

2023年4月29日

Q1 收入恢复不及同业，关注去库存进展

欣贺股份(003016)

评级:	买入	股票代码:	003016
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	14.11/7.22
目标价格:		总市值(亿)	48.26
最新收盘价:	11.18	自由流通市值(亿)	48.26
		自由流通股数(百万)	432

事件概述

2022年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为17.43/1.29/1.06/1.81亿元，同比下降17.09%/55.22%/61.70%/59.33%，加回资产减值损失后净利/扣非净利为2.08/1.85亿元，同比下降48%/43%，扣非净利低于净利主要由于政府补助0.23亿元，同比增长53%。Q4单季收入/归母净利/扣非归母净利分别为4.39/-0.002/-0.09亿元，收入同比下降26%、扣非亏损。每10股派发现金红利3元，股息率为2.7%。

2023Q1公司收入/归母净利/扣非归母净利分别4.51/0.49/0.45亿元、同比下降10.54%/21.22%/20.23%，Q1收入恢复不及同业。

分析判断:

自营降幅明显，主要来自店效下降。(1)分渠道来看，22年自营/电商/经销/其他收入分别为11.43/4.60/1.03/0.24亿元、同比增长-21.89%/-6.06%/-10.89%/15.96%。线上收入占比26.39%、同比提升3.1PCT；(2)分内生和外延来看，22年末公司自营/加盟门店数量分别为421/85家，同比净开14/-4家，单店面积分别为178.90/125.59平方米、同比增长1.3%/7.4%，推算直营店效/加盟单店出货分别为271.5/121.4万元/年、同比下降25%/7%，直营/加盟平效分别1.52/0.97万元/年、同比下降26%/13%。(3)分地区来看，华东/华北/华南/华中/西北/西南/东北/电商/境外收入分别同比下降11.86%/34.93%/24.96%/14.54%/28.29%/14.75%/24.71%/6.06%/21.19%。(4)22年销售量/单价同比减少22.9%/-7.4%。

毛利率下滑主要来自直营。22年毛利率为69.36%、同比下降2.13PCT。22Q4毛利率为67.35%、同比下降0.09PCT；23Q1毛利率为70.16%、同比增加0.5PCT。(1)分渠道来看，自营/电商/经销/其他销售毛利率分别为76.28%/56.15%/48.76%/76.31%、同比下降1.9/0.3/0.6/-9.4PCT。(2)华南、华东和东北地区下降最明显，华东/华北/华南/华中/西北/西南/东北/电商/境外毛利率分别为76.4%/74.7%/73.2%/73.4%/73.9%/72.6%/70.9%/56.2%/85.2%、同比下降2.3/1.7/2.8/0.7/1.1/2.1/0.9/0.3/1.5PCT。

净利率下降主要由于毛利率下降及销售费用率增长。22年净利率为7.4%、同比下降6.3PCT。22Q4净利率为0%、同比下降7.1PCT；23Q1净利率为10.9%、同比下降1.4PCT，主要由于费用率增长。(1)从费用率看，22年销售/管理/研发/财务费用率分别为46.6%/4.9%/4.5%/-1.1%、同比增长4.3/0.7/1.1/0.1PCT。23Q1销售/管理/研发/财务费用率分别为43.5%/4.3%/4.5%/-1.0%、同比增长0.8/0.6/1.0/0.2PCT。(2)22年资产减值损失/收入为4.52%，同比增长0.73PCT，信用减值损失/收入0.46%、同比增长0.24PCT，其他收益/收入为1.35%，同比增长0.61PCT。

23Q1存货环比改善。22年末公司存货为7.82亿元、同比增长29%，存货/收入为44.9%，从库龄结构来看，1年以内/1-2年/2-3年/3年以上库存占比分别为55.9%/20.2%/10.6%/13.3%，同比增加7.1%/-1.0%/-6.3%/0.2%，存货周转天数为468天、同比增加86天；应收账款为1.91亿元、同比下降1.56%，应收账款周转天数为40天、同比增加10天。23Q1公司存货为7.27亿元，同比增长30.5%，存货周转天数为505天、同比增加163天；应收账款为1.69亿元，同比下降6.18%，应收账款周转天数为36天、同比增长3天。

