

数字化驱动下的快时尚品牌服饰先锋

买入 (首次)

2021 年 12 月 27 日

证券分析师 吴劲草

执业证号: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

研究助理 谭志千

tanzhq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	9,387	11,014	12,882	14,939
同比 (%)	18.41%	17.33%	16.96%	15.96%
归母净利润 (百万元)	713	917	1091	1288
同比 (%)	29.24%	28.67%	18.98%	18.04%
每股收益 (元/股)	1.50	1.92	2.29	2.70
P/E (倍)	18.73	14.55	12.23	10.36

投资要点

■ **聚焦青年时尚定位中档的多品牌休闲时尚服饰公司，覆盖男装、女装、童装等领域。**太平鸟品牌创立于 1996 年，2015 年开始男女装年轻化转型，大胆转化目标客群，定位中档休闲时尚市场，拥有太平鸟女装、太平鸟男装、乐町少女装、Mini Peace 童装等多个品牌。2021 年前三季度实现收入 74 亿元，归母净利润 5.5 亿元，2021 年前三季度太平鸟女装/太平鸟男装/乐町少女装/Mini Peace 童装收入占比分别为 44%/29%/13%/12%。

■ **国内女装行业集中度较低，多元多变的消费者时尚需求对企业的快反提出了新的需求：**以 2020 年零售额数据计，中国女装市场 CR10 为 8.2%，CR20 为 12.5%，份额最高的 Uniqlo 品牌占比仅为 1.8%。远低于其他细分赛道。究其背后原因，主要因为女装的进入门槛低，而由于女装时尚潮流每年都在变化，对品牌的快反能力要求较高，品牌做好并不容易。利用数字化手段加强消费者洞察，采用“快反”模式打造柔性供应链，成为女装品牌突围的关键。

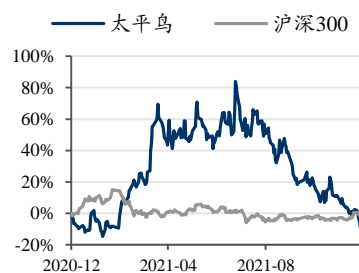
■ **数字化驱动全链路快反，精准捕捉需求提升运营效率。**公司以顾客为中心，着力打造完整的数据驱动商品开发与快反柔性供应链，以此快速满足消费者对最新时尚的需求，同时拉升货品存货周转，提升运营效率。1) 在开发设计端：大数据洞察消费者需求与流行趋势，迅速组织设计。2) 在生产供应端：预估货品需求，柔性生产，精准配送，促进商品快速、高效流通。3) 在营销零售端：线上大数据支持精准营销。把握微博，B 站，小红书，抖音等各类平台全面扩大品牌声量。2021 年公司发行可转债募集 8 亿元继续推进数字化转型。

■ **直营提效，加盟扩规模，抖音平台成绩显著：**线下：截至 2021 年第三季度，公司共有线下门店 5078 家，其中直营门店 1653 家，经销门店 3425 家。分品牌来看太平鸟女装/太平鸟男装/乐町少女装/Mini Peace 童装分别拥有 1910/1518/728/791 家。直营层面公司将更加聚焦店效的提升，加盟层面疫情后已基本恢复，未来将加速门店新拓展。线上：2021 年以来公司率先大力布局直播电商，侧面也验证了公司对于终端消费变化较强的敏锐度，2021H1，公司在抖音零售额高达 3 亿元，占线上零售额比例增长至 18%，公司在抖音有较为明显的先发优势，积累了丰富的运营经验，未来随着抖音电商渗透率的提升，公司线上渠道或将迎来第二增长曲线。

■ **盈利预测与投资评级：**品牌矩阵丰富、消费者覆盖齐全，公司利用数字化技术驱动商品开发，快速满足消费者时尚需求，同时公司加强对抖音等直播电商布局，具备新媒体运营先发优势。我们预计公司 2021-2023 年将实现归母净利润 9.2 亿/11 亿/13 亿元，最新收盘价对应 2021-2023 年 PE 为 15/12/10 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**疫情反复及消费景气度下降，电商渠道发展不及预期，科技数字化转型推进不及预期，存货跌价风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.00
一年最低/最高价	26.76/59.80
市净率(倍)	3.28
流通 A 股市值(百万元)	13348.38

基础数据

每股净资产(元)	8.55
资产负债率(%)	57.68
总股本(百万股)	476.73
流通 A 股(百万股)	476.73

内容目录

1. 太平鸟：聚焦青年快时尚的品牌服饰，疫情下逆势扩张领跑同业	5
1.1. 发展历程：聚焦青年时尚定位中档休闲，打造多维品牌梯度	5
1.2. 业绩回顾：转型期业绩增速暂时回落 疫情下领先行业强劲复苏	6
1.3. 品牌表现：太平鸟女装及太平鸟男装贡献主要收入，四大品牌全面高速增长	9
1.4. 股权结构稳定集中，管理层经验丰富且具有变革精神	14
2. 行业：市场广阔群雄正逐鹿，需求迭变快反当鼎新	16
2.1. 女装行业规模大，集中度低，快反打造柔性供应链或成功突围	16
2.2. 时尚休闲男装市场颇具潜力，童装市场持续高速增长	19
3. 核心竞争力：数字化驱动全链路快反，与消费者需求共舞千姿	20
3.1. 全渠道数据赋能商品开发，设计+联名持续打造爆品	21
3.2. 柔性生产+精准配送，打造反应快速的柔性供应链	24
3.3. 数据指导精准营销，把握各类青年社交平台全面扩大品牌声量	25
3.4. 可转债募集 8 亿元，科技数字化转型持续推进	29
4. 渠道：直营提效，加盟扩规模，抖音平台成绩显著	30
4.1. 线下：直营渠道优化增收增效，加盟渠道重现增长有望加速扩张	30
4.2. 线上：传统电商四大品牌已具规模，直播电商正创造第二增长曲线	32
5. 财务：净利率拐点向上未来可期，ROE 领先同业	33
6. 盈利预测与投资建议	36
6.1. 盈利预测	36
6.2. 投资建议	37
7. 风险提示	38

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 2011 年-2021Q1-Q3 公司营业收入及增速	7
图 3: 2011 年-2021Q1-Q3 公司归母净利润及增速	7
图 4: 2019Q1-2021Q3 公司分季度营业收入及增速	7
图 5: 2019Q1-2021Q3 公司分季度归母净利润	7
图 6: 2020 年中国服装零售市场整体及市占率（零售额口径）Top10 公司零售额同比增速	8
图 7: 2011 年-2021Q1-Q3 公司期末存货（亿元）	8
图 8: 2011 年-2021Q1-Q3 公司存货周转天数（天）	9
图 9: 2014 年-2021H1 公司库存商品账面余额中一年以上商品占比	9
图 10: 2016 年-2021Q1-Q3 公司分品牌收入结构	10
图 11: 2017 年-2021Q1-Q3 公司分品牌收入同比增速	10
图 12: 2016 年-2021 Q1-Q3 公司分品牌毛利润结构	10
图 13: 2016 年-2021 Q1-Q3 公司分品牌毛利率	10
图 14: 2016 年-2021Q1-Q3 太平鸟女装品牌营收及增速	11
图 15: 2015 年-2021 Q1-Q3 太平鸟女装品牌门店数及直营门店占门店总数比例	11
图 16: 2015 年-2021Q1-Q3 太平鸟女装品牌直营及加盟门店数（家）	11
图 17: 2016 年-2021 Q1-Q3 乐町少女装品牌营收及增速	12
图 18: 2015 年-2021 Q1-Q3 乐町少女装品牌门店数及直营门店占门店总数比例	12
图 19: 2015 年-2021 Q1-Q3 乐町女装品牌直营及加盟门店数（家）	12
图 20: 2016 年-2021 Q1-Q3 太平鸟男装品牌营收及增速	13
图 21: 2015 年-2021 Q1-Q3 太平鸟男装品牌门店数及直营门店占门店总数比例	13
图 22: 2015 年-2021 Q1-Q3 太平鸟男装品牌直营及加盟门店数（家）	13
图 23: 2016 年-2021 Q1-Q3 Mini Peace 童装品牌营收及增速	14
图 24: 2015 年-2021 Q1-Q3 Mini Peace 童装品牌门店数及直营门店占门店总数比例	14
图 25: 2015 年-2021 Q1-Q3 Mini Peace 品牌直营及加盟门店数（家）	14
图 26: 公司股权结构（截至 2021Q3）	15
图 27: 2020 年服装行业部分细分市场集中度（零售额口径）	16
图 28: 2016-2020 年中国女装休闲品牌 Top8 零售额（亿元）	17
图 29: 2016-2020 年中国 Top75 女装休闲品牌中中档品牌整体零售额及增速	17
图 30: Z 世代时尚消费 TGI 指数（2020 年）	18
图 31: 传统刚性供应链与适度柔性供应链各环节差异	18
图 32: 2010-2025 年中国男装市场规模（零售额口径）（亿元）	19
图 33: 2010-2025 年中国童装市场规模（零售额口径）及增速	19
图 34: 太平鸟着力打造以消费者价值为核心的 SPA 模式	20
图 35: 2017-2020 年太平鸟数字化改革进程及成绩	21
图 36: 太平鸟×飞跃跃然系列	23
图 37: 太平鸟×SHUSHUTONG 联名系列引起热议	23
图 38: 太平鸟男装推出 5D 抗寒羽绒服具备科技属性	23
图 39: 太平鸟女装和 Fabio Del Bianco 合作的“SNOWBIRD”专业冬日系列	23
图 40: 乐町和独立设计师品牌 Momonary 的合作系列	24
图 41: 太平鸟童装 Mini Peace 的羽绒服新品	24
图 42: 太平鸟物流仓储中心高位拣选车	25
图 43: 太平鸟物流仓储中心自动分拣系统	25

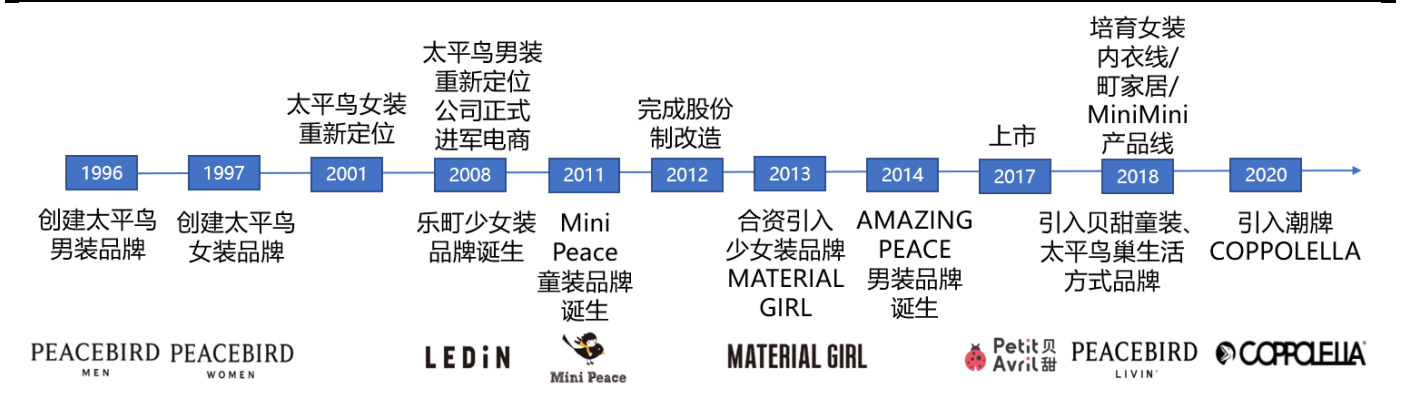
图 44: 太平鸟 PEACE CREW 阵营	26
图 45: 太平鸟官宣欧阳娜娜成为女装品牌代言人和首位 PEACEBIRD 品牌发声人	26
图 46: 太平鸟、太平鸟男装分别官宣王一博、白敬亭成为品牌代言人	27
图 47: 王一博同款羽绒服官宣 8 小时被抢购一空	27
图 48: 2020 年 B 站太平鸟 xBillie Eilish 联名宣传	28
图 49: 2020 年 B 站太平鸟 x洛天依联名宣传	28
图 50: 太平鸟跨界联名话题内容抖音热播	28
图 51: 抖音博主热门视频以平台特色短视频内容分享太平鸟穿搭	28
图 52: 太平鸟天猫旗舰店爆款商品详情页展示的 KOL 穿搭效果	29
图 53: 深夜徐老师与太平鸟联名系列宣传 vlog 微博热播	29
图 54: 太平鸟科技数字化转型项目规划	29
图 55: 2015 年-2021Q1-Q3 公司线下门店总数 (家)	30
图 56: 2016 年-2021 Q1-Q3 公司直营门店数 (家)	30
图 57: 2016 年-2021 Q1-Q3 公司直营渠道收入及增速	30
图 58: 2016 年-2021 Q1-Q3 公司直营渠道年单店收入 (万元)	31
图 59: 2020 年公司直营门店收入区间分布 (按门店数)	31
图 60: 2016 年-2021 Q1-Q3 公司加盟门店数 (家)	31
图 61: 2016 年-2021Q1-Q3 公司加盟渠道收入及增速	31
图 62: 2020Q1-2021Q3 公司各渠道单季度新开店数 (家)	32
图 63: 2019 年公司线下各渠道零售额 (亿元) 及占线下零售总额比重	32
图 64: 2016-2019 年公司部分渠道零售额及占比	32
图 65: 2021 年双十一太平鸟战报	33
图 66: 2013 年-2021Q1-Q3 可比公司毛利率	34
图 67: 2013 年-2021Q1-Q3 可比公司净利率	34
图 68: 2013 年-2021Q1-Q3 可比公司销售费用率	35
图 69: 2013 年-2021Q1-Q3 可比公司管理费用率	35
图 70: 2013 年-2021Q1-Q3 可比公司摊薄 ROE 水平	35
表 1: 太平鸟旗下品牌概览	6
表 2: 公司高级管理人员概览 (截至 2021 年 12 月 18 日)	15
表 3: 太平鸟收入拆分	36
表 4: 可比公司估值表	37

1. 太平鸟：聚焦青年快时尚的品牌服饰，疫情下逆势扩张领跑同业

1.1. 发展历程：聚焦青年时尚定位中档休闲，打造多维品牌梯度

聚焦青年时尚定位中档的多品牌休闲时尚服饰公司，覆盖男装、女装、童装等领域。太平鸟品牌创立于 1996 年，2015 年起开始男女装年轻化转型，大胆转化目标客群，定位中档休闲时尚市场（女式冬装外套类价格带在 500-2000 元之间），2017 年公司于上交所上市，目前拥有太平鸟女装、太平鸟男装、乐町少女装、Mini Peace 童装等多个品牌，覆盖女装、男装、童装等领域。截至 2021 年第三季度，公司共有门店 5078 家，直营经销比例约为 1:2，其中太平鸟女装/太平鸟男装/乐町少女装/Mini Peace 童装分别拥有 1910/1518/728/791 家；2021 年前三季度实现收入 74 亿元，归母净利润 5.5 亿元，2021 年前三季度太平鸟女装/太平鸟男装/乐町少女装/Mini Peace 童装收入占比分别为 44%/29%/13%/12%。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

