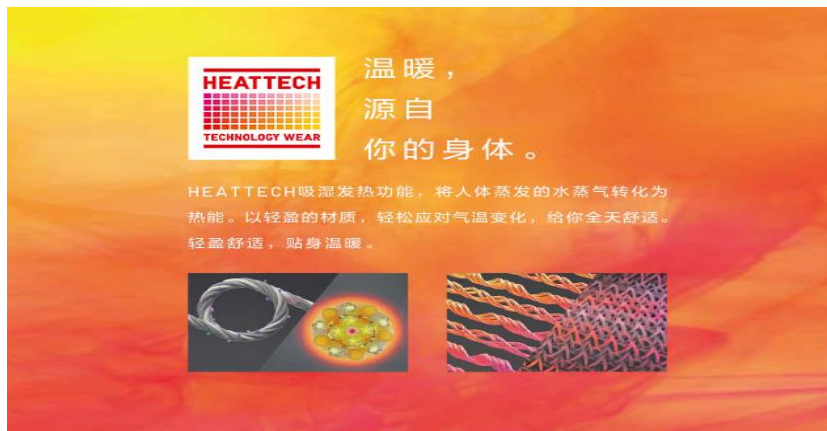
\*资料来源：天猫，天风证券研究所



\*资料来源：天猫，天风证券研究所

# 产品：专注面料研发，以科技打造产品力（改）

- Heat Tech系列科技内衣产品一直受到消费者的喜爱，Heat Tech系列产品有发热、发热、保暖、高弹等特性；
- 后陆续升级Heat Tech技术，推出多舒暖、高舒暖系列，二者均在保暖性上有所提高，前者保暖性是普通保暖系列的1.3倍，后者是普通系列的2.0倍。



\*资料来源：优衣库网络旗舰店，天风证券研究所

 <h2>HEATTECH温暖内衣系列</h2>	<p>温暖 源自你的身体 轻盈贴身 温暖也能活动自如。</p>
 <h2>HEATTECH EXTRA WARM 多舒暖内衣系列</h2>	<p>温暖 源自你的身体 保温性约为优衣库普通HEATTECH的1.3倍* *2020年秋冬款HEATTECH多舒暖内衣的保温率指标(CLO值)约为普通HEATTECH温暖内衣的1.3倍。 CLO值数据来源于优衣库委托的检测机构所作出的检测结果。</p>
 <h2>HEATTECH ULTRA WARM 高舒暖内衣系列</h2>	<p>温暖 源自你的身体 保温性约为优衣库普通HEATTECH的2.0倍* *2020年秋冬款HEATTECH高舒暖内衣的保温率指标(CLO值)约为普通HEATTECH温暖内衣的2.0倍。 CLO值数据来源于优衣库委托的检测机构所作出的检测结果。</p>

\*资料来源：优衣库网络旗舰店，天风证券研究所

# 注重精细化管理，SPA供应链管理模式突出



\*资料来源：迅销公司公告，天风证券研究所

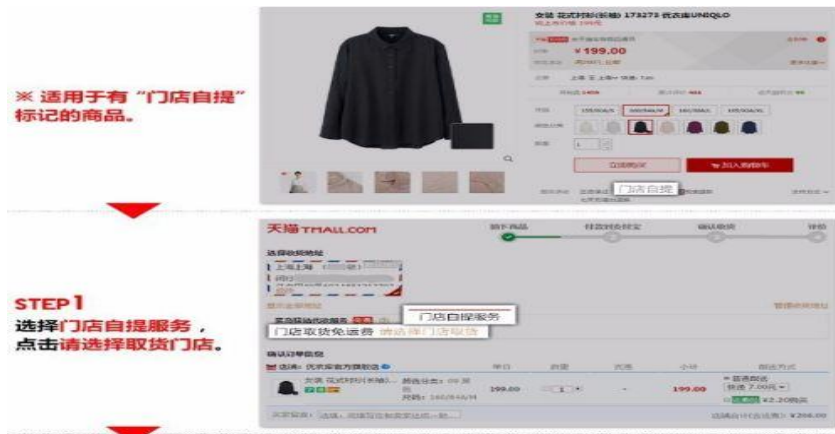


\*资料来源：迅销公司官网，天风证券研究所

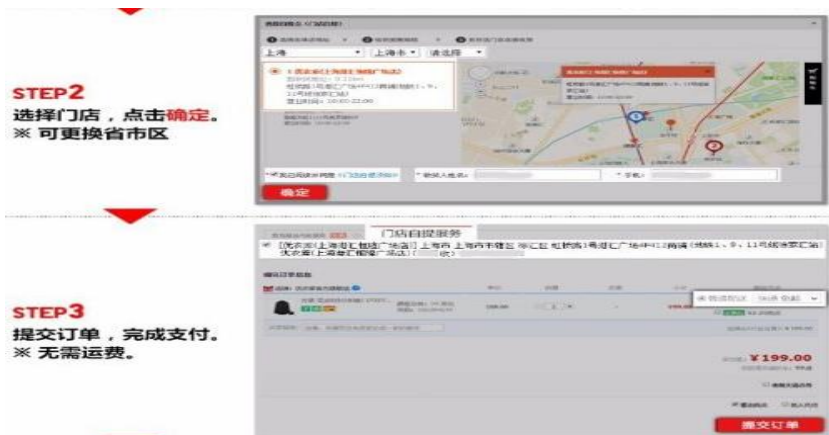
- 与传统经营管理模式不同，优衣库的商业模式统一了整个制衣流程，包括设计、生产及销售；线上线下的销售数据通过系统反馈到仓库，而后重新调整产品的生产计划，下发到生产管理部门，形成循环；
- 公司统一对整个环节层层把关，不仅在产品质量和生产效率上有所保证，还能够有效降低成本，将更多的利润空间返还给消费者，助推实现高性价比。

