



纺织服装

借力渠道变革机遇，成长迈入新台阶

2021年06月28日

——欣贺股份（003016）深度研究报告

公司评级：买入(首次)

分析师：陈建生

执业证书：S1030519080002

电话：0755-23602373

邮箱：chenjs2@csc.com.cn

研究助理：李时樟

电话：0755-23602373

邮箱：lisz@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

核心观点：

- 1) 2021 年公司业绩迈入增长新台阶。公司不断打磨自身核心竞争力，具体表现在以下几点：1. 设计人员绩效考核体系改革，产品更加贴合消费者喜好；2. 渠道改革已初具成效，线下门店盈利能力不断优化；3. 注重品牌形象打造，增厚品牌价值。
- 2) “她经济”叠加消费升级，中高端女装市场扩容。中国当前已成为全球最大的服装消费市场，从性别结构看，国内女性主导国内万亿服装消费市场，消费意愿明显高于男性。女性收入及受教育程度不断提升，女性消费观念已悄然发生改变：由“女为悦己者容”转变至“女为己悦而容”，同时更加注重颜值、品质、品牌消费，价格已不再是首要考虑因素。“她经济”叠加消费升级，中高端女装市场迎来扩容期。
- 3) 线上消费能力提升，电商业务布局正当时。服装作为非标品，依赖产品与潜在客户的高效信息交互。电商平台通过渠道运营和商品营销，触达具有明确消费目的的消费者，在信息分发环节电商平台相较于线下渠道更具效率。另外，随着高收入网购群体的扩容，线上用户消费能力的提升，中高端女装电商市场空间逐步打开。公司当前电商平台运营已步入正轨，看好未来线上业务带来的业绩增量。
- 4) 盈利预测与投资评级。根据我们对公司的盈利预测，公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.86/1.04/1.17 元，对应 PE 分别为 14.83/12.30/10.90X。公司 2021 年 PE 为 15X，低于行业可比公司 2021 年 PE 均值（16X）。考虑到公司深耕中高端女装多年，在消费者心中已树立较强的品牌影响力，另外公司线下渠道变革完成，线上化布局成果明显，看好公司未来业绩增长，首次覆盖，予以“买入”评级。
- 5) 风险提示：核心设计团队人员流失；疫情反复，冲击线下业务。

欣贺股份（003016）与沪深 300 对比表现



| 公司数据 | Wind 资讯 |
|------------------|----------|
| 总市值 (百万) | 5,706.66 |
| 流通市值 (百万) | 1,410.13 |
| 总股本 (百万股) | 431.67 |
| 流通股本 (百万股) | 106.67 |
| 日成交额 (百万) | 131.73 |
| 当日换手率 (%) | 9.54 |
| 第一大股东 | 欣贺国际有限公司 |
| 请务必阅读文后重要声明及免责声明 | |

| 预测指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 1833.08 | 2557.27 | 3180.14 | 3749.35 |
| 收入同比 | -6.72% | 39.51% | 24.36% | 17.90% |
| 净利润 (百万元) | 178.25 | 370.63 | 446.85 | 504.10 |
| 净利润同比 | -26.4% | 107.9% | 20.6% | 12.8% |
| 毛利率 | 72.03% | 73.09% | 72.15% | 70.96% |
| 净利率 | 9.72% | 14.49% | 14.05% | 13.44% |
| EPS (元) | 0.41 | 0.86 | 1.04 | 1.17 |
| PE (倍) | 30.8 | 14.8 | 12.3 | 10.9 |

正文目录

| | | |
|-----------|-----------------------------------|-----------|
| 一、 | 公司不断打磨自身竞争力，2021年业绩迈入增长新台阶 | 4 |
| 1.1 | 打造多元化产品矩阵，深度渗透目标客群 | 4 |
| 1.2 | 绩效考核改革，激发设计团队活力 | 5 |
| 1.3 | 加大自营门店占比，门店盈利能力优化 | 6 |
| 1.4 | 注重形象打造，增厚品牌价值 | 7 |
| 1.5 | 多因素共振下，公司21年业绩步入新台阶 | 8 |
| 二、 | “她经济”叠加消费升级，中高端女装迎来新机遇 | 11 |
| 2.1 | 女性主导万亿服装消费市场 | 11 |
| 2.2 | 女性消费观转变，“己悦”消费正当时 | 12 |
| 三、 | 线上消费能力提升，电商业务布局正当时 | 15 |
| 3.1 | 高收入网民渗透率提升，打开中高端服装潜在市场需求 | 15 |
| 3.2 | 疫情影响下，中高端女装线上化趋势提速 | 16 |
| 3.3 | 渠道效率升级，中高端女装迎来新机遇 | 17 |
| | (1) 1.0：从线下到线上 | 17 |
| | (2) 2.0：货架电商走向抖音电商 | 19 |
| 四、 | 盈利预测及投资评级 | 22 |
| 4.1 | 关键假设 | 22 |
| | (1) 营业收入假设 | 22 |
| | (2) 毛利率假设 | 23 |
| | (3) 期间费用率假设 | 24 |
| 4.2 | 盈利预测及投资评级 | 24 |
| 五、 | 风险提示 | 26 |
| 5.1 | 核心设计团队人员流失 | 26 |
| 5.2 | 疫情反复，冲击线下业务 | 26 |

图表目录

| | |
|---|----|
| Figure 1 欣贺股份全系列产品价格带区间及目标客群..... | 4 |
| Figure 2 2020 女性服饰不同年龄段女性消费偏好 | 5 |
| Figure 3 公司旗下品牌设计风格 | 5 |
| Figure 4 公司旗下品牌收入占比 | 5 |
| Figure 5 分品牌毛利率明细 (%) | 5 |
| Figure 6 设计师团队人员结构稳定 (人, %) | 6 |
| Figure 7 公司任职五年以上设计人员占比、流动率 (%) | 6 |
| Figure 8 自营收入 VS 经销营业收入 (%) | 7 |
| Figure 9 自营店铺与经销店铺分布 (家, %) | 7 |
| Figure 10 自营模式 VS 经销模式门店平效 (元/平方) | 7 |
| Figure 11 自营模式 VS 经销模式门店平效 (万元/平方) | 7 |
| Figure 12 JORYA 线下门店位置分布 | 7 |
| Figure 13 公司旗下品牌门店装修..... | 7 |
| Figure 14 2019 年平均单店装修费用 (万元) | 8 |
| Figure 15 近两年公司旗下品牌联名情况..... | 8 |
| Figure 16 公司营业收入及增速 (百万元, %) | 8 |
| Figure 17 公司归母扣非净利润及增速 (百万元, %) | 8 |
| Figure 18 纺服行业上市公司单季度净利润增长情况 (%) | 9 |
| Figure 19 公司与纺服行业上市公司净利润增长中位数比较 (%) | 9 |
| Figure 20 A 股纺服-中高端女装可比上市公司分季度净利润增速 | 9 |
| Figure 21 公司综合毛利率 (%) | 10 |
| Figure 22 同行业可比公司综合毛利率 | 10 |
| Figure 23 公司线上及线下业务营收占比、毛利率 (%) | 10 |
| Figure 24 公司期间费用率 (%) | 10 |
| Figure 25 公司净利率变化 (%) | 10 |
| Figure 26 衣着消费占我国居民消费支出比重 (%) | 11 |
| Figure 27 中国服装市场规模 (百万元, %) | 11 |
| Figure 28 中国女装市场规模 (百万元, %) | 11 |
| Figure 29 中国男女装增速同比 (%) | 11 |
| Figure 30 中、日、美女装消费规模 (亿元) | 12 |
| Figure 31 中、日、美女装规模占比 (亿元) | 12 |
| Figure 32 中国女装人均年服装消费额 (元/人/年) | 12 |
| Figure 33 国际比较: 女装人均年消费额 (元/人/年) | 12 |
| Figure 34 国际比较: 女装单价均价 (元) | 12 |

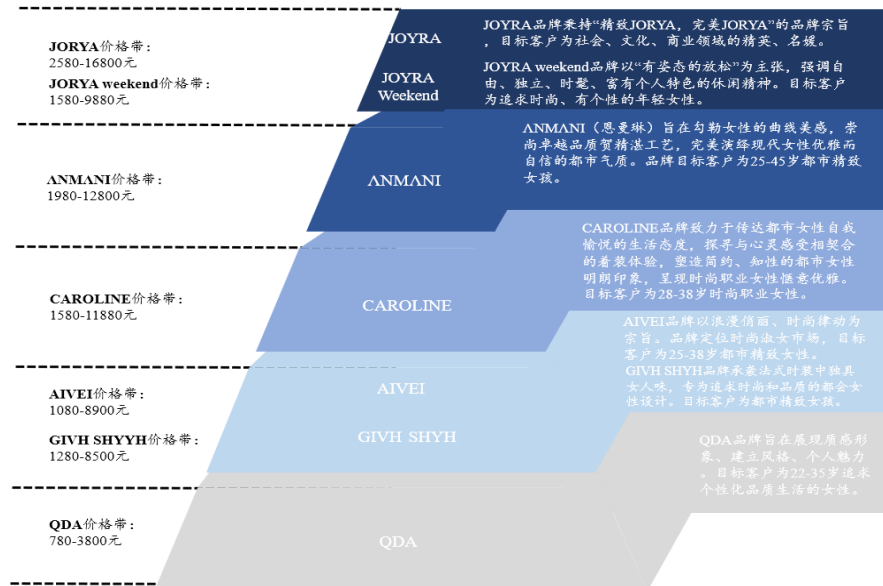
| | |
|--|----|
| Figure 35 国际比较：女装人均年购买量（件/人/年） | 12 |
| Figure 36 女性受教育程度不断提高（百万人，%） | 13 |
| Figure 37 中国女性人均可支配收入（元，%） | 13 |
| Figure 38 女性化妆的原因..... | 13 |
| Figure 39 女性买衣服看重的因素..... | 13 |
| Figure 40 女装按价格分类标准..... | 14 |
| Figure 41 中高档（均价>2000 元）女装市场规模（亿元，%） | 14 |
| Figure 42 中国手机网民数量（万人） | 15 |
| Figure 43 中国手机网民男女比例（%） | 15 |
| Figure 44 月收入 8000 元以上网民人数及占比（万人，%） | 15 |
| Figure 45 网民收入结构（%） | 15 |
| Figure 46 不同月收入下年均服装消费支出测算表（元） | 16 |
| Figure 47 月收入超 8000 元女性网民人数（万人） | 16 |
| Figure 48 2021 年线上高消费意愿用户分布（%） | 16 |
| Figure 49 服装行业线上线下渠道占比 | 17 |
| Figure 50 奢侈品销售渠道占比 | 17 |
| Figure 51 线上 VS 线下成本分拆..... | 17 |
| Figure 52 线上 VS 线下毛利率 | 18 |
| Figure 53 线上 VS 线下净利率比较 | 18 |
| Figure 54 JW、IV、AN 天猫 618 活动截图 | 18 |
| Figure 55 JW、IV、AN 唯品会 618 活动截图 | 18 |
| Figure 56 公司电子商务销售收入（万元） | 19 |
| Figure 57 公司旗下品牌线上收入占比（%） | 19 |
| Figure 58 自动化仓储物流配送中心（1） | 19 |
| Figure 59 自动化仓储物流配送中心（2） | 19 |
| Figure 60 抖音电商 VS 货架电商..... | 20 |
| Figure 61 消费者购买路径对比 | 20 |
| Figure 62 BAT&头条系 APP 用户使用时长占比变化..... | 20 |
| Figure 63 抖音&阿里活跃用户人数统计（亿人） | 20 |
| Figure 64 直播电商消费者品类偏好..... | 21 |
| Figure 65 抖音电商各品类交易规模及增速..... | 21 |
| Figure 66 营业收入测算表（百万元，%） | 23 |
| Figure 67 分业务毛利率预测表..... | 24 |
| Figure 68 期间费用率预测表..... | 24 |
| Figure 69 国内女装可比上市公司及可比估值..... | 25 |
| Figure 70 PE/PB Band..... | 25 |