太平鸟女装+男装合计收入占比超 70%，乐町和童装已初具规模，其他品牌仍在孵化期。公司主品牌太平鸟女装和男装经过多年的发展，为主要的收入贡献板块，2021 年前三季度收入合计贡献超过 70%。2008 年以来，公司也在积极拓展孵化其他子品牌，满足更多元的需求（1）**女装方面**：2008 年推出都市少女装品牌乐町 LEDiN，向下拓展客群年龄带至 18-25 岁，2021 年前三季度收入贡献达到 13%；2013 年引入美国当红都市少女装品牌 MATERIAL GIRL，引入潮酷基因丰富时尚调性，现已并入电商运营渠道。（2）**童装方面**：2011 年推出 Mini Peace 品牌正式进军童装市场，2021 年前三季度收入贡献 12%；2018 年培育 Mini Mini 产品线进一步覆盖 1-3 岁婴童，同时引入贝甜童装填补低价格带空白。（3）**其他品类**：公司 2018 年引入太平鸟·巢生活方式品牌试水时尚家居，2020 年引入潮牌 COPPOLELLA 发力潮流市场。我们认为，太平鸟的多维品牌梯度可以更全面地覆盖不同年龄、不同穿着风格、不同消费价位的年轻群体的时尚需求，同时各品牌之间形成协同，有助于销售额渗透率的提升。

表 1: 太平鸟旗下品牌概览

品牌名称	品牌定位	目标客群	2021 年 Q1-Q3 营收 (亿元)	营收占整体比例	2018-2020 年营收 CAGR	门店数 (家)
太平鸟女装 PEACEBIRD WOMEN	时尚女装	时髦率真有年轻态度的 25-30 岁都市女性	32.3	44%	19%	直营 579 加盟 1331
太平鸟男装 PEACEBIRD MEN	时尚男装	时髦自信、坚持自我的 25-30 岁潮流男性	21.0	29%	0%	直营 539 加盟 979
乐町少女装 LEDIN	少女品牌	甜美、摩登、元气的 18-25 岁时髦少女	9.8	13%	15%	直营 215 加盟 513
太平鸟童装 Mini Peace	童装品牌	时尚潮流个性的 3-11 岁儿童,1-3 岁宝宝	8.5	12%	7%	直营 304 加盟 487
MG 物质女孩女装 MATERIAL GIRL	街头潮流品牌	20-28 岁美式潮流女生	1.9	3%	9%	直营 16 加盟 115
太平鸟·巢 PEACEBIRD LIVIN'	泛北欧生活美学品牌	追求生活品位的“泛 90 后”年轻人群				
贝甜童装 PETiT AVriL	童装品牌	偏爱轻运动、趣时尚的 1-11 岁婴儿儿童				
小恐龙 COPPOLELLA	米兰街头滑板潮牌	热爱滑板文化等潮流文化的青年				

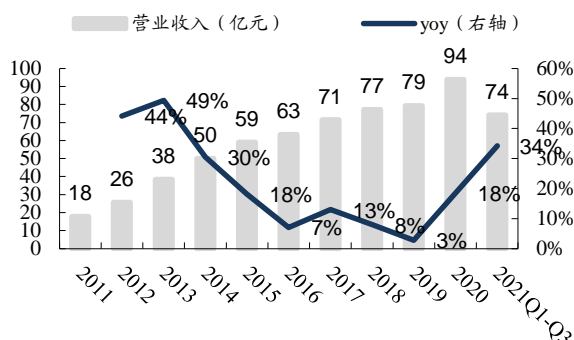
数据来源: 公司官网, 公司公告, 东吴证券研究所

注: 营收、营收占整体比例、门店数均为 2021 年三季报披露数据

1.2. 业绩回顾: 转型期业绩增速暂时回落 疫情下领先行业强劲复苏

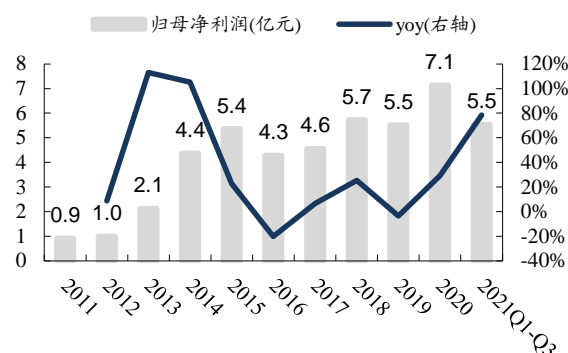
2011-2015 年品牌扩张业绩高增, 2016-2019 年转型调整阶段性承压。2011-2015 年公司处于高速扩张期, 营收 CAGR 高达 35%, 归母净利润 CAGR 高达 55%。2015 年起, 公司敏锐感知市场动向, 大胆提出品牌年轻化战略, 率先聚焦新世代青年文化。由于改革调整需要不断尝试逐步推进, 新品牌调性向市场传达以及新老目标客户群体的切换需要时间过渡, 叠加行业整体增长趋缓与海外品牌持续抢占市场, 公司业绩增速降档, 2015-2019 年营收 CAGR 仅为 8%, 归母净利润呈现一定波动。

图 2: 2011 年-2021Q1-Q3 公司营业收入及增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

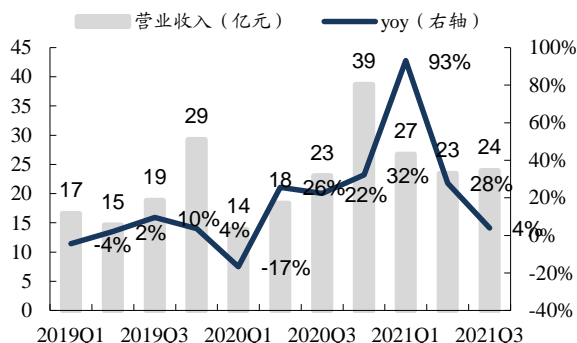
图 3: 2011 年-2021Q1-Q3 公司归母净利润及增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

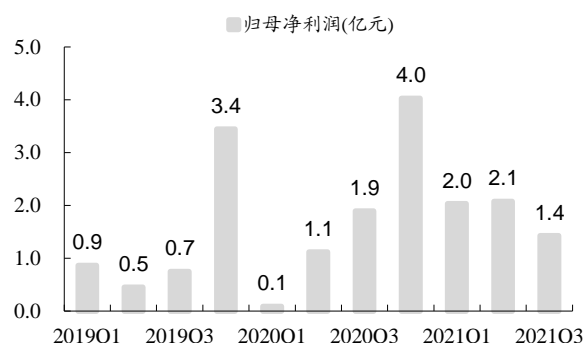
2020 年疫情冲击下，公司营收净利润率先由负转正，2021 年上半年优势持续。公司营收增速 2020 年第二季度由负转正，同比增长 28%，2020 全年增速高达 18%，而 2020 年我国服装类限上单位零售额整体增速仅为-8%。公司归母净利润增速同时于 2020 年第二季度起由负转正，全年增速高达 29%；2021 年前三季度归母净利润同比增长 79%，业绩表现强劲。我们认为，疫情考验之下，公司逆势上扬的业绩彰显出成熟稳健的经营实力、敏捷创新的组织活力与卓尔不群的发展潜力。

图 4: 2019Q1-2021Q3 公司分季度营业收入及增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

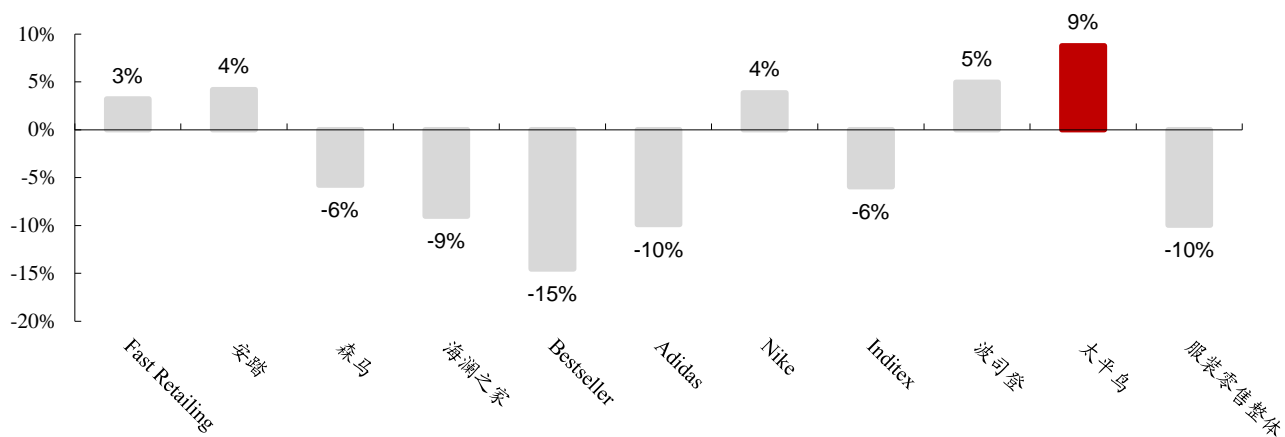
图 5: 2019Q1-2021Q3 公司分季度归母净利润



数据来源: wind, 东吴证券研究所

从横向对比来看，公司 2020 年以来业绩表现领先同业，具备市场份额提升潜力。从零售口径看，2020 年中国服装零售市场占有率（零售额口径）Top10 公司中，太平鸟零售额增速达 9%，位列第一；其中的休闲时尚服饰公司中仅太平鸟与 Fast Retailing（优衣库母公司）实现零售额正增长。我们认为，相比同业在疫情冲击下业绩受挫经历调整，太平鸟的强劲增长将助力其未来积极抢占市场份额，实现更长足的发展。

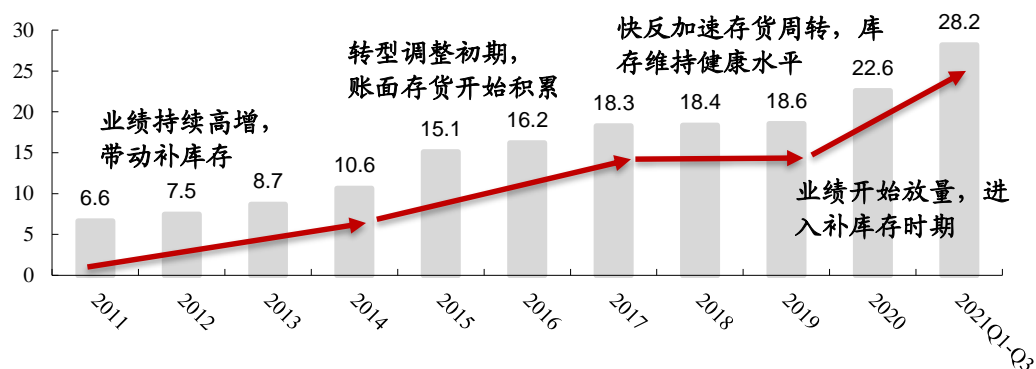
图 6: 2020 年中国服装零售市场整体及市占率 (零售额口径) Top10 公司零售额同比增速



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

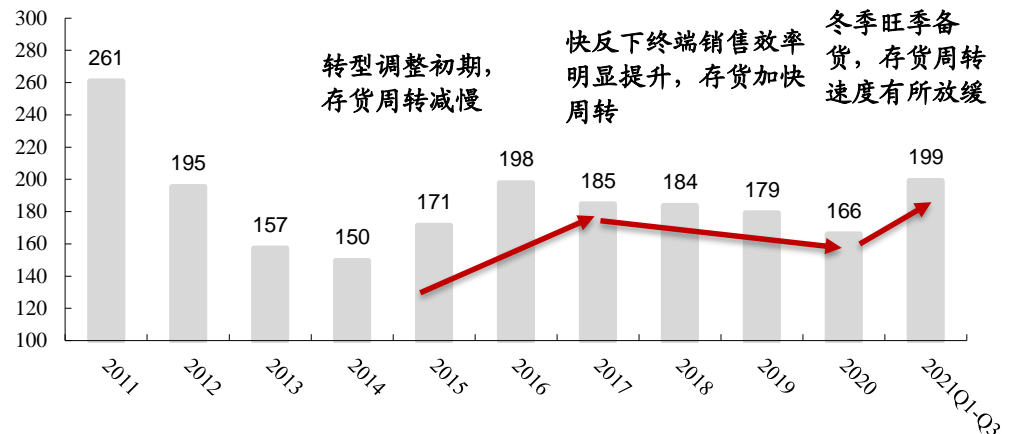
从库存角度来看, 公司 2017 年以来存货周转加快, 特别是 2019 年以来库存结构优化, 经营质量大幅提升。回顾公司 2011-2020 年的库存情况, 大致可以分为三个阶段: (1) 2011-2014 年补库存周期: 业绩的持续高速增长带动存货增加, 存货周转天数逐年大幅下降, 2014 年达 150 天历史低点。(2) 2015-2016 年库存积压期: 2015 年起公司开始年轻化转型, 调整前期尚处于对青年市场需求的初步探索过程中, 存货周转减慢, 账面存货开始积累, 库存老化问题显现。由于前期库存积压, 2017 年库存商品中一年以上商品账面余额占比已高达 49%。(3) 2017-2020 年库存改善期: 随着公司快反模式心得的积累, 存货周转逐年加快, 2020 年存货周转天数实现了 13 天的较大幅度下降。库存结构方面, 2019 年库存商品中一年以上商品账面余额占比同比降 8pct 至 41%, 2020 年业绩放量拉动库存水平有较大幅度提升, 一年以上库存商品账面余额占比同比再降 7pct 至 34%, 经营质量持续提升。

图 7: 2011 年-2021Q1-Q3 公司期末存货 (亿元)



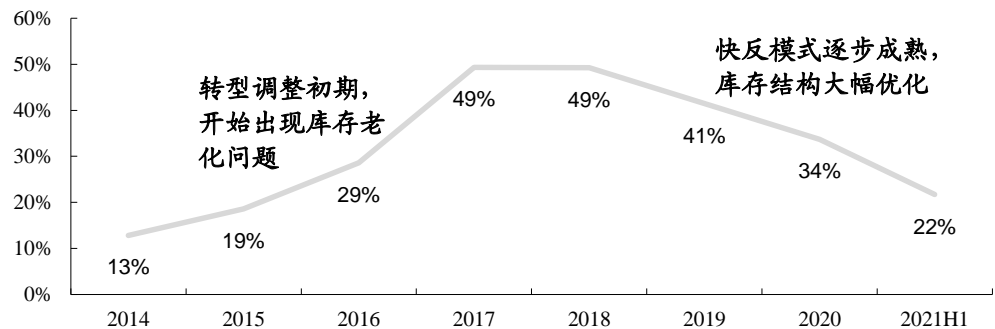
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 8：2011 年-2021Q1-Q3 公司存货周转天数（天）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 9：2014 年-2021H1 公司库存商品账面余额中一年以上商品占比

