

太平鸟 (603877)

证券研究报告

2021 年 07 月 21 日

科技数字化赋能，快反柔性供应，时尚领军向阳而生

快反柔性供应优势凸显，后疫情时代引领行业，业绩加速回升

太平鸟作为国产立足大众休闲服饰产业、采用快时尚运营模式的代表公司，存货周转效率在行业内优势明显，且存货周转效率逐年明显提升，主要可以体现在：

1) **严控全渠道存货增长**，以 2015~2019 年期间为例，同行代表海澜之家、森马服饰、迅销集团存货规模增速 CAGR 分别为 1.57%、23.09%、16.05%，同期公司存货规模 CAGR 仅为 4.59%。2) **存货周转效率逐年稳定快速提升**，上述同行标的 2015~2019 年存货周转天数 CAGR 分别为-7.44%、9.91%、9.13%，同期公司对应 CAGR 仅为-3.28%。

后疫情市场终端消费逐步复苏，以“聚焦时尚、数据驱动、全网零售”作为核心发展战略，并逐步建立起全网全渠道协同的立体零售模式，助力线上线下的融合发展，2020 年业绩同增 29.17%达到 7.13 亿元，21Q1 延续快速增长态势，归母净利润达 2.03 亿，较 19Q1 增长 134.44%。

品牌定位明确，深入链接年轻客群，品牌年轻化卓有成效

公司以男装为基础，经历多年经营耕耘，目前已经形成以男装、女装、童装、运动时尚、生活家居多位一体，时尚生活多品牌矩阵，其中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，目前多平台上推广营销效果良好，淘宝平台数据显示天猫旗舰店 21 年 6 月销售额达 1.65 亿元 (+44.44%)，抖音平台销售额达 8923.4 万元。

多元 IP 联名锁定年轻客群，助力品牌年轻化，2020 年内公司推出 50 余款 IP 联名系列，用 IP 与年轻消费者建立连接和情感共鸣；与飞跃、红双喜等国潮运动品牌跨界联名，点燃时尚青年对潮玩运动的热爱；同时深化产品内在科技元素，在极致面料和功能性产品上创新研发，启用 CORDURA、GORE·TEX、dralon 蓄热德绒火山岩等黑科技面料，推出户外、丹宁、羽绒等合作系列。

核心优势持续巩固：柔性快反供应赋能，科技数字化转型项目推进

太平鸟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，**力争成为“科技型时尚品牌公司”**。公司已经于 2021 年 7 月公告可转债项目详情，推进科技数字化转型项目建设，计划投入 7.15 亿元，**将市场需求洞察、精准设计、柔性供应、场景营销有机串联，打通服饰设计生产供应运营全产业链，突破传统时尚休闲服饰公司发展模式瓶颈**。按计划公司科技数字化转型项目有望于 2023 年完工，将进一步提升商品设计精度、存货周转效率，为公司长期业绩成长注入新鲜动力。

上调盈利预测，维持买入评级，我们预计公司 2021~2023 年营收分别为 114.10、135.35、158.03 亿元（21~23 年原值分别为 106.33、125.43、144.70 亿），21~23 归母净利润分别为 10.49、12.49、15.03 亿元（21~23 年原值分别为 9.50、11.49、14.15 亿），对应 EPS 分别为 2.20、2.62、3.15 元，21~23P/E 分别为 23.31X、19.57X、16.27X。**我们采用 DCF 绝对估值法，得到公司 2021 年内在价值为 333.99 亿元，对应 2021 年 P/E 为 30.73X，对应公司目标股价为 70.06 元。**

风险提示：人力成本、原材料、物流配送费用波动上升对公司终端盈利影响；新拓门店爬坡周期较长、店效提升慢于预期；科技数字化项目实际对运营效率提升效果可能不及预期；直营渠道和加盟渠道净开店速度不及预期等。

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	51.92 元
目标价格	70.06 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	476.73
流通 A 股股本(百万股)	476.73
A 股总市值(百万元)	24,751.71
流通 A 股市值(百万元)	24,751.71
每股净资产(元)	8.60
资产负债率(%)	54.08
一年内最高/最低(元)	59.80/15.06

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《太平鸟-季报点评:21Q1 归母净利润较 19Q1 增 135%，围绕时尚数据推动全网零售》 2021-04-22
- 2 《太平鸟-年报点评报告:Q4 环比继续改善，全年收入增长费控有效，启动科技数字化转型》 2021-03-30
- 3 《太平鸟-公司点评:20 年业绩亮眼，改革效果凸显长期增长可期》 2021-03-11

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,927.62	9,386.87	11,410.22	13,535.42	15,802.74
增长率(%)	2.80	18.41	21.56	18.63	16.75
EBITDA(百万元)	997.41	1,264.30	1,368.05	1,631.53	1,936.60
净利润(百万元)	551.55	712.81	1,049.08	1,249.48	1,503.11
增长率(%)	(3.50)	29.24	47.18	19.10	20.30
EPS(元/股)	1.16	1.50	2.20	2.62	3.15
市盈率(P/E)	44.33	34.30	23.31	19.57	16.27
市净率(P/B)	6.96	6.27	5.60	5.02	4.46
市销率(P/S)	3.08	2.60	2.14	1.81	1.55
EV/EBITDA	5.29	9.17	16.29	13.20	10.94

资料来源：Wind，天风证券研究所

内容目录

1. 聚焦产品与品牌力，国产快时尚龙头领跑同行	5
1.1. 发力产品&提升品牌力：年轻化转型成效凸显，打造多维时尚品牌矩阵	5
1.2. 股权结构稳定，持续优化激励体系	6
1.3. 业绩延续高增行业领跑，多板块协同成长路径明确	8
1.3.1. 历经四年战略调整，于 20 年疫情后迅速复苏	8
1.3.2. 女装增速快、男装增长稳健、童装潜力大	9
1.3.3. 线上线下融合贯通，多角度多场景对接客群	11
2. 多线一体营销+柔性快反+数字化建设，核心优势日渐稳固	12
2.1. 推进品牌时尚年轻化，多维一体营销策略成效显著	12
2.2. 巩固提升柔性快反供应能力，订货模式出现深刻变化	14
2.3. 加码科技数字化项目建设，力争塑造科技型时尚品牌公司形象	15
2.4. 多渠道融合发力，渠道结构改善，盈利弹性凸显	16
3. 盈利预测及估值	19
4. 风险提示	21

图表目录

图 1：太平鸟 2020 年“双十一”销量战绩	5
图 2：太平鸟品牌拓展历程	6
图 3：太平鸟旗下品牌介绍	6
图 4：太平鸟股权结构（截至 2020.12.31）	6
图 5：2016-2020 年太平鸟应付职工薪酬及增速	7
图 6：2016-2020 年太平鸟人均薪酬及人均创收	7
图 7：2015-2020 年太平鸟营收及增速	8
图 8：19Q2-20Q1 太平鸟单季度营收及增速	8
图 9：19Q1-20Q1 可比公司归母净利润（亿元）	8
图 10：19Q1-20Q1 可比公司归母净利润增速（%）	8
图 11：2016-2020 可比公司存货周转天数	9
图 12：19Q1-21Q1 可比公司存货周转天数	9
图 13：2016-2020 可比公司应收账款周转天数	9
图 14：19Q1-21Q1 可比公司应收账款周转天数	9
图 15：2016-2020 年太平鸟旗下主要女装品牌门店扩张情况（家）	9
图 16：2016-2020 年太平鸟旗下主要女装品牌营收及增速（亿元）	9
图 17：2016-2020 年太平鸟旗下男装品牌门店扩张情况（家）	10
图 18：2016-2020 年太平鸟旗下男装品牌营收及增速（亿元）	10
图 19：2016-2020 年太平鸟旗下童装品牌门店扩张情况（家）	10
图 20：2016-2020 年太平鸟旗下童装品牌营收及增速（亿元）	10
图 21：太平鸟上市后线上线下业务发展概况	11
图 22：2016-2020 年太平鸟分渠道营业收入（亿元）	12

图 23: PEACEBIRDx 火影忍者	13
图 24: PEACEBIRDx 哆啦 A 梦、LEDINx MIFFY	13
图 25: PEACEBIRD 品牌代言人欧阳娜娜	13
图 26: PEACEBIRD x 刘雯 “星” 系列	13
图 27: 科技型时尚品牌公司产业价值链变化	14
图 28: 太平鸟科技数字化运营核心策略	15
图 29: 太平鸟科技数字化转型项目具体结构与实施内容	16
图 30: 公司渠道类型（直营、加盟店数：家）及终端归母净利率变化	17
图 31: 公司近年来聚焦购物中心核心商圈门店拓展，其营收占比逐年显著增长（亿元）	17
图 32: 公司直营加盟渠道数量规模及店效水平	18
图 33: 公司直营加盟渠道毛利率水平（%）变化	18
图 34: 公司各渠道营收占比变化（%）	19
图 35: 公司线上渠道占比及同行可比标的占比情况	19
图 36: 太平鸟将直播营销多平台拓展延伸	19
图 37: 太平鸟社交平台种草推广	19
图 38: 太平鸟盈利预测	20
图 39: 公司 DCF 绝对估值法	21

1. 聚焦产品与品牌力，国产快时尚龙头领跑同行

太平鸟集团前身创建于 1989 年，“太平鸟”品牌创立于 1996 年，20 多年来经历了快速发展、业绩放缓和年轻化战略转型三个阶段，成功培育出太平鸟男装（PEACEBIRD MEN）、太平鸟女装（PEACEBIRD WOMEN）、太平鸟童装（Mini Peace）、乐町（LEDIN）、太平鸟巢（PEACEBIRD LIVIN）等多个时尚服饰及生活品牌，全方位覆盖男装、女装、童装、家居等领域，时尚矩阵不断完善。