# 渠道：推出全新数字化业务模式，全渠道试运营

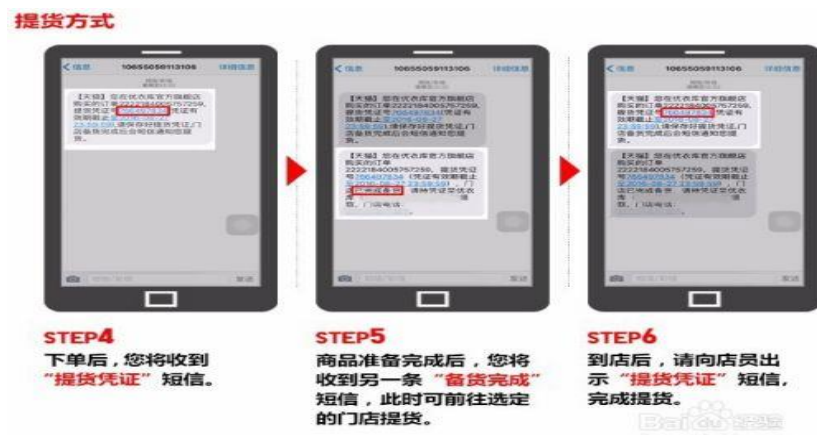
- 近年来，迅销集团大力推动“有明计划”，该计划核心就是配合数字化及互联网时代，变革未来服装零售的消费模式，根据消费者在互联网时代洞察，更快捷、更聪明地去满足顾客，如推出线上购买线下自提业务等新零售模式；
- 迅销集团还在仓储、物流、AR技术、无人、自动化等领域进行先进探索。



\*资料来源：天猫，天风证券研究所



\*资料来源：天猫，天风证券研究所



\*资料来源：天猫，天风证券研究所



## 渠道：线下大店改造优化升级，提升主品牌形象



\*资料来源：联商网，天风证券研究所

- 大店改造计划进行店铺面积扩张。早期优衣库门店面积多为750平米左右的标准店，而后将店铺升级为现有门店两倍的大型店铺，面积约1500-3000平米；

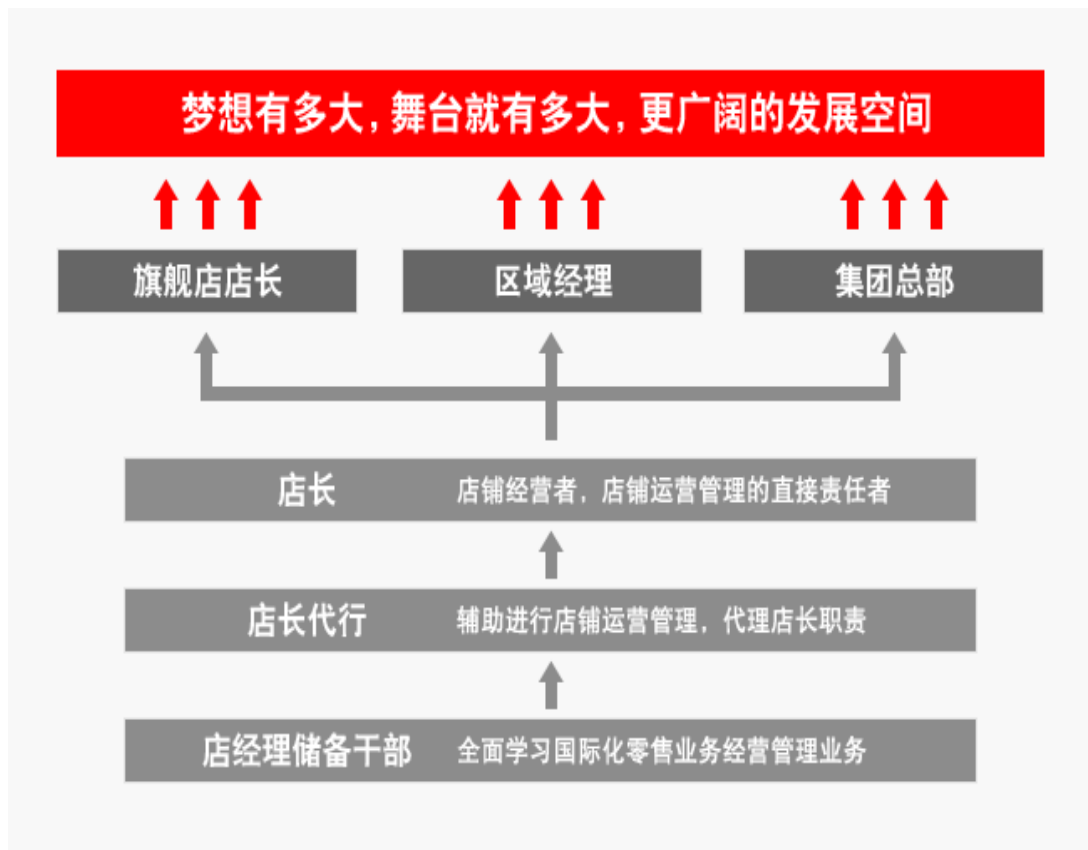


\*资料来源：联商网，天风证券研究所

- 增强实体店内视觉营销。公司开始将推出色彩与产品组合、精彩的门店设计陈列、优质的客户服务，并为客户提供难忘的购物体验，从而全面提升主品牌形象。

# 门店管理：从全国统管转为社区单独管理，地域员工计划持续推进

- 2021年1月25日，全球杰出雇主调研机构公布“中国杰出雇主”认证品牌，优衣库凭借在创新人才育成、多元人才发展、工作方式变革等人力资源实践中的卓越表现，连续6年被评为“中国杰出雇主”，长期稳居中国一流雇主行列。
- 优衣库致力于通过服装，使所有人的生活朝更好的方向发展。透过LifeWear服适人生艺术与科学的品牌与产品、全国800多家门店提供的优质服务体验，以及全国近3万名优衣库员工对“全员经营”的每日实践，优衣库持续为中国消费者创造更具温度感与幸福感的服饰生活体验，助力开启新常态下的活力健康新生活。