一、公司不断打磨自身竞争力，2021年业绩迈入增长新台阶

1.1 打造多元化产品矩阵，深度渗透目标客群

自上而下覆盖中高端女装价格带。公司当前已形成金字塔产品结构：主线品牌 JORYA (JR)、JORYA Weekend (JW)、ANMANI (AN) 定位高端，GIVH SHYH (GS)、CAROLINE (CR)、AIVEI (IV) 和 QDA 定位中高端。公司于 1992 年创立 JR 品牌，不断积累品牌化运作经验，而后将其成功复制并孵化新品牌，丰富产品风格、拓宽目标消费客群与市场。

Figure 1 欣贺股份全系列产品价格带区间及目标客群



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

多元化产品矩阵面向不同客群及消费场景。公司旗下各品牌在定位、设计风格、目标客户等方面形成互补，打造出面向 18-45 岁年龄段客群的多元化产品矩阵。根据 CBNDATA 公布的数据显示，Z 世代女性敢于尝鲜、风格多变，90 后追求简约而不简单的法式气质，85 后偏爱欧美名媛时尚。虽然在不同年龄圈层之间对服装偏好存在较大差异，但是也不缺乏相似之处，我们认为公司当前产品多元化互补战略能有效针对女性多元化偏好实现深度渗透。

Figure 2 2020 女性服饰不同年龄段女性消费偏好

| 偏好排名 | Z世代 | 偏好排名 | 90后 | 偏好排名 | 85后 |
|------|------|------|-----|------|-----|
| 1 | ins | 1 | 法式 | 1 | 时尚 |
| 2 | 港风 | 2 | 气质 | 2 | 小香风 |
| 3 | 韩版 | 3 | 小众 | 3 | 时髦 |
| 4 | 小众 | 4 | 仙女 | 4 | 名媛 |
| 5 | 少女 | 5 | 复古 | 5 | 洋气 |
| 6 | 百搭 | 6 | 时髦 | 6 | 欧洲站 |
| 7 | 日系 | 7 | 甜美 | 7 | 通勤 |
| 8 | 复古 | 8 | 轻熟 | 8 | 简约 |
| 9 | chic | 9 | 心机 | 9 | 卡通 |
| 10 | 港味 | 10 | 小香风 | 10 | 重工 |

资料来源：CBNData、世纪证券研究所

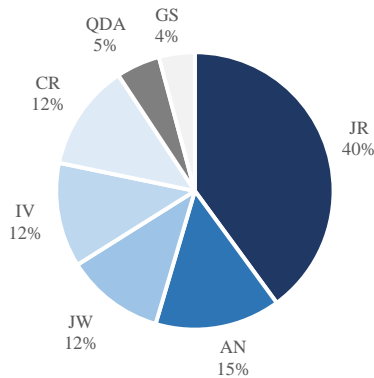
Figure 3 公司旗下品牌设计风格



资料来源：公司宣传资料、世纪证券研究所

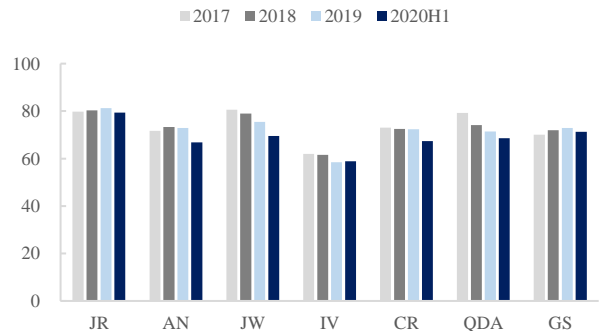
公司旗下高端品牌 JR、AN、JW 合计贡献营收 66%，其中主线品牌 JR 营收占比接近 4 成。各品牌之间毛利率差异较小，JR、JW 毛利率接近 80%，略高于其余品牌毛利率。除主线品牌 JR 外，2020H1 各品牌毛利率略有下降，主要是受线上销量提升所致。公司当前除 JR 外，其余品牌已逐步接入电商平台，线上及线下在产品设计及定价上有所去区分，线上毛利率低于线下。

Figure 4 公司旗下品牌收入占比



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 5 分品牌毛利率明细 (%)



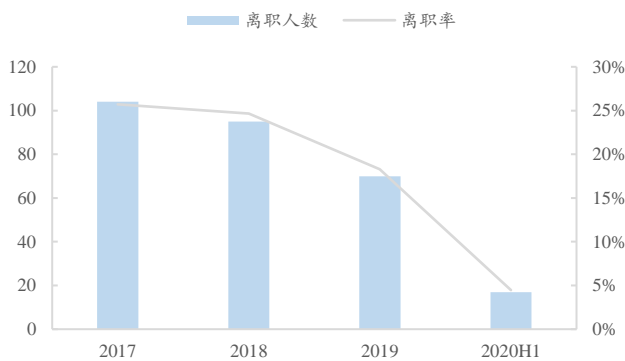
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

1.2 绩效考核改革，激发设计团队活力

业务线调整完毕，设计师团队离职率逐年降低。2017 至 2019 年期间，由于子品牌(QDA、AIVEI)设计风格切换使得公司对品牌设计团队进行相应调整，导致该期间离职率较高。2020 年公司各业务条线步入正轨，团队结构稳定，离职率降至 4%。

核心设计团队人员结构稳定，注重内部人才培养。公司任职五年以上设计人员占比接近6成，离职率近三年逐年降低，核心设计团队人员结构稳定。同时，公司注重内部人才培养挖掘，已搭建“设计助理-设计师-设计总监”完善的专业晋升路径，公司当前任职设计总监均系公司内部培养产生。

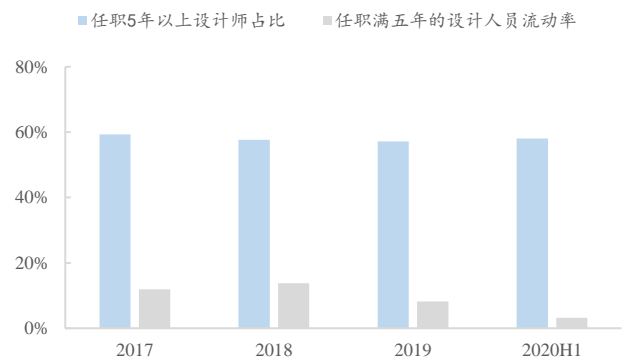
Figure 6 设计师团队人员结构稳定（人，%）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

注：离职率=当期离职人数/（（期初人数+期末人数）/2）

Figure 7 公司任职五年以上设计人员占比、离职率（%）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

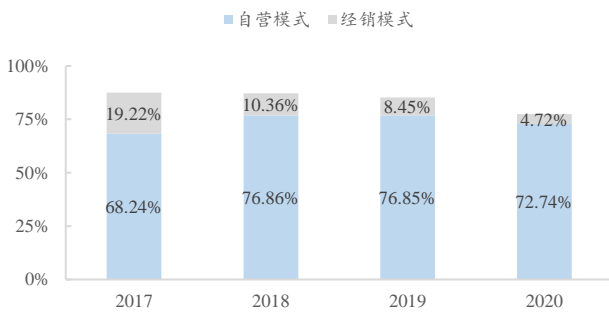
公司推行新绩效考核机制，倒逼设计团队主动了解消费者需求。公司2019年推出针对设计团队薪酬绩效考核机制改革方案，将设计团队绩效考核与其对应品牌及销售片区业绩挂钩，倒逼设计团队深入考察当地市场，了解门店所在位置、周边店铺及当地消费者偏好。

1.3 加大自营门店占比，门店盈利能力优化

公司自2017年开启自营化转型，2020年公司自营店铺数占比80%，贡献营收72%，经销店铺数占比20%，贡献营收仅5%。我们认为，自营化有助于打通“消费者-门店库存-设计-生产”全流程信息传输，打造更具效率的柔性供应链。另外，自营化有利于稳固公司价格体系，防止经销商串货对公司价格体系带来的破坏。

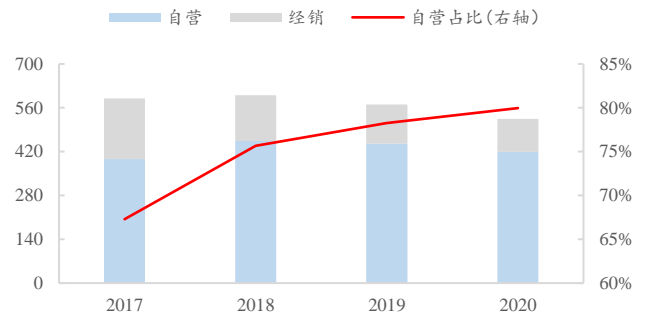
从经营绩效上看渠道变革成效：2017-2019年期间自营平效保持平稳增长，经销平效逐年下滑；2020年上半年受疫情影响，自营门店较经销门店表现更具韧性，公司上半年自营平效环比降幅明显低于经销平效；2020年下半年疫情逐步缓解，自营门店销售加速恢复，自营门店较经销门店表现更具弹性。另外公司积极优化线下门店结构，关闭低平效门店，新开门店平效提升明显。

Figure 8 自营业收入 VS 经销营业收入 (%)



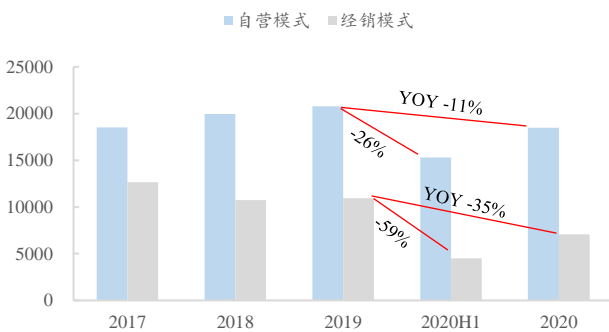
资料来源：公司公告、世纪证券研究所
注：自营、经销模式营业收入不含电商及其他收入

Figure 9 自营店铺与经销店铺分布 (家, %)