自上市以来，太平鸟始终把“聚焦时尚、数据驱动、全网零售”作为核心发展战略，并逐步建立起全网全渠道协同的立体零售模式，助力线上线下的融合发展。2020 年“双十一”全渠道突破 14.5 亿元，太平鸟男装（PEACEBIRD MEN）、太平鸟女装（PEACEBIRD WOMEN）、乐町（LEDIN）、太平鸟童装（Mini Peace）稳坐“亿元俱乐部”，四大主力品牌闯入天猫“TOP10”。

图 1：太平鸟 2020 年“双十一”销量战绩



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.1. 发力产品&提升品牌力：年轻化转型成效凸显，打造多维时尚品牌矩阵

多品类全面发展，时尚矩阵日趋完善。公司分别于 2001、2008 年重新定位女装品牌为“时尚、亚洲、活力”、男装品牌为“时尚、优雅、亚洲”；2008 年旗下都市少女品牌乐町诞生；2011 年进军童装品牌，创立 Mini Peace；2013 年与美国当红都市少女品牌 MATERIAL GIRL 合作；2015 年公司参股法国高级定制品牌 Alexis Mabille；2018 年公司继续拓宽主营业务范围，引入太平鸟巢生活方式品牌，培育女装内衣线、町家居、MiniMini 等新产品线；2020 年公司与街头滑板品牌 COPPOLELLA 取得合作，进军潮牌领域；至此全方位覆盖男装、女装、童装、家居等领域，时尚矩阵日趋完善。

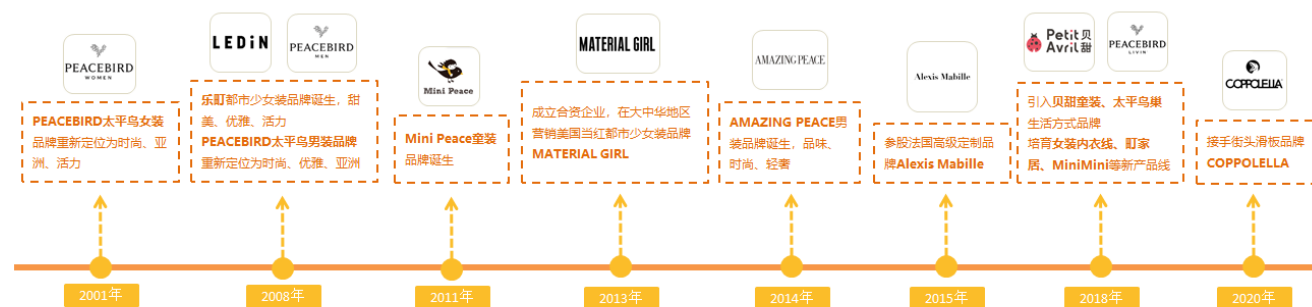
主力品牌、新兴品牌、生活家居三梯度品牌组合。各品牌在目标消费群、品牌定位及品牌风格等方面错位互补，满足日益多元的消费需求，具备滚动式发展的潜力和优势。

1.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）。全面覆盖男装、女装、童装主流服饰消费品类，完成品牌成人装年轻化转型，以高品质、多元素、多风格的时尚服饰，满足 Z 世代的差异化消费需求。

2 新兴品牌：MG 物质女孩女装 (MATERIAL GIRL)、贝甜童装 (PETIT AVRIL)、小恐龙 (COPPOLELLA)。公司引入美式潮流女装、米兰街头滑板运动潮牌，原创孵化轻运动、趣时尚童装，丰富品牌矩阵。

3.生活家居：太平鸟·巢 (PEACEBIRD LIVIN')。公司着手布局时尚家居行业，与早期国外家居品牌宜家、Zara Home、MUJI 相比，引导青年国潮生活方式。

图 2：太平鸟品牌拓展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 3：太平鸟旗下品牌介绍

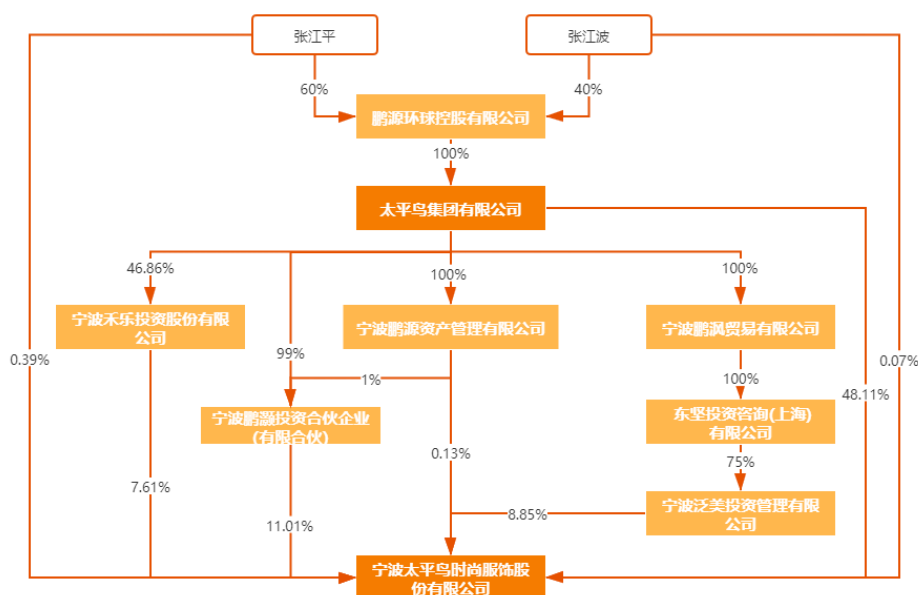
品牌名称	创立时间	品牌定位	目标人群	营收(亿元)	YoY(%)	20 毛利率(%)	20 门店数量(家)	天猫店铺粉丝数量(万)
太平鸟女装 (PEACEBIRD WOMEN)	2001 年	时髦、率真、有年轻态度	25-30 岁都市女性	37.81	28.36	55.5	直营：526； 加盟：1180	太平鸟官方旗舰店：1085
太平鸟男装 (PEACEBIRD MEN)	1996 年	时髦、自信、坚持自我	25-30 岁潮流男性	28.32	8.35	54.42	直营：484； 加盟：856	太平鸟男装旗舰店：637
乐町少女装 (LEDIN)	2008 年	甜美、摩登、元气	18-25 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					
小恐龙 (COPPOLELLA)	2016 年	米兰街头滑板运动潮牌		2.63	8.09	44.36	直营：29； 加盟：113	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：公司公告，天猫，天风证券研究所

1.2. 股权结构稳定，持续优化激励体系

股权结构稳定，实际控制人持股比例较高。公司实际控制人为张江平、张江波，不曾发生变动，公司股权结构比较稳定且实际控制人持股比例较高。

图 4：太平鸟股权结构（截至 2020.12.31）



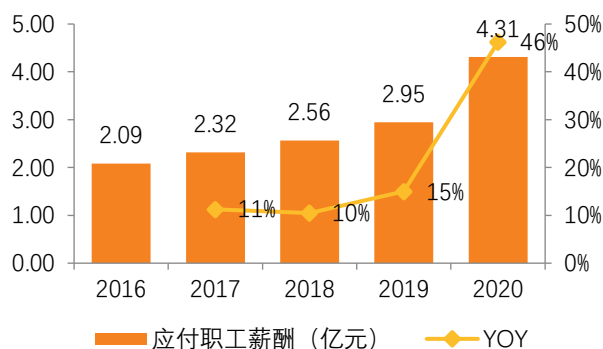
资料来源：公司公告，天风证券研究所

管理层相关履历丰富。陈红朝为现任公司董事、总经理、女装事业部总经理，也曾任杉杉股份部长助理、大雅文华营销总监；欧利民现任公司董事、首席战略官，曾任美邦副经理；除太平鸟创始人身份以外，董事长张江平还担任中国服装协会副会长、中国纺织工业企业管理协会副会长等，是我国纺织服装行业的中流砥柱，为行业发展输入源源动力。

激励体系不断创新，充分激发团队稳定性和员工动力。长期以来，太平鸟一直将成为卓越的时尚品牌公司作为发展愿景，公司推行高标准对标的管理方式，通过高目标牵引，不断打破组织内部壁垒，提高团队协作能力，不断推动组织变革和快速成长，从而提升团队稳定性和员工动力。同时，公司也积极对激励体系进行变革调整，充分调动员工创造价值的热情和积极性，效果显著，如疫情期间，员工积极参加“造节营销”，逆行业形势销售额不断创新高。

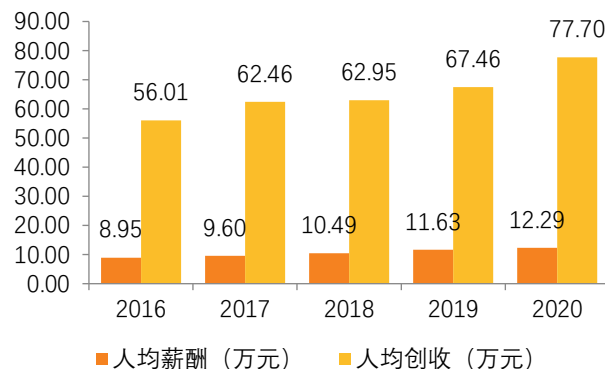
期末应付职工薪酬同增 46%，或将持续提高员工的凝聚力与创造力。2016 年至今，太平鸟人均创收持续增长，2020 年达 77.70 万元，同增 15.18%，期末应付职工薪酬同增 46%达 4.31 亿元，主要为按照公司激励考核办法年底计提奖金增加较多，体现太平鸟对员工激励的重视，未来或将持续提高员工的凝聚力与创造力。