\*资料来源：优衣库官网，天风证券研究所

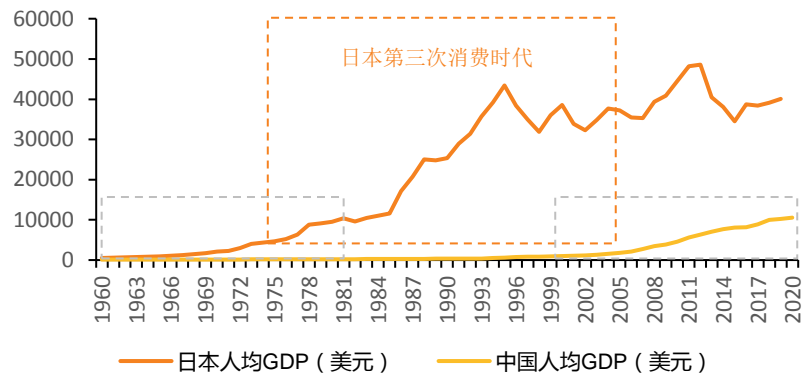


### 3

类比日本历史发展阶段，借鉴优衣库成功经验，太平鸟有望突围

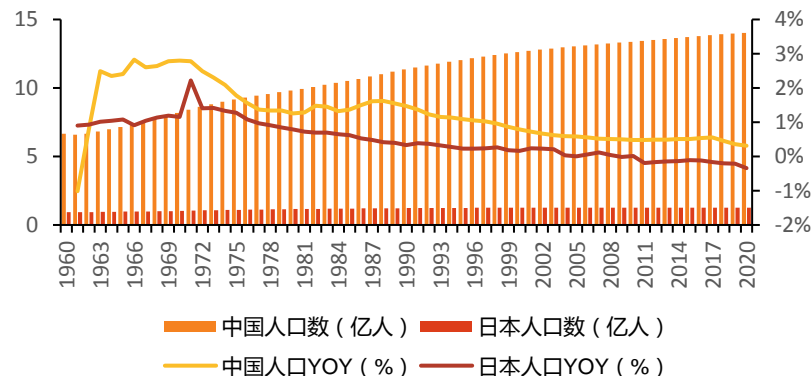
# 当前中国宏观环境与日本第三次消费时代相似

中国和日人均GDP对比（美元）



\*资料来源：世界银行，天风证券研究所

中国和日本人口（亿人）与增速（%）



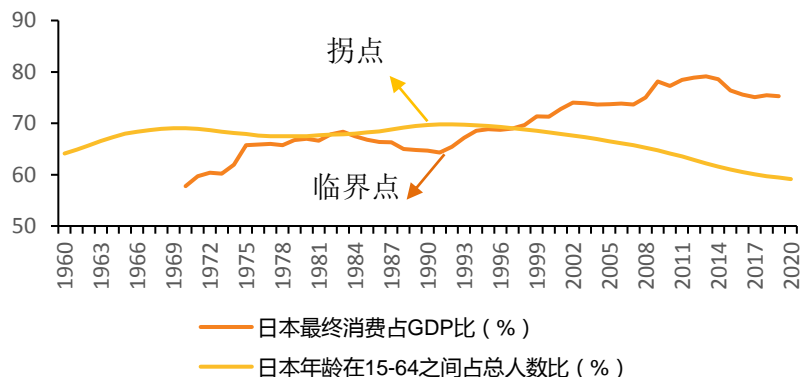
\*资料来源：世界银行，天风证券研究所

- **日本第三次消费时代指：**在1975-2004年期间，由于经济社会的持续发展与居民收入的不断提升，消费单位也开始由家庭转向个人，个性化、品牌化消费快速增长。
- **中国人均GDP趋势近似于日本第三次消费时代的开端。**中国近年来人均GDP曲线与日本第三次消费时代初期的曲线极为相似。
- **中国人口增速趋势也近似于日本第三次消费时代。**在第三消费时代中，日本增速从1975年的1.28%减少到2004年0.03%；从1990年开始，中国增速从1990年的1.48%减少到2021年的0.31%。



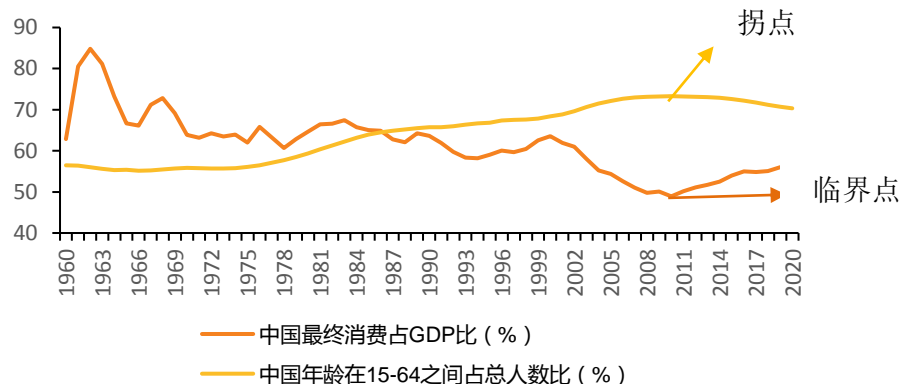
# 跨过居民消费临界点，呈现年轻化、个性化、多元化、品牌化特征

日本在1990年前后经历U型曲线临界点



\*资料来源：世界银行，天风证券研究所

中国在2010年前后迈过U型曲线临界点

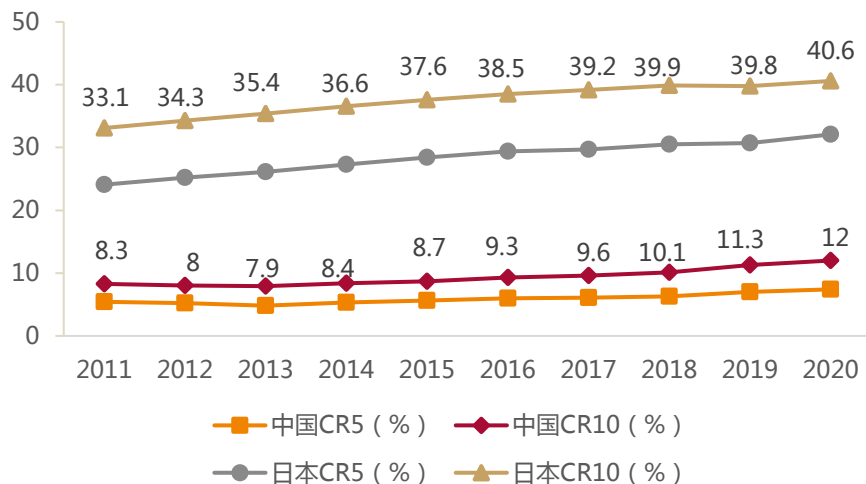


\*资料来源：世界银行，天风证券研究所

- 中国2010年前后分别跨过劳动力增长拐点和居民消费U型曲线临界点，同样与日本第三次消费时代情况相似。日本15-64岁之间人口占比在1990达到拐点后，随后在1992年左右最终消费占GDP的比重也达到“U型曲线”的临界点。相比较日本而言，中国15-64岁之间人口占比在2010年前后达到拐点，紧跟着最终消费占GDP比重也达到临界点。
- 由此，从人均GDP、人口增速、劳动力占比和居民消费占GDP比重等趋势均可得出，中国当前的消费阶段和特征，与日本第三次消费时代相似，或呈现出年轻化、个性化、多元化、品牌化等特征。中国的服装企业可总结学习日本第三次消费时代的成功经验。