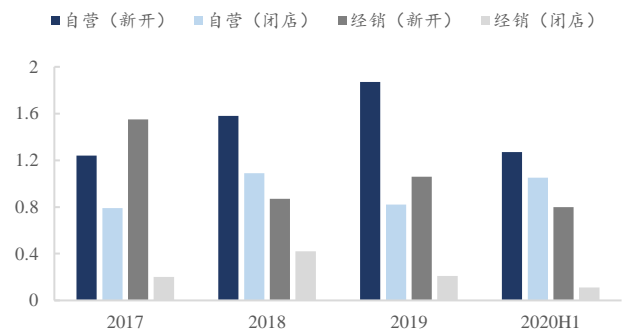
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 10 自营模式 VS 经销模式门店平效 (元/平方)



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 11 自营模式 VS 经销模式门店平效 (万元/平方)

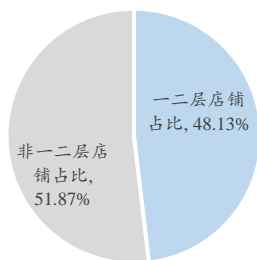


资料来源：公司公告、世纪证券研究所

1.4 注重形象打造，增厚品牌价值

注重线下门店打造，增厚品牌价值。公司主线品牌 JORYA 线下门店布局为例，其位于一二层店铺占比接近五成，原因在于公司注重线下门店形象，每两年重新装修，致力打造高端品牌形象。当前公司已入驻广州太古汇、北京SKP、上海港汇、深圳万象城、南京德基广场等高档商城。2019年公司单店平均装修费用达27万元，明显高于可比公司。

Figure 12 JORYA 线下门店位置分布



资料来源：招股说明书、世纪证券研究所

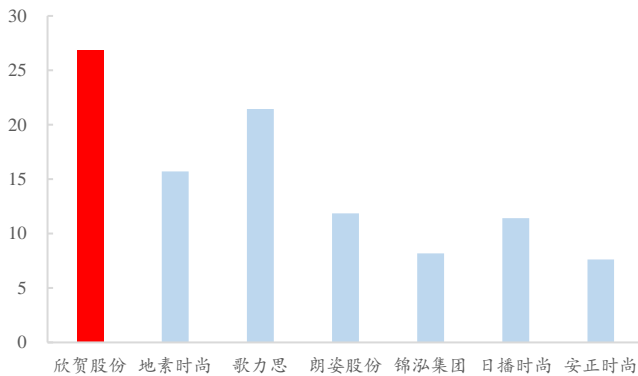
Figure 13 公司旗下品牌门店装修



资料来源：招股说明书、世纪证券研究所

尝试跨界 IP 联名，不断注入新兴元素。近两年公司跨界合作正不断尝试注入年轻元素，帮助品牌实现年轻化，精准触达年轻客群。另外，联名款具有强社交属性，帮助联名品牌“破圈”，吸引更多元的消费群体，将品牌文化传递到更多的潜在用户。

Figure 14 2019 年平均单店装修费用（万元）



资料来源：招股说明书、世纪证券研究所
注：单店装修费用=年度装修费用/自营门店数量

Figure 15 近两年公司旗下品牌联名情况

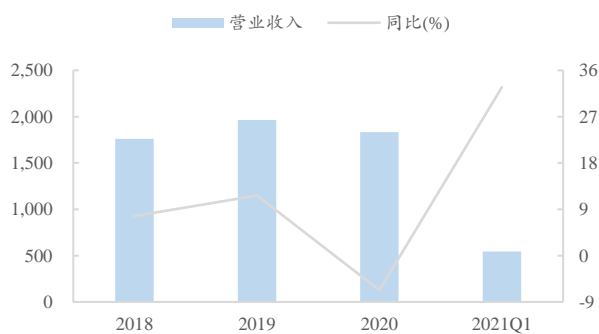


资料来源：公司官网、世纪证券研究所

1.5 多因素共振下，公司 21 年业绩步入新台阶

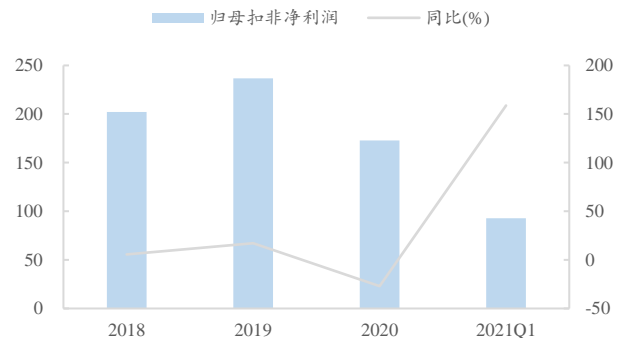
逐步摆脱疫情冲击，2021Q1 实现业绩增长。公司 2020 年实现营业收入 18.3 亿元，同比减少 6.7%，其中 2020H1、2020H2 实现营收分别为 7.3 亿元、10.6 亿元，同比减少 14.1%、-0.5%，2021Q1 公司实现营收 544.1 亿元，同比增长 32.7%。利润方面，2020 年实现归母扣非净利 1.7 亿元，上下半年分别实现 0.7 亿元、1.0 亿元，同比减少 37.0%，20.5%，2021Q1 实现归母净利 0.9 亿元，同比增长 158.7%。

Figure 16 公司营业收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

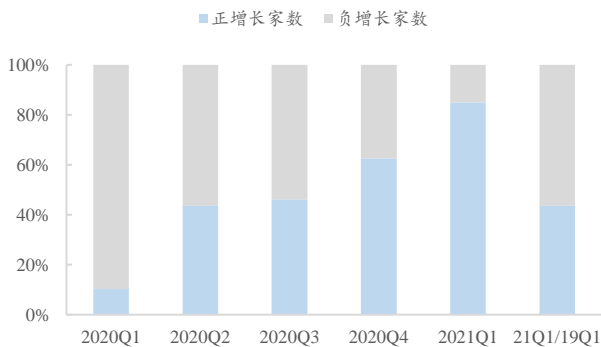
Figure 17 公司归母扣非净利润及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

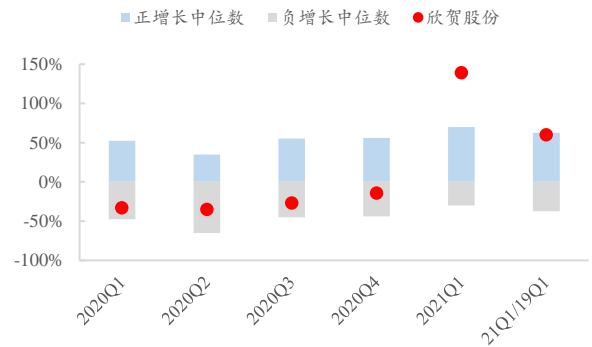
行业比较，公司 21Q1 业绩增幅处于行业前 20% 分位。2020 年随着疫情逐步控制，行业整体盈利能力逐步恢复，Q4 已实现过半数企业利润正增长。2021 年 Q1 由于低基数效应，行业超 7 成企业净利润实现正增长，为了剔除基数效应，我们将 21Q1 与 19Q1 进行比较后，行业内仅 4 成企业净利润实现正增长。

Figure 18 纺服行业上市公司单季度净利润增长情况 (%)



资料来源：公司公告、世纪证券研究所
注：数据依照中信纺服-品牌服饰行业分类

Figure 19 公司与纺服行业上市公司净利润增长中位数比较 (%)



资料来源：公司公告、世纪证券研究所
注：数据依照中信纺服-品牌服饰行业分类

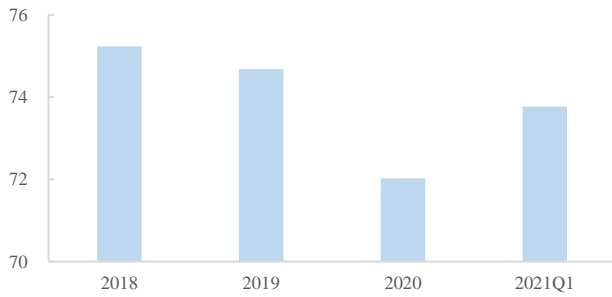
Figure 20 A 股纺服-中高端女装可比上市公司分季度净利润增速

| | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q3 | 2020Q4 | 2021Q1 | 21Q1/19Q1 |
|--------|-----------|----------|------------|-----------|-----------|-----------|
| 朗姿股份 | -106.02% | -99.18% | -22.24% | 193.60% | 1209.16% | -33.28% |
| 欣贺股份 | -33.06% | -34.70% | -26.77% | -13.92% | 139.45% | 60.29% |
| *ST 环球 | 68.18% | 72.02% | 59.73% | -2131.44% | 8.26% | 70.81% |
| *ST 拉夏 | -4439.51% | 41.79% | 75.17% | 22.40% | 83.42% | -819.53% |
| 日播时尚 | -452.82% | -287.44% | 46.40% | 185.50% | 194.46% | 233.28% |
| 锦泓集团 | -95.48% | -126.37% | -18224.92% | 273.38% | 15661.80% | 612.36% |
| 地素时尚 | -37.44% | 22.04% | 25.77% | 7.33% | 60.14% | 0.18% |
| 歌力思 | 173.26% | -81.60% | -6.60% | 27.19% | -61.60% | 4.93% |
| 安正时尚 | -23.85% | -86.58% | -49.52% | 161.08% | 1.82% | -22.46% |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所
注：日播时尚、锦泓集团业绩爆发增长得益于线上业务增长

产品定位中高端，毛利率连续多年超出行业均值。公司近三年综合毛利率维持稳定，近两年由于公司线上销售发力，综合毛利率略微下滑。行业比较，公司超出行业可比公司平均毛利率，我们认为公司深耕中高端女装二十余年，积累了相应的品牌价值与高粘性用户，在产品定价上掌握话语权。

Figure 21 公司综合毛利率 (%)



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 22 同行业可比公司综合毛利率

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|------|--------|--------|--------|--------|
| 朗姿股份 | 57.35% | 57.95% | 58.24% | 54.15% |
| 锦泓集团 | 69.68% | 69.05% | 67.71% | 67.68% |
| 歌力思 | 68.84% | 68.21% | 65.87% | 66.23% |
| 安正时尚 | 66.74% | 63.27% | 52.97% | 43.27% |
| 平均 | 68.04% | 64.62% | 61.20% | 57.83% |
| 欣贺股份 | 75.31% | 75.23% | 74.68% | 71.96% |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

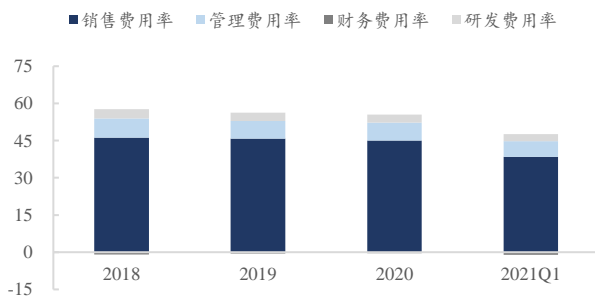
Figure 23 公司线上及线下业务营收占比、毛利率 (%)

| | | 2018 | | 2019 | | 2020 | |
|----|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 占比 | 毛利率 | 占比 | 毛利率 | 占比 | 毛利率 |
| 线下 | 自营模式 | 76.86% | 78.39% | 76.85% | 78.42% | 72.50% | 76.95% |
| | 经销模式 | 10.36% | 60.53% | 8.45% | 57.30% | 4.70% | 63.70% |
| 线上 | 电子商务 | 10.08% | 68.25% | 13.54% | 64.92% | 21.03% | 56.96% |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