图 5：2016-2020 年太平鸟应付职工薪酬及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2016-2020 年太平鸟人均薪酬及人均创收



资料来源：Wind，天风证券研究所

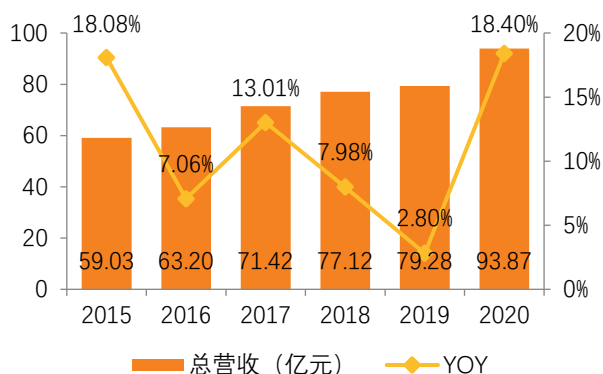
1.3. 业绩延续高增行业领跑，多板块协同成长路径明确

1.3.1. 历经四年战略调整，于 20 年疫情后迅速复苏

战略调整进行时，营收端有所承压。自公司 2015 年参股法国高级定制品牌开始，标志着公司开始新一阶段的战略转型，2016-2019 年公司陆续培育新品牌、新产品线，如女装内衣店、乐町家居等产品线，太平鸟巢等生活品牌，因而公司在这一阶段内，营收增速并不明显。

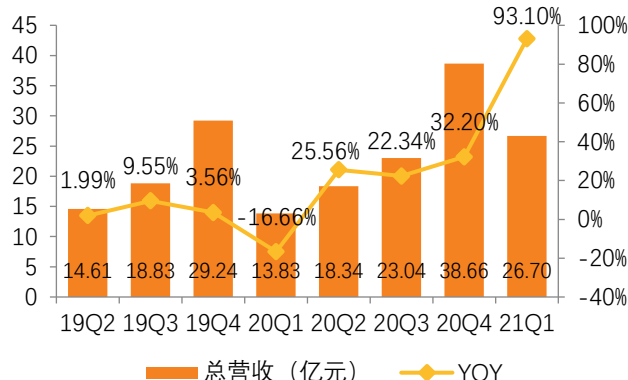
疫情时抗风险能力较强，疫情后强势复苏。2020 年初新冠疫情爆发，服饰行业也受到较大冲击，20Q1 太平鸟总营收为 13.83 亿元，同比减少 16.66%。20Q2 公司营收 18.34 亿元，同比增长 25.56%迅速回正；20H1 公司收入 32.17 亿元，同比增长 3.11%，20Q3Q4 营收及增速分别为 23.04 亿元（+22.34%）、38.66 亿元（+32.20%）。

图 7：2015-2020 年太平鸟营收及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

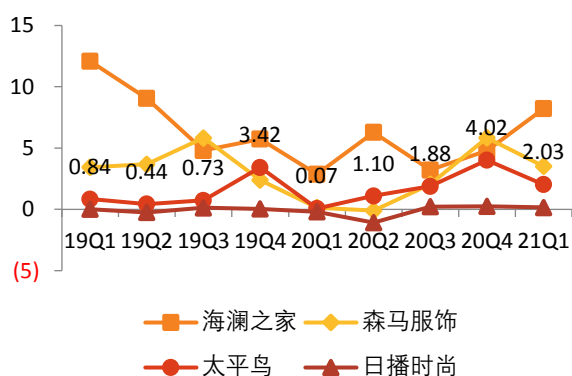
图 8：19Q2-20Q1 太平鸟单季度营收及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

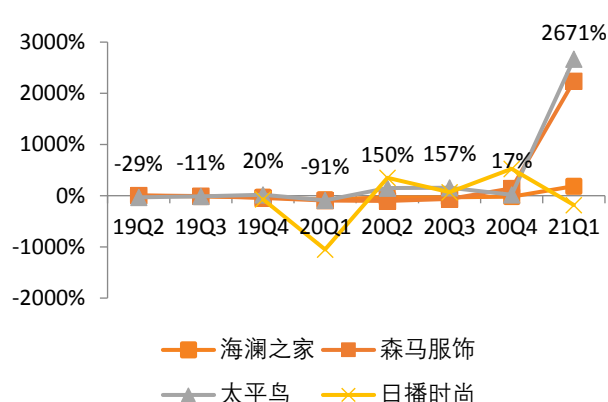
疫情后净利润率先大幅度反弹，领先同行。19Q4 公司净利润同比增长 20%，达 3.42 亿元；2020 年初由于疫情爆发，部分公司净利润受到冲击较大，如日播时尚 20Q1 净利润为 -0.16 亿元，而太平鸟 20Q1 净利润为 0.07 亿元。相较于其他公司，太平鸟于 20Q2 率先出现较大幅度的复苏，净利润同比增长 150%，达 1.10 亿元；下半年继续发力 Q3Q4 净利润分别为 1.88（+157%）、4.02（+17%）亿元。

图 9：19Q1-20Q1 可比公司归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：19Q1-20Q1 可比公司归母净利润增速（%）

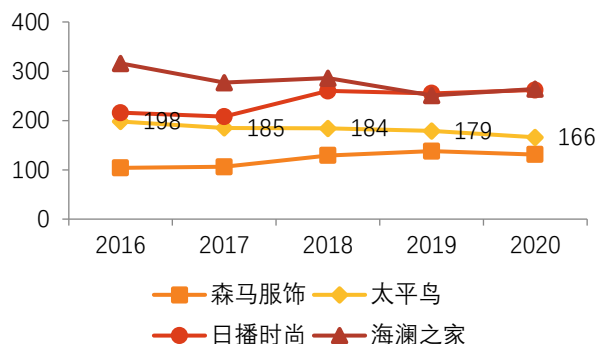


资料来源：Wind，天风证券研究所

周转率显著提升，公司经营效率提高。公司存货周转率自 2016 年起呈上升趋势，在 2020 年普遍周转变慢的背景下，公司存货周转天数为 166 天，同比减少 13 天；19Q4 公司存货

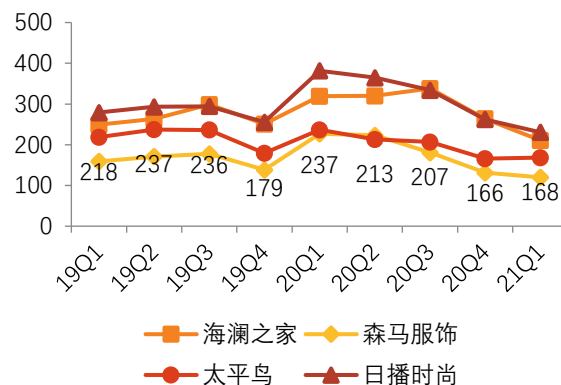
周转天数减少至 19 年最低 179 天；20 年疫情后，Q2/Q3/Q4 存货周转天数为 213 (-24)、207 (-29)、166 (-13) 天。应收账款周转天数近 5 年变化不大，但从单季来看，20Q3/Q4、21Q1 应收账款周转天数分别为 33、27、16 天。

图 11：2016-2020 可比公司存货周转天数



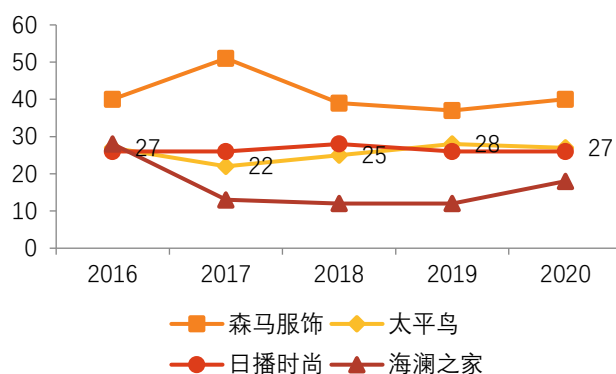
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：19Q1-21Q1 可比公司存货周转天数



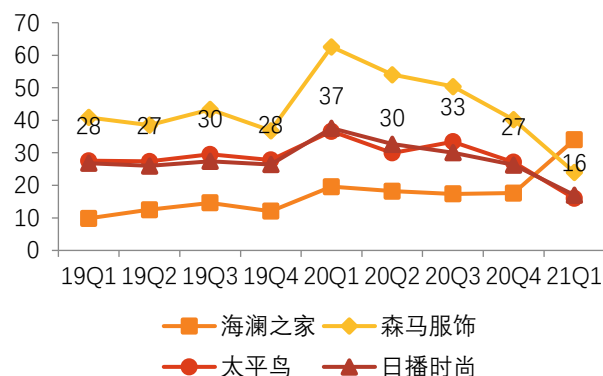
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2016-2020 可比公司应收账款周转天数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：19Q1-21Q1 可比公司应收账款周转天数