# 中国服装行业呈现规模化趋势，太平鸟市占率仍有较大空间

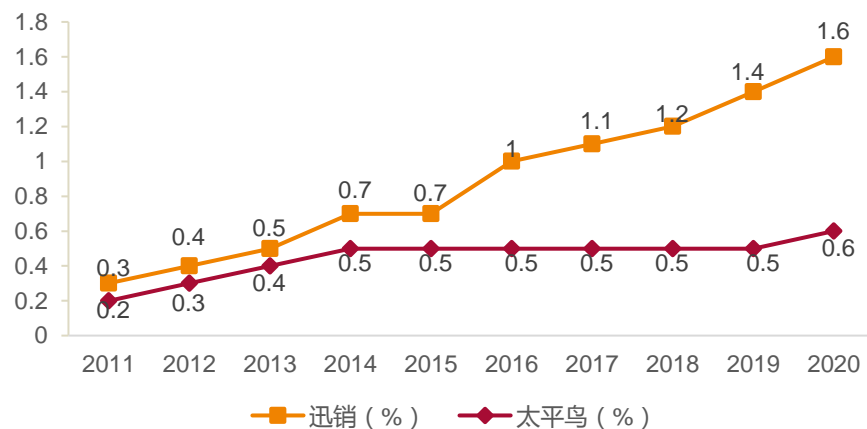
2011-2020中日服装行业按公司市占率对比



\*资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

- 中国服装行业呈现规模化趋势，市场集中度有待进一步提升。2020年中国服装行业CR5占比7.4%，同比增长0.4pct，CR10占比12%，同比增长0.7pct。
- 2020年日本服装行业CR5占比32.1%，同比增长1.4pct，CR10占比40.6%，同比增长0.8pct。

2011-2020中国市场迅销及太平鸟市占率对比



\*资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

- 太平鸟市场份额稳中有升，未来仍有较大市场空间。2020年太平鸟中国市场占有率0.6%，同比增长0.1pct，位列服装行业市场份第10位。
- 2020年迅销集团中国市场占有率1.6%，同比增长0.2pct，位列中国服装行业份额占有率第一。

# 太平鸟：年轻化转型成效凸显，打造多维时尚品牌矩阵

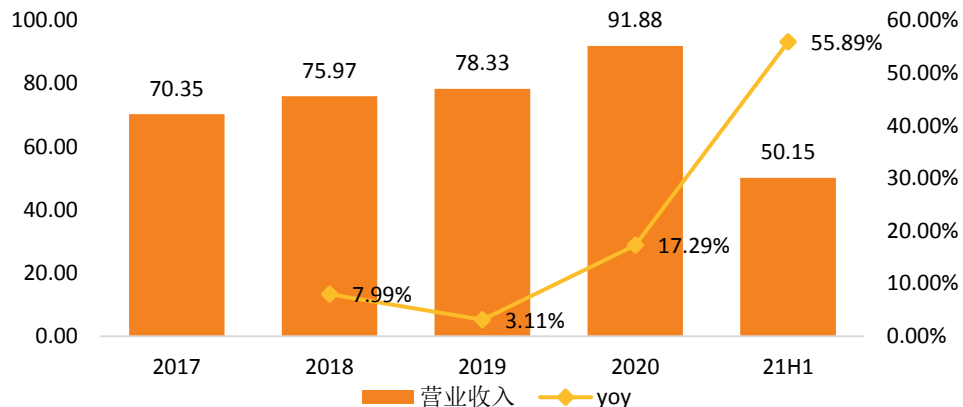
- 公司是一家以顾客为中心的时尚品牌零售公司，致力于成为中国青年的首选时尚品牌；聚焦时尚服饰行业，形成多品牌的时尚矩阵，各品牌面向不同年龄、风格、生活态度的细分客群，满足当代年轻人多样化的时尚需求。主要品牌如下：
- **主力品牌：**太平鸟男装（PEACEBIRD MEN）、太平鸟女装（PEACEBIRD WOMEN）、乐町（LEDIN）、童装（Mini Peace）。
- **新兴品牌：**MG 物质女孩女装（MATERIAL GIRL）、贝甜童装（PETIT AVriL）、小恐龙（COPPOLELLA）。
- **生活家居：**太平鸟·巢（PEACEBIRD LIVIN'）。

品牌名称	创立时间	品牌定位	目标人群	20营收(亿元)	YoY(%)	20毛利率(%)	20门店数量(家)	天猫店铺粉丝数量(万)
太平鸟女装 (PEACEBIRD WOMEN)	2001年	时髦、率真、有年轻态度	25-30 岁都市女性	37.81	28.36	55.5	直营：526; 加盟：1180	太平鸟官方旗舰店：1085
太平鸟男装 (PEACEBIRD MEN)	1996年	时髦、自信、坚持自我	25-30 岁潮流男性	28.32	8.35	54.42	直营：484; 加盟：856	太平鸟男装旗舰店：637
乐町少女装 (LEDIN)	2008年	甜美、摩登、元气	18-25 岁时髦少女	13.29	17.5	49.82	直营：228; 加盟：470	乐町官方旗舰店：1288
太平鸟童装 (Mini Peace)	2011年	男、女童系列：时尚、潮流、个性； Mini Mini 系列：温暖、有爱	男、女童系列：3-11 岁儿童； Mini Mini 系列：1-3 岁宝宝	9.83	9.25	51.15	直营：287; 加盟：434	minipeace旗舰店：218
MG 物质女孩女装 (MATERIAL GIRL)	2013年	音乐、时髦、潮流	20-28 岁美式潮流女生					materialgirl官方旗舰店：430
贝甜童装 (PETIT AVriL)	2018年	轻运动、趣时尚	1-11 岁婴儿和儿童	2.63	8.09	44.36	直营：29; 加盟：113	/
小恐龙 (COPPOLELLA)	2016年	米兰街头滑板运动潮牌	/					coppolella旗舰店：16
太平鸟·巢 (PEACEBIRD LIVIN')	2018年	时尚、品质、生活	追求生活品位的“泛 90 后”					/