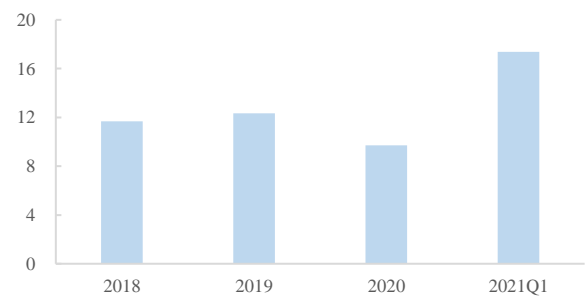
公司费用率稳中有降，走出疫情阵痛后净利率回升。公司期间费用率稳中有降，近三年分别为 53.0%、52.4%、51.8%，2021Q1 期间费用率降至 43.8%，费用控制进一步优化。2020 年受疫情影响，净利率有所下滑，21Q1 走出疫情阵痛后，净利率提升至 17.4%。

Figure 24 公司期间费用率 (%)



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 25 公司净利率变化 (%)



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

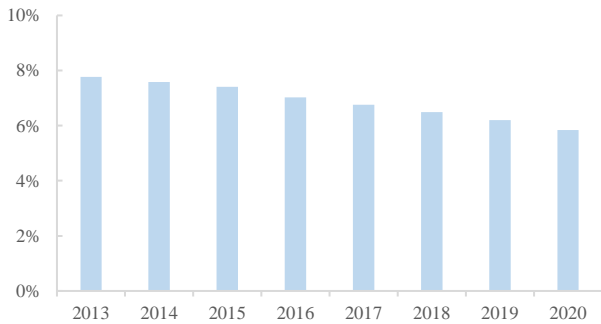
我们认为，公司 21Q1 业绩增长绝非偶然，除行业扩容因素外，公司自身竞争力也不断提升，具体表现在以下几个方面：1.设计人员绩效考核体系改革，产品更加贴合消费者喜好；2.渠道改成初具成效，线下门店盈利能力不断优化；3.注重品牌形象打造，增厚品牌价值。

二、“她经济”叠加消费升级，中高端女装迎来新机遇

2.1 女性主导万亿服装消费市场

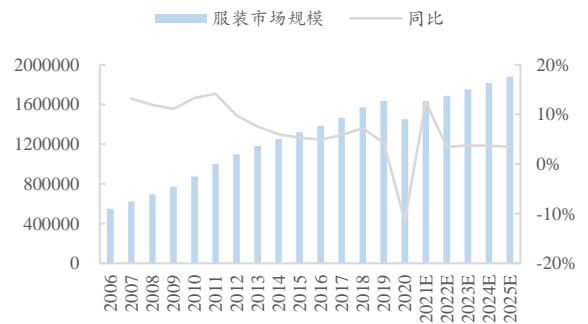
中国已成为全球最大的服装消费市场。2020年衣着消费占我国居民消费支出比重约5.8%，随着可支配收入的不断提升，服装消费支出占比逐年下滑。从规模上看，2020年受疫情影响，对线下为主的服装零售行业造成较大冲击，国内服装消费额约1.5万亿，同比下滑11%。国际比较，中国当前已超过美国成为全球最大的服装消费市场。

Figure 26 衣着消费占我国居民消费支出比重 (%)



资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

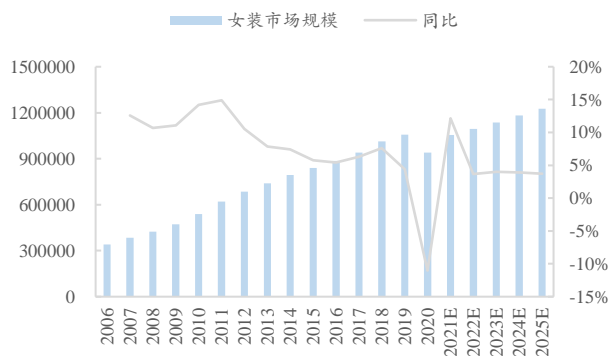
Figure 27 中国服装市场规模 (百万元, %)



资料来源：Euromonitor、世纪证券研究所

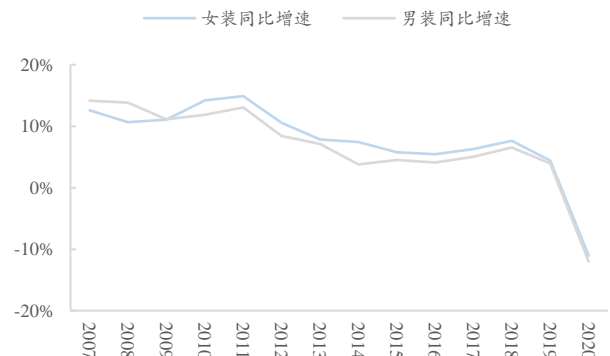
女性主导国内万亿服装消费市场，服装消费意愿高于男性。分性别看，女性主导服装消费市场，占比约65%，男女消费结构上与美国、日本基本相似。近十年女装消费市场平均增速高于男性1-2pct，2020年受疫情影响男女装增速分别为-12%、-11%，女性服装消费市场表现依旧强于男装消费，女性服装消费意愿高于男性。

Figure 28 中国女装市场规模 (百万元, %)



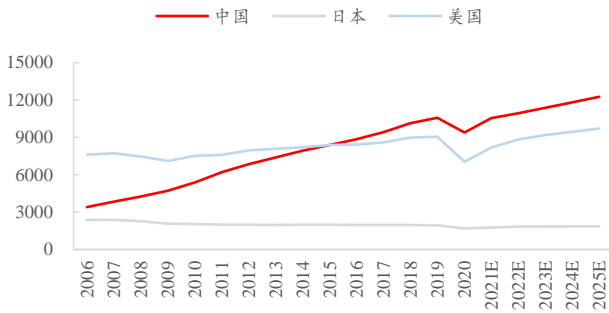
资料来源：Euromonitor、世纪证券研究所

Figure 29 中国男女装增速同比 (%)



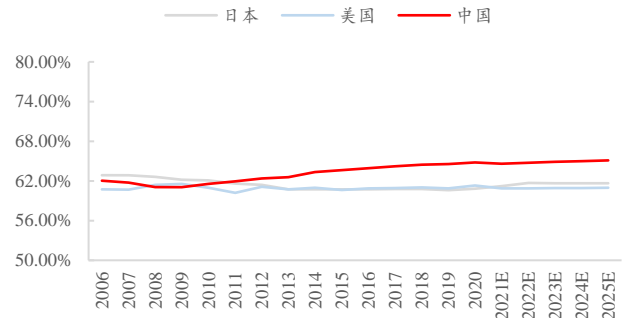
资料来源：Euromonitor、世纪证券研究所

Figure 30 中、日、美女装消费规模（亿元）



资料来源：Euromonitor、世纪证券研究所

Figure 31 中、日、美女装规模占比（亿元）

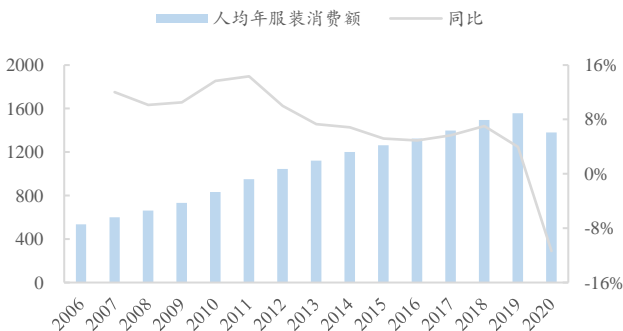


资料来源：Euromonitor、世纪证券研究所

2.2 女性消费观转变，“己悦”消费正当时

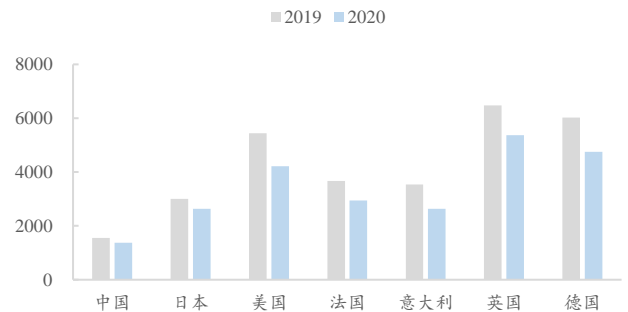
国内女装消费将由量向质转变。受制于经济发展水平，中国女性服装人均年消费额与发达国家存在较大差距。从人均购买量、平均单价来看：中国女性年均服装消费量与海外逐步接近，但是在平均单价上仍存在较大差距。我们认为，随着女性消费升级的到来，国内女装消费将由量增时代逐步转向价升。

Figure 32 中国女装人均年服装消费额（元/人/年）



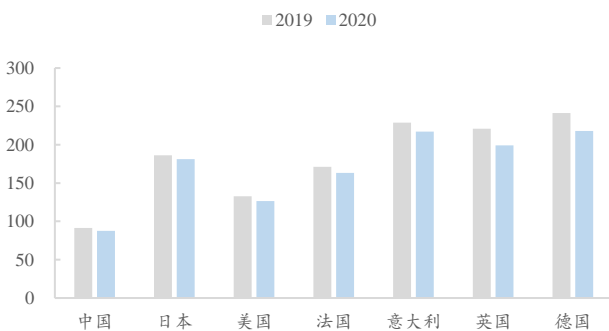
资料来源：Euromonitor、世纪证券研究所

Figure 33 国际比较：女装人均年消费额（元/人/年）



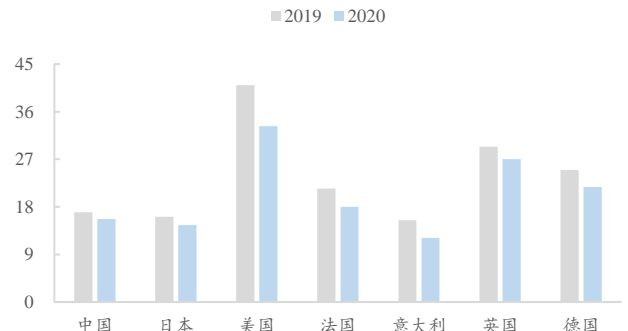
资料来源：Euromonitor、世纪证券研究所

Figure 34 国际比较：女装单价均价（元）



资料来源：Euromonitor、世纪证券研究所

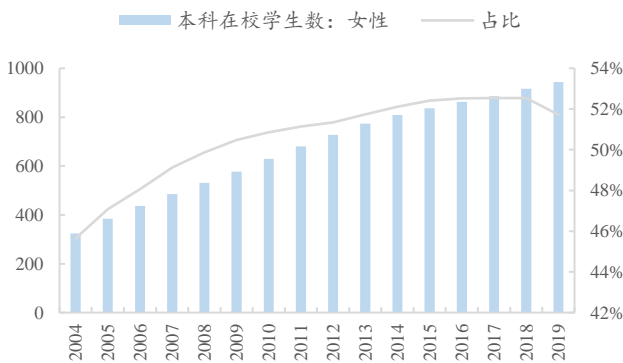
Figure 35 国际比较：女装人均年购买量（件/人/年）



资料来源：Euromonitor、世纪证券研究所

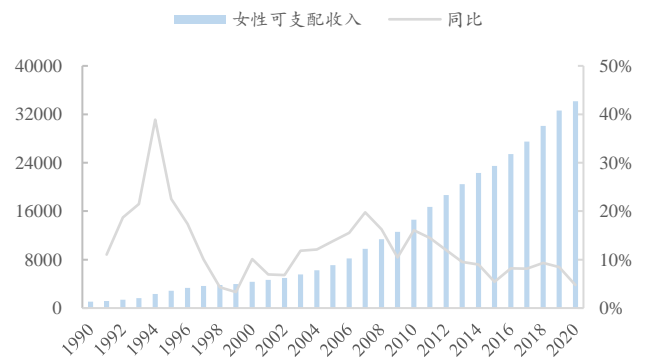
女性受教育程度及收入水平不断提升，女性消费升级正当时。受教育程度方面，根据教育部公布数据显示，2019年我国女性本科在读人数达940万人，女性占比达52%，接受高等教育女性规模不断扩大。从经济层面来看，我国女性人均可支配收入逐步提升，一方面得益于越来越多的女性步入职场，另一方面在于受教育程度的提高提供了更多进入高薪职位的机会。随着受教育程度及收入水平的改善，为女性消费升级提供了物质及精神条件。

Figure 36 女性受教育程度不断提高（百万人，%）



资料来源：教育部、世纪证券研究所

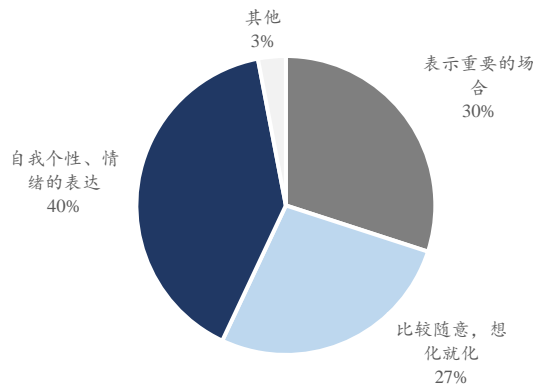
Figure 37 中国女性人均可支配收入（元，%）



资料来源：Euromonitor、世纪证券研究所

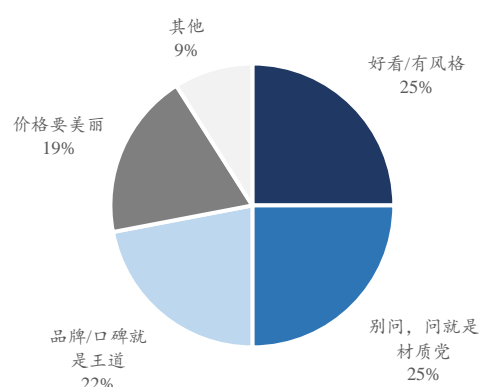
“女为悦己者容”正逐步转变为“女为己悦而容”。根据CBNData公布的调研数据，超6成女性化妆的原因是出于自身的喜好，4成女性通过妆容表达自我个性。相比于价格，颜值、品质、品牌已成为女性服装消费首要考虑因素。随着女性经济条件及受教育程度的提升，女性对价格的敏感程度逐步降低，传统的廉价快时尚热度正逐渐褪去，品质消费已成为当代女性的首要追求。

Figure 38 女性化妆的原因



资料来源：CBN Data、世纪证券研究所

Figure 39 女性买衣服看重的因素

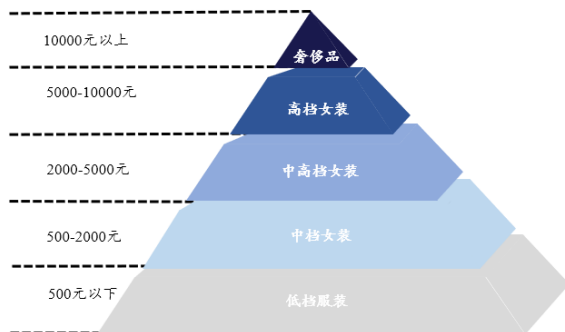


资料来源：CBN Data、世纪证券研究所

我们按照价格对低、中、高端服装做一个区分：均价在 500-2000 元之间的为中档女装，均价在 2000-5000 元之间为中高档女装，均价在 5000-10000 元之间的为高档女装，均价在 10000 元以上的成为奢侈品牌。

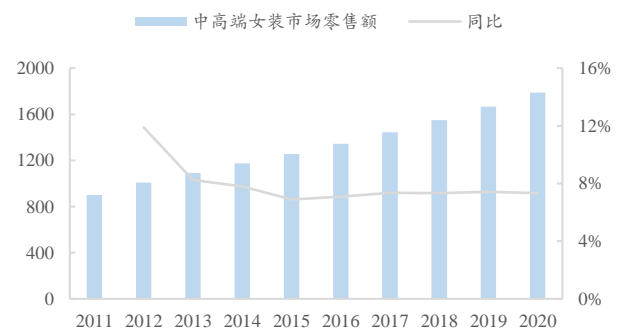
消费升级趋势下，中高端女装渗透率逐步提升。2020 年中国中高端女装市场规模约 1800 亿，占整体女装市场比重为 14%。近五年中高端女装规模增速均值为 7.5%，超出整体女装市场增速（5.2%）约 2pct，我们认为随着女性服装客单价的逐步提升，未来中高端女装市场将进一步扩容。

Figure 40 女装按价格分类标准



资料来源：世纪证券研究所

Figure 41 中高档（均价>2000元）女装市场规模（亿元，%）



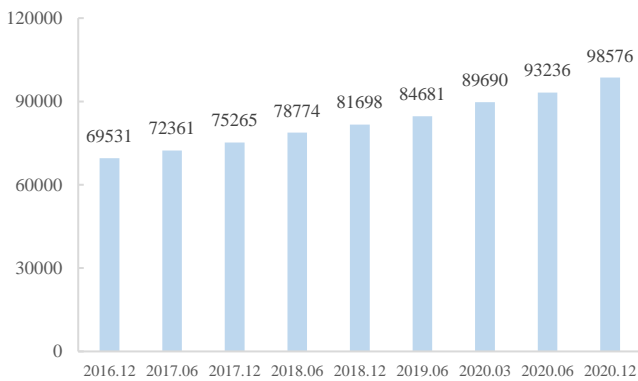
资料来源：Euromonitor、世纪证券研究所

三、线上消费能力提升，电商业务布局正当时

3.1 高收入网民渗透率提升，打开中高端服装潜在市场需求

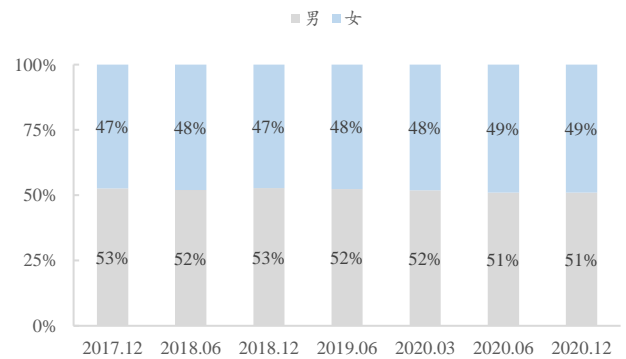
我国拥有近 10 亿网络用户。截止 2020 年 12 月我国网民规模为 9.89 亿，互联网普及率达 70.4%，手机网民规模为 9.86 亿，占整体网民比重为 99.7%。网民性别结构上，性别差距逐步收窄，男性占比略高于女性 2pct。

Figure 42 中国手机网民数量（万人）



资料来源：CNNIC、世纪证券研究所

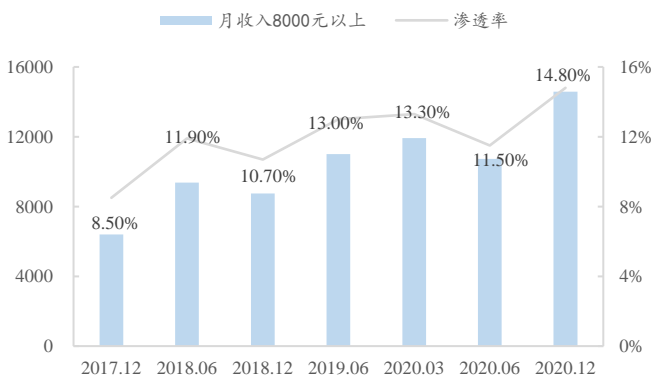
Figure 43 中国手机网民男女比例（%）



资料来源：CNNIC、世纪证券研究所

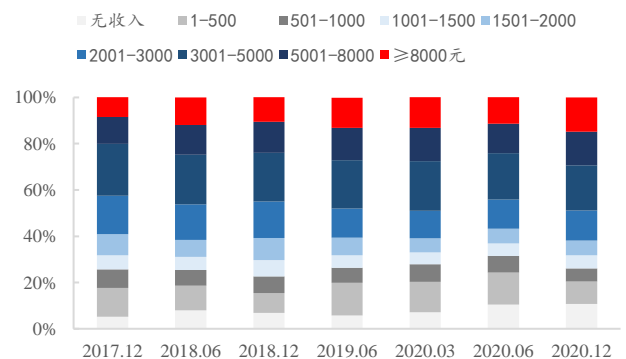
高收入网民占比提升。2020 年底月均收入 8000 以上人群达 1.46 亿人，三年复合增速达 32%，渗透率提升至 15%。同一年度内高收入网民统计数量差异的主要原因在于：统计样本中个体户及自由职业者占比约 20%，该类型网民收入具有较高的不确定性，因此对样本统计具有较大影响。

Figure 44 月收入 8000 元以上网民人数及占比（万人，%）



资料来源：CNNIC、世纪证券研究所

Figure 45 网民收入结构（%）



资料来源：CNNIC、世纪证券研究所

月收入超 8000 元，是中高端服装消费门槛。根据我们的测算，月收入超 8000 元网民在服装上年消费量约在 3700 元，我们认为该类群体对中高端服装（客单价 1000 元以上）具有一定的消费能力。我们认为，随着该类型高收入网

民渗透率的提升，线上中高端服装市场潜在需求正在逐步打开。

Figure 46 不同月收入下年均服装消费支出测算表（元）

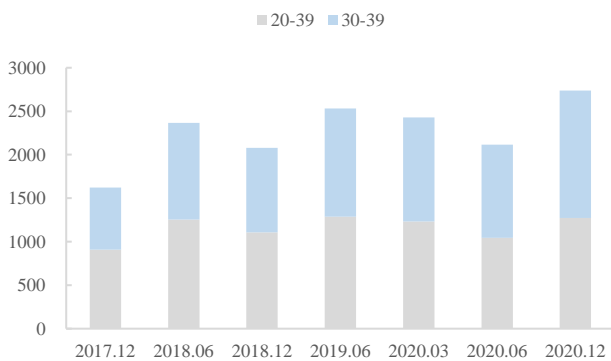
| 月收入 | 8000 | 5000 | 3000 |
|----------|-------|-------|-------|
| 年收入 | 96000 | 60000 | 36000 |
| 年消费支出 | 62400 | 39000 | 23400 |
| 年均服装消费支出 | 3744 | 2340 | 1404 |

资料来源：世纪证券研究所

注：年消费支出/年收入、服装消费/消费支出比重根据 2020 年统计局公布数据测算，分别为 65%、6%

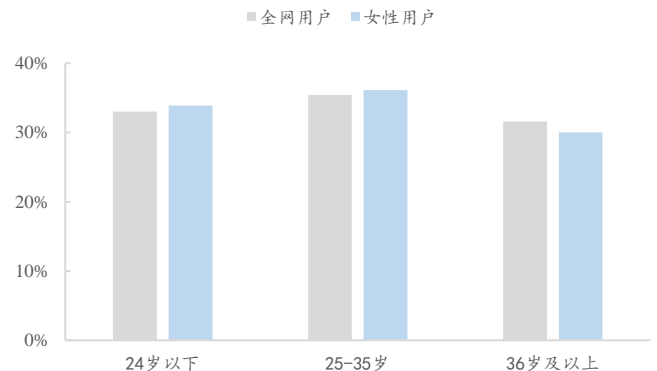
800 万潜在用户，潜在增量明显。根据我们的测算，年龄层在 20-40 岁、月收入超 8000 元的女性网民人数约 2700 万人，该圈层用户针对服装需求及消费能力与欣贺线上产品、价格定位高度契合。另外，结合 Questmobile 调查数据显示，该圈层用户针对线上高消费意愿渗透率在 30-36% 之间，对应公司的潜在用户体量约在 800 万人次。当前集团 VIP 有效客户数为 41 万人，仍有较大扩容空间。

Figure 47 月收入超 8000 元女性网民人数（万人）



资料来源：CNNIC、世纪证券研究所

Figure 48 2021 年线上高消费意愿用户分布（%）



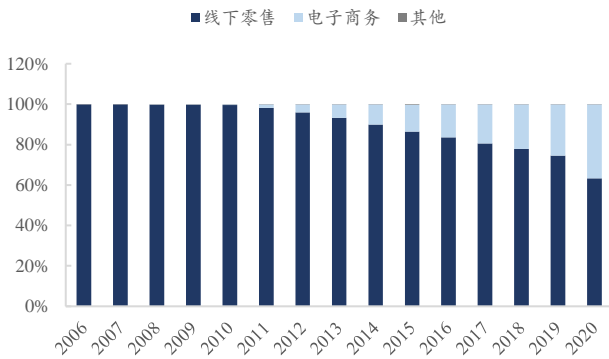
资料来源：Questmobile、世纪证券研究所

注：高消费意愿为线上消费大于 1000 元

3.2 疫情影响下，中高端女装线上化趋势提速

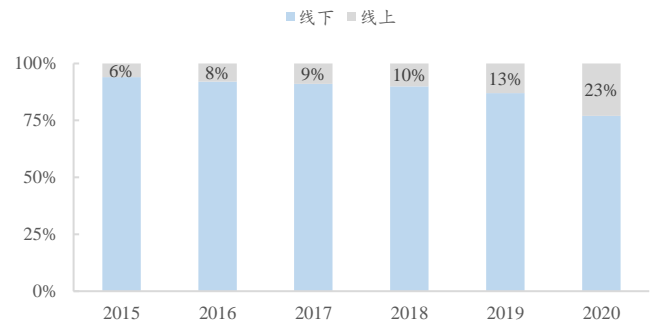
2020 年受疫情影响服装行业渠道端加速变革，以传统线下门店为主的企业通过入驻电商平台、门店直播带货等方式纷纷转型布局线上。2020 年服装线上销售占比 37%，环比提升 12pct，另外，奢侈品销售线上化布局在 2020 年同样提速明显，线上占比 23%，环比提升 10pct。伴随着有能力、有意愿的线上高消费用户群体的增加，逐步打开高客单价品牌进军线上的空间，我们认为中高端服装线上化程度应介于行业均值与奢侈品之间，预计 2020 年中高端服装线上销售占比约在 3 成。

Figure 49 服装行业线上线下渠道占比



资料来源: Euromonitor、世纪证券研究所

Figure 50 奢侈品销售渠道占比



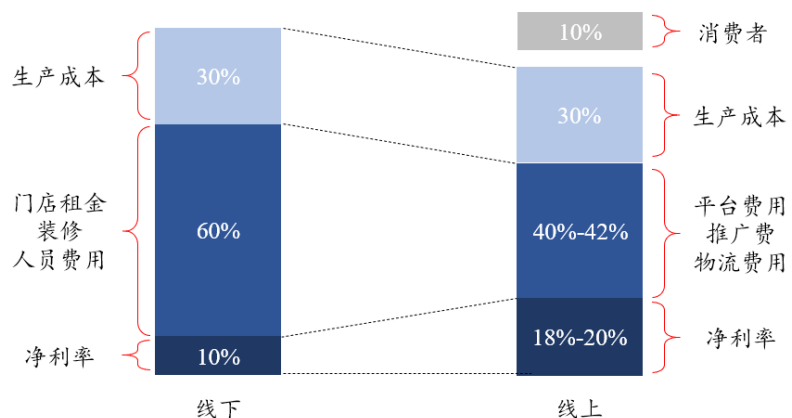
资料来源: BCG、腾讯、世纪证券研究所

3.3 渠道效率升级，中高端女装迎来新机遇

(1) 1.0: 从线下到线上

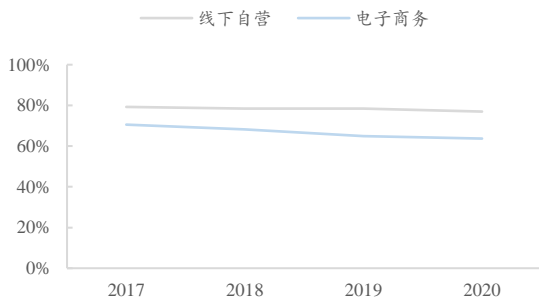
摆脱地理限制，线上化更容易形成网络效应。传统的线下业务受地理限制需要通过门店的区域密度提升以及全国性扩张实现网络效应，而电商平台自带网络效应，直接面对全国网购用户，商品与用户在信息交互环节更加高效。反映到盈利能力上，以欣贺自身为例，线上业务毛利率较线下低 15-20pct，净利率高于线下 8-10pct。我们认为，高效渠道带来的是公司净利率的提升及给予消费者的让利。

Figure 51 线上 VS 线下成本分拆



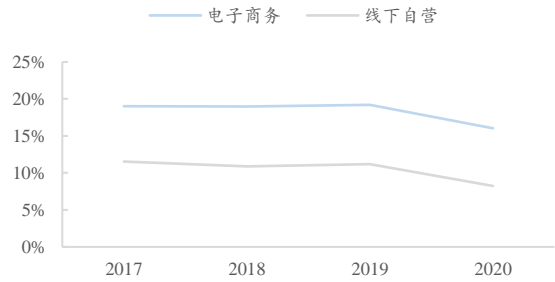
资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 52 线上 VS 线下毛利率



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

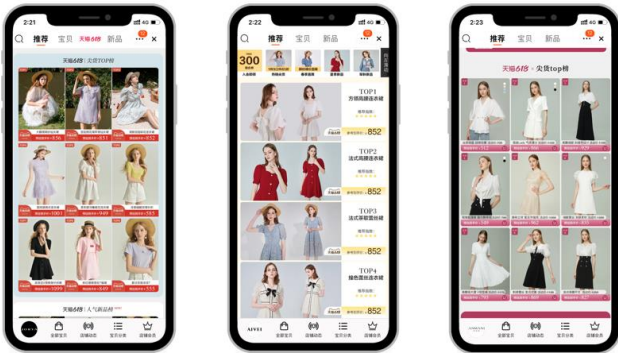
Figure 53 线上 VS 线下净利率比较



资料来源：公司公告、世纪证券研究所
注：净利率根据公司招股说明书估算所得

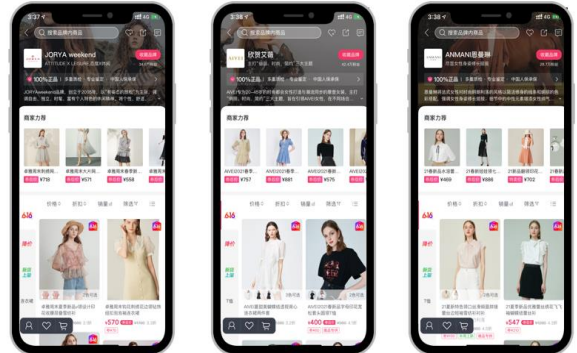
成立电商事业部，单独拆分产品线。公司早期将线上产品定位为线下过季商品打折处理渠道，由于缺乏专业团队运营，线上业务表现平平。2019年公司成立电商事业部，针对天猫、唯品会推出电商专供款，与各品牌线下产品做出区分，依照线上消费者偏好在客群定位、价格、设计上重新规划。按照品牌划分，高端主线品牌 JR 主打线下，其余中高端产品单独拆分线上专供产品。

Figure 54 JW、IV、AN 天猫 618 活动截图



资料来源：各品牌天猫旗舰店、世纪证券研究所

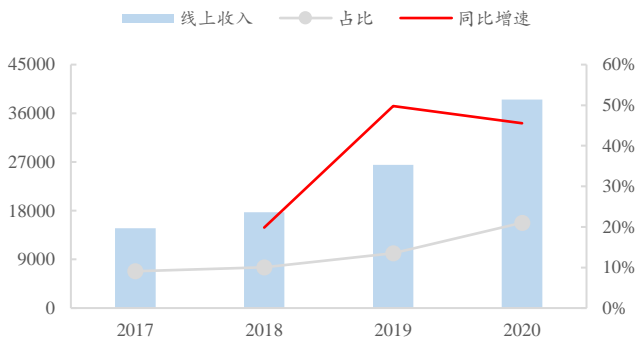
Figure 55 JW、IV、AN 唯品会 618 活动截图



资料来源：各品牌唯品会旗舰店、世纪证券研究所

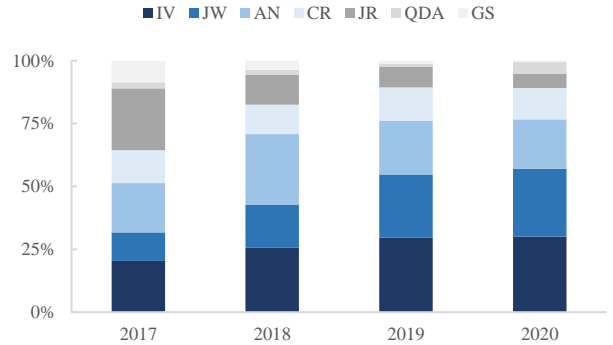
下探价格中枢，迎合线上消费能力。在价格上，公司将线上专供款价格中枢下探至 1000 元附近，充分迎合线上消费者购买力。分品牌看：原先线下中高端品牌 IV、JW、AN 线上化布局初显成效，近 2 年平均增速维持在 70% 以上，2020 年占线上收入分别为 30%、27%、20%。公司将持续深耕电商业务，预计未来电商业务占比将提升至 40%。

Figure 56 公司电子商务销售收入 (万元)



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 57 公司旗下品牌线上收入占比 (%)



资料来源：公司公告、世纪证券研究所
注：2020年各品牌线上占比按招股说明书披露上半年数据估算所得

数字化升级，提升物流仓储服务能力。2020年公司自主建设的物流仓储配送中心正式启用，全新数字化、智能化仓库的投产提升仓库分拣效率，线上订单由原先24小时生产物流订单缩减至1小时。2020年双十一期间，仓储物流中心高效处理超2亿订单额。

Figure 58 自动化仓储物流配送中心 (1)



资料来源：公司宣传资料、世纪证券研究所

Figure 59 自动化仓储物流配送中心 (2)



资料来源：公司宣传资料、世纪证券研究所

(2) 2.0: 货架电商走向抖音电商

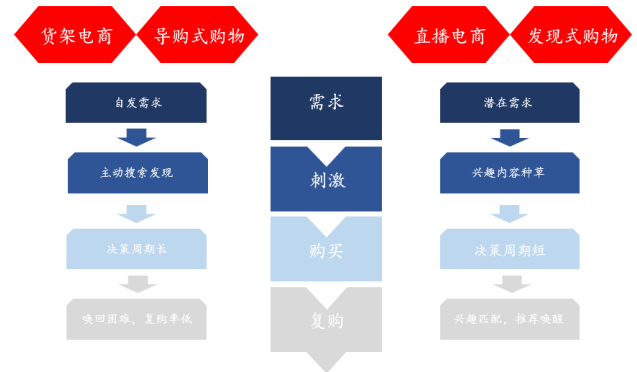
抖音电商相较于货架电商，信息分发环节更具效率。货架电商以规模化商品供应为核心，通过渠道运营和商品营销，触达具有明确消费目的的消费者，以“搜索”作为主要的消费路径，呈现“人找货”的主要特征。直播电商以视觉化商品内容为核心，聚焦商品内容运营和兴趣推荐，以激发消费者兴趣为出发点，呈现“货找人”核心特征。我们认为，抖音电商相较于货架电商带来的是消费者从“需求-刺激-购买-复购”环节转化率率的提升。

Figure 60 抖音电商 VS 货架电商



资料来源：抖音生态白皮书、世纪证券研究所

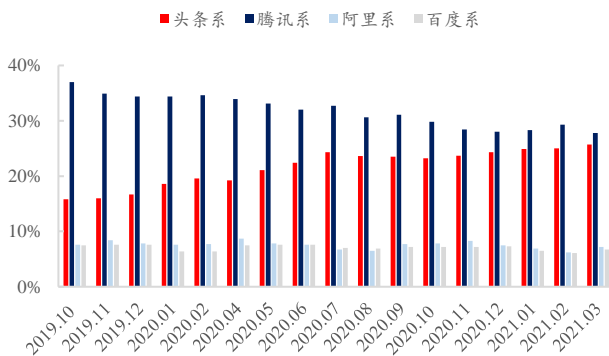
Figure 61 消费者购买路径对比



资料来源：抖音生态白皮书、世纪证券研究所

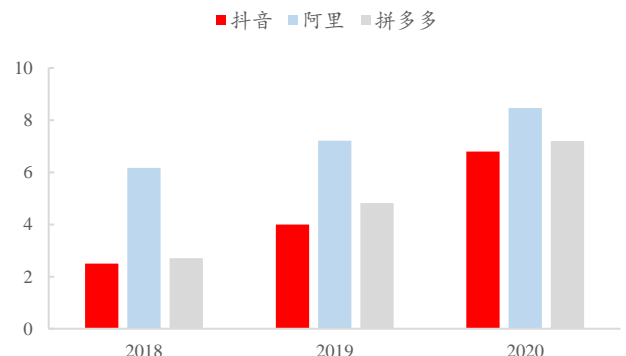
抖音用户规模快速扩容，用户使用时长占比超 25%。以抖音为例，2020 年日均活跃用户数达 6.8 亿，近三年复合增速约 40%，与阿里系活跃用户差距逐步收窄。从使用时长占比看，2021 年 3 月头条系用户使用时长占比达 25.7%，与腾讯系差距近一步收窄。

Figure 62 BAT&头条系 APP 用户使用时长占比变化



资料来源：极光大数据、世纪证券研究所

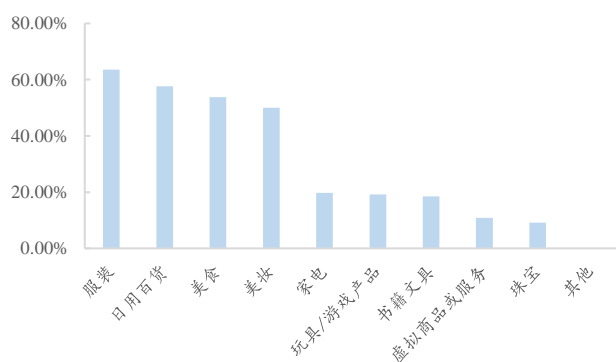
Figure 63 抖音&阿里活跃用户人数统计（亿人）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所
注：抖音为 DAU 口径，阿里系为 MAU 口径数据

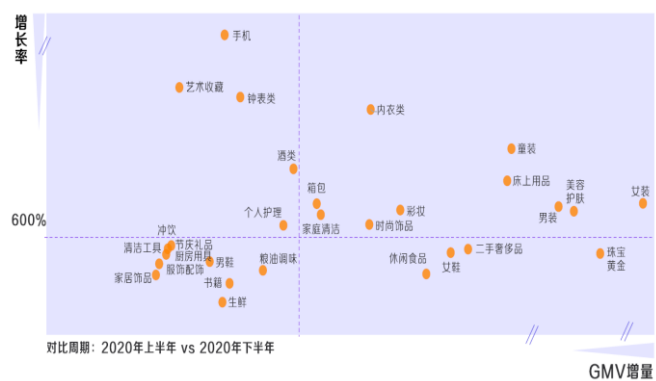
未来公司有意探索新渠道，看好公司新渠道对公司业绩带来的增量贡献。当前公司线上业务主要集中于天猫、唯品会，未来公司有意向抖音、小红书的新兴渠道进行探索。我们看好未来公司在新渠道上的发展，主要原因在于：
1.公司自身有多年线下品牌积累，相较于白牌商品更容易与用户建立信任；
2.供应链能力提升，当前公司已经在仓储物流环节实现自动化升级，未来还将在生产制造环节实现数字化升级，打造柔性供应链；
3.服装作为非标品，依赖渠道效率的提升，通过抖音高效的信息分发有助于提高购买转化率。

Figure 64 直播电商消费者品类偏好



资料来源：中消协、世纪证券研究所

Figure 65 抖音电商各品类交易规模及增速



资料来源：抖音生态白皮书、世纪证券研究所

四、盈利预测及投资评级

4.1 关键假设

(1) 营业收入假设

根据我们的预测,公司 2021-2023 年综合业务收入分别为 25.57/31.80/37.49 亿元,同比增长 40%/24%/18%,具体分项业务收入预测如下:

- **自营收入:** 我们预测公司 2021-2023 年自营模式收入分别为 18.20/22.25/25.69 亿元,同比增长 37%/22%/16%。我们认为公司自营业务收入增长主要源于单店平效的提升,具体表现在:1. 公司推行新绩效考核机制,倒逼设计团队主动了解消费者需求;2. 关闭低平效门店,新开门店平效明显高于淘汰门店;3. 伴随女性消费升级,中高端女装市场扩容,品牌化公司迎来增长新机遇。我们预计未来三年公司单店收入增长比例分别为 20%/10%/5%,自营店铺数分别为 450/500/550 家。
- **经销收入:** 我们预测公司 2021-2023 年经销模式收入分别为 1.12/0.90/0.26 亿元,同比增减 30%/-20%/-31%。我们认为,未来公司将继续加大自营比例,经销门店数量将逐步减少,未来三年经销门店数量分别为 80/60/40 家。
- **电商收入:** 我们预测公司 2021-2023 年电商模式收入分别为 5.97/8.36/10.87 亿元,同比增加 55%/40%/30%。由于网购用户消费能力的提升以及线上购物品牌化趋下,公司将享受传统线下品牌化服装转型线上带来的流量红利,我们认为公司在电商业务收入将持续保持高增长。
- **其他业务收入:** 我们的预测公司 2021-2023 年其他业务收入分别为 0.28/0.29/0.30 亿元,同比增加 5%/5%/5%。

Figure 66 营业收入测算表（百万元，%）

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 自营收入 | 1503.33 | 1329.04 | 1820.18 | 2224.66 | 2569.48 |
| 同比 | 11.51% | -11.59% | 36.95% | 22.22% | 15.50% |
| 占比 | 76.85% | 72.74% | 71.18% | 69.95% | 68.53% |
| 经销收入 | 165.36 | 86.19 | 112.17 | 90.19 | 62.20 |
| 同比 | -9.03% | -47.88% | 29.95% | -19.64% | -31.11% |
| 占比 | 8.45% | 4.72% | 4.38% | 2.83% | 1.65% |
| 电子商务收入 | 264.86 | 385.48 | 597.49 | 836.49 | 1087.44 |
| 同比 | 49.78% | 45.54% | 55.00% | 40.00% | 30.00% |
| 占比 | 13.54% | 21.10% | 23.36% | 26.30% | 29.00% |
| 其他业务收入 | 22.68 | 26.29 | 27.60 | 28.98 | 30.43 |
| 同比 | -51.95% | 15.92% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 占比 | 1.16% | 1.44% | 1.08% | 0.91% | 0.81% |
| 收入合计 | 1956.23 | 1826.99 | 2557.27 | 3180.14 | 3749.35 |
| 同比 | 11.53% | -6.61% | 39.97% | 24.36% | 17.90% |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

(2) 毛利率假设

根据预测，公司 2021-2023 年综合毛利率分别为 73.09%/72.15%/70.96%，分项毛利率预测如下：

- 自营模式：根据我们的预测，公司 2021-2023 年自营业务毛利率分别为 79.0%/78.5%/78.0%。我们认为随着疫情结束，线下门店销售逐步回暖，公司将受益于高毛利品牌如 JR、JW 带来的业绩贡献，拉动整体毛利率提升。
- 经销模式：根据我们的预测，公司 2021-2023 年经销业务毛利率分别为 65%/63%/62%。随着公司渠道改革的推进，在合作经销商的选择上更具话语权，因此我们认为经销模式下毛利率将有所提升。
- 电子商务：根据我们的预测，公司 2021-2023 年电子商务毛利率分别为 57%/56%/55%。我们认为随着公司线上业务开展步入正轨，线上线双轨制价格体系打造完成，线上业务毛利率水平将步入平稳区间。

Figure 67 分业务毛利率预测表

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 自营模式 | 78.42% | 76.95% | 79.00% | 78.50% | 78.00% |
| 经销模式 | 57.30% | 63.70% | 65.00% | 63.00% | 62.00% |
| 电子商务 | 64.92% | 56.96% | 57.00% | 56.00% | 55.00% |
| 其他 | 60.41% | 67.14% | 65.00% | 65.00% | 65.00% |
| 综合毛利率 | 74.60% | 71.96% | 73.09% | 72.15% | 70.96% |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

(3) 期间费用率假设

我们预计 2021-2023 年公司销售费用率分别为 45.6%/45.3%/45.0%。考虑到 2020 年受疫情影响，导致线下店铺维修费用、销售人员差旅费相应减少，2021 年公司销售费用率将回归常态。另外，考虑到线上业务占比逐步增加，销售费用率将逐年下降。根据我们的预测，公司 2021-2023 年期间费用率分别为 52.80%/52.55%/52.15%，分项毛利率预测如下：

Figure 68 期间费用率预测表

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 45.75% | 45.07% | 45.60% | 45.30% | 45.00% |
| 管理费用率 | 3.82% | 3.95% | 4.20% | 4.30% | 4.25% |
| 财务费用率 | -0.58% | -0.46% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 研发费用率 | 3.37% | 3.22% | 3.00% | 2.95% | 2.90% |
| 期间费用率 | 52.30% | 51.78% | 52.80% | 52.55% | 52.15% |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

4.2 盈利预测及投资评级

根据我们对公司的盈利预测，2021-2023 年公司实现营业收入分别为 25.57/31.80/37.49 亿元，同比增长 39.51%/24.36%/17.90%；实现净利润分别为 3.71/4.47/5.04 亿元，同比增长 170.9%/20.6%/12.8%；2021-2023 年 EPS 分别为 0.86/1.04/1.17 元，对应 PE 分别为 14.83/12.30/10.90X。公司 2021 年 PE 为 15X，低于行业可比公司 2021 年 PE 均值（16X）。考虑到公司深耕中高端女装多年，在消费者心中已树立较强的品牌影响力，另外公司线下渠道变革完成，线上化布局成果明显，看好公司未来业绩增长，首次覆盖，予以“买入”评级。

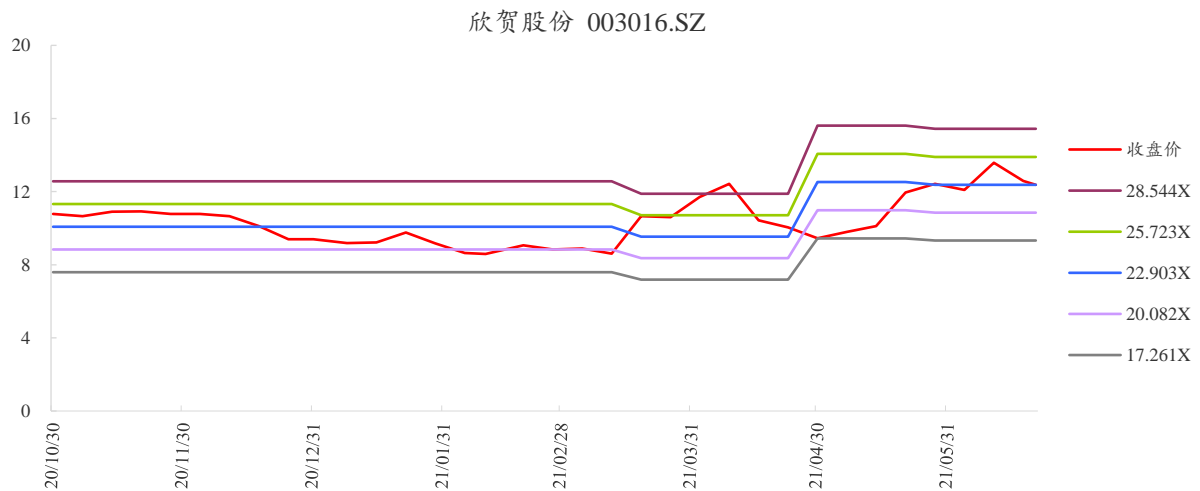
Figure 69 国内女装可比上市公司及可比估值

| 证券代码 | 证券简称 | 收盘价 (元) | 总市值(亿 元) | EPS (元/股) | | | | PE (倍) | | | |
|-----------|------|------------|-------------|-----------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | | | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 603587.SH | 地素时尚 | 21.23 | 102.15 | 1.31 | 1.52 | 1.76 | 2.01 | 16.95 | 13.94 | 12.08 | 10.54 |
| 603808.SH | 歌力思 | 15.66 | 52.07 | 1.34 | 1.09 | 1.29 | 1.50 | 11.70 | 14.30 | 12.10 | 10.45 |
| 603839.SH | 安正时尚 | 9.37 | 37.48 | 0.50 | 0.77 | 0.86 | 0.98 | 19.22 | 12.16 | 10.84 | 9.58 |
| 603877.SH | 太平鸟 | 49.11 | 234.12 | 1.51 | 1.98 | 2.42 | 2.93 | 32.44 | 24.76 | 20.29 | 16.77 |
| 平均 | | | | | | | | 20.07 | 16.29 | 13.83 | 11.84 |
| 003016.SZ | 欣贺股份 | 12.38 | 53.44 | 0.53 | 0.86 | 1.04 | 1.17 | 35.21 | 14.83 | 12.30 | 10.90 |

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

注: 2021-2023年 EPS、PE 预测值来源于 Wind 一致预期, 截止日期为 6.25 日

Figure 70 PE/PB Band



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

五、风险提示

5.1 核心设计团队人员流失

公司设计团队在国内市场长期具有较强竞争力，如若未来行业竞争对手高薪挖角公司设计团队，人才流失会对公司旗下品牌在服装设计环节带来较为严重的影响。

5.2 疫情反复，冲击线下业务

国内疫情虽然已经得到有效控制，但海外疫情形势依旧严峻，疫苗尚不能完全控制变异毒株传播。考虑到公司线下门店主要集中于南方沿海城市，存在受外来变异毒株入侵可能性，对线下门店客流量带来负面影响。

附：财务预测摘要

| 主要财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 利润表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 1833 | 2557 | 3180 | 3749 |
| 每股收益 | 0.41 | 0.86 | 1.04 | 1.17 | 营业成本 | 513 | 688 | 886 | 1089 |
| 每股净资产 | 6.76 | 7.62 | 8.66 | 9.83 | 毛利率% | 72.0% | 73.1% | 72.1% | 71.0% |
| 每股经营现金流 | 1.17 | 0.58 | 0.93 | 0.99 | 营业税金及附加 | 20 | 26 | 31 | 39 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业税金率% | 1.1% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 826 | 1166 | 1441 | 1687 |
| P/E | 30.83 | 14.83 | 12.30 | 10.90 | 营业费用率% | 45.1% | 45.6% | 45.3% | 45.0% |
| P/B | 1.86 | 1.67 | 1.47 | 1.29 | 管理费用 | 72 | 107 | 137 | 159 |
| P/S | 2.96 | 2.12 | 1.71 | 1.45 | 管理费用率% | 4.0% | 4.2% | 4.3% | 4.3% |
| EV/EBITDA | 5.00 | 6.77 | 5.66 | 4.66 | 研发费用 | 59 | 77 | 94 | 109 |
| 股息率 (%) | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 研发费用率% | 3.2% | 3.0% | 3.0% | 2.9% |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用 | -8 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 72.0% | 73.1% | 72.1% | 71.0% | 财务费用率% | -0.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 净利润率 | 9.7% | 14.5% | 14.1% | 13.4% | 资产减值损失 | -118 | 0 | 0 | 0 |
| 净资产收益率 | 6.1% | 11.3% | 12.0% | 11.9% | 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产回报率 | 5.0% | 8.9% | 9.2% | 9.0% | 营业利润 | 244 | 503 | 606 | 684 |
| 投资回报率 | 8.7% | 11.0% | 11.7% | 11.6% | 营业外收支 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 盈利增长 (%) | | | | | 利润总额 | 241 | 503 | 606 | 684 |
| 营业收入增长率 | -6.7% | 39.5% | 24.4% | 17.9% | 所得税 | 63 | 133 | 159 | 180 |
| EBIT 增长率 | -16.5% | 43.7% | 20.1% | 12.6% | 有效所得税率% | 26.2% | 26.3% | 26.3% | 26.3% |
| 净利润增长率 | -26.4% | 107.9% | 20.6% | 12.8% | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 178 | 371 | 447 | 504 |
| 资产负债率 | 18.6% | 20.9% | 23.0% | 24.3% | | | | | |
| 流动比率 | 3.87 | 3.46 | 3.14 | 3.01 | 资产负债表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 速动比率 | 2.86 | 2.35 | 2.05 | 1.90 | 货币资金 | 1678 | 1722 | 1910 | 2128 |
| 现金比率 | 2.52 | 1.99 | 1.71 | 1.57 | 应收款项 | 150 | 206 | 258 | 304 |
| 经营效率指标 (%) | | | | | 存货 | 664 | 947 | 1195 | 1479 |
| 应收帐款周转天数 | 29.91 | 29.47 | 29.61 | 29.56 | 其它流动资产 | 84 | 121 | 146 | 173 |
| 存货周转天数 | 472.89 | 502.25 | 492.46 | 495.73 | 流动资产合计 | 2577 | 2996 | 3509 | 4084 |
| 总资产周转率 | 0.51 | 0.61 | 0.65 | 0.67 | 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产周转率 | 6.02 | 5.60 | 4.96 | 4.63 | 固定资产 | 304 | 457 | 641 | 809 |
| | | | | | 在建工程 | 461 | 461 | 461 | 461 |
| | | | | | 无形资产 | 92 | 92 | 92 | 92 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 1011 | 1163 | 1347 | 1516 |
| 现金流量表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 资产总计 | 3588 | 4159 | 4857 | 5599 |
| 净利润 | 178 | 371 | 447 | 504 | 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款 | 279 | 354 | 464 | 567 |
| 非现金支出 | 239 | 55 | 30 | 43 | 预收账款 | 0 | 27 | 23 | 31 |
| 非经营收益 | 2 | 0 | 0 | 0 | 其它流动负债 | 387 | 485 | 630 | 757 |
| 营运资金变动 | 87 | -175 | -74 | -118 | 流动负债合计 | 666 | 866 | 1117 | 1356 |
| 经营活动现金流 | 506 | 251 | 403 | 429 | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产 | -168 | -207 | -215 | -211 | 其它长期负债 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 非流动负债合计 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 其他 | 71 | 0 | 0 | 0 | 负债总计 | 668 | 868 | 1119 | 1358 |
| 投资活动现金流 | -97 | -207 | -215 | -211 | 实收资本 | 427 | 427 | 427 | 427 |
| 债权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司所有者权益 | 2920 | 3290 | 3737 | 4241 |
| 股权募资 | 895 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -121 | 0 | 0 | 0 | 负债和所有者权益合计 | 3588 | 4159 | 4857 | 5599 |
| 融资活动现金流 | 774 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 现金净流量 | 1180 | 43 | 189 | 218 | | | | | |

数据来源: wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

| 股票投资评级说明: | 行业投资评级说明: |
|---|--|
| 报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： | 报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： |
| 买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上； | 强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； |
| 增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间； | 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间； |
| 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间； | 弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。 |
| 卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。 | |

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。