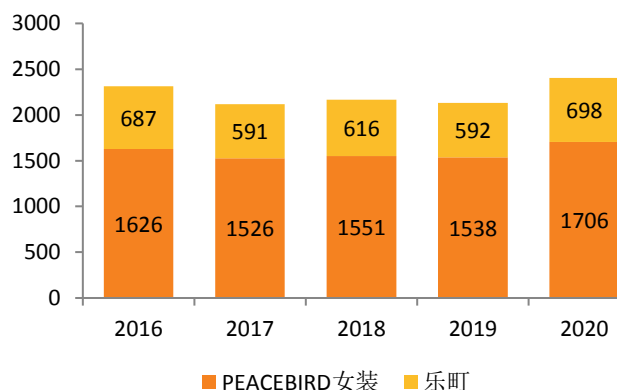
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3.2. 女装增速快、男装增长稳健、童装潜力大

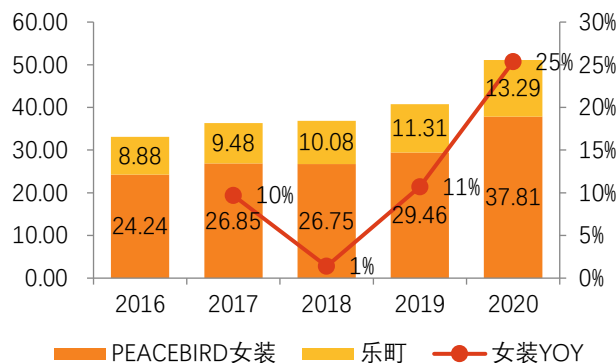
女装品牌营收连年增长，增速高于男装、童装，成为太平鸟旗下增速最快的品类。2017-2019 年太平鸟旗下女装品牌（PEACEBIRD 女装和乐町）线下门店数目变动不大，2020 年出现显著增长，达到 2404 家；2016-2020 年太平鸟旗下女装品牌营业收入连年增长，2020 年营收为 51.1 亿元，同比增长 25%，显著高于男装 8%、童装 9%。

图 15：2016-2020 年太平鸟旗下主要女装品牌门店扩张情况（家）

图 16：2016-2020 年太平鸟旗下主要女装品牌营收及增速（亿元）



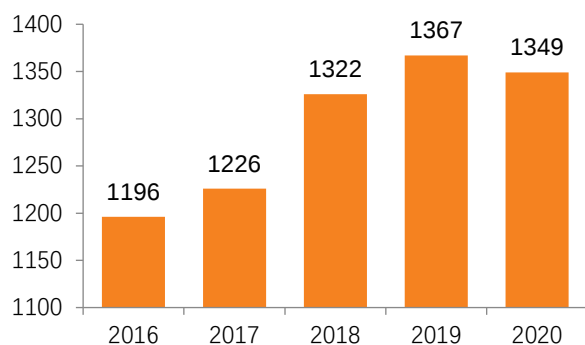
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

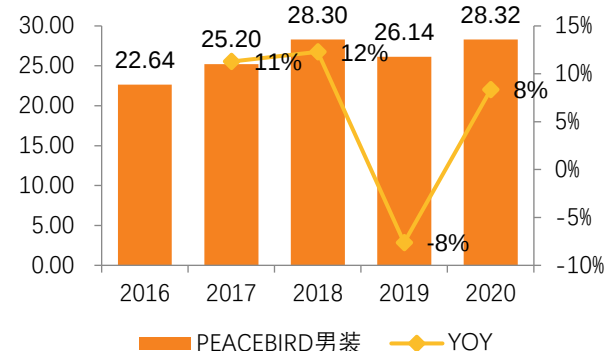
男装品牌增长稳健。2016-2019 年 PEACEBIRD 男装门店数量持续增长, 从 1196 家扩张至 1367 家, 2020 年门店数量略有下降, 主要是由于公司 2020 年关闭了较多的自营店; 2016-2018 年, PEACEBIRD 男装营收以 10% 的增幅稳步增长, 2019 年男装营收 26.14 亿元, 同比减少 8%, 2020 年营收同比增长 8% 达 28.32 亿元。

图 17: 2016-2020 年太平鸟旗下男装品牌门店扩张情况 (家)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 18: 2016-2020 年太平鸟旗下男装品牌营收及增速 (亿元)

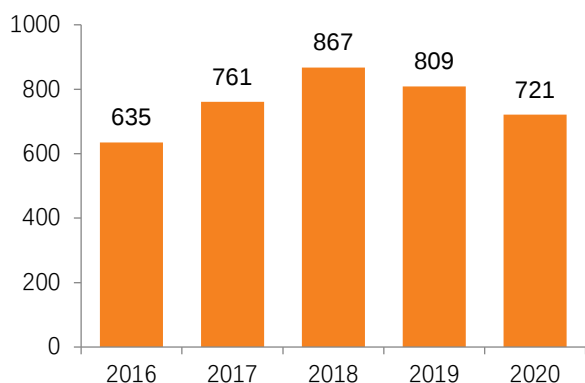


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

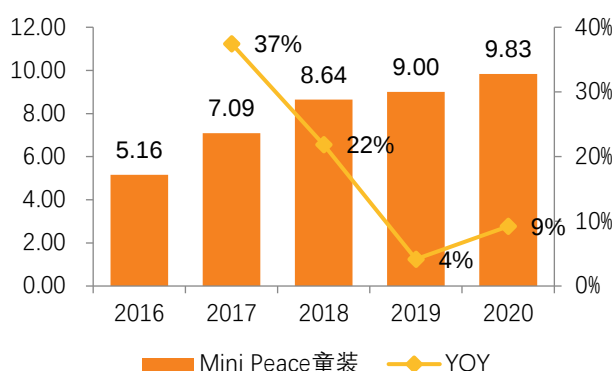
童装品牌潜力较大, 长期发展向好。相较于男装、女装的稳步拓店, 太平鸟童装店 Mini Peace 的店面数量呈抛物线型, 2016-2018 年 Mini Peace 的店铺数量为 635/761/867 家, 而后出现下降, 2020 年店铺数量降至 721 家。然而童装品牌的总营收连年增长, 2020 年 Mini Peace 总营收 9.83 亿元, 同比增长 9%; 因此我们预测, 太平鸟对童装品牌的运营效率大幅度提升, 若未来继续拓店, 可能会带动营收增长。

图 19: 2016-2020 年太平鸟旗下童装品牌门店扩张情况 (家)

图 20: 2016-2020 年太平鸟旗下童装品牌营收及增速 (亿元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3.3. 线上线下融合贯通，多角度多场景对接客群

公司积极推动线上、线下业务的有机结合：

2016 年，公司推出“云仓”系统，支持客户在门店或线上下单，截至 2016 年底，公司所有品牌直营店均已加入“云仓”系统，覆盖全国 23 个省份。线上渠道营收占比突破 20%，营收达 13.02 亿元；线下渠道营收为 49.02 亿元，占公司总营收近 8 成。

2017 年，公司持续推进线上线下全渠道融合，新增门店扫码购、门店自提等新业务。线上渠道营收及占比均增长，2017 年线上渠道营收为 17.90 亿元，占比 25.45%；线下渠道占比 75% (-4.46pct)，收入为 52.44 亿元。

2018 年公司同时与阿里、腾讯等公司探索新零售，并不断夯实全网零售的基础。2018 年公司线上营收近 20 亿元，同比增长 11.56%；线下营收达 56 亿元，同比增长 6.79%。

2019 年，太平鸟继续优化“新四轮立体驱动”格局，利用线上平台结合快反寻找爆款，探索线上线下渠道打得通，形成零售合力。2019 年线下营收为 55.21 亿元，同比减少 1.41%；与此同时线上营收持续上升，同比增长 15.77%达 23.12 亿元，线上渠道营收占比近 30%。

2020 年，公司聚焦当代年轻消费群体，线下加大渠道资源投入，提高消费便利性；线上同时推进传统电商业务占比与社交零售新渠道，提供多元化购物选择。2020 年新冠疫情爆发，公司快速反应加大线上业务的发展力度，公司线上渠道占比突破 3 成，营收达 28.04 亿元 (+21.28%)；疫情后强大的复苏力度也使得 2020 年线下渠道的营收增长显著，为 63.83 亿元 (+15.67%)。

图 21：太平鸟上市后线上线下业务发展概况

	2016	2017	2018	2019	2020
线上	3月推出“云仓”系统，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。目前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。同时积极推进O2O，对多家直营店实施线上购物线下体验与发货。	公司积极发展电商业务，合理调整电商品牌、特供款比例，带动老品销售，优化库存结构	同时与阿里、腾讯等公司合作探索新零售，建立并不断夯实全零售的基础	稳步推进新零售渠道，全网触达消费者，创新业绩增长点	推进传统电商业务占比提升，同时积极推进小程序、网红直播等社交零售新渠道，为顾客提供更加丰富多元的购物选择；在B站、抖音、小红书等当代青年人喜爱的新流量平台上，创建新奇有趣的互动内容，精准营销不同的圈层人群。
线下	优化渠道结构为主，积极布局城市核心商圈和新兴渠道	根据线下渠道零售数据，对综合效益低的门店进行调整、转换、关闭，并顺利完成直营门店向直营、加盟门店转换工作；整合资源对优质店铺进行培育，和印力、银泰、万达、百盛开展渠道上战略合作；通过对重点城市核心商圈的考察，推进精准拓店	采取稳健谨慎的拓店策略，将店铺拓展重心向购物中心转移，更加关注新拓展店铺的运营效益，同时积极关闭获利能力不理想的直营店铺	不断强化购物中心和百货商场的主要渠道地位，快速推进奥特莱斯渠道发展，持续优化街店渠道	发力购物中心、百货商场等渠道，全面提升购物体验，营造更开放的顾客互动氛围，将门店打造为一个顾客社区。
线上线下融合	积极发展电商业务，将线上和线下销售有机结合，公司合理调整电商新品、特供款比例，带动老品销售	在原先O2O项目基础上，扩大了品牌线下门店与线上零售的互动，通过商品、支付等维度打通，支持门店扫码购、门店自提等新业务	公司开始在服饰全品牌推广实施TOC管理模式，强化公司存货管控，制定以消费者为中心的商品策略及快速反应的供应链，整合公司信息数据打造商品端+零售端的大商品可视化平台，并开始尝试利用人工智能技术辅助人工决策	探索线上线下渠道打通，形成零售合力。	公司聚焦当代年轻消费群体，在年轻消费者聚集度高的地方加大渠道资源投入，提高消费者的购物便利性，打造极致的购物体验