\*资料来源：太平鸟公司公告，天风证券研究所

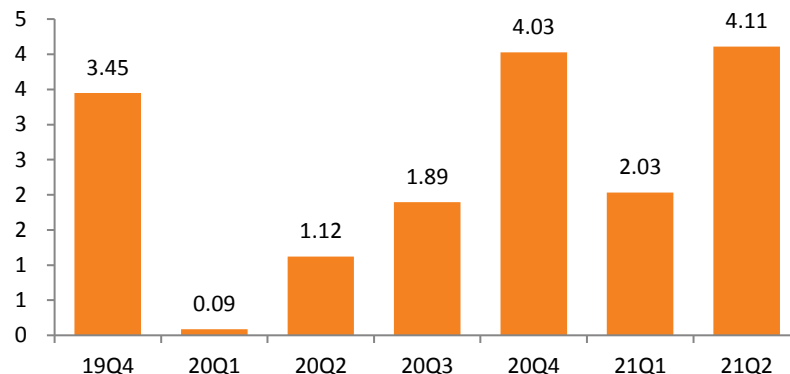
# 太平鸟：业绩延续高增领跑行业，多板块协同成长路径明确

### 太平鸟营业收入（亿元）及YOY



\*资料来源：太平鸟公司公告，天风证券研究所

### 归母净利润（亿元）

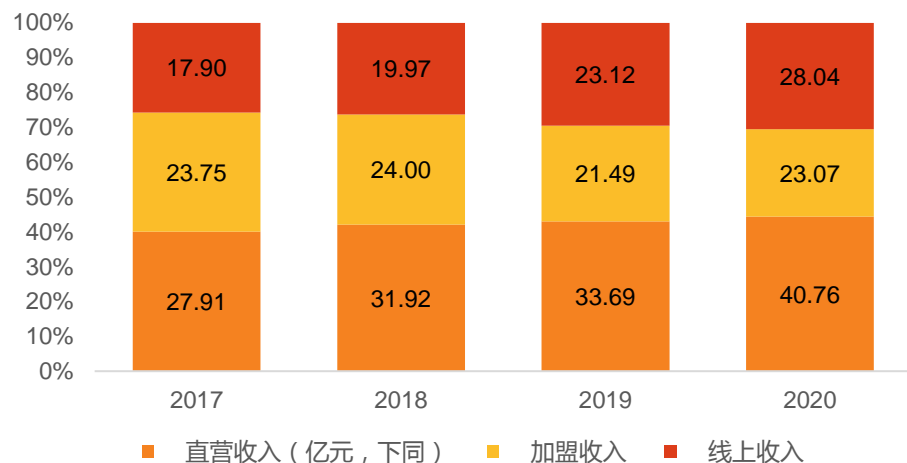


\*资料来源：太平鸟公司公告，天风证券研究所

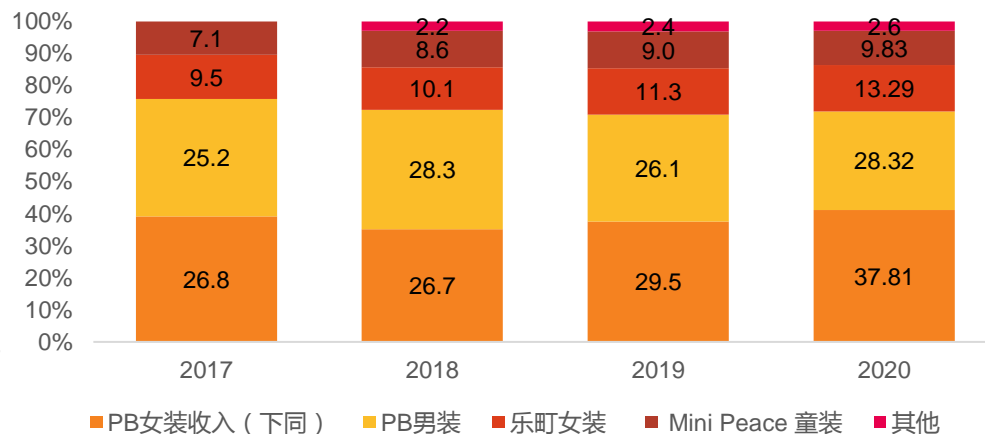
- 21H1营收50.15亿元，同比增长55.89%，主要系直营渠道经营质量店效提升，加盟门店拓展和终端零售恢复增长，电商渠道运营能力增强等所致；
- 疫情时抗风险能力较强；2020年公司营业收入同比增长17.29%至91.88亿元；其中20Q2营收18.34亿同增25.56%回正，20Q3Q4营收及增速分别为23.04亿元（+22.34%）、38.66亿元（+32.20%）。

- 21Q2归母净利润同比增长267%达4.11亿，主要系获利能力改善明显，盈利能力不断优化；下页我们具体分析。
- 疫情后净利润快速反弹；20Q3Q4归母净利润分别为1.88亿、4.02亿元，分别同比增长157%和17%。

# 太平鸟：女装增速快、同店收入增长



\*资料来源：太平鸟公司公告，天风证券研究所

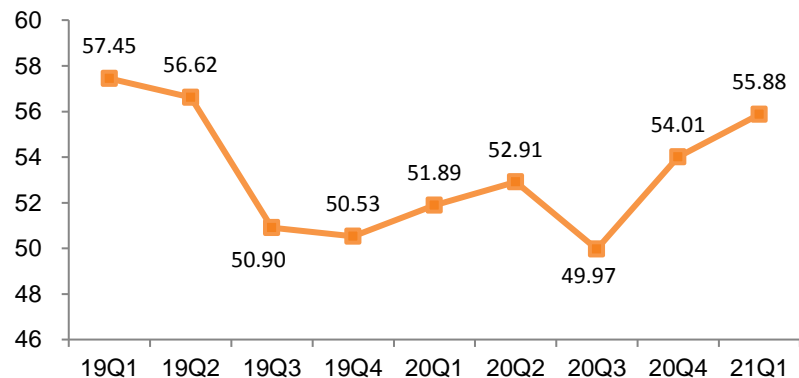


\*资料来源：太平鸟公司公告，天风证券研究所

- 21Q1直营、加盟收入分别同增 88.9%、305.26%，较2019年同期分别增长54.6%、58.4%。；2020年公司线下渠道营收店效双升，门店优化成果显现。全年直营店、加盟店收入分别同增21.0%（+15pct）、7.1%（+18pct、恢复正增长），店效分别同增 19.5%（+26pct、恢复正增长）、7.4%（+16pct）。
- 21Q1线上收入同增120.7%、较2019Q1增长76.4%，占比 33.7%。；2020年公司线上收入同增 21.3%、占比 28.0%。
- 女装品牌营收连年增长，增速高于男装、童装，成为太平鸟旗下增速最快的品类。