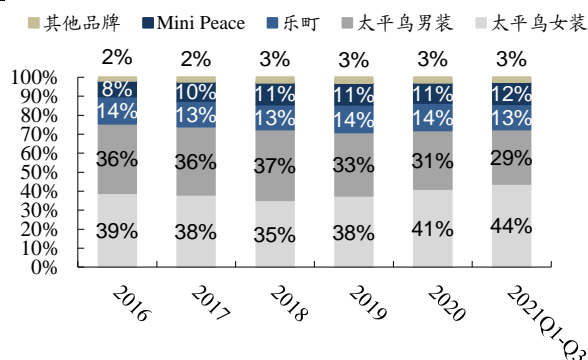


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 品牌表现：太平鸟女装及太平鸟男装贡献主要收入，四大品牌全面高速增长

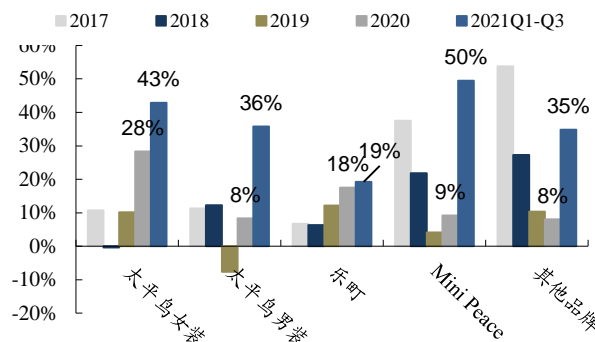
各品牌中太平鸟女装与太平鸟男装品牌贡献主要收入与利润，2019 年以来太平鸟女装与乐町两大女装品牌成为稳定强劲的增长引擎，而 2021 年上半年男装童装业绩亦开始放量。从总量来看，2021 年前三季度，太平鸟女装及太平鸟男装品牌收入占比分别高达 44%/29%，作为公司毛利率最高的两大品牌，毛利润占整体比例分别高达 46%/29%，为公司主要的收入及利润来源。从增速来看，2019 年起，太平鸟女装及乐町少女装品牌收入增速双双回到两位数区间，拉动公司全年业绩增长，2020 年疫情下逆势增长，分别实现 28%/18% 的收入同比增长，2021 年上半年强增势持续。值得注意的是，2021 年前三季度，太平鸟男装和 Mini Peace 童装品牌亦走出低迷，收入较 2020 年同期分别增长 36%/50%。

图 10: 2016 年-2021Q1-Q3 公司分品牌收入结构



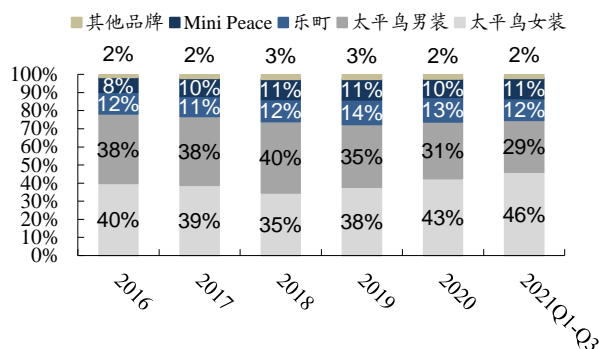
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11: 2017 年-2021Q1-Q3 公司分品牌收入同比增速



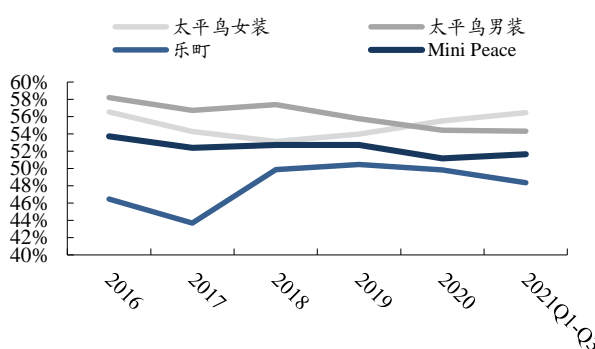
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 12: 2016 年-2021 Q1-Q3 公司分品牌毛利润结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 13: 2016 年-2021 Q1-Q3 公司分品牌毛利率

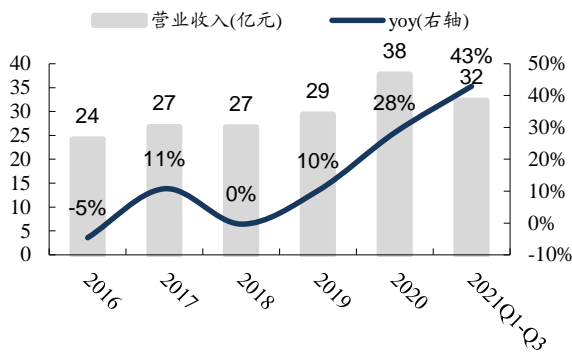


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

● 太平鸟女装

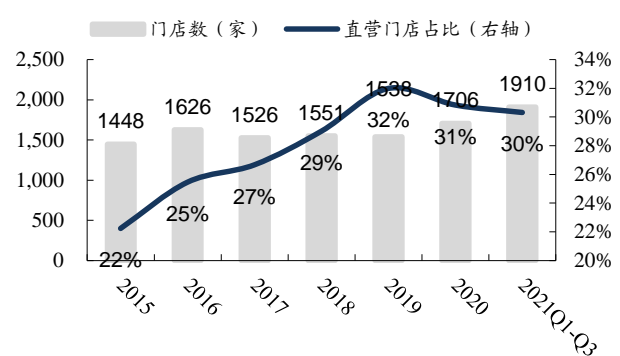
2021 年前三季度太平鸟女装品牌收入占公司总收入四成以上，进入收获期业绩逆势上扬。2016-2018 年，太平鸟女装品牌处于年轻化转型调整前期，业绩增速较缓。2019 年起品牌进入改革红利期，营收增速回归双位数区间，2020 年更冲破疫情压力实现 28% 的高速增长，太平鸟女装营收达到 38 亿元，占公司总营收的 41%。2021 年前三季度女装营收在 2020 年同期正增速的基础上实现 43% 的同比增幅，强劲增势持续，收入占比 44%。渠道方面，品牌门店数 2020 年起扩张加速，截至 2021 年前三季度，共有门店数 1910 家。

图 14: 2016 年-2021Q1-Q3 太平鸟女装品牌营收及增速



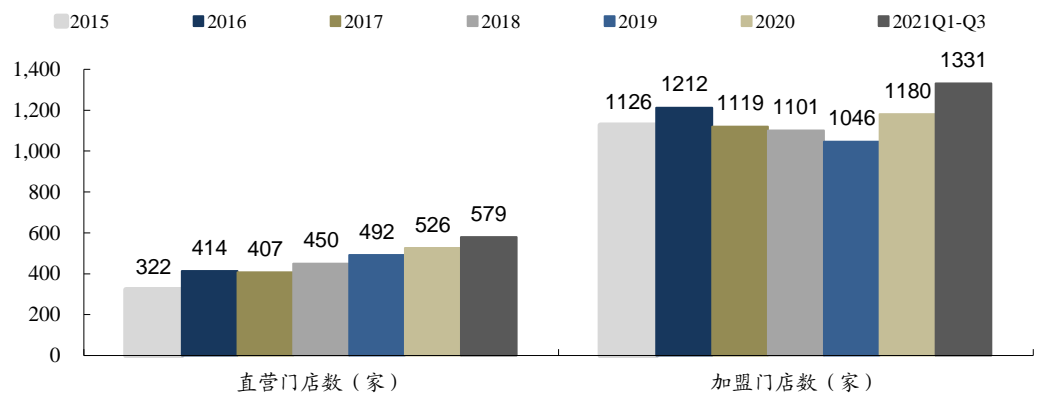
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 15: 2015 年-2021 Q1-Q3 太平鸟女装品牌门店数及直营门店占门店总数比例



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 16: 2015 年-2021Q1-Q3 太平鸟女装品牌直营及加盟门店数(家)

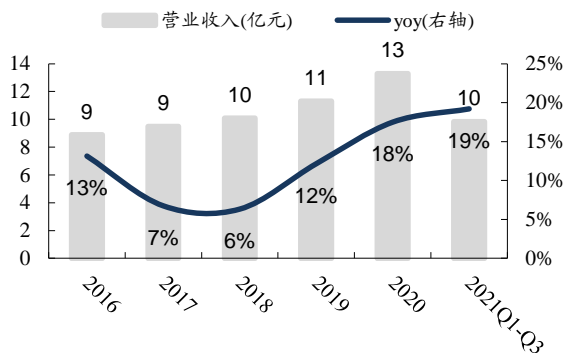


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

● 乐町

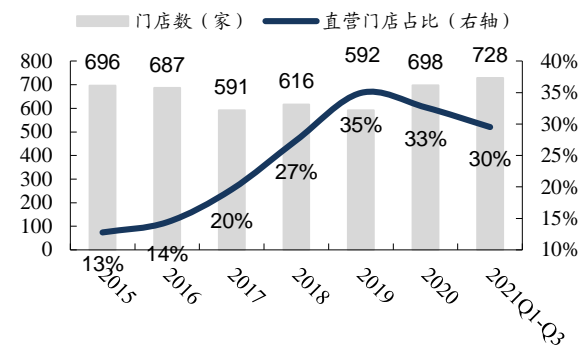
乐町少女装品牌不断加速成长, 盈利能力亦有提升。乐町品牌收入逐年上升, 2019 年起营收增速不断提档, 2020 年逆势增长 17.5% 至 13 亿元, 2021 年前三季度营收占比达到 13%。渠道方面, 品牌门店数呈现小幅波动, 截至 2021 年前三季度, 共有门店数 728 家。

图 17: 2016 年-2021 Q1-Q3 乐町少女装品牌营收及增速



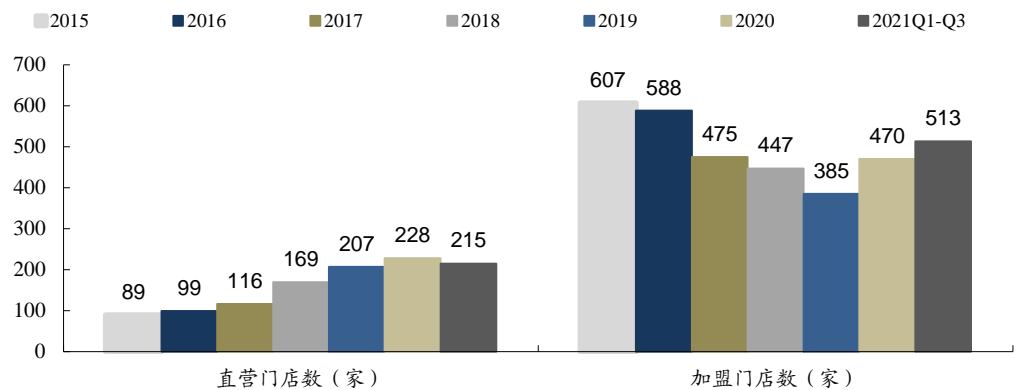
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 18: 2015 年-2021 Q1-Q3 乐町少女装品牌门店数及直营门店占门店总数比例



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 19: 2015 年-2021 Q1-Q3 乐町女装品牌直营及加盟门店数（家）

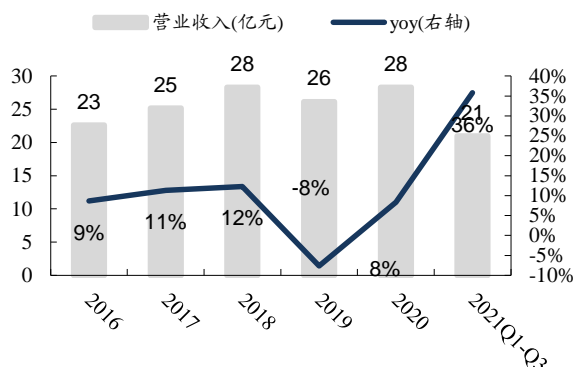


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

● 太平鸟男装

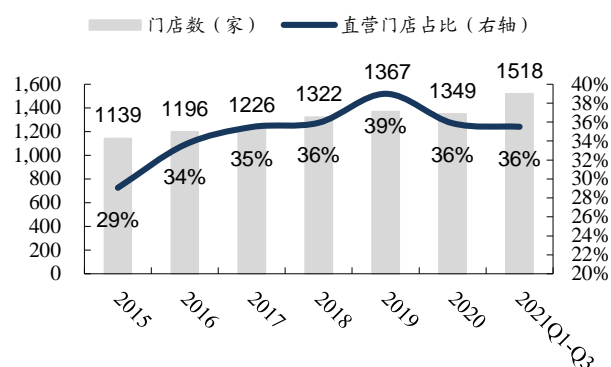
2021 前三季度太平鸟男装收入占公司总营收三成左右，新一轮转型调整逐步到位未来可期。太平鸟男装早期定位休闲商务男装，伴随细分市场竞争对手日趋白热化，2008 年及时刹车转型潮流男装，并持续推进品牌年轻化。2016-2018 年太平鸟男装营收增速保持高水平且逐年提升。2019 年起，品牌敏锐捕捉时尚趋势，向与运动潮流结合的风格做出调整，转型初期叠加加盟商变革试点影响，营收暂时下滑。2021 年前三季度太平鸟男装营收同比增长 36%，增速再上层楼。我们认为，后续伴随调整逐步到位与公司女装在快速供应链和爆款捕捉方面经验赋能，男装有望重现稳定高增势。渠道方面，2015-2019 年线下门店逐步扩张，2020 年疫情下略有调整，截至 2021 年第三季度已有门店 1518 家。

图 20: 2016 年-2021 Q1-Q3 太平鸟男装品牌营收及增速



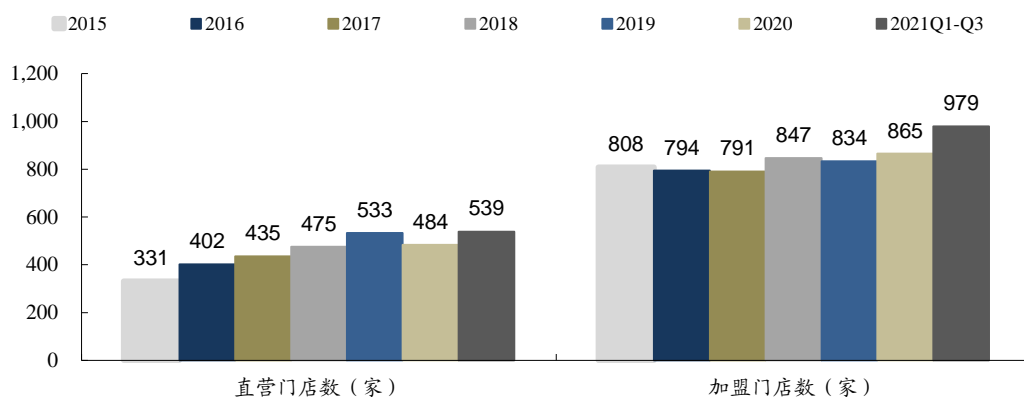
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 21: 2015 年-2021 Q1-Q3 太平鸟男装品牌门店数及直营门店占门店总数比例



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 22: 2015 年-2021 Q1-Q3 太平鸟男装品牌直营及加盟门店数（家）