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 22：2016-2020 年太平鸟分渠道营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 多位一体营销+柔性快反+数字化建设，核心优势日渐稳固

2.1. 推进品牌时尚年轻化，多维一体营销策略成效显著

IP 联名：公司延续 IP 领跑，智造娱乐化时尚，2020 年推出 50 余款 IP 联名系列，用 IP 与年轻消费者建立连接和情感共鸣。与飞跃、红双喜等国潮运动品牌跨界联名，点燃时尚青年对潮玩运动的热爱；与花木兰、大理寺日志、山海经等传统文化融合，传统文化元素激发青年文化自信；与新世纪福音战士、守望先锋、火影忍者、樱桃小丸子、PEANUTS 等知名动漫 IP 碰撞，圈粉动漫电竞二次元青年；与全球音乐偶像 Billie Eilish、虚拟偶像洛天依等跨界联名，凭借大胆创新多角度诠释青年时尚。在极致面料和功能性产品上创新研发，启用 CORDURA、GORE·TEX、dralon 蓄热德绒火山岩等黑科技面料，推出户外、丹宁、羽绒等合作系列。

图 23: PEACEBIRDx 火影忍者



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24: PEACEBIRDx 哆啦 A 梦、LEDINx MIFFY



资料来源：公司公告，天风证券研究所

明星代言：明星代言宣誓品牌态度，提升品牌话题度与影响力。2020 年 6 月，新生代演员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，与品牌一起传递太平鸟的青年态度，共同探讨年轻人话题——拥抱变化、敢于挑战、多元可能性。2021 年 3 月，THE9-虞书欣成为乐町首位品牌代言人，彰显“be ANOTHER 无乐不作”的品牌理念。倪妮、刘昊然、林允等明星身着 PEACEBIRD 品牌服饰登上 ELLE、时尚芭莎等主流时装杂志封面。

图 25: PEACEBIRD 品牌代言人欧阳娜娜



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 26: PEACEBIRD x 刘雯“星”系列



资料来源：公司官网，天风证券研究所

时装周：明星网红装点时装大秀，设计灵感传递品牌魅力。以“ME AND MY”为主题亮相 2018 纽约时装周，2019 年登陆巴黎时装周。2020 年 9 月，太平鸟女装时尚秀“SUPERCHINA”在新落成的太平鸟时尚创意中心上演，以未来科技“FUTURE”、运动力量“POWER”、年轻文化“YOUNG”与中国元素“SUPERCHINA”为四大时尚主题，彰显“中国设计”魅力，传递品牌对青年时尚的热爱和创造。公司邀请流量明星、网红 KOL 现身时装大秀会场。

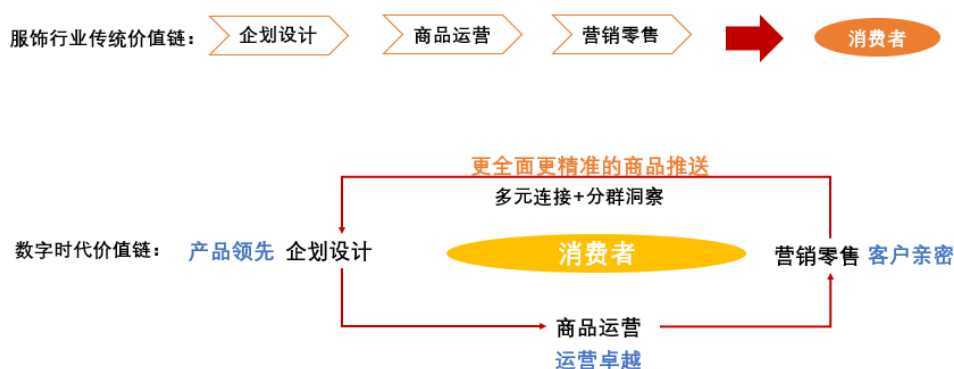
电商营销：注重互联网社交营销活动，提升品牌购买转化效率。公司注重互联网精准营销，通过微博、抖音、小红书等社交媒体平台，邀请 KOL、KOC、流量明星垂直投放品牌穿搭，培养网络店铺直播主播团队，创建品牌话题与人设场景，增强与时尚青年的连接互动，精准提升品牌曝光度，将网络营销转化为消费者购买行为。2020 年，公司与中国服装协会成立“中国当代青年时尚研究中心”，聚焦青年时尚生活方式与消费趋势洞察，激发青年消费者对时尚的热爱，创造“中国设计”之时尚魅力。

2.2. 巩固提升柔性快反供应能力，订货模式出现深刻变化

快反能力逐年显著提升，传统固定订货会制度下期货订货模式已经出现深刻变化：

- 1) 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%。2018 年太平鸟男装通过追单采购，当季零售业绩提升 34%；公司推动多商品流动性管理，有效提升滞销商品在不同销售渠道间流转速度，进一步提升销售、控制库存；同时开发商品管理 AI 系统，用大数据、人工智能对深度管理、流动性管理决策提供运算支持。
- 2) 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。
- 3) 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。公司通过科技数字化赋能，对服饰行业传统价值链路实现融合突破，实现从企划设计、商品运营、营销零售与消费者客群精准深度对接，完成“多元链接+分群洞察”。

图 27：科技型时尚品牌公司产业价值链变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从行业角度来看，快反柔性供应行业内逐步拓展，目前已经成为休闲服饰、快时尚细分行业内越来越多公司转型升级新方向：森马服饰、海澜之家已经逐步深化快速返单柔性供应能力，例如海澜之家 2020 年针对补单、季中新增货品采用供应商直发到店模式，相应货品配送时间减少 7-10 天。

公司快反柔性供应沿产业链自上而下逐层展开：

- 1) 2017 年公司开始针对太平鸟男装业务，根据当季市场畅销版型款式进行快速设计生产，实现前端生产供应快反能力构建，2018 年公司已经实现部分追单覆盖，当年追单覆盖比例达到 18%；
- 2) 商品流动深入跟踪，终端客群消费习惯偏好，数据化导入到上游生产端，并以此科学高效规划供应链排产配送；
- 3) 深化产品规划设计精准度，(客观来看，产品 SKU 规划设计与市场实际需求之间的差异，是导致渠道库存压力的根本原因)，借助客群行为大数据、AI 预测、基础款式模块化设计等技术，太平鸟有望在未来更加精准捕捉市场潮流风口变化，把握最新爆款热点，协助公司持续降低库存规模，提升商品运营效率；促进公司与消费者链接互动，增强消费者对品

牌的粘性和忠诚度。

2.3. 加码科技数字化项目建设，力争塑造科技型时尚品牌公司形象

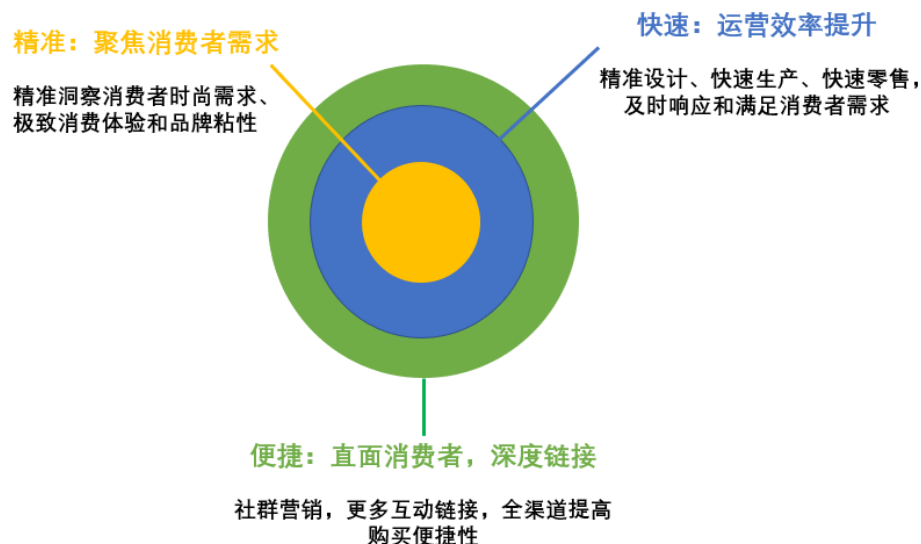
太平鸟顺应行业快反柔性能力建设趋势的同时，步步为营逐层深入，从产品生产、流动营销、设计创新等不同方面推进升级调整，稳步提升快速反应短期追单生产、商品铺设科学布置调配、深度对接需求精准设计，**力争成为“科技型时尚品牌公司”**。公司已经于 2021 年 7 月公告可转债项目详情，推进科技数字化转型项目建设进度，计划投入 7.15 亿元，在客户需求洞察方面做到更准更快，逐步实现科技数字化转型阶段性战略目标。