投资建议

我们分析：（1）期待自 Q2 后的收入恢复，以及高经营杠杆带来的利润弹性；（2）公司已形成多品牌、差异化的品牌矩阵，未来仍具备线下拓店具备空间，线上专款专供高增长，在数字化赋能、精细化运作下公司运营效率有望提升；（3）公司在今年完成了二代接班，公司除了自身的数字化转型外也在探索 AI 的应用、未来也将考虑全球化布局，公司 22 年回购的 1000 万股未来也将用于激励。维持公司 23/24 年营收预测 20.91/23.64 亿元，新增 25 年收入预测 26.34 亿元，维持 23/24 年归母净利预测 2.51/3.11 亿元，新增 25 年归母净利预测 3.50 亿元，对应维持 23/24 年的 EPS 0.58/0.72 元，新增 25 年 EPS 0.81 元，对应 2023 年 4 月 28 日 11.18 元/股收盘价，PE 分别为 19/16/14X，维持“买入”评级。

风险提示

疫情不确定性风险；开店及店效改善不及预期风险；设计不到位、供应链管理不足风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,102	1,743	2,091	2,364	2,634
YoY (%)	14.7%	-17.1%	20.0%	13.1%	11.4%
归母净利润(百万元)	288	129	251	311	350
YoY (%)	61.8%	-55.2%	94.2%	23.9%	12.7%
毛利率 (%)	71.5%	69.4%	70.7%	70.9%	71.0%
每股收益 (元)	0.67	0.30	0.58	0.72	0.81
ROE	9.5%	4.5%	8.1%	9.1%	9.3%
市盈率	16.74	37.37	19.25	15.53	13.79

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,743	2,091	2,364	2,634	净利润	129	251	311	350
YoY (%)	-17.1%	20.0%	13.1%	11.4%	折旧和摊销	219	106	56	56
营业成本	534	613	689	764	营运资金变动	-237	-46	-41	-26
营业税金及附加	21	42	47	53	经营活动现金流	181	401	409	471
销售费用	811	884	984	1,112	资本开支	-189	184	270	296
管理费用	86	98	106	101	投资	-252	0	0	0
财务费用	-20	-23	-20	-20	投资活动现金流	-327	184	270	296
研发费用	78	72	81	90	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-79	-87	-80	-88	债务募资	36	0	0	0
投资收益	2	0	0	0	筹资活动现金流	-394	-2	-2	-2
营业利润	177	336	416	468	现金净流量	-537	583	676	765
营业外收支	-1	-1	-1	-1					
利润总额	177	334	414	467	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	48	84	104	117	成长能力 (%)				
净利润	129	251	311	350	营业收入增长率	-17.1%	20.0%	13.1%	11.4%
归属于母公司净利润	129	251	311	350	净利润增长率	-55.2%	94.2%	23.9%	12.7%
YoY (%)	-55.2%	94.2%	23.9%	12.7%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.30	0.58	0.72	0.81	毛利率	69.4%	70.7%	70.9%	71.0%
					净利率	7.4%	12.0%	13.1%	13.3%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	3.5%	6.3%	7.1%	7.2%
货币资金	866	1,449	2,125	2,890	净资产收益率 ROE	4.5%	8.1%	9.1%	9.3%
预付款项	10	12	13	15	偿债能力 (%)				
存货	782	814	820	804	流动比率	3.18	3.56	4.04	4.49
其他流动资产	582	612	651	688	速动比率	2.05	2.55	3.10	3.65
流动资产合计	2,240	2,887	3,609	4,397	现金比率	1.23	1.79	2.38	2.95
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	21.9%	22.5%	22.4%	22.2%
固定资产	885	776	715	654	经营效率 (%)				
无形资产	88	76	66	56	总资产周转率	0.48	0.52	0.54	0.55
非流动资产合计	1,404	1,114	787	434	每股指标 (元)				
资产合计	3,645	4,000	4,395	4,831	每股收益	0.30	0.58	0.72	0.81
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	6.60	7.18	7.90	8.71
应付账款及票据	273	313	352	390	每股经营现金流	0.42	0.93	0.95	1.09
其他流动负债	431	497	542	589	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	705	810	894	980	估值分析				
长期借款	35	35	35	35	PE	37.37	19.25	15.53	13.79
其他长期负债	57	57	57	57	PB	1.39	1.56	1.42	1.28
非流动负债合计	92	92	92	92					
负债合计	797	902	986	1,071					
股本	432	432	432	432					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,848	3,099	3,409	3,759					
负债和股东权益合计	3,645	4,000	4,395	4,831					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。