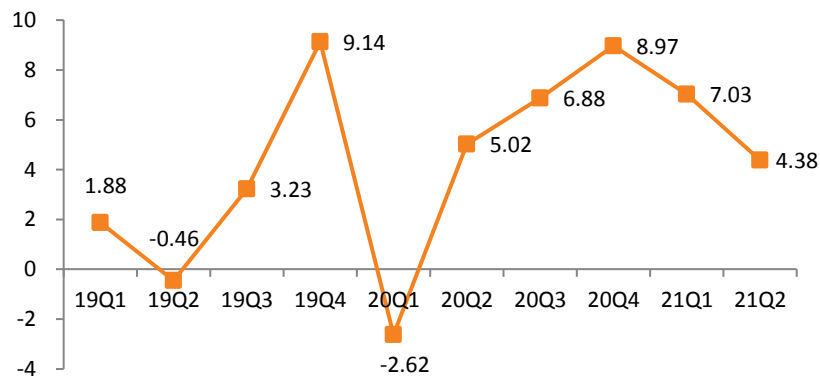
# 太平鸟：业绩延续高增领跑行业，多板块协同成长路径明确

19Q1-21Q1太平鸟毛利率（%）



\*资料来源：太平鸟公司公告，天风证券研究所

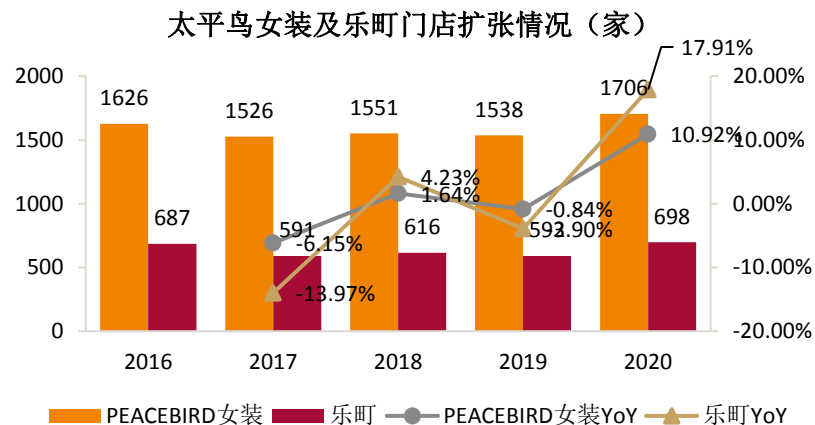
19Q1-21Q2太平鸟扣非归母净利润率（%）



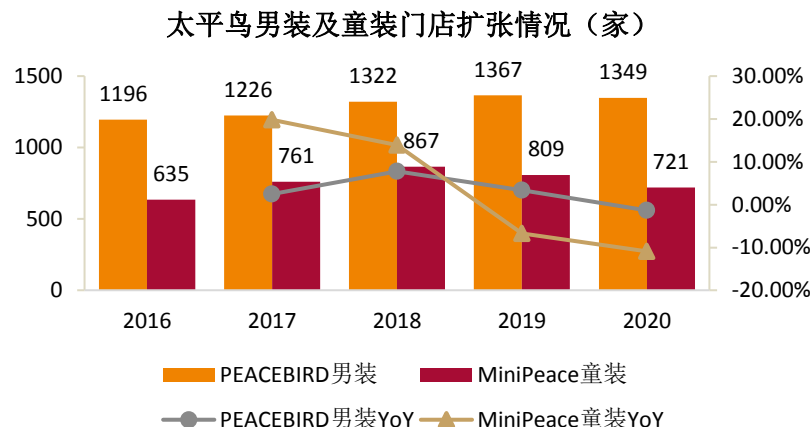
\*资料来源：太平鸟公司公告，天风证券研究所

- 20Q4毛利率同比增长3.48pct达54.01%，21Q1毛利率55.88%，同比增长3.99pct，持续增长的毛利率体现公司经营状况持续优化；
- 21Q1公司扣非归母净利润率7.03%，同比增长9.65pct，21Q2扣非归母净利润率4.38%，略低于20Q2。

# 太平鸟：女装门店增长、男装稳健、童装潜力大



\*资料来源：太平鸟公司公告，天风证券研究所



\*资料来源：太平鸟公司公告，天风证券研究所

- 2017-2019年太平鸟旗下女装品牌（PEACEBIRD女装和乐町）线下门店数目变动不大，2020年增长达到2404家。
- 2016-2019年PEACEBIRD男装门店数量持续增长，从1196家扩张至1367家，2020年门店数量略有下降，主要是由于公司2020年关闭较多直营店。
- 童装品牌潜力较大，长期发展向好。太平鸟童装店Mini Peace的店面数量呈抛物线型，2016-2018年Mini Peace的店铺数量为635/761/867家，而后出现下降，2020年店铺数量降至721家。

# 数字化：以消费者价值创造为核心，积极拥抱数字化零售创新



\*资料来源：太平鸟公司公告，天风证券研究所

## 1. 数据驱动商品开发模式

积极探索应用大数据、人工智能等技术手段洞察消费者需求，更加精确识别流行趋势。

## 2. 全网协同立体零售模式

不断完善直营门店、加盟门店、电商等零售渠道，积极探索社交零售新渠道，提高消费者品牌粘性。

## 3. 快速柔性的生产供应模式

拥有完备供应商管理制度和供应商分级资源库，公司与供应商高度协同，战略供应商深度参与商品开发打样、追单生产等环节，不断增长生产供应效率。

公司持续打造快速柔性的生产供应模式，实现快速开发、快速打样、快速生产，快速为消费者提供所需的时尚商品。



# 供应链：巩固提升柔性快反供应能力，数字化驱动运营持续提效

## 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，不断增长商品快反占比。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。

## 生产端：与供应商高度协同实现柔性生产

- 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，精进柔性生产能力。后续根据销售情况灵活追单，实现畅销款深卖。

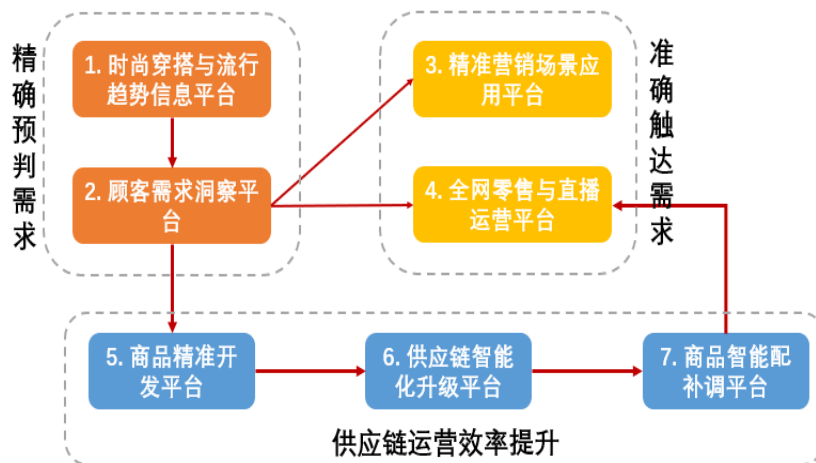
## 零售端：持续精进商品管理能力，不断提升顾客购物体验

- “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。公司充分利用多品牌经营优势、开设品牌集合门店，不断提升顾客购物体验。