具体来看，**数字化转型有利于公司维护自身品牌年轻化**，鉴于客群始终以“中国时尚青年”为核心客群，而年轻客群代表“Z 世代”客群规模及消费能力稳步提升，截至今日我国 Z 世代人群规模约达 1.84 亿人，占全国总人口 13.2%；Z 世代人群月人均可支配收入高达 3501 元，同时 Z 世代在线上电商平台消费中，同比增速远超 80~90 后客群，为时尚行业持续提供年 3.5~4.5%增速。

行业内例如 Shein 这类新兴跨境快时尚电商平台，以客户为中心的数字化供应链系统，利用大数据跟踪判断消费者喜好，并通过数字化供应链系统快速反馈终端客户需求，形成端对端的数字化闭环，覆盖服饰、鞋包、家居、美妆、家纺等不同产品类型，覆盖全球 224 个国家地区，2016~2019 年销售规模复合增长率超过 100%，实现业务规模快速扩展，展现出良好的业绩成长属性。

由此可见，科技数字化运营成为解决休闲时尚服饰行业，触达客群需求、促进商品流动效率、设计精准度、SKU 有效性的的重要途径，以实现更快更准洞察客群需求。

图 28：太平鸟科技数字化运营核心策略



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司科技数字化项目，从市场需求端及产品触达端两方面，分为时尚穿搭与流行趋势信息平台，顾客需求洞察平台，精准营销场景应用平台及全网零售与直播运营平台，从 2021Q3 开始，预计建设周期为 3 年。

需求端：目标智能动态跟踪市场动态需求变化，**时尚穿搭与流行趋势信心平台**计划采用**多维信息收集、汇总建模处理、风格花型款式穿搭预测**三大环节串联架构；**顾客需求洞察平**

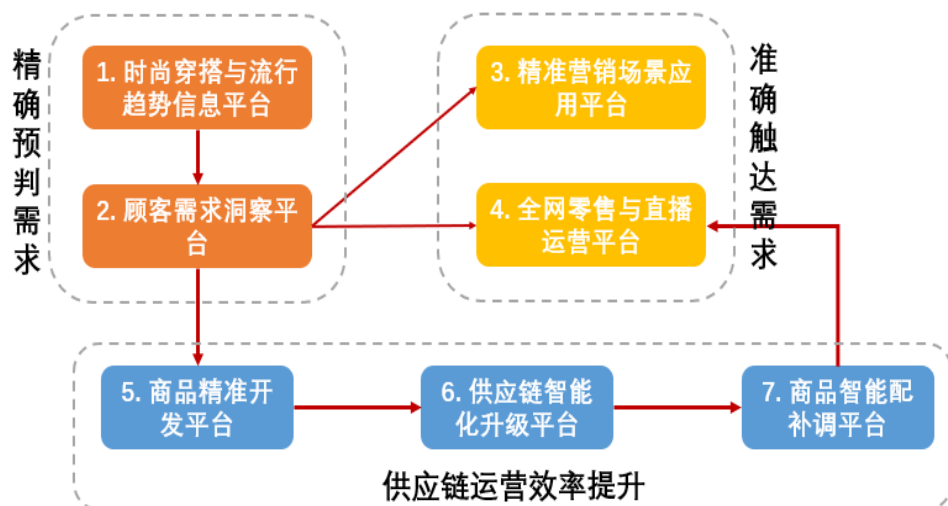
台则针对顾客需求采集，集中采集消费者公开行为数据，对消费者进行多维度分析，分析消费者关注热点，输出消费者多维度标签体系，人群分组，提出针对性的运营策略。

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。精准营销平台，主要是为实现自动化培育潜在客户，内容营销、客户生命周期营销，着重聚焦客户个性化消费体验及客户需求全渠道互动触达。

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，其中：

- ① **商品精准开发平台**涵盖市场驱动型研发，优化协同开发功能，设计素材库优化等不同功能，助力公司提升终端设计精确度；
- ② **供应链智能化升级平台**包括实时需求感知和预测、端到端计划管理、端到端库存管理、端到端物流管理及端到端资金和成本管理。
- ③ **商品智能配补调平台**旨在通过店铺/货品/消费者需求数据导入，制定随需求动态变换的调货、追单、配货机制，有效管理商品组合、铺设、分拨调货。

图 29：太平鸟科技数字化转型项目具体结构与实施内容



资料来源：公司公告，天风证券研究所

通过对需求跟踪预测、客群需求触达、供应链运营提效多个平台集合模块有机整合，基于客群行为偏好数据，终于营销场景、终端客群触达，以商品开发、供应链升级贯穿其中，实现需求洞察、供应升级、精准触达多维价值闭环链路。

2.4. 多渠道融合发力，渠道结构改善，盈利弹性凸显

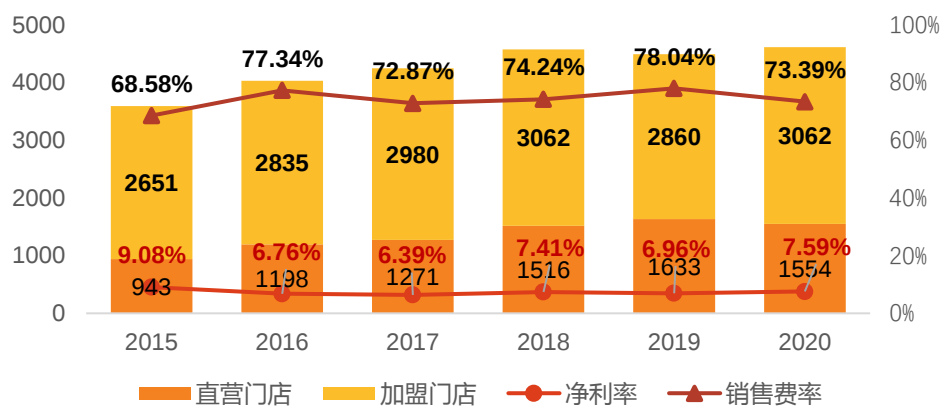
线下渠道：精简直营稳拓加盟，门店类型持续更新，构筑公司长期业绩成长基石

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，具体来看：

1) **2015~2018 年快速拓展期：**公司集中力量拓展直营渠道规模，2018 年加盟门店数量增至 3062 家（净增 411 家），同时期直营门店增至 1516 家（净增 573 家），与同行（例如森马服饰等）聚焦加盟渠道策略不同。直营渠道规模扩展对公司费控效率提出了更高要求，公司销售费用率自 2015 年 68.58%提升至 2016 年 77.34%，2017~2018 年期间，伴随着拓店速度放缓，公司终端销售费率维持在 72.5%~75%区间波动。

公司该期间直营渠道拓展短期内对公司终端盈利带来一定压力，主要体现在期间销售费用率波动提升；终端盈利方面，较同行可比标的短期客观存在一定差距，但也为公司终端盈利能力提升带来广阔空间。

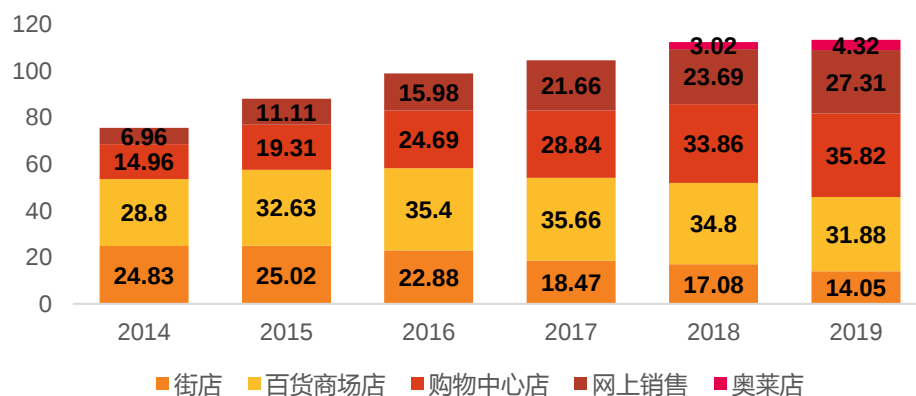
图 30：公司渠道类型（直营、加盟店数：家）及终端归母净利率变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

2) 2019~至今精简调整期：2019 年开始公司聚焦新兴客流集中渠道类型，与万达、银泰、印力、龙湖等国内商业集团战略合作关系不断深化，购物中心、奥特莱斯渠道销售占比显著提升，于 2019 年分别达到 31.60%、3.81%，聚焦线下门店运营质量，店铺类型结构显著改善。

图 31：公司近年来聚焦购物中心核心商圈门店拓展，其营收占比逐年显著增长（亿元）



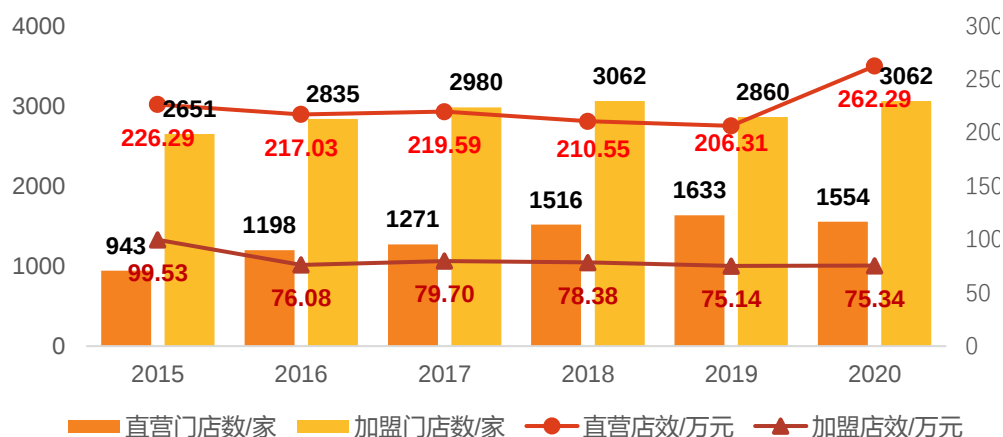
资料来源：公司公告，天风证券研究所

购物中心类门店相较传统街铺，具有较高准入门槛、配套设施完善特点，目前成为 Z 世代人群购物重要场景。2020 年内公司更加聚焦门店运营质量改善，重点汰换低效门店，聚焦购物中心等新兴高效门店，直营渠道店效及盈利能力均得到改善。加盟渠道通过强化货品、零售赋能支持，帮助加盟商提升盈利水平，实现门店数量及零售规模双增长。