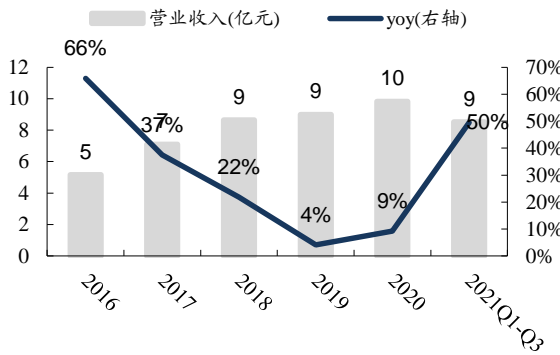


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

● Mini Peace 童装

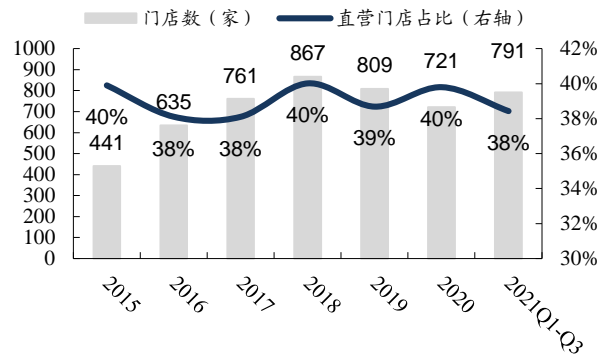
Mini Peace 于 2021 年前三季度调整到位业绩开始放量。2016-2020 年 Mini Peace 品牌营业收入逐年增长, 至 2020 年已接近 10 亿元规模。2021 年前三季度营收同比大增 50%, 品牌定位坚定后业绩开始放量。渠道方面, 2015-2018 年线下门店高速扩张, 2019 年起精简门店并提升店效, 至 2021 年第三季度已有门店 791 家, 其中直营店占比高达 38%。此外, 公司通过孵化大众童装品牌贝甜童装, 有望与 Mini Peace 童装在渠道拓展、营销策略等方面实现协同, 实现更快的成长。2021 双十一期间, Mini Peace 进入了天猫童装行业 TOP4。

图 23: 2016 年-2021 Q1-Q3 Mini Peace 童装品牌营收及增速



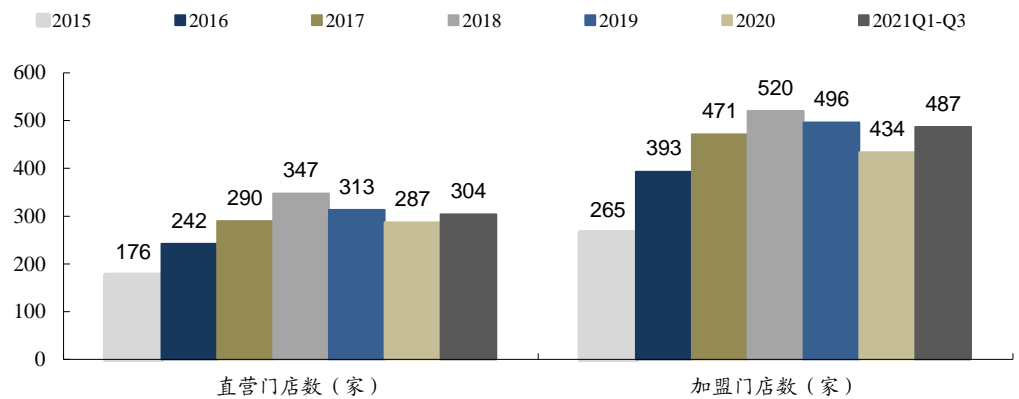
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 24: 2015 年-2021 Q1-Q3 Mini Peace 童装品牌门店数及直营门店占门店总数比例



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 25: 2015 年-2021 Q1-Q3 Mini Peace 品牌直营及加盟门店数（家）

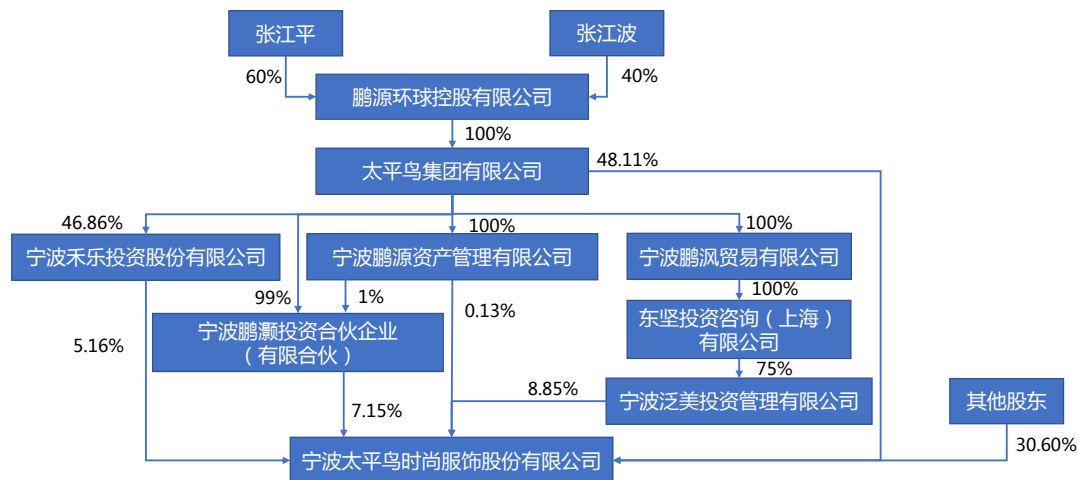


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.4. 股权结构稳定集中，管理层经验丰富且具有变革精神

公司股权结构稳定，大股东持股比例高。公司实际控制人始终为集团主要创始人、集团及公司董事长张江平及其兄弟张江波。公司总经理兼女装事业部经理陈红朝为公司第二大股东，截至 2021 第三季度持股比例为 9.32%。禾乐投资系激励管理人员的持股公司，由太平鸟集团及集团管理人员共同出资设立，截至 2021 第三季度持股比例为 5.16%。

图 26: 公司股权结构 (截至 2021Q3)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

管理层构成较为稳定, 行业经验丰富且具有变革精神。董事长张江平 1996 年创建太平鸟品牌; 2004 年于国内首创密集开店营销模式拉动业绩高增; 率先学习海外巨头 ZARA 等的快时尚模式并于 2008 年锐意进军电子商务; 持续推进品牌年轻化变革。总经理陈红朝曾就职于杉杉股份, 后坐镇太平鸟女装事业部十余年带领品牌持续革新。副总经理王明峰、翁江宏分别于 2008 年受命领导太平鸟男装转型及电商建设, 多年来已卓有成效。副总经理欧利民曾任美特斯邦威副总经理, 亦具备丰富的时尚行业经验。集团管理层的丰富行业经验、深刻行业洞察与卓越变革基因有望持续引领公司成长。

表 2: 公司高级管理人员概览 (截至 2021 年 12 月 18 日)

姓名	职务	年龄	简历
张江平	董事长	54	集团主要创始人, 现任公司及集团董事长、中国服装协会副会长、浙江省服装行业协会副会长、宁波市工商联副主席、宁波市企业家协会副主席
陈红朝	董事、总经理、女装事业部经理	47	曾任宁波杉杉股份有限公司部长助理、上海大雅文化发展有限公司营销总监
王明峰	董事、副总经理、男装事业部经理	40	曾任太平鸟集团总裁秘书、太平鸟股份产品总监、营销策划总监、总经理
翁江宏	董事、副总经理、电商事业部总经理	48	曾任太平鸟股份江苏分公司经理, 太平鸟股份副总经理、贝斯堡事业部总经理
欧利民	副总经理	50	曾任上海美特斯邦威服饰股份有限公司副总经理, 公司副总经理
王青林	财务总监、董事会秘书	40	曾任山西中强煤化有限公司财务总监, 万华化学(宁波)热电有限公司财务总监, 万华化学(宁波)码头有限公司财务总监, 苏州天马精细化学品股份有限公司副总经理、总经理

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

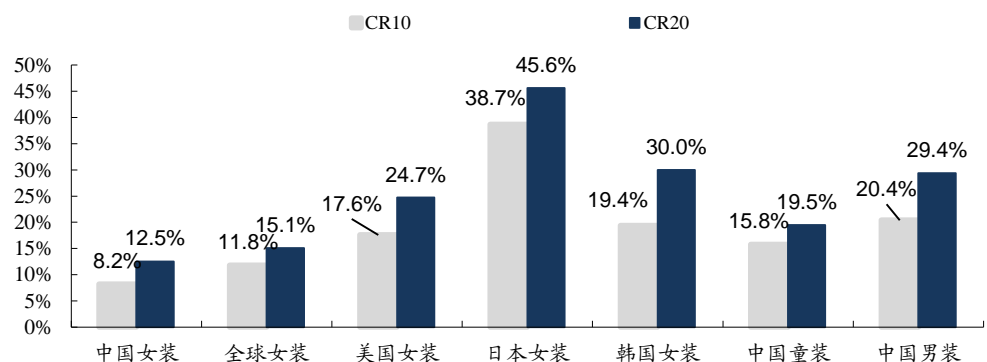
2. 行业：市场广阔群雄正逐鹿，需求迭变快反当鼎新

2.1. 女装行业规模大，集中度低，快反打造柔性供应链或成功突围

鞋服行业中，女装子行业市场规模居首，未来仍将迎来可观的绝对增量。女性相对而言对服装的时尚度需求更高，服装购买频次更高，服装整体消费支出更高，因此市场规模更大。以零售额口径计，无论从全球还是从中国的情况来看，女装赛道规模都在鞋服行业各子赛道中居首。以疫情前 2019 年的规模来看，全球及中国女装零售额占服装整体零售额的比例均达到 48%。具体到我国女装市场，2014 年起就已超越美国成为全球第一大市场，2020 年以零售额计的市场规模已达到 9407 亿元，根据欧睿预测，2021-2025 年还将有 3571 亿元的增长空间。

竞争格局方面，中国女装行业品牌集中度较低，绝对龙头尚未形成。以 2020 年零售额数据计，中国女装市场 CR10 为 8.2%，CR20 为 12.5%，份额最高的 Uniqlo 品牌占比仅为 1.8%。对比其他赛道，中国男装市场 CR10、CR20 市占率高于女装市场 10pct 以上，童装市场 CR10、CR20 市占率高于女装市场 7pct 以上。对比海外市场，全球女装市场 CR10、CR20 市占率高于中国市场 2.5pct 以上，美国、日本、韩国女装市场的集中度水平更是远高于中国市场。日本女装市场头部的 Uniqlo、Shimamura、GU 品牌市占率分别为 14.9%/6.9%/4.8%，美国女装市场前 5 大品牌单品牌的市占率不超过 3%，韩国女装市场 Top3 品牌市占率分别为 4.7%/2.7%/2.1%。

图 27：2020 年服装行业部分细分市场集中度（零售额口径）

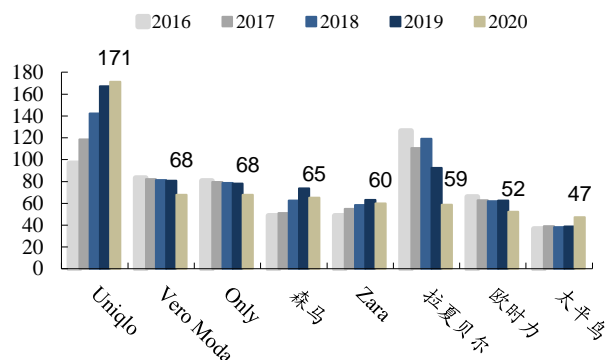


数据来源：欧睿，东吴证券研究所

具体到中档休闲女装市场，头部品牌增长乏力，太平鸟逆势扩张有望加速赶超。观察我国女装市场头部休闲品牌 2016-2020 年的零售额变动可以发现，增长最快的主要为大众休闲服饰品牌，龙头 Uniqlo 增势强劲，森马、Zara 也稳步增长。当价格带向上移到中档休闲服饰品牌，市占率居于太平鸟之前的头部品牌整体增长乏力。其中，头

部海外品牌 Vero Moda、Only 零售额逐年缓慢下降，市占率在太平鸟之前的头部国货品牌拉夏贝尔和欧时力业绩亦停滞不前，且 2020 年疫情下下挫明显，逆势扩张的太平鸟品牌与之差距进一步缩小。我们认为，在头部品牌市占率尚不突出且增长乏力的形势下，2020Q3-2021Q2 五个季度展现出强劲稳定增势的本土品牌太平鸟有望实现加速赶超，未来增长前景广阔。

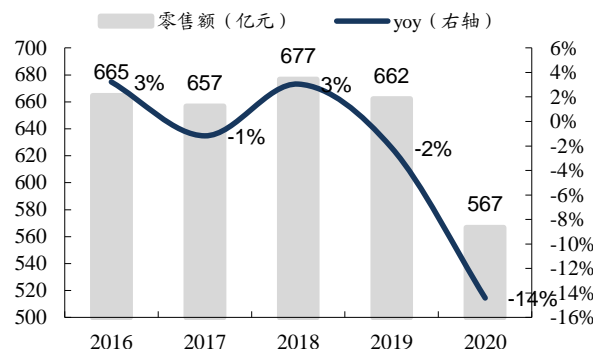
图 28: 2016-2020 年中国女装休闲品牌 Top8 零售额 (亿元)



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

注：我们在欧睿中国女装市场品牌市占率（按零售额计）排名 Top11 的品牌中，剔除功能性品牌阿迪达斯、波司登、FILA，得出女装休闲品牌 Top8

图 29: 2016-2020 年中国 Top75 女装休闲品牌中中档品牌整体零售额及增速

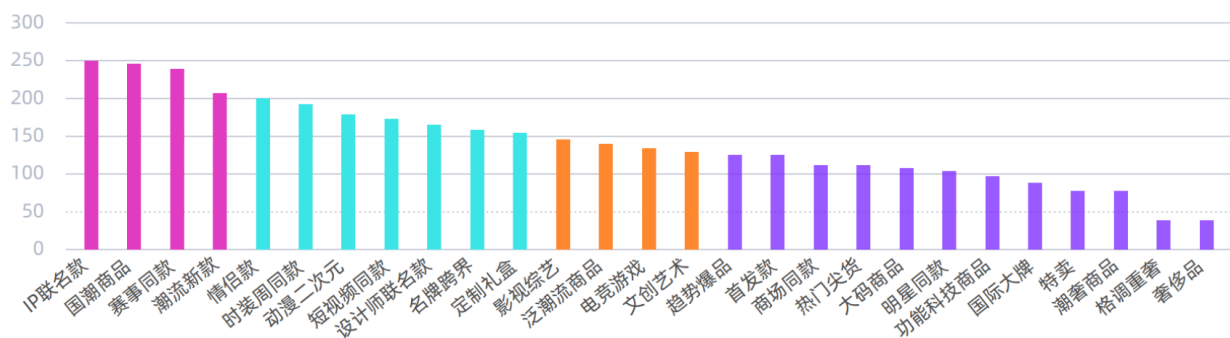


数据来源：欧睿，东吴证券研究所

注：我们在欧睿中国女装市场品牌市占率（按零售额计）排名 Top75 的品牌中，选取天猫旗舰店冬装核心价格带在 500-2000 元的中档女装休闲品牌共 19 个，计算零售额总和及增速

女装市场分散的格局背后，是多元多变的消费者时尚需求。2021 年起，中国的 Z 世代（1995-2009 年出生）人群将超 2.6 亿，占中国总人口的 18.5%。根据阿里妈妈联合天猫服饰、B 站发布的《了不起的新世代：2021 春夏新风尚报告》，从淘系数据来看，2020 年 Z 世代已占据约 30% 的时尚消费市场份额（按 GMV 计），日渐成为时尚消费的主力人群，其时尚消费 GMV 2020 年同比增速 106%，Z 世代作为互联网原住民，成长过程中更多接受多元文化的冲击，并倾向于寻求圈内自我价值认同。表现在消费行为上，他们会更愿意尝试新的时尚风格，希望通过产品表达自己的生活方式和态度，而非单纯为品牌买单。而伴随移动互联网及社交媒体的高速发展，消费者情感体验的注重点、个性表达方式的变化进一步加快。2021 年中国服装协会联合太平鸟对一至三线城市 1000 位 18-35 岁的时尚消费人群的调研结果显示，在时尚搭配上，所有被访者平均尝试过 3.5 种不同的风格，运用 3.6 种不同的元素。而 2019 年罗兰贝格对我国新一代消费者鞋服购买决策行为的调研结果显示，大众鞋服品牌的品牌心智正在逐渐弱化，舒适、款型及材质成为关键决策因素，品牌的影响分子则较小。

图 30: Z 世代时尚消费 TGI 指数 (2020 年)



数据来源: 2020 双 11 天猫服饰行业成交数据, 天猫服饰消费人群调研数据, 东吴证券研究所

注: TGI 指数表明不同特征用户关注问题的差异情况, TGI 指数高于 100 代表该类用户对某类问题的关注程度高于整体水平。

面对终端消费需求的变化, 利用数字化手段加强消费者洞察, 采用“快反”模式打造柔性供应链, 或成为女装品牌突围的关键。规模化生产、反应缓慢的传统供应链难以满足多元个性、加速迭变的消费者需求, 往往带来严重的库存问题。这就要求女装品牌从企业驱动的刚性供应链向需求拉动的适度柔性供应链转变, 以更加迅速精准地掌握消费者需求动向, 提升库存透明度与周转率。具体而言, (1) **商品开发环节**: 通过数字化系统对终端商品动销与消费者需求及时洞察, 进行更精准的季前规划设计, 与更迅速的季中开发调整, 实现滚动开发。(2) **生产供应环节**: 在以往季前大规模生产的基础上, 增加部分集中追单生产, 通过备坯、备料等方式实现快速生产, 并提升配送响应的时效性。(3) **销售服务环节**: 由以往季前订货会建立期货订单的单一形式, 向着期货与季中追单和现货相结合的形式转变。

图 31: 传统刚性供应链与适度柔性供应链各环节差异

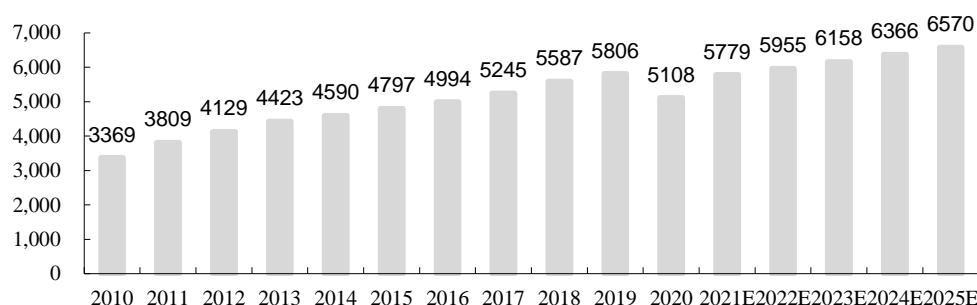


数据来源: 罗兰贝格, 东吴证券研究所

2.2. 时尚休闲男装市场颇具潜力，童装市场持续高速增长

中国男装市场规模稳步增长，时尚休闲男装品牌未来颇具成长空间。按零售额计，我国男装市场整体规模 2010-2019 年十年间稳步增长，在疫情前的 2019 年已达到 5806 亿元，2010-2019 年 CAGR 为 6%，根据欧睿预测，2025 年将达到 6570 亿元。而根据前瞻产业研究院，2011-2017 年，国内时尚休闲男装市场规模从 801 亿元增长至 2375 亿元，CAGR 高达 20%。随着新中产阶级的崛起与 Z 世代青年群体的消费力逐渐增强，男性服装消费将不再单单满足于基础款的选择，向着更加注重年轻化休闲化的方向发展，时尚休闲男装市场有望持续较快成长。而鉴于男性相较于女性更注重消费决策高效性，品牌知名度更高的公司受益更明显。

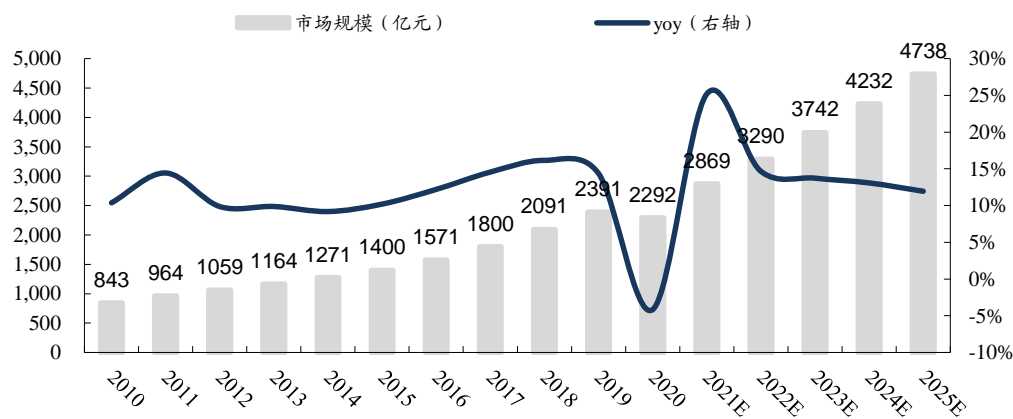
图 32：2010-2025 年中国男装市场规模（零售额口径）（亿元）



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

中国童装市场高速增长且集中度不断提升，头部童装品牌将持续受益。按零售额计，我国童装市场整体规模在疫情前的 2019 年已达 2391 亿元，2010-2019 年 CAGR 为 12%。而根据欧睿预测，2025 年我国童装市场规模将达到 4738 亿元，2021-2025 年 CAGR 高达 13%。伴随消费升级和优生理念的不断普及与强化，未来童装市场有望持续加速成长。行业集中度方面，我国童装市场 CR10 市占率由 2015 年的 10.2% 上升至 2020 年的 15.8%，童装消费注重安全、健康、舒适、时尚，而对价格敏感度相对更低，未来行业集中度有望持续提升，市场头部品牌将持续受益。

图 33：2010-2025 年中国童装市场规模（零售额口径）及增速



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

3. 核心竞争力：数字化驱动全链路快反，与消费者需求共舞千姿

较高的数字化水平所带来的产品更新速度与新鲜感是公司在竞争中的差异化能力。公司以顾客为中心，着力打造完整的数据驱动商品开发与快反柔性供应链，提高爆款的快速生产和补货能力，以此快速满足消费者对最新时尚的需求，同时拉升货品存货周转，提升经营效率。

图 34：太平鸟着力打造以消费者价值为核心的 SPA 模式



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

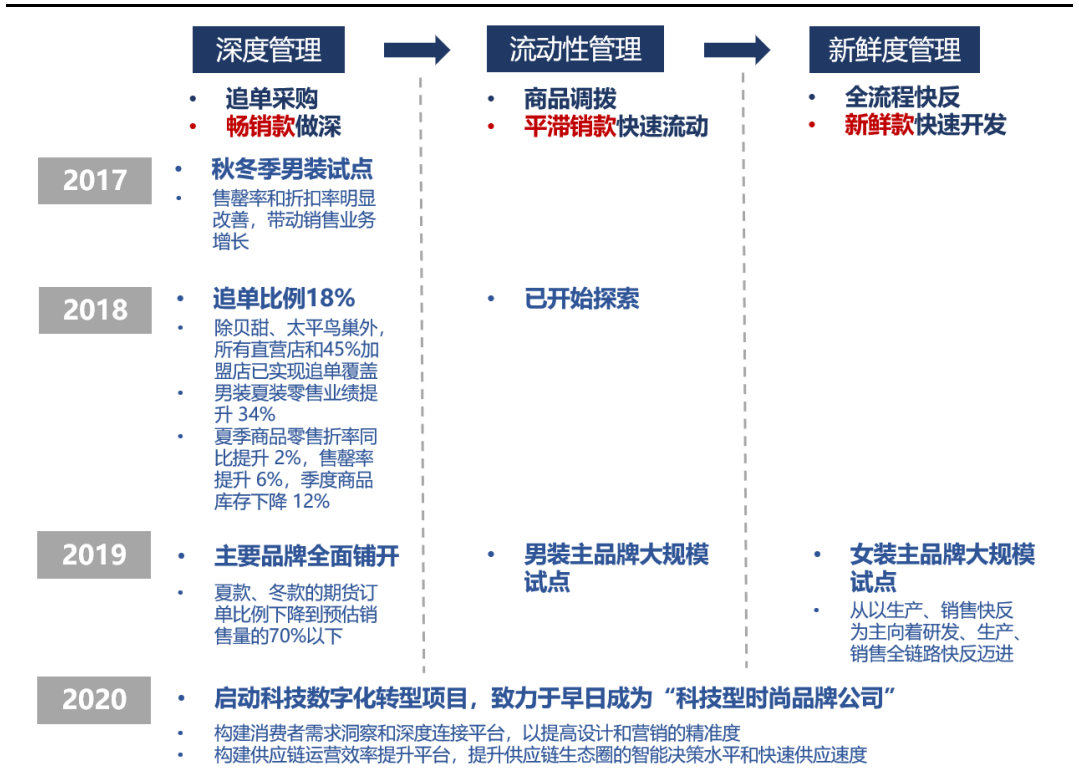
注：SPA 即自有品牌专业零售商经营模式（Specialty retailer of Private label Apparel），由美国服装巨头 GAP 公司在 1986 年公司年度报告中，为定义公司的新业务体制而提出的，是一种从商品策划、制造到零售都整合起来的垂直整合型销售形式。之后由日本 Uniqlo 成功运用并推广。

具体而言，公司正在全面提升设计、生产、物流、营销等货品供应全链路的快反能力，打造以消费者价值为核心的 SPA 模式。（1）在开发设计端：利用数据赋能，高效捕捉消费者需求与流行趋势，迅速组织设计。（2）在生产供应端：引入人工智能预估货品需求，并在快速柔性供应模式的支持下，完成生产和对零售渠道的商品补充。通过数据支持精准配送，促进商品快速、高效流通。（3）在营销零售端：线上大数据支持推进高品质、精准营销。

公司自 2017 年起采取按阶段分解、先试点后推广的策略，推动全链路数字化，实现了稳健的业绩增长。公司将改革分为三个阶段。（1）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。（2）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。（3）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。到 2019 年，以生产、销售快反为特点的商品管理深度方案已经在主要品牌全面铺开，夏款、冬款的期货订单比例下降到预估销售量的 70% 以下。货品跨区域实时调拨的商品管理流动性方案和集研发、生产、销售快反为一体的商品管理新鲜度方案已经分别在男、女装主品牌大规模试点。2020 年公司将物流事业部和线上运营平台打造为支持中台，并启动科技数字化转型，未来全链路数字化进程有望进一步加

快。

图 35：2017-2020 年太平鸟数字化改革进程及成绩



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1. 全渠道数据赋能商品开发，设计+联名持续打造爆品

在商品开发设计环节，公司依托大数据与 AI 技术建立消费者洞察驾驶舱，及时捕捉时尚需求。公司以消费者需求为核心，以市场趋势、消费者洞察、销售数据等为指引，捕捉流行趋势和市场需求，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。在这一环节，太平鸟拥有以下四点优势：

- （1）完善的渠道与全面的数据基础：线下渠道方面，截至 2021 年中，公司拥有门店 4760 家，覆盖百货、购物中心、街店、奥莱多个渠道，其中数据掌控更详尽的直营店多达 1589 家。线上渠道方面，公司 2008 年起在服饰行业中率先进军电商，如今已实现了天猫、京东、唯品会等传统渠道与抖音、B 站、小红书等直播/社交电商渠道的全面扎实布局。公司以不断升级的 DRP 信息系统实时收集终端门店的营运数据，并结合多个线上运营平台数据，利用大数据与人工智能技术进行分析，得以更精确地洞察市场需求与流行趋势。
- （2）雄厚的研发设计力量支持：公司各品牌都拥有自己的设计研发部门，设计人员主要通过内部培养与外部引进，通过与国内外专业设计院校合作建立

人才梯队，与国际知名时尚咨询机构合作提升人才专业水平。2020 年与国内培养服装专业人才的顶尖学院东华大学共创“太平鸟联合研发中心”，在时尚设计、纺织新材料、智能科学、高端人才培养等领域进行全面合作。同年公司与中国服装协会签署合作协议，成立中国当代青年时尚研究中心，将通过青年设计力量，聚焦青年时尚生活方式与消费趋势洞察。未来公司研发设计力量有望进一步加强。

(3) 柔性高效的组织架构：公司各品牌事业部均设有独立的商品企划和产品研发部门，密切协作，集成开发。每一开发季的商品企划一般在新品上柜前 9 个月开始。在设计过程中，研发设计部门与企划、生产及营销等部门进行沟通，结合各部门从产品市场需求、成本构成和品牌推广等方面提出的建议，反向推演新品的研发，开发出符合品牌定位与目标消费者需求的产品。

(4) 爆品及快单经验的沉淀复制：公司在加强年轻消费者连接与快反供应方面具有先发优势，过往打造爆款或创造快单的诸多成功案例中，有关消费者洞察和商品设计的经验逐步沉淀为品牌资产，有望推动设计精准度与快反能力不断提升，并复制推广到公司全部品牌。

联名款引领时尚演绎国潮，收获热烈市场反响：阿里妈妈报告数据显示，IP 联名已成为 Z 世代时尚消费中 TGI 最高的因子。公司着力打造联名爆款产品，持续吸引潮流消费者眼球，并通过商品连带销售与话题讨论，带动业绩及品牌知名度提升。2019 年公司联名系列 30 余款，2020 年更是多达 50 余款，与国潮国风、独立设计师、欧美卡通、日本动漫、潮流音乐等多类型 IP 联名触达不同圈层。2020 年 11 月-2021 年 2 月，太平鸟与飞跃联名的黑色短款羽绒服，仅天猫旗舰店累计销量已近 6 万件，销售额 4590 万元。2021 年 5 月太平鸟与大都会上博联名的两款国风系列改良式旗袍，融入博物馆元素并采用国风盘扣设计，至 2021 年 8 月底天猫旗舰店累计销售额共计 250 万元。2021 年 6 月，太平鸟与独立设计师 SHUSHUTONG 联名的小黑裙上市首月天猫旗舰店销售额位列店内女装单品榜首，截至 2021 年 8 月底单品累计销售额已达到 538 万元，在时尚女生中引起热议。

图 36: 太平鸟×飞跃跃然系列



数据来源：天猫，东吴证券研究所

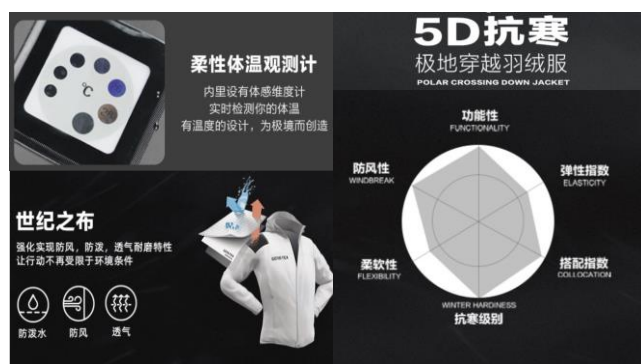
图 37: 太平鸟×SHUSHUTONG 联名系列引起热议



数据来源：小红书，东吴证券研究所

科技力量赋能，太平鸟 2021 年冬季主推款羽绒服集中体现其在专业时尚潮流的前瞻性思维。太平鸟男装方面，公司推出了户外系列 5D 抗寒羽绒服系列，“5D”指高品质绒种、高效充绒锁绒工艺、双重机能面料、立体防风结构和优越防护性能 5 大亮点，体现专业的御寒、防风、防水、透气、耐磨等多重机能。太平鸟女装方面，公司和意大利顶级设计师 Fabio Del Bianco 合作打造了高端定位的“SNOWBIRD”专业冬日系列，兼顾高端白鹅绒的抗寒功能与时尚潮流美学，Bianco 先生为国际羽绒服顶尖品牌 MONCLER 前男装首席设计师，具备丰富的羽绒服设计经验。乐町与独立设计师品牌 Momonary 展开合作，叠加玫瑰、复合蕾丝、绗缝三个工艺，将可爱、浪漫、个性等风格融为一体。太平鸟童装 Mini Peace 的“中国小孩”系列羽绒服则在 2021 双十一期间进入了天猫童装羽绒服品类行业 TOP10（零售额口径）。

图 38: 太平鸟男装推出 5D 抗寒羽绒服具备科技属性



数据来源：天猫，东吴证券研究所

图 39: 太平鸟女装和 Fabio Del Bianco 合作的“SNOWBIRD”专业冬日系列



数据来源：天猫，东吴证券研究所

图 40: 乐町和独立设计师品牌 Momonary 的合作系列



数据来源：天猫，东吴证券研究所

图 41: 太平鸟童装 Mini Peace 的羽绒服新品



数据来源：天猫，东吴证券研究所

3.2. 柔性生产+精准配送，打造反应快速的柔性供应链

在生产供应环节，公司持续精进柔性生产供应体系，着力实现快速开发、快速打样、快速生产出时尚好商品。公司引入人工智能预估货品需求，并不断提高爆款的快速生产和补货能力，缩短供货周期。2021 年半年报显示公司 90% 以上的生产外包，拥有完备的供应商管理制度和供应商分级资源库，全新的 SCM 供应商管理系统已经在品牌事业部逐步落地，生产供应的全部流程都由专职管理部门进行跟踪管理。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，不断提升生产供应效率。2021 年浙江省供应链协同创新推进工作现场会上，公司作为浙江省首批十家供应链协同创新综合体承建单位，与以浙江盛泰、伟星为代表的行业领头纺织辅料供应商签署战略合作协议，未来供应链运营效能有望进一步增强。

在仓储物流环节，公司自建仓储物流中心与信息中心，提升集中仓储、产品调配能力，为推进 O2O、TOC 项目、实现柔性供应中的精准高效配送夯实基础。

建立大规模智能物流仓储中心，实现高效大量吞吐。2015 年，公司于慈溪建成大规模、全渠道、高自动化程度的物流仓储中心，采用多个创新性的物流系统解决方案，引进及自主开发信息系统、皮带输送线、交叉式件分拣机、滑块式箱分拣机、全自动塑封打包机等一系列国际先进物流专业设备，2019 年可实现单日进仓 25 万件、出库 20 万件、退货 5 万单件的高效流转。2020 年，太平鸟于 11 月 3 日完成天猫渠道第一波“双 11”节点的全部发货。未来，公司将进一步对慈溪物流中心进行智能化升级。

图 42: 太平鸟物流仓储中心高位拣选车



数据来源：人民网金台资讯，东吴证券研究所

图 43: 太平鸟物流仓储中心自动分拣系统



数据来源：搜狐号阿春第三只眼，东吴证券研究所

打造“云仓”数字化商品管理系统，商品在各通路中高效合理流转。2016 年起，公司推出“云仓”系统，开发云端仓储大数据信息平台，打通总仓与门店的货品实时仓储信息；同时支持客户在门店或线上下单，系统后台根据最佳收货方案及客户需求发货，实现了线上线下销售和配货的联通，有力推动了 O2O 业务的发展。截至 2016 年底，公司所有品牌的直营店和部分加盟店已加入“云仓”系统，覆盖全国 23 个省。“云仓”信息平台成为公司实现流动性管理优化库存、为快单、补单实现高效物流配送的又一有力支撑。

3.3. 数据指导精准营销，把握各类青年社交平台全面扩大品牌声量

在营销零售环节，公司通过线上大数据支持推进高品质、精准营销，增强品牌年轻化认知粘性并转化为销量。公司启用在时尚青年圈层颇具带货力的新生代明星做品牌代言人，并在 B 站、抖音、小红书、微博等当代青年人偏爱的流量平台上，创建新奇有趣的互动内容，精准营销不同的圈层人群。

图 44: 太平鸟 PEACE CREW 阵营



数据来源：官方公众号，东吴证券研究所

公司集结国内外创意力量组成 PEACE CREW 阵营，颠覆传统服饰品牌形象，探索个性与创新。太平鸟打造 PEACE CREW，通过全新代言人矩阵和与青年消费群体建立新的对话方式。PEACE CREW 作为非官方创意联盟，覆盖代言人、运动员、艺术家、设计师等各行业富有创造力的个体。太平鸟颠覆传统服装品牌形象，展现公司对于多样性的包容与对于创造力的全新解读。

在明星代言推广方面，公司注重邀请明星带货力辐射人群与品牌的匹配度，精准传递“年轻、多元、时尚”的品牌主张。

(1) 2020 年，公司官宣新生代明星欧阳娜娜成为太平鸟女装品牌代言人和首位 PEACEBIRD 品牌发声人。“太平鸟欧阳娜娜代言人”话题发布第二天阅读量达到 1.8 亿。《2019 淘宝新势力周秋冬趋势发布》数据显示，95 后在淘宝买衣服搜索的女明星同款中，欧阳娜娜同款搜索量位列第一。代言人带货辐射人群与品牌高度匹配，将有力传递太平鸟的青年态度并转化为销量。2020 年冬，由欧阳娜娜设计的太平鸟×小鹿斑比联名卫衣上市，同样取得了不错的市场反响。

图 45: 太平鸟官宣欧阳娜娜成为女装品牌代言人和首位 PEACEBIRD 品牌发声人



数据来源：微博，东吴证券研究所

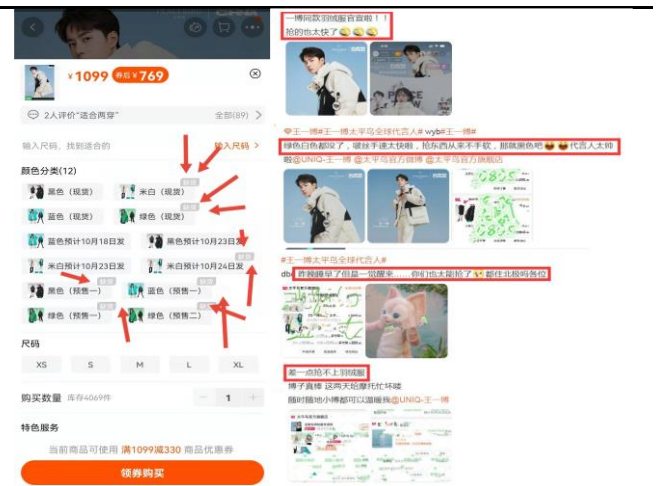
(2) 太平鸟、太平鸟男装分别官宣王一博、白敬亭成为品牌代言人，话题热度持续发酵，品牌曝光度提升。2021 年 10 月，太平鸟官宣王一博成为品牌全球代言人，截至 2021 年 11 月，#王一博太平鸟全球代言人#话题已拥有 5.8 亿阅读量、169 万讨论量。官宣后 8 小时内王一博同款 SUPERCHINA 羽绒服天猫旗舰店销售量达 6000 件，多种款式被“抢购一空”。2021 双 11 期间，SUPERCHINA 羽绒服线上全渠道共计售出 4.74 万件，销售额达 3641 万。截至 2021 年 10 月，王一博代言 40 个品牌，其中服饰类品牌覆盖高奢、运动、休闲、潮牌等四大类型，据第一财经商业数据中心，王一博位居 2020 年 90 后最具消费影响力明星榜单首位。同时，2021 年 10 月，太平鸟男装官宣白敬亭为品牌代言人，白敬亭作为优秀青年演员，其敬业、活泼的表现力契合太平鸟所展现的精神风貌，其时尚新潮的形象外表符合太平鸟男装 25-35 岁的潮流青年。

图 46: 太平鸟、太平鸟男装分别官宣王一博、白敬亭成为品牌代言人



数据来源：官方微博，东吴证券研究所

图 47: 王一博同款羽绒服官宣 8 小时被抢购一空



数据来源：网易新闻，东吴证券研究所

(3) 虞书欣、杨倩等加入 PEACE CREW，代言人矩阵扩大。公司 2021 年签约热门选秀热议选手 95 后女星虞书欣成为乐町品牌代言人，并持续与诸多明星合作推广。此外，2021 年 9 月，太平鸟正式宣布奥运冠军杨倩为太平鸟女装 SUPERCHINA 代言人。PEACE CREW 的代言人矩阵持续铺开，不断扩大品牌在年轻群体中的影响力。

在 B 站，通过垂直领域内知名 UP 主带货、虚拟偶像发布单曲等平台特色形式，品牌与平台热门偶像的跨界联名系列得到精准宣传。2020 年二季度，太平鸟男装发布与全球热门音乐偶像 Billie Eilish 的联名系列，同年 6 月，知名潮流时尚 UP 主你的渡口发布视频介绍宣传，播放量 3.9 万次。2020 年底，公司推出与站内人气虚拟偶像洛天依的跨次元联名，以品牌官号释出洛天依演唱的联名主题单曲，播放量 3.5 万次，知名 coser、UP 主猫君君发布联名产品开箱视频，播放量 2 万次。

图 48: 2020 年 B 站太平鸟 × Billie Eilish 联名宣传



数据来源: 哔哩哔哩, 东吴证券研究所

图 49: 2020 年 B 站太平鸟 × 洛天依联名宣传



数据来源: 哔哩哔哩, 东吴证券研究所

在抖音, 知名博主以 ootd、变装反差、恋爱片段等平台特色短视频内容分享太平鸟穿搭, 收获平台用户喜爱。截至 2021 年 8 月底, “太平鸟神仙联名”、“太平鸟飞跃跨界合作” 话题在抖音已经分别拥有 2135 万次、1383.5 万次播放。其中, 时尚穿搭博主分享的“太平鸟神仙联名” ootd 视频获赞超 27 万次, 围绕“男朋友问我在家里为什么不打扮”的平台超热门话题创作的太平鸟变装视频获赞超 10 万, 平台超 150 万粉丝人气博主创作的与太平鸟飞跃联名系列相结合的恋爱整蛊视频内容获赞 2.5 万。公司未来将进一步重视抖音社交功能, 借此广泛传播太平鸟时尚。

图 50: 太平鸟跨界联名话题内容抖音热播



数据来源: 抖音, 东吴证券研究所

图 51: 抖音博主热门视频以平台特色短视频内容分享太平鸟穿搭



数据来源: 抖音, 东吴证券研究所

在小红书, 诸多时尚达人分享太平鸟穿搭, 持续扩大品牌声量。截至 2021 年 12 月 27 号, 小红书已有太平鸟相关笔记 12 万余篇, 乐町相关笔记 5 万余篇。不断展现年轻人的时尚潮流趋势。众多时尚爱好者分享太平鸟旗下品牌时尚穿搭, 持续扩大品牌时尚影响力。多个 ootd 已被品牌同步至天猫旗舰店产品详情页, 生动展示产品效果并为消费者提供穿搭指南。

在微博、微信公众平台, 公司联合知名时尚 KOL 进行宣传, 打造联名产品进行

深度合作，输出品牌与产品。2020 年，微博千万粉丝级别时尚大 V 深夜徐老师与太平鸟女装合作打造联名系列，于品牌直播间进行带货，并多次在微博、微信公众号宣传品牌产品，其于微博发布的联名系列宣传 vlog 播放量破百万次，截至 2021 年 12 月 27 号，多篇推荐太平鸟旗下品牌时尚单品的微信公众号文章阅读量超 10 万次。

图 52: 太平鸟天猫旗舰店爆款商品详情页展示的 KOL 穿搭效果



数据来源：天猫，东吴证券研究所

图 53: 深夜徐老师与太平鸟联名系列宣传 vlog 微博热播

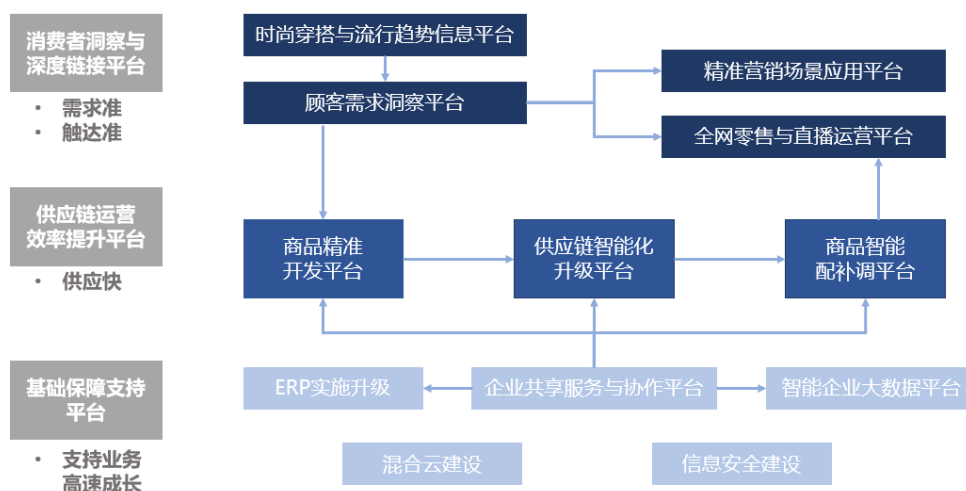


数据来源：微博，东吴证券研究所

3.4. 可转债募集 8 亿元，科技数字化转型持续推进

2020 年公司启动科技数字化转型，将于 2023 年建成三大平台，推动运营模式的变革升级。根据 2021 年 7 月公告的可转债募集说明书，总共募集 8 亿元，而科技数字化转型项目计划投入 7.15 亿元，于 2023 年建成消费者洞察与深度链接平台、供应链运营效率提升平台、基础保障支持平台，加快实现数据驱动的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。随着项目逐步建成，公司商品设计的准确度和营销的精准度有望进一步提升，供应链生态圈的智能决策水平和快速供应能力有望进一步增强，全链路快反能力有望加速升级，商品运营效率与消费者对品牌的粘性和忠诚度有望持续提升。

图 54: 太平鸟科技数字化转型项目规划



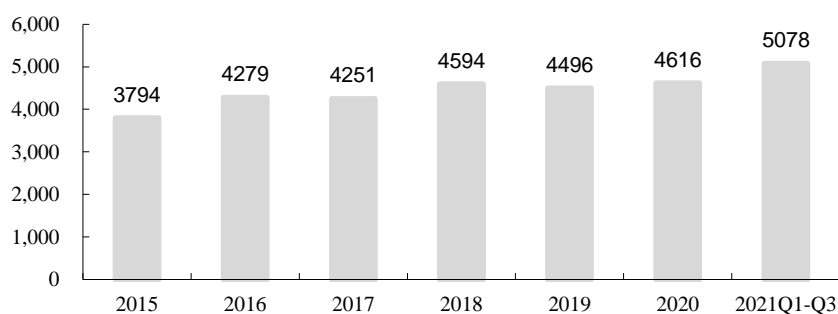
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 渠道：直营提效，加盟扩规模，抖音平台成绩显著

4.1. 线下：直营渠道优化增收增效，加盟渠道重现增长有望加速扩张

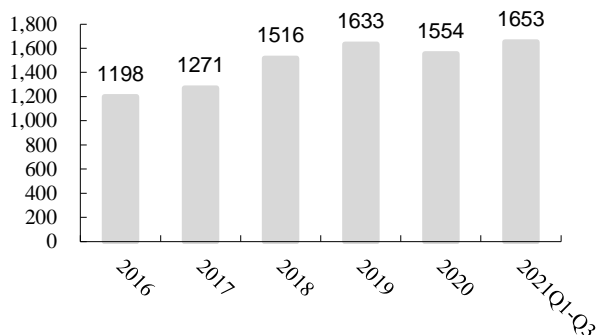
在直营渠道建设方面，公司聚焦店效的持续提升，高质量谨慎拓店，加快低效门店关闭调整。2020 年，直营渠道净拓店-79 家，直营收入同比增长 21%至 41 亿元，直营渠道年单店收入同比增长 27%至 262 万元，年单店收入在 100-300 万元的门店占比达 55%。2021 年前三季度，直营渠道总收入同比大幅增长 40%。随着公司组织门店微信推送产品、小程序下单、直播带货、云仓系统统一配送等宣传及销售措施持续推进，以及对亏损严重门店的关停，公司直营渠道运营质量有望持续改善，带来整体盈利能力的提升。

图 55：2015 年-2021Q1-Q3 公司线下门店总数（家）



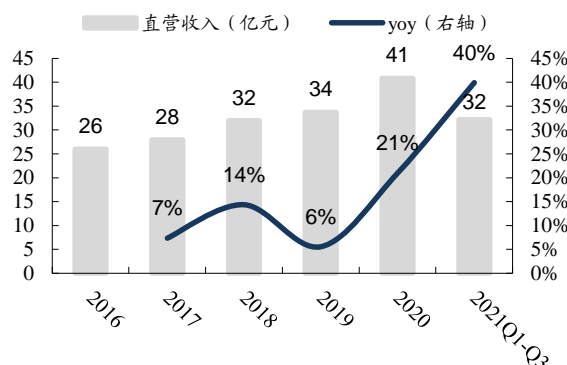
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 56：2016 年-2021 Q1-Q3 公司直营门店数（家）



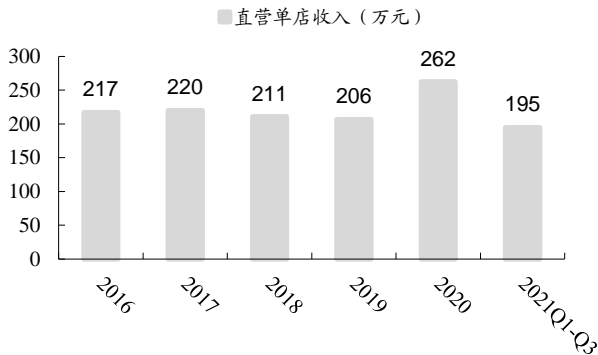
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 57：2016 年-2021 Q1-Q3 公司直营渠道收入及增速



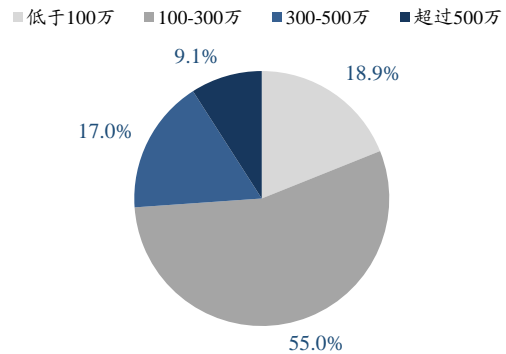
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 58: 2016 年-2021 Q1-Q3 公司直营渠道年单店收入 (万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

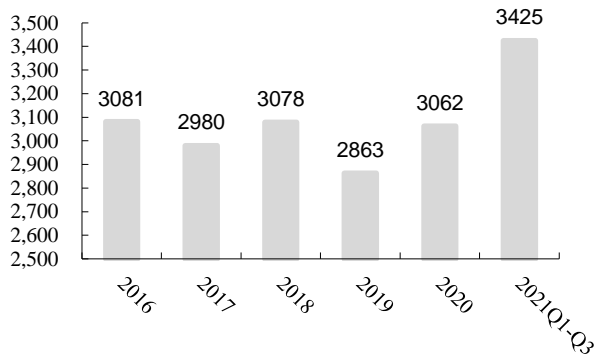
图 59: 2020 年公司直营门店收入区间分布 (按门店数)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

在加盟渠道建设方面, 2020 年以来渠道增长已经恢复, 未来公司有望进一步赋能加盟商提升盈利能力并加速加盟渠道扩张。2020 年, 加盟收入同比增长 7% 至 23 亿元, 加盟渠道开始恢复增长; 2021 年前三季度加盟收入同比大幅增长 46%。公司通过在标杆区域试点数字化商品管理系统以及直播培训等新技术手段, 大幅提升加盟商店效及商品流转效率。加盟渠道 2020 年净拓店 199 家, 2021 年前三季度净拓店 363 家。当前公司加盟门店数占比约 2/3, 低于行业平均水平。我们认为, 随着公司通过强化货品、零售等赋能支持, 加盟商盈利水平将持续提升, 加盟渠道门店数量和零售规模有望延续双增长。

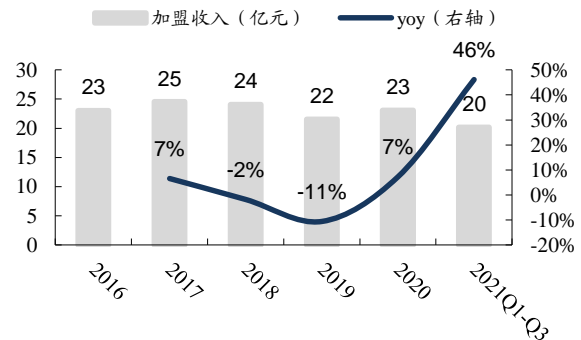
图 60: 2016 年-2021 Q1-Q3 公司加盟门店数 (家)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 2019 年以前数据包含联营及代理门店数

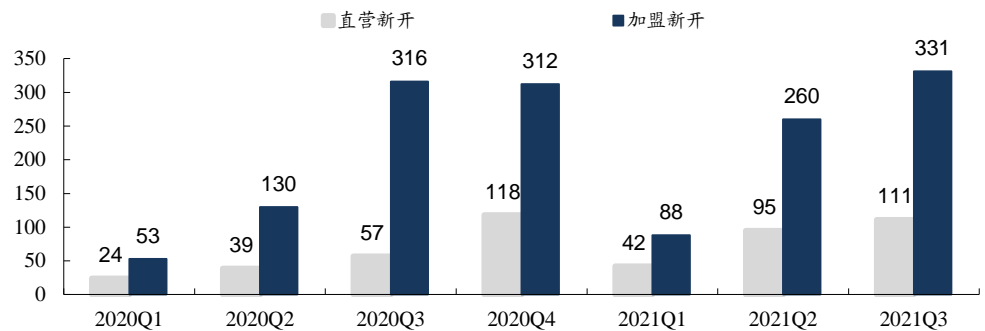
图 61: 2016 年-2021Q1-Q3 公司加盟渠道收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 2019 年以前数据包含联营及代理渠道收入

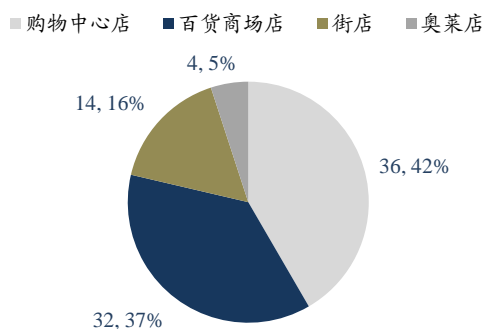
图 62: 2020Q1-2021Q3 公司各渠道单季度新开店数 (家)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

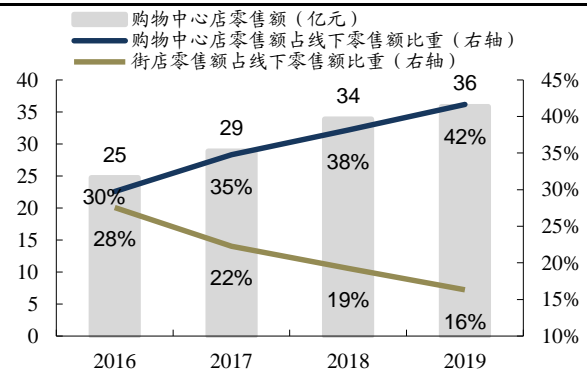
加大购物中心门店占比, 升级购物体验。公司线下发力购物中心、百货商场等渠道, 提高消费者的购物便利性与体验感, 营造更开放的顾客互动氛围。除保留成都春熙路店等形象大店外, 公司对于街店渠道持续精简。2016 年至 2019 年, 公司购物中心渠道零售额占线下渠道总零售额比例从 30% 提升至 42%, 街店零售额占比由 28% 降至 16%, 购物中心已经超越百货商场, 成为占比最高的零售渠道。

图 63: 2019 年公司线下各渠道零售额 (亿元) 及占线下零售总额比重



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 64: 2016-2019 年公司部分渠道零售额及占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4.2. 线上: 传统电商四大品牌已具规模, 直播电商正创造第二增长曲线

公司同时布局传统电商战略渠道与社交电商新兴渠道, 线上渠道收入高速增长, 占比持续提升。2020 年, 公司线上收入 28 亿元, 占比达到 31%, 2017-2020 年线上收入 CAGR 高达 16%。同时, 2021 年前三季度线上收入实现 28% 的高速增长, 线上收入占比达到 29%。线上渠道的高速发展有力拉动公司业绩增长, 并通过数字化精细化运营以及线上线下协同, 帮助公司更好地触达连接消费者。

图 65：2021 年双十一太平鸟战报



数据来源：官方公众号，东吴证券研究所

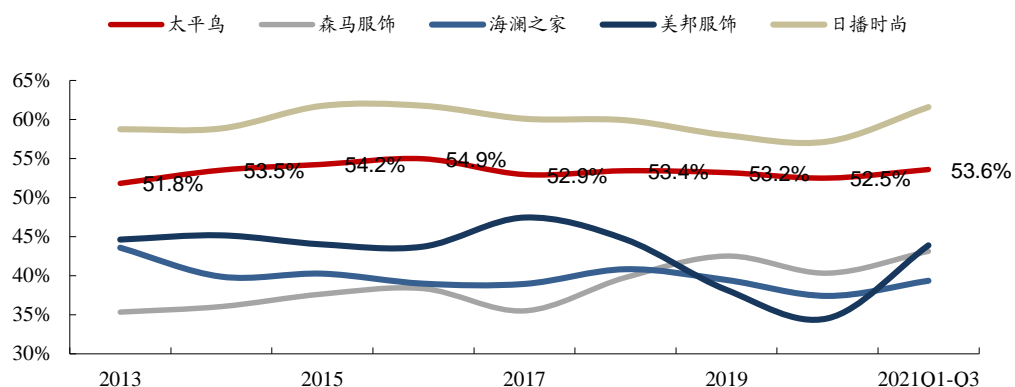
在天猫等传统电商战略渠道，公司不断提升消费者购物体验，维持高质量运营及稳定增长。太平鸟对于 2021 年双 11 进行充分备战，2021 年 9 月起官宣多位代言人、邀请知名设计师打造羽绒服新品等营销与产品方面的动作为双 11 大战奠定了基础。品牌双 11 的亮眼表现有目共睹，2021 年双 11 期间，太平鸟线上全渠道销售额为 11.9 亿元，同比增长 13%，双线销售额达 15.6 亿元。旗下 4 大品牌——太平鸟女装、太平鸟男装、乐町、童装 MINI PEACE 线上全渠道销售额分别为 3.66 /4.06 /1.93 /1.50 亿元。同时，按零售额口径，太平鸟男装进入天猫男装行业 TOP3，童装 MINI PEACE 进入天猫童装行业 TOP4。

在抖音等社交电商新兴渠道，公司实现单月 GMV 破亿，培育出高速增长的第二曲线。2021 年上半年，公司在抖音零售额高达 3 亿元，占线上零售额比例增长至 18%，旗舰店月销售额多次跻身抖音女装店铺排行榜前五。太平鸟抖音直播间品牌自播每日 18 小时以上，直播间布景简约时尚，自有主播形象年轻靓丽，性格鲜明，产品介绍详实流畅，态度热情，配合部分产品大额折扣、抽奖环节，吸引消费者持续关注。截至 2021 年 12 月 27 号，抖音太平鸟女装官方旗舰店已经累积粉丝超过 241 万，人气远远领先对手品牌。伴随未来组货、直播、运营经验的不断积累，自播队伍的不断成长，公司在抖音渠道领先优势有望进一步扩大，带来电商收入第二增长曲线，并助力品牌加强与年轻群体的情感连接。

5. 财务：净利率拐点向上未来可期，ROE 领先同业

公司毛利率总体保持稳定且略高于行业平均水平。2016 年以来，公司毛利率水平始终稳定在 53% 左右。公司定位中档休闲，整体毛利率略高于同行业上市公司平均毛利率。

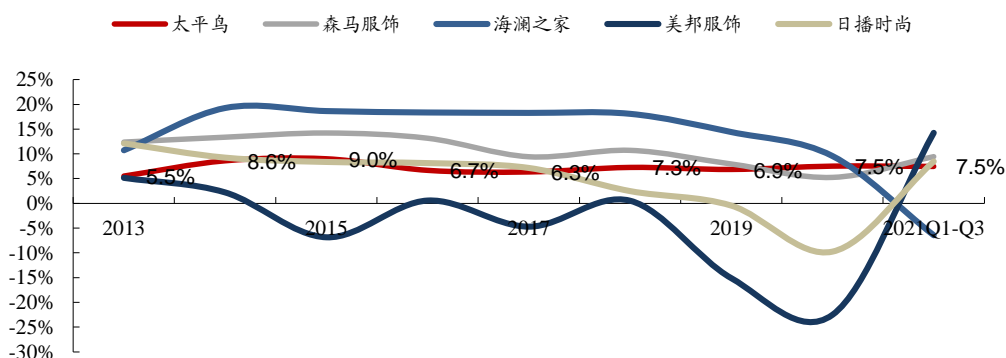
图 66: 2013 年-2021Q1-Q3 可比公司毛利率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2020 年起净利率开始回升, 随着经营质量改善未来提升空间较大。公司净利率 2020 年同比提升 0.6pct 至 7.5%, 2021 年前三季度净利率为 7.5%, 相较同业中高净利率公司仍有较大提升空间。伴随公司渠道结构性优化调整与经营质量的持续改善, 未来净利率有望持续显著提升。

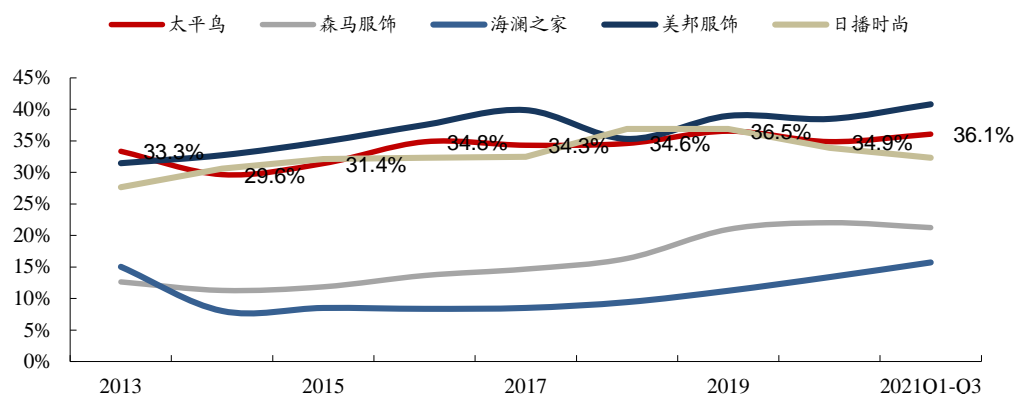
图 67: 2013 年-2021Q1-Q3 可比公司净利率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

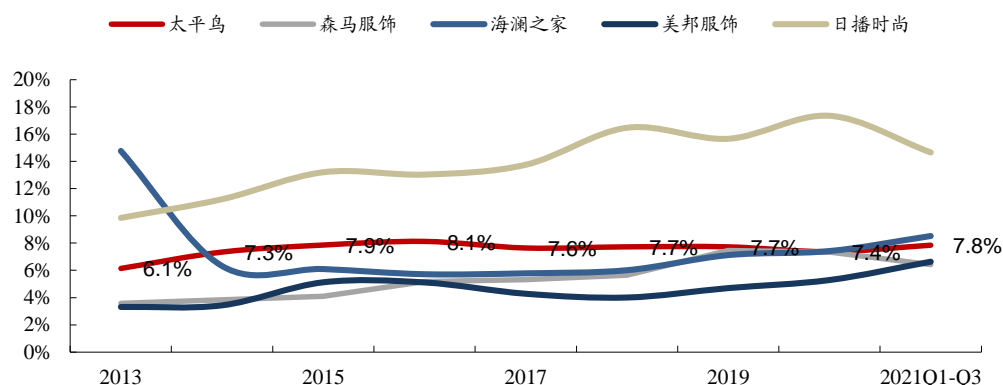
销售费用率及管理费用率基本保持稳定。2016 年以来公司销售费用率基本稳定在 35% 左右水平, 2021 年前三季度公司加大了广告宣传力度, 销售费用率略有提升。2016 年以来公司管理费用率稳定在 7.5% 左右。

图 68: 2013 年-2021Q1-Q3 可比公司销售费用率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

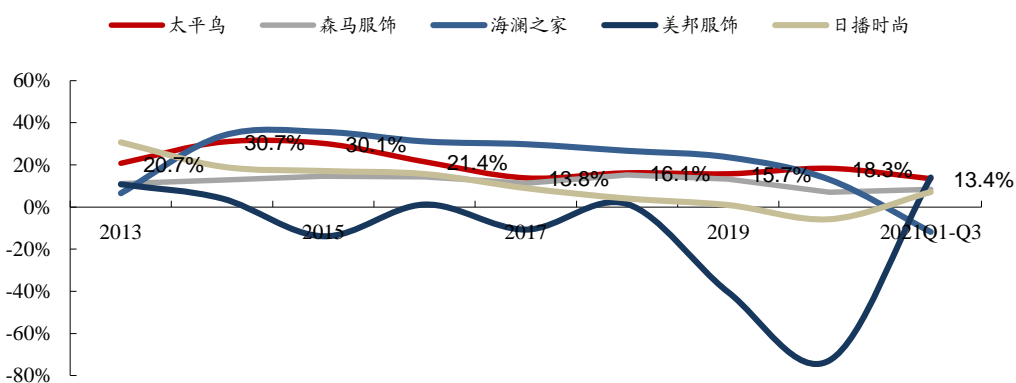
图 69: 2013 年-2021Q1-Q3 可比公司管理费用率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

公司 ROE 处于行业领先水平。2020 年公司摊薄 ROE 同比提升 2.6pct 达到 18.3%，较高的经营效率使得公司 ROE 整体处于行业较高水平，回报显著。随着公司未来经营质量的不断提升，ROE 水平有望进一步提升。

图 70: 2013 年-2021Q1-Q3 可比公司摊薄 ROE 水平



数据来源: wind, 东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

6.1. 盈利预测

太平鸟各品牌渠道增长假设:

(1) PEACEBIRD 女装: 我们预计太平鸟女装品牌线上维持持续增长, 我们假设 2021-2023 年线上收入同比增加 30%/25%/23%, 线上毛利率均为 46%。线下方面, 太平鸟女装品牌门店数 2020 年起扩张加速, 随着加盟店不断布局, 其开店速度将超过直营店, 线下毛利率将呈现小幅下降。我们预计线下直营及加盟店 2021-2023 年同比增加 150/130/130 家, 单店收入同比增加 13%/9%/8%; 线下毛利率为 62%/61%/61%。

(2) PEACEBIRD 男装: 2019 年起, 太平鸟男装向与运动潮流结合的风格做出调整, 我们预计太平鸟男装线上继续保持双位数增长, 同时线上毛利率随折扣力度加大而小幅减少, 我们假设 2021-2023 年线上收入同比增加 25%/21%/20%, 线上毛利率为 43%/43%/42%。随着加盟店数量增加, 我们预计线下毛利率将小幅下降, 线下直营及加盟店 2021-2023 年同比增加 130/120/120 家, 单店收入同比增加 9%/6%/6%; 线下毛利率为 60%/60%/59%。

(3) 乐町女装: 乐町少女装品牌不断加速成长且线上折扣力度增强, 我们假设 2021-2023 年线上收入同比增加 22%/15%/14%, 线上毛利率为 44%/44%/43%; 线下门店扩张趋势显著, 线下直营及加盟店 2021-2023 年同比增加 40/40/60 家, 单店收入同比增加 6%/5%/5%, 线下毛利率均为 55%/54%/53%。

(4) Mini Peace 童装: Mini Peace 于 2021 年上半年调整到位业绩开始放量, 我们假设 2021-2023 年线上收入同比增加 20%/15%/13%, 线上毛利率为 45%/45%/44%; 线下门店持续铺开, 线下直营及加盟店 2021-2023 年同比增加 50/50/60 家, 单店收入同比增加 11%/6%/4%, 线下毛利率为 54%/53%/53%。

(5) 其他品牌: 我们假设 2021-2023 年线上收入同比增加 20%/15%/12%, 线上毛利率为 43%/43%/42%; 线下直营及加盟店 2021-2023 年同比增加-20/-10/10 家, 单店收入均同比增加 5%, 线下毛利率为 45%/44%/43%。

综上, 我们预计公司 2021-2023 年将实现收入 110/129/149 亿元, 同比增速 17%/17%/16%。

表 3: 太平鸟收入拆分

	2020	2021E	2022E	2023E
PEACEBIRD 女装 (百万元)	3,781	4,740	5,680	6,694
YOY	28.36%	25.37%	19.83%	17.86%
PEACEBIRD 男装 (百万元)	2,832	3,328	3,898	4,540

YOY	8.35%	17.52%	17.12%	16.46%
乐町 LEDIN 女装（百万元）	1,329	1,575	1,768	1,995
YOY	17.50%	18.53%	12.28%	12.82%
Mini Peace 童装（百万元）	983	1,100	1,248	1,392
YOY	9.25%	11.90%	13.41%	11.59%
其他品牌（百万元）	263	271	288	317
YOY	8.09%	2.88%	6.50%	10.18%
合计（百万元）	9,387	11,014	12,882	14,939
YOY	18.41%	17.33%	16.96%	15.96%
毛利润（百万元）	4,928	6,000	6,912	7,934
毛利率	52.49%	54.48%	53.66%	53.11%

数据来源：wind，东吴证券研究所

费用率假设：我们认为随着收入增长，销售费用将同比增长，销售费用率基本稳定，我们预计销售费用率 2021-2023 年分别为 37%/37.3%/37%，管理费用或将进一步被摊薄，管理费用率 2021-2023 年分别为 6.0%/5.9%/5.7%。

6.2. 投资建议

公司是休闲时尚服饰领域头部企业，覆盖男装、女装、童装等领域，品牌矩阵丰富。在低集中度的行业中，公司打造完整的数据驱动商品开发与快反柔性供应链，快速满足消费者对最新时尚的需求，经营效率提升。公司通过线上大数据支持推进高品质、精准营销，增强品牌年轻化认知粘性并转化为销量。未来随着线下店效提升及抖音电商渗透，叠加公司将持续推进精准营销，品牌将进一步出圈。我们预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 9.2 亿元/10.9 亿元/12.9 亿元，最新收盘价对应 2021-2023 年 PE 为 15 倍/12 倍/10 倍。

森马服饰、海澜之家为休闲时尚服饰知名品牌，基于业务相似度，我们选取森马服饰、海澜之家为可比公司。目前时尚休闲服饰行业企业 2021 年/2022 年平均估值在 10 倍/8 倍左右，太平鸟作为快时尚休闲服饰头部品牌具备一定估值溢价，估值合理。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	净利润（亿元）			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002563.SZ	森马服饰	207	7.68	15.53	18.49	21.67	13	11	10
600398.SH	海澜之家	278	6.43	29.06	33.98	38.69	10	8	7
平均							11	10	8
603877.SH	太平鸟	133	28.00	9.17	10.91	12.88	15	12	10

数据来源：wind，东吴证券研究所

注：森马服饰、海澜之家数据来自 wind 一致预期，截止日期为 2021 年 12 月 27 日

7. 风险提示

疫情反复及消费景气度下降风险：公司目前 70% 销售收入来自于线下，若疫情反复将带来线下门店客流量减少，对终端零售带来一定压力。同时，经济增速放缓等其他原因引起的消费景气度下降，也可能会对公司目前定位的中档休闲时尚市场的消费造成一定影响。

电商渠道发展不及预期的风险：目前休闲服饰品牌在天猫等传统电商渠道竞争日趋激烈，在抖音等直播电商渠道也均开始发力。同时对于直播电商新业态，平台和公司都处于初步探索阶段，可能存在前期经验难以复制、与对手品牌差距不断缩小的风险。

科技数字化转型推进不及预期的风险：目前公司新一轮数字化转型仍处于起步阶段，且探索较为领先，国内市场上可供参考的经验较少，转型可能会面临一定阻力，从而可能存在进度不及预期或实际成本增加的风险。

存货跌价风险：公司账面库存值处于相对高位，可能存在产品难以满足休闲服饰市场多变的终端需求，引起存货变现困难的风险。

太平鸟三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6,308	7,173	8,600	10,346	营业收入	9,387	11,014	12,882	14,939
现金	665	1,178	1,971	3,098	减:营业成本	4,459	5,013	5,970	7,004
应收账款	778	892	1,056	1,217	营业税金及附加	61	72	84	98
存货	2,257	2,335	2,617	2,878	销售费用	3,273	4,075	4,805	5,527
其他流动资产	2,609	2,768	2,957	3,153	管理费用	575	661	760	851
非流动资产	2,234	2,743	3,229	3,627	研发费用	116	149	174	194
固定资产	1,387	1,816	2,227	2,620	财务费用	19	-22	-56	-93
使用权资产	0	0	0	0	资产减值损失	118	0	0	0
无形资产	180	177	173	168	加:投资净收益	34	43	48	56
其他非流动资产	666	750	829	838	其他收益	126	67	218	253
资产总计	8,541	9,916	11,829	13,973	资产处置收益	0	14	5	9
流动负债	4,546	5,017	5,852	6,723	营业利润	926	1189	1417	1675
短期借款	493	0	0	0	加:营业外净收支	-19	0	0	0
应付账款	2,021	2,272	2,706	3,175	利润总额	906	1189	1417	1675
其他流动负债	2,032	2,744	3,146	3,549	减:所得税费用	200	285	340	402
非流动负债	95	95	95	95	少数股东损益	-6	-13	-14	-15
长期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	713	917	1091	1288
其他非流动负债	95	95	95	95	EBIT	902	1,043	1,089	1,264
负债合计	4,641	5,112	5,947	6,818	EBITDA	1,127	1,128	1,192	1,385
少数股东权益	3	-10	-24	-40					
归属母公司股东权益	3,897	4,815	5,906	7,194					
负债和股东权益	8,541	9,916	11,829	13,973					
					重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	每股收益(元)	1.50	1.92	2.29	2.70
经营活动现金流	1,154	1,202	1,358	1,602	每股净资产(元)	8.18	10.10	12.39	15.09
投资活动现金流	-850	-537	-535	-455	发行在外股份(百万股)	477	477	477	477
筹资活动现金流	-334	-152	-30	-20	ROIC(%)	16%	15%	13%	13%
现金净增加额	-30	513	793	1,127	ROE(%)	18%	19%	18%	18%
折旧和摊销	225	85	103	121	毛利率(%)	52%	54.5%	54%	53%
资本开支	108	510	510	510	销售净利率(%)	8%	8%	8%	9%
营运资本变动	-187	-261	-232	-272	资产负债率(%)	54%	52%	50%	49%
					收入增长率(%)	18%	17%	17%	16%
					净利润增长率(%)	29%	29%	19%	18%
					P/E	18.73	14.55	12.23	10.36
					P/B	3.67	2.77	2.26	1.86
					EV/EBITDA	12.54	11.10	9.81	7.62

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>