# 数字化：加码科技数字化建设，打造科技型时尚品牌公司



\*资料来源：太平鸟公司公告，天风证券研究所

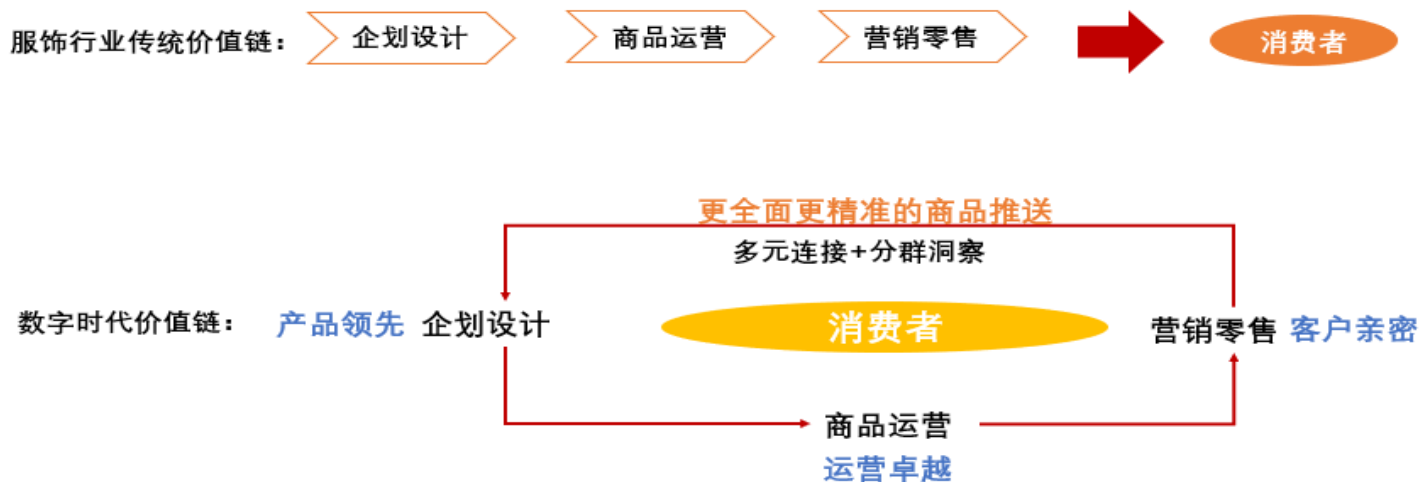


\*资料来源：太平鸟公司公告，天风证券研究所

- **需求端：**目标智能动态跟踪市场动态需求变化，顾客需求洞察平台则针对顾客需求采集，提出针对性运营策略。
- **触达端：**主要可分为精准营销场景应用平台及全网零售与直播运营平台，分别对应全渠道营销精度及营销广度。
- **供应端：**该模块主要可分为商品精准开发平台、供应链智能化升级平台、商品智能配补调平台。

# 供应链：巩固提升柔性快反供应能力，数字化驱动运营持续提效

- 2018年深度管理成效已现，除彼时贝甜、太平鸟巢外，所有品牌直营店和45%加盟店已经实现追单覆盖，全年追单比例达到18%。
- 2019年，公司凭借商品管理AI系统，用大数据、人工智能等技术对商品管理提供支持；以生产、销售快反为特点的商品管理深度方案已经在太平鸟主要品牌全面铺开，夏款、冬款期货订单比例减少到预估销售量的70%以下。
- 2020年公司提出“聚焦时尚、数据驱动、全网零售”战略，坚定推进运营管理体系变革，聚焦提升公司经营质量，实现数据驱动数字化运营和数字化理性决策，促进公司整体经营效率的提升。



\*资料来源：太平鸟公司公告，天风证券研究所

# 渠道：多渠道融合发力，渠道结构改善，门店优化提效

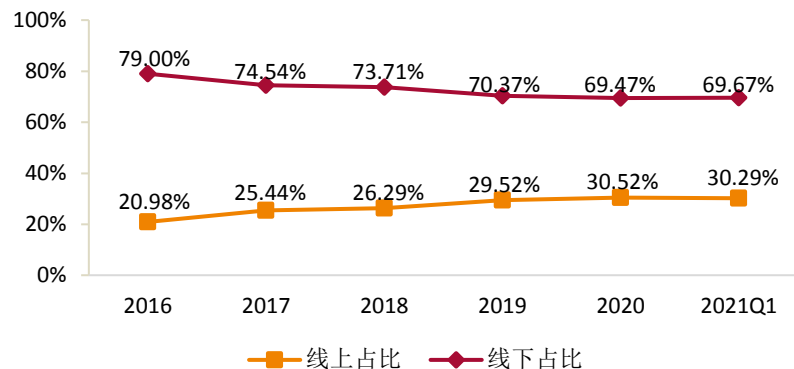
- 公司依据渠道获利模式和经营策略，目前将直营店、加盟店、线上渠道三大渠道主要定位为品牌价值、财务价值和战略价值；渠道形态上，适应流量变迁，聚焦年轻人更多聚集的线上、购物中心，提高百货专柜质量、优化低效街店，发挥奥莱商品流转、存货消化作用。

	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	指由公司直接经营、投资、管理各个零售点的经营形态。直营模式包括线下的自营、联销及线上的电商销售。直营模式的线下门店称为直营店。	公司通过与具有一定资质的企业或个人签订加盟合同，授予其在一定时间和地域范围内通过开设加盟店销售公司商品的权利。	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、增长盈利质量为主	继续净拓店做大市场份额，增长货品管理，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 (2017~19CAGR 2020YOY)	21%	7.4%	21.3%
营收占比(2020)	44.4%	25.1%	30.5%