店效方面，公司 2020 年直营门店平均店效已增至 262.29 万元/年，同比增幅达到 27.14%，公司终端直营门店运营效率伴随着门店类型结构的改善进一步提升，20 年直营渠道营收同比增长 20.99%至 40.76 亿元。加盟渠道规模及营收保持相对稳定，在公司科技数字化项目

稳步推进的背景下，精准设计、全场景营销、柔性供应多点突破，终端店效水平或将步入上升快车道。

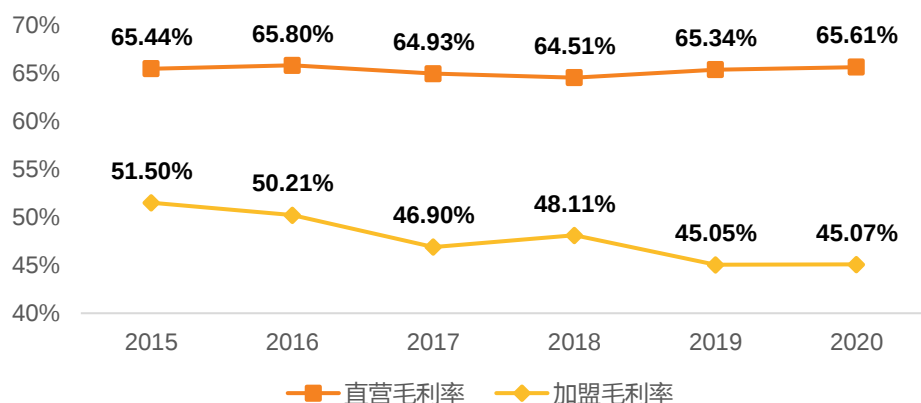
图 32：公司直营加盟渠道数量规模及店效水平



资料来源：公司公告，天风证券研究所

渠道盈利方面，公司直营渠道毛利率保持相对稳定，2015 年以来均保持在 65% 左右，加盟渠道毛利率水平维持在 45% 左右水平。

图 33：公司直营加盟渠道毛利率水平（%）变化

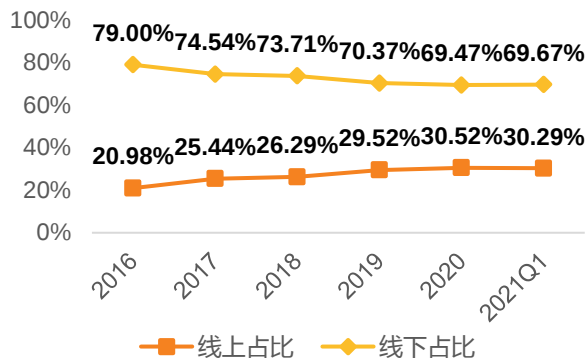


资料来源：公司公告，天风证券研究所

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

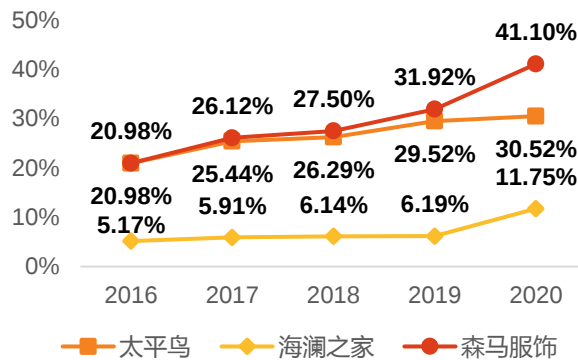
公司电商业务延续高速增长，目前已经稳定在 30% 以上，相较同行电商业务增速快、占比高优势凸显；伴随着年轻客群（例如 Z 世代，亦为公司核心客群）消费习惯、理念逐步转变，线上渠道成为服饰消费购物高频方式，公司近年来快速推动线上零售增长，成为渠道重点经营目标之一。公司在天猫淘系传统电商平台深耕扩容，2020 年天猫双十一大促活动中，公司旗下 PB 女装、PB 男装、乐町少女装及迷你 PB 童装分获对应细分品类销售额 Top10；此外公司重点布局抖音等社交电商新渠道，据淘宝第三方数据统计，太平鸟女装 21 年 6 月零售成交额达到 8923.4 万元，促进品牌与年轻消费者深度链接互动。

图 34：公司各渠道营收占比变化（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：公司线上渠道占比及同行可比标的占比情况



资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

2020 年新冠疫情对各大服饰品牌线下门店带来压力的同时，有效推动促进线上直播运营、MCN 网红机构代播、带货合作运营新模式，直播行业成为服饰类产品线上主流营销模式，据公开数据显示，截至 2020 年 12 月，重点监测电商平台累计直播场次超过 2400 万次，市场规模达到 9610 亿元，同比增幅达到 121.5%。

公司顺应线上直播模式拓展推广市场趋势，线上内容创造营销已经由传统电商拓展延伸至社交/兴趣电商，并在 B 站、抖音、小红书等社交平台上增大内容创造投放，高效引入年轻客群（特别是 Z 世代）流量、提升品牌曝光度及关注度，实现精准营销。未来伴随着公司科技数字化升级项目的落地实施，需求洞察、潮流预判、精准设计上游链路贯通有机结合的基础上，我们认为公司线上渠道借助品牌自播、多平台内容创作，未来有望为公司线上渠道扩充发展、终端业绩成长贡献动能。

图 36：太平鸟将直播营销多平台拓展延伸



天猫旗舰店品牌店播

抖音平台创意短视频营销

资料来源：公司天猫旗舰店，抖音官方认证号，天风证券研究所

图 37：太平鸟社交平台种草推广



小红书种草、探店分享

B站关联穿搭购物分享

资料来源：小红书 App，bilibili.com，天风证券研究所

3. 盈利预测及估值

基于以下假设对公司未来三年运营及盈利进行预测：

1) 分直营加盟渠道来看，鉴于公司当前直营门店平均店效已经实现快速提升，经销门店数量及店效提升空间相对更大，我们据此假设公司未来三年每年经销渠道门店拓展 320、

370、300 家门店，直营渠道保持每年 50 家净开店速度，店效水平有望延续平滑增长。

2) 费用率端，考虑到公司未来科技数字化升级项目计划于 2023 年部分建成，届时公司研发效率、管理效率有望持续提升，我们预计公司未来研发管理费率有望保持稳定，受益于设计精准度及市场潮流预判能力提升，公司未来基于线上多平台、线下高效大店为主的渠道营销效率有望进一步提升，故我们假设公司费用率在未来三年有望保持稳定。

图 38：太平鸟盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
直营渠道营收/亿元	33.69	40.76	44.09	47.69	51.69
YOY	5.56%	-0.25%	8.17%	8.17%	8.39%
直营门店数/家	1633	1554	1604	1654	1704
净开店	117	-79	50	50	50
店效/万元	206.31	262.29	274.88	288.33	303.35
YOY	4.83%	27.14%	4.80%	4.90%	5.21%
直营毛利率	65.34%	65.61%	63.50%	64.80%	65.80%
加盟渠道营收/亿元	21.49	23.07	26.71	31.35	36.53
YOY	-10.44%	7.35%	15.78%	17.37%	16.52%
加盟门店数/家	2860	3062	3382	3752	4052
净开店	-202	202	320	370	300
店效/万元	75.14	75.34	78.98	83.56	90.15
YOY	-4.13%	0.27%	4.82%	5.80%	7.90%
加盟毛利率	45.05%	45.07%	49.30%	50%	52%
联营渠道营收/亿元	0.09	0.03	0	0	0
YOY	-88.90%	-66.75%	-100%	0%	0%
线上渠道营收/亿元	23.12	28.04	37.86	49.22	63.43
YOY	15.78%	21.28%	35.02%	30.01%	28.87%
线上毛利率	44.60%	43.03%	47.30%	47.80%	48.50%
其他业务/亿元	0.89	1.97	5.44	7.09	6.38
总营收/亿元	79.28	93.87	114.10	135.35	158.03
YOY	2.80%	18.41%	21.56%	18.63%	16.75%

资料来源：Wind，天风证券研究所

考虑到公司未来线下渠道运营效率及盈利能力有望稳步提升，且科技数字化赋能背景下，精准设计、需求感知、柔性供应及场景营销价值链路打通后运营效率有望提升，上调盈利预测，维持“买入”评级，我们预计公司 2021~2023 年营收分别为 114.10、135.35、158.03 亿元（21~23 年原值分别为 106.33、125.43、144.70 亿），21~23 归母净利润分别为 10.49、12.49、15.03 亿元（21~23 年原值分别为 9.50、11.49、14.15 亿），对应 EPS 分别为 2.20、2.62、3.15 元，21~23P/E 分别为 23.31X、19.57X、16.27X。

我们采用 DCF 绝对估值法对公司 2021 年内在价值进行测算，基于以下假设条件：

1) 公司 2024~2025 年营收端保持 15%左右同比增速，2026~2030 年营收同比增速保持在 9.0%~9.95%之间且增速逐年收敛放缓。公司 2024/2025 年归母净利润同比增速分别为

20%/18%，且 2026~2030 年内归母净利润保持 12.5%~17.5%之间且整体呈放缓趋势。

2) 公司 2030 年以后为永续期，我们认为在未来远期没有明确扩产计划的基础上，预估未来公司自由现金流 FCFF 保持 2%同比增速。

3) 我们假设十年按期国债的利率 2.94%为无风险利率，以创业板指近三年几何平均回报作为市场平均回报率为 9.46%，并参考公司最近一次发行可转债的信息，假设借贷成本为 6.17%，假设 β 为 0.84，得到公司终端 WACC 为 14.96%。

图 39：公司 DCF 绝对估值法

自有现金流预测	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	永续期
营业收入（亿元）	114.10	135.35	158.03	181.73	208.99	229.79	251.85	275.77	301.97	329.15	—
YOY	21.56%	18.63%	16.75%	15.00%	15.00%	9.95%	9.60%	9.50%	9.50%	9.00%	—
净利润（亿元）	10.49	12.49	15.03	18.04	21.28	25.01	28.76	32.64	37.38	42.05	—
YOY	47.18%	19.10%	20.30%	20.00%	18.00%	17.50%	15.00%	13.50%	14.50%	12.50%	—
净利率	9.19%	9.23%	9.51%	9.93%	10.18%	10.88%	11.42%	11.84%	12.38%	12.77%	—
利息费用（亿元）	0.33	0.41	0.52	0.31	0.16	-0.01	-0.17	-0.34	-0.18	-0.23	—
税率	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	—
折旧摊销（亿元）	0.45	0.47	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	—
资本支出（亿元）	0.60	0.80	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	—
自由现金流FCFF（亿元）	10.59	12.48	15.43	18.78	21.91	25.49	29.12	32.87	37.73	42.36	197.07
YOY		17.86%	23.62%	21.67%	16.67%	16.38%	14.22%	12.88%	14.80%	12.27%	—
预测公司内在价值	333.99 亿元	公司目标股价：		70.06 元人民币							
DCF参数											
目标负债比率	5%					权益成本预测		15.17%			
β	0.84					债务成本预测		6.17%			
无风险收益率	2.94%					税后债务成本预测		4.81%			
风险溢价	14.55%					永续增长率		2%			
WACC	14.96%					永续自由现金流现值		191.3346 亿元			

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们得到公司 2021 年内在价值为 333.99 亿元，对应 2021 年 P/E 为 30.73X，对应公司目标股价为 70.06 元。

4. 风险提示

- 1) 人力成本、原材料、物流配送费用波动上升对公司终端盈利影响；
- 2) 新拓门店爬坡周期较长、店效提升慢于预期；
- 3) 科技数字化项目实际对运营效率提升效果可能不及预期；
- 4) 直营渠道和加盟渠道净开店速度不及预期等。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	671.97	664.55	912.82	1,651.93	1,956.39
应收票据及应收账款	627.02	778.16	589.22	1,032.84	860.93
预付账款	285.92	271.74	524.78	392.65	614.74
存货	1,854.69	2,256.58	3,004.67	3,145.74	3,925.23
其他	1,524.39	2,336.80	2,712.42	2,444.13	2,574.70
流动资产合计	4,963.98	6,307.83	7,743.91	8,667.30	9,931.99
长期股权投资	3.13	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	613.14	1,387.18	1,379.32	1,391.54	1,402.81
在建工程	724.18	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	183.52	180.17	167.24	154.31	141.37
其他	527.06	666.18	536.63	415.78	438.05
非流动资产合计	2,051.04	2,233.53	2,119.19	2,031.23	2,054.00
资产总计	7,015.02	8,541.36	9,863.10	10,698.53	11,985.99
短期借款	386.00	492.52	1,151.18	1,000.00	1,000.00
应付票据及应付账款	1,973.03	2,390.95	2,639.46	3,494.85	3,452.21
其他	988.36	1,662.46	1,611.02	1,220.24	1,952.99
流动负债合计	3,347.39	4,545.92	5,401.66	5,715.10	6,405.20
长期借款	58.97	0.00	15.55	45.00	45.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	92.98	95.04	94.64	94.22	94.63
非流动负债合计	151.94	95.04	110.19	139.22	139.63
负债合计	3,499.33	4,640.96	5,511.84	5,854.31	6,544.84
少数股东权益	1.23	2.98	(11.52)	(27.26)	(44.87)
股本	478.88	476.73	476.73	476.73	476.73
资本公积	1,375.65	1,347.73	1,347.73	1,347.73	1,347.73
留存收益	3,165.61	3,520.69	3,886.05	4,394.75	5,009.29
其他	(1,505.68)	(1,447.73)	(1,347.73)	(1,347.73)	(1,347.73)
股东权益合计	3,515.69	3,900.40	4,351.25	4,844.21	5,441.15
负债和股东权益总计	7,015.02	8,541.36	9,863.10	10,698.53	11,985.99

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	543.10	706.71	1,049.08	1,249.48	1,503.11
折旧摊销	227.12	225.28	44.79	47.11	49.50
财务费用	10.24	12.92	16.75	20.54	14.82
投资损失	(29.47)	(33.89)	(67.18)	(67.18)	(67.18)
营运资金变动	1,621.69	706.51	(863.26)	399.68	(290.17)
其它	(1,504.24)	(463.17)	(13.68)	(16.01)	(18.00)
经营活动现金流	868.44	1,154.36	166.50	1,633.62	1,192.07
资本支出	740.86	134.01	60.40	80.42	49.59
长期投资	(8.39)	(3.13)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,106.67)	(981.30)	(56.37)	(93.24)	(32.41)
投资活动现金流	(374.20)	(850.42)	4.03	(12.82)	17.18
债权融资	454.72	492.52	1,169.97	1,049.33	1,047.53
股权融资	(126.91)	(18.88)	83.25	(20.54)	(14.82)
其他	(847.35)	(807.26)	(1,175.48)	(1,910.49)	(1,937.50)
筹资活动现金流	(519.54)	(333.62)	77.74	(881.69)	(904.79)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(25.31)	(29.68)	248.27	739.11	304.47

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,927.62	9,386.87	11,410.22	13,535.42	15,802.74
营业成本	3,710.92	4,459.35	5,374.43	6,372.40	7,243.46
营业税金及附加	50.66	61.38	75.31	85.27	104.30
营业费用	2,895.87	3,272.62	3,939.95	4,637.24	5,497.77
管理费用	504.11	575.37	723.41	852.73	1,025.60
研发费用	107.90	116.30	142.63	170.55	200.69
财务费用	19.08	18.84	16.75	20.54	14.82
资产减值损失	(116.33)	(117.56)	(100.00)	(100.00)	(89.00)
公允价值变动收益	6.13	2.01	1.58	0.00	0.00
投资净收益	29.47	33.89	67.18	67.18	67.18
其他	9.08	39.10	(137.51)	(134.36)	(134.36)
营业利润	710.73	925.56	1,306.51	1,563.88	1,872.28
营业外收入	5.62	3.22	24.28	22.00	36.50
营业外支出	7.57	22.37	13.82	14.59	16.92
利润总额	708.77	906.41	1,316.97	1,571.30	1,891.85
所得税	165.67	199.70	283.15	337.83	406.75
净利润	543.10	706.71	1,033.82	1,233.47	1,485.10
少数股东损益	(8.45)	(6.10)	(15.26)	(16.01)	(18.00)
归属于母公司净利润	551.55	712.81	1,049.08	1,249.48	1,503.11
每股收益（元）	1.16	1.50	2.20	2.62	3.15

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	2.80%	18.41%	21.56%	18.63%	16.75%
营业利润	-5.17%	30.23%	41.16%	19.70%	19.72%
归属于母公司净利润	-3.50%	29.24%	47.18%	19.10%	20.30%
获利能力					
毛利率	53.19%	52.49%	52.90%	52.92%	54.16%
净利率	6.96%	7.59%	9.19%	9.23%	9.51%
ROE	15.69%	18.29%	24.05%	25.65%	27.40%
ROIC	22.92%	49.80%	86.94%	56.46%	75.70%
偿债能力					
资产负债率	49.88%	54.34%	55.88%	54.72%	54.60%
净负债率	-6.18%	-4.41%	5.91%	-12.44%	-16.70%
流动比率	1.48	1.39	1.43	1.52	1.55
速动比率	0.93	0.89	0.88	0.97	0.94
营运能力					
应收账款周转率	13.03	13.36	16.69	16.69	16.69
存货周转率	4.30	4.57	4.34	4.40	4.47
总资产周转率	1.16	1.21	1.24	1.32	1.39
每股指标（元）					
每股收益	1.16	1.50	2.20	2.62	3.15
每股经营现金流	1.82	2.42	0.35	3.43	2.50
每股净资产	7.37	8.18	9.15	10.22	11.51
估值比率					
市盈率	44.33	34.30	23.31	19.57	16.27
市净率	6.96	6.27	5.60	5.02	4.46
EV/EBITDA	5.29	9.17	16.29	13.20	10.94
EV/EBIT	5.75	9.90	16.85	13.59	11.23

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/或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/或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

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com