\*资料来源：太平鸟公司公告，天风证券研究所

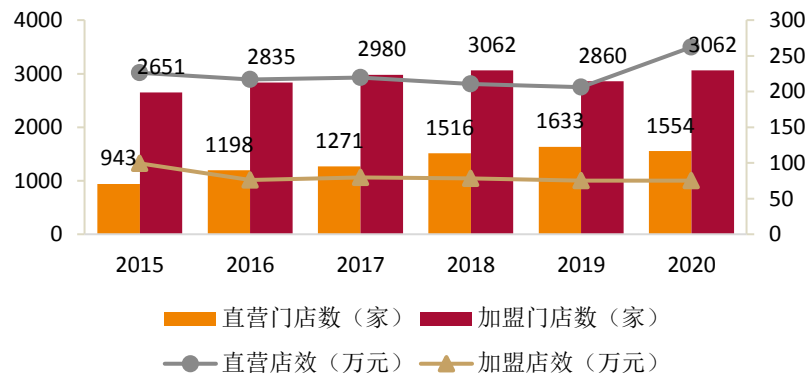
# 渠道：多渠道融合发力，渠道结构改善，门店优化提效

### 2016-2020太平鸟各渠道营收占比变化



\*资料来源：太平鸟公司公告，天风证券研究所

### 2016-2020太平鸟直营加盟规模及店效



\*资料来源：太平鸟公司公告，天风证券研究所

- **线下渠道：精简直营稳拓加盟，门店类型持续更新，构筑公司长期业绩成长基石。**太平鸟近年来渠道发展阶段可以分为2015~2018年快速拓展期、2019~至今精简调整期。**店效方面**，公司2020年直营门店平均店效已增至262.29万元/年，同比增长27.14%，20年直营渠道营收同比增长20.98%至40.76亿元。
- **电商渠道：线上延续高速增长，业务占比快速提升，成为助推公司业绩增长新引擎。**公司在天猫淘系传统电商平台深耕扩容，2020年天猫双十一大促活动中，公司旗下PB女装、PB男装、乐町少女装及迷你PB童装分获对应细分品类销售额Top10。

# 门店管理：管理发展和专业发展双轨制通道

- **管理发展通道：**通过带领和管理团队、提升管理和专业能力，从而获得管理职务晋升，取得自身发展；
- **专业发展通道：**在某类专业领域内，持续深入发展、追求专业技能的提升，通过专业等级的晋级取得的一种发展；
- **各类培养方式：**
  - 1) PEACEBIRD训练营——培养你的团队协作；
  - 2) 直接到岗带薪直训——带领你直面最真实的职场模样；
  - 3) 系统性理论学习——传授你职场生存法则，提升综合能力；
  - 4) 实战实操——模拟训练，更快适应岗位。



\*资料来源：太平鸟官网，天风证券研究所

# 盈利预测

(百万元, %)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>直营渠道</b>					
收入	3369.13	4075.94	4409.02	4769.24	5168.91
YOY	5.56%	20.98%	8.17%	8.17%	8.38%
直营门店数	1633	1554	1604	1654	1704
店效	2.06	2.62	2.75	2.88	3.03
<b>加盟渠道</b>					
收入	2149.05	2307.38	2670.85	3134.90	3653.02
YOY	-10.44%	7.37%	15.75%	17.37%	16.53%
加盟门店数	2860	3062	3382	3752	4052
店效	0.75	0.75	0.79	0.84	0.90
<b>联营渠道</b>					
收入	2.88	2.30	2.35	2.42	2.46
YOY	-66.75%	-20.00%	2.00%	3.00%	1.50%
联营门店数	3	3	3	3	3
店效	0.96	0.77	0.78	0.81	0.82
<b>线下渠道合计</b>					
收入	5521.06	6383.33	7082.22	7906.56	8824.38
YOY	-1.41%	15.62%	10.95%	11.64%	11.61%
门店数	4496	4619	4989	5409	5759
净开店	-84	21	370	420	350
店效	1.23	1.38	1.42	1.46	1.53
毛利率	57.41%	58.19%	58.13%	58.92%	60.08%
<b>线上渠道</b>					
收入	2312.27	2804.40	3785.94	4921.72	6343.12
YOY	15.78%	35.00%	35.00%	30.00%	28.88%
毛利率	44.60%	46.70%	47.30%	47.80%	48.50%
其他业务收入			300	420	300
<b>营业总收入</b>	<b>7927.62</b>	<b>9386.87</b>	<b>11410.22</b>	<b>13535.42</b>	<b>15802.74</b>
YOY	2.80%	18.41%	21.56%	18.63%	16.75%
毛利率	53.19%	52.49%	52.90%	52.92%	54.16%

(百万元, %)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>费率</b>					
毛利率	53.19%	52.49%	52.90%	52.92%	54.16%
销售费用率	36.53%	34.86%	34.53%	34.26%	34.79%
管理费用率	6.36%	6.13%	6.34%	6.30%	6.49%
研发费用率	1.36%	1.24%	1.25%	1.26%	1.27%
财务费用率	0.24%	0.20%	0.15%	0.15%	0.09%
<b>盈利预测与估值</b>					
利润总额	708.77	906.41	1,316.97	1,571.30	1,891.85
税后利润	543.10	706.71	1,033.82	1,233.47	1,485.10
<b>净利润</b>	<b>551.55</b>	<b>712.81</b>	<b>1,049.08</b>	<b>1,249.48</b>	<b>1,503.11</b>
净利率	6.96%	7.76%	9.39%	9.43%	9.72%
EPS(元)	1.16	1.50	2.20	2.62	3.15
PE(X)	44.18	34.18	23.23	19.50	16.21

\*资料来源：太平鸟公司公告，Wind，天风证券研究所

\*资料来源：太平鸟公司公告，Wind，天风证券研究所

# 风险提示

- 1. 疫情风险：**近期疫情存在反弹趋势，现有的相关店铺，尤其是线上店铺的经营状况、粉丝数量、交易额、购买量可能受到一定影响。
- 2. 上游原料价格波动风险：**纺织服装行业上游原材料的价格波动可能影响销售价格，行业发展可能因此受到影响。
- 3. 战略、管理风险：**我们对行业的分析以相关店铺管理层的正确决策、有效应对快速迭代的市场、作出合理反馈为基础，因此存在战略与管理不及预期的风险。
- 4. 市场风险：**纺织服装行业品牌多，增长和变革空间大，市场存在复杂、难以预期的因素。
- 5. 太平鸟店效提升慢于预期：**由于市场竞争的不确定性，太平鸟提升店效措施可能因为竞争加剧或者店效提升措施耽误不达预期。
- 6. 科技数字化项目实际对太平鸟运营效率提升效果可能不及预期：**科技数字化项目的提升效果受到员工使用情况的影响，因此存在员工不适应科技数字化项目而降低效率提升效果的风险。



## 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS