

欣贺股份(003016)

报告日期: 2021年07月12日

深度报告

行业公司研究—纺织服装—

证券研究报告

渠道扩张新周期来临，电商及信息化打开成长天花板

——欣贺股份深度报告

✍️ : 马莉 执业证书编号: S1230520070002
☎️ : 联系人: 林骥川、詹陆雨
✉️ : mail@stocke.com.cn

报告导读

欣贺依靠产品力和直营能力迎来线下渠道数量和盈利能力的双重拐点；同时新管理层带来的电商及信息化改革为未来长期增长奠定基础。

投资要点

□ **深耕女装行业 30 年，产品力突出+直营能力优秀带动会员基数不断扩大，构建公司稳固基本盘**

对于欣贺而言产品和直营能力是其立足中高端女装市场的核心竞争力。对于中高端女装来说，其高定价的商业模式决定了其是一个小众但稳定的生意。这样的生意模式核心依靠 VIP 消费推动，而驱动 VIP 数量增长的核心则是优秀的产品力和出色的服务。

产品力方面，孙瑞鸿先生自 80 年开始进入女装行业，拥有丰富的女装设计经验并一直担任公司的品牌创意总监，作为公司核心其始终把握着品牌和产品发展的方向。目前欣贺已经形成了 7 个定位不同、风格互补的品牌。在创始人带领下，公司近 400 人的设计团队稳定高效，成为产品力的重要保证。

直营改革上，公司自 15 年开始不断投入加大直营比例，截止 20 年公司 524 家门店中直营达到 419 家，两大主品牌 Jorya 和 JW 线下部分已完全直营；这样的直营化改革保证了公司为消费者提供更完善的服务。我们看到 18、19 年直营店店效表现出了明显的增长趋势。这样的趋势也同样延续到了 21H1，我们预计 21H1 公司直营店效相较 19 年会继续有 10%以上的提升。

产品力和直营能力的提升，带动 VIP 人数从 17 年的 33 万人快速增长至 20H1 的 71 万人。这也成为了公司基本盘业务持续增长的重要保障。

□ **年轻管理层到位，信息化+电商打开公司发展天花板**

在基本盘稳定的基础上，欣贺也希望依靠电商及信息化打开公司增长天花板。我们认为新管理层的加入将会加速推动这样的变革。

公司于 5 月任命两位新管理层，其中孙柏豪先生自 18 年回到公司后担任人力资源总监及信息管理部总监。在其主导下公司已初步构建包括产销存管理、采购管理、VIP 客户管理等功能整合的 ERP 系统并完成了智能物流仓储的建设，初步实现了商流、物流、资金流的统一。我们相信未来的信息化投入将会让公司在激烈的女装市场中表现的更加稳定。

高云龙女士自 14 年便进入公司，17 年开始主管电商。在其主导下，公司电商部门开启了打造电商专属供应链、用快周转高性价比方式打开市场空间的道路。目前电商部门每年收入均有接近 50%的增长并保持了近 20%的利润率水平，我们相信未来电商部门的成长仍将是公司重要的业绩驱动力。

□ **盈利预测及估值**

欣贺股份在产品本身就有较强的竞争力的基础上，正逐渐培育出出色的直营管理能力，这让我们相信公司的主品牌在线下有望保持稳健的扩张势头。公司新任管理层的加入带来的信息化变革以及线上突破将会为公司发展打开长期

评级

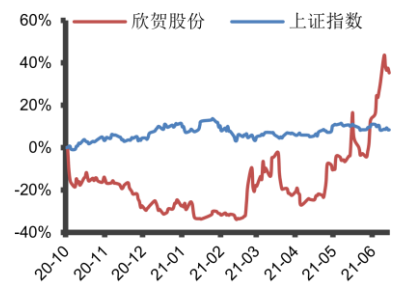
买入

上次评级 首次评级
当前价格 ¥ 17.96

单季度业绩

元/股

1Q/2021	0.22
4Q/2020	0.14
3Q/2020	0.14
2Q/2020	0.11



公司简介

公司是国内品牌女装的领军企业之一，主营中高端女装的设计、生产和销售，拥有完整的产业链条和显著的品牌优势。公司已形成 JORYA、JORYA weekend 定位高端，△ NM △ NI、GIVHSHYH、CAROLINE、AIVEI 和 QDA 定位中高端的金字塔式品牌架构。

相关报告

报告撰写人: 马莉

数据支持人: 林骥川、詹陆雨

天花板，这也将成为公司不断做大的重要推动力。因此在线下基本盘稳步扩大叠加线上持续放量的双轮驱动下，我们认为公司在未来几年将会表现出稳定的高速增长。我们预计公司 21~23 年净利润 3.7/4.9/6.4 亿，增速 110%/31%/30%，对应估值 21X/16X/12X；目前估值与增速相较同业具备性价比，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提升：门店拓展不及预期；线上竞争激励；疫情出现反复

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	1833.1	2542.3	3197.3	3980.1
(+/-)	-6.7%	38.7%	25.8%	24.5%
净利润	178.3	374.5	489.4	635.0
(+/-)	-26.4%	110.1%	30.7%	29.7%
每股收益(元)	0.42	0.88	1.15	1.49
P/E	43.8	20.8	15.9	12.3

正文目录

1. 欣贺股份：耕耘行业 30 余载的女装龙头	5
2. 产品力突出+直营能力优秀带动会员基数不断扩大，构建公司稳固基本盘	6
2.1. 品牌矩阵齐全，全面覆盖各价格带	6
2.2. 创始人主导稳定高效的设计团队	9
2.3. 多年累积优秀自营能力，VIP 人数稳步增长扩大公司基本盘	9
3. 信息化打造+电商发力，为欣贺长期发展打开天花板	11
3.1. 年轻管理层重塑电商体系，为公司打开增长空间	11
3.2. 信息化：公司在女装行业长期发展的真正基石	12
3.2.1. 智能化物流中心初步落成，为信息化打下坚实基础	12
3.2.2. 打通上下游数据，信息化建设持续推进	13
4. 财务分析：直营+电商见效，推动收入增长和利润率向上	14
4.1. 主品牌及线上两大品牌成为推动收入增长最大动力	14
4.2. 毛利率、净利率 17 年以来保持稳定	16
4.3. 存货由于直营战略短期有所增加，但同样已逐步好转	17
5. 盈利预测和投资评级	17
5.1. 盈利预测：线下进入扩张新周期，线上保持高增速	17
5.2. 投资建议	19

图表目录

图 1: 欣贺股份股权结构图	5
图 2: 欣贺股份品牌矩阵	7
图 3: 欣贺股份智能物流园	13
图 4: 欣贺股份信息化建设规划	14
表 1: 欣贺股份主要高管清单	5
表 2: 欣贺 VIP 消费总额	6
表 3: 歌力思分品牌介绍	6
表 4: 卓雅周末营收情况	9
表 5: 欣贺股份渠道数量拆分	9
表 6: 欣贺股份收入拆分	10
表 7: 欣贺股份会员数量	11
表 8: 欣贺股份电商收入拆分	11
表 9: 欣贺股份电商销售单价	12
表 10: 欣贺分品牌收入及毛利率	14
表 11: 欣贺分渠道收入、店效拆分	15

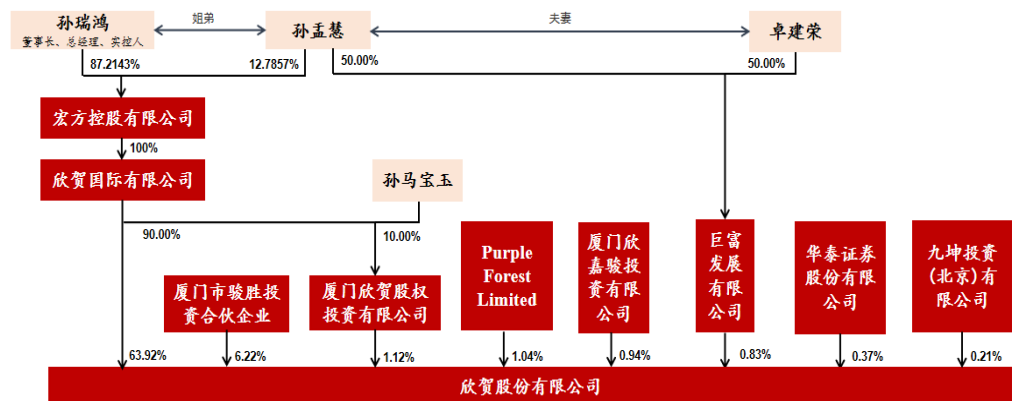
表 12: 公司分渠道毛利率	16
表 13: 欣贺股份费用率拆分	17
表 14: 欣贺股份存货、现金流拆分	17
表 15: 欣贺分渠道盈利预测	18
表 16: 欣贺分渠道盈利预测	18
表 17: 欣贺费用率净利率预测	19
表 18: 中高端女装估值对比	19
表附录: 三大报表预测值	21

1. 欣贺股份：耕耘行业 30 余载的女装龙头

欣贺股份有限公司是国内品牌女装的领军企业之一，主营中高端女装的设计、生产和销售，拥有完整的产业链条和显著的品牌优势。20 世纪 90 年代初，公司创始人孙瑞鸿创建主品牌 JORYA，其成为目前历史较长的国内自主高端女装品牌之一。公司创始人孙瑞鸿先生自 80 年开始进入女装行业，拥有丰富的女装设计经验并一直担任公司的品牌创意总监，作为公司核心其始终把握着品牌和产品发展的方向。

目前孙瑞鸿与其姐姐孙孟慧通过欣贺国际有限公司及厦门欣贺股权投资有限公司合计控制公司 65.04%的股权，为公司实际控制人。

图 1：欣贺股份股权结构图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

除了创始人孙瑞鸿作为品牌创意总监之外，值得一提的是孙瑞鸿之子孙柏豪也已在 18 年加入公司，同时作为公司信息管理部总监开始推进重要的信息化工程。

表 1：欣贺股份主要高管清单

姓名	职务	履历
孙瑞鸿	董事长、总经理、品牌创意总监	1964 年生，负责品牌服饰的设计与开发工作，现任公司品牌创意总监，2012 年 8 月被福布斯中文网评为“全球时尚界 25 位华人”，是业内公认的时尚领军人物之一。
孙柏豪	董事、副总经理、人力资源总监、信息管理部总监	1992 年生，毕业于英国伯明翰大学，与孙瑞鸿系父子关系，2018 年加入公司，现任公司董事、董事长特助、人力资源总监、信息管理部总监、厦门欣贺股权投资有限公司执行董事兼总经理。
高云龙	副总经理、电商事业部总监、华南区市场总监	1989 年生，硕士学历。2014 年 1 月至今任职于欣贺股份有限公司，现任欣贺股份有限公司 JR/JW 品牌事业部总监、电商事业部总监、华南区市场总监。
孙孟慧	董事、品牌创意顾问	1961 年生，与孙瑞鸿系姐弟关系，2008 年 11 月至今任职于公司，现任公司品牌创意顾问；2008 年 12 月至今任公司董事。
邱迎平	副总经理	1977 年生，2009 年 1 月至今任职于公司，先后担任公司厦门区域经理、零售管理部经理、JORYA 品牌总监等职，现任公司副总经理。
陈国汉	副总经理、财务总监	1971 年生，曾职于厦门海燕实业有限公司、中悦（厦门）服饰有限公司。2009 年 1 月进入公司工作至今，曾任公司董事，现任副总经理、财务总监。

朱晓峰 副总经理、董事会秘书 1979年生，2009年1月至今任职于公司，先后担任法务部经理、总经理助理，现任公司副总经理、董事会秘书。

王碧黛 采购总监 1965年生，2000年至2008年12月先后任职于锦亿电器有限公司、恩曼琳服装有限公司、中悦（厦门）服饰有限公司。2009年1月至今任职于公司。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2. 产品力突出+直营能力优秀带动会员基数不断扩大，构建公司稳固基本盘

对于中高端女装来说，高定价的商业模式决定了其是一个小众但稳定的生意。这样的生意模式核心依靠VIP消费推动，而驱动VIP数量增长的核心则是优秀的产品力和出色的服务。

对于欣贺而言产品和直营能力同样是最大核心竞争力。（1）董事长亲自带领的设计团队深耕行业多年，已经积累起了深厚的产品设计能力并获得广泛认可。（2）公司在15年开始的直营改革让其主品牌线下已经完全直营化，直营体系带来的更优质的服务也成为欣贺的核心竞争力。

在以上两大优势下，欣贺的VIP人数从17年的33万人快速增长至20H1的71万人。VIP基数的扩大，成为了公司基本盘业务持续增长的重要保障。

表 2：欣贺VIP消费总额

（单位：亿元）	2017	2018	2019	2020H1
VIP消费总额	9.3	12.1	17.6	6.4
公司总收入	16.3	17.6	19.7	7.7

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：VIP消费为总金额，与公司报表收入间有扣税、加盟、退货等各种差距，仅以次表现VIP收入对于公司总收入重要

2.1. 品牌矩阵齐全，全面覆盖各价格带

中高端女装市占率分散，上市集团均依靠多品牌加速发展。根据欧睿数据，2020年我国女装市场规模8400亿，其中中高端女装占比23%超过2000亿。但是中高端女装的CR10在过去多年的市场占有率一直保持在10%左右，因此对于头部的中高端女装而言长期市场竞争度明显提升难度较大。

以同为上市公司的品牌为例，歌力思和地素时尚均建立起了覆盖不同价格带的多品牌矩阵。歌力思旗下在主品牌外目前已拥有多个来自收购的海外品牌。

表 3：歌力思分品牌介绍

品牌	细分市场定位	所有权	20年收入（百万）	20年门店数
歌力思	以25--40岁中高收入、讲究优雅、时尚、品味、成熟的都市中产阶级女性为目标顾客。		939	289

ED Hardy	04年成立于美国，使用刺绣、水洗、泼墨等技巧，将美国文化和亚洲元素结合，产品风格鲜明，顾客覆盖从明星到喜爱潮流轻奢品牌的个性人群。歌力思16年收购。	中国大陆及港澳台地区所有权	215	137
IRO	法国设计师品牌，以年轻创新、干练简洁的法式简约风格著称。多采用旧皮革、羊绒、丝绸等材料，打造出街头朋克风格与巴黎时尚灵感相结合的系列设计。歌力思19年收购。	控制 IRO 全球 57% 股权	543	67
Laurel	原为 Escada 旗下副牌，定位轻奢高端。该品牌注重精致的细节设计、活泼的色彩运用及突出曲线的剪裁，较歌力思品牌更偏商务。歌力思15年收购中国区所有权。	中国区所有权	146	51
self-portrait	于2013年11月在英国伦敦创立，产品融合了女性特有的柔美元素，搭配轮廓剪裁、前卫的纹理和挺括面料，灵活运用蕾丝、镂空等元素，表现出独特的当代风格。歌力思19年设立合资公司。	合资设立中国区公司，歌力思持股 50%	33	6





资料来源：公司公告，浙商证券研究所

同时地素时尚旗下虽然没有收购的品牌，但是公司旗下分别拥有 DAZZLE、d'zzit、DIAMOND DAZZLE、RAZZLE 四个自创品牌分别定位不同价格带以及女性及男性市场。

欣贺股份同样拥有了 7 个定位各不相同的细分品牌。公司旗下品牌包括 JORYA、JORYA weekend、ANMANI、GIVH SHYH、CAROLINE、AIVEI、QDA 七家分品牌，其中 JORYA、JORYA weekend 主打高端女装，是公司主打品牌，合计占公司总营收 50% 以上；其余五个品牌主打中高端女装。

公司各品牌之间定位清晰、风格鲜明。其中，“JORYA”和 JORYA weekend”是公司目前的高端品牌，处于国内自主高端女装品牌的第一集团，并在一定程度上具备与国际一、二线品牌在国内市场竞争的能力。

图 2：欣贺股份品牌矩阵

品牌	LOGO	来源	定位客户群	产品形象图	价格带
JORYA (卓雅)		1992 年创建	社会、文化、艺术、商业领域的精英名媛		2500-17000
JORYA weekend (卓雅周末)		2005 年创建	25-35 岁，经济独立稳定，对流行、时尚较为敏感的年轻都会女性		1000-8000

ANMANI (恩曼琳)		1993 年创建	25-35 岁的时尚女性		1980-12800
GIVH SHYH (巨式国际)			帅气、干练、简洁的都市女性		1280-8580
CAROLINE (卡洛琳)			28-38 岁时尚职业女性		1580-11880
AIVEI (艾薇)			25-38 岁都市精致女性		1080-8900
QDA			22-35 岁，追求个性化品质生活的女性		780-3800

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

JORYA 是公司定位最高、创立时间最早（90 年代初），品牌知名度和忠诚度最高的品牌。其主打高贵典雅的设计风格，针对社会各界的精英名媛；而 JORYA weekend 年轻前卫、时尚简约的风格则与 JORYA 主品牌高端典雅精致的风格形成互补。

卓雅周末（JORYA weekend）依托母品牌卓雅，主打设计款，发展电商渠道。与卓雅相比，卓雅周末目标客户为追求时尚、有个性的年轻女性，定价相较于母品牌 JORYA 低，约 1000-8000 元。卓雅周末主打时尚设计，实行线上快速反应策略，曾与安东尼不二兔等知名 IP 合作，推出联名设计款。

目前卓雅周末大力发展线上销售渠道，通过相对较低的定价以及电商渠道的拓展，卓雅周末在扩大销售规模的同时，也通过吸引新的客户群体，为母品牌卓雅实现了潜在客户的储备积累。

表 4：卓雅周末营收情况

(单位：百万元)	2017	2018	2019
品牌收入	160.59	170.61	224.77
YOY		6.24%	31.74%
线上收入	16.59	30.31	66.23
YOY		82.70%	118.51%
占品牌收入比重	10.33%	17.77%	29.47%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

在其他品牌中，艾薇(AIVEI)是目前增速较快的子品牌。艾薇立足线上，注重消费场景化。艾薇客户群主要为 25-38 岁都市精致女性，价格区间 1000-9000，品牌起初风格定位小洋装，现偏向于甜美系风格。未来艾薇将持续发展线上经营，采取快速反应策略，致力于推出爆款产品，以实现利润快速增长，为发展线下客户群做铺垫。

2.2. 创始人主导稳定高效的设计团队

公司实际控制人、品牌创意总监孙瑞鸿先生一直全面负责公司研发设计工作，其对时尚敏锐的把握度保证了公司设计方向的准确性。孙瑞鸿先生总 20 世纪 80 年底开始进入女装行业，积累了丰富的设计和管理经验，在 12 年 8 月被福布斯中文网评为“全球时尚界 25 位华人”，是业内公认的时尚领军人物之一。

在孙瑞鸿先生的领导下，截至 2020 年 6 月 30 日，公司已成立 379 人的研发设计团队。团队设计师大多拥有 5 年以上从业经验。同时公司自成立以来一直注重研发设计投入，18-20 年平均公司研发设计支出 6300 万，占主营业务收入的比例平均比例为 3.4%。在持续的投入下，公司每年均推出超 4,000 款新款产品，凸显了公司较强的设计能力。

公司对旗下的 7 个子品牌实现分品牌管理，每个品牌均拥有独立设计室，拥有独立的设计团队。每个团队都有独立的设计总监（首席设计师）领衔并搭配了完整的设计团队，保证了各个品牌之间的独立性和差异化。

2.3. 多年累积优秀自营能力，VIP 人数稳步增长扩大公司基本盘

公司自 15 年起开始关闭经销门店，并在此后逐步推动直营化改革。在 15 年经历行业低谷的过程中，公司开始了关闭加盟模式转型直营模式的进程。公司的自营渠道分为两种，一种是传统的直营渠道，一种是管理商渠道。在管理商模式下，管理商仅负责门店运营（部分负责提供场地）并不拥有货品所有权，这既降低了管理商的资金压力，又有利于公司对终端渠道的控制。公司会最终根据销售业绩与管理商进行分成。

公司的总渠道数量在 14 年开始迅速减少，但自营渠道数量却在迅速增加。其中一方面，公司自 15 年开始不断投入加大直营比例；另一方面公司也在不断推动优质经销商转为管理商，这在降低经销商运营风险的同时大大提升了公司的渠道管理能力，也保证了在当地拥有资源的管理商能够继续与公司进行合作。

表 5：欣贺股份渠道数量拆分

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
公司渠道数量	757	697	617	590	600	570	524
YOY	-0.1%	-7.9%	-11.5%	-4.4%	1.7%	-5.0%	-8.1%
自营渠道数量	331	352	351	397	454	446	419
YOY	2.5%	6.3%	-0.3%	13.1%	14.4%	-1.8%	-6.1%

直营渠道数量	76	106	126	178	216	209	
YOY	26.7%	39.5%	18.9%	41.3%	21.3%	-3.2%	
管理商渠道数量	255	246	225	219	238	237	
YOY	-3.0%	-3.5%	-8.5%	-2.7%	8.7%	-0.4%	
经销渠道数量	426	345	266	193	146	124	105
YOY	-2.1%	-19.0%	-22.9%	-27.4%	-24.4%	-15.1%	-15.3%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

在渠道结构的变化下，公司自营业收入比例大幅提升，更重要的是让公司提升了对终端渠道的掌控能力。目前欣贺的两大主品牌 Jorya 和 JW 线下部分已完全直营，公司整体线下经销收入也已仅占整体收入的 5%。

我们认为，直营体系的全面搭建让公司一方面可以让公司对终端门店销售、库存及配送情况等各方面进行实时掌控，并对门店的营销策略、陈列装修、导购培训进行统一，保证客户体验。

另一方面直营体系让公司对于 VIP 客户能够全面掌握，对于 Jorya 这样的高端品牌来说，VIP 客户占据了生意非常重要的部分。将全体系的 VIP 客户掌握在公司直营体系中，能够让公司进一步提升对会员体系的挖掘和维护，也能够让公司尽快将会员数据对市场变化做出反应。

同时，欣贺在今年完成了新的绩效改革机制，进一步加强了店员薪酬与销售额之间的关系，进一步提升了销售人员的积极性。

在公司管理能力的持续提升下，我们看到 18、19 年直营店店效表现出了明显的增长趋势。这样的趋势也同样延续到了 21H1，我们预计 21H1 公司直营店效相较 19 年会继续有 10%以上的提升。

表 6：欣贺股份收入拆分

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
公司收入	2202	1798	1430	1628	1754	1956	1833
YOY	5.90%	-18.36%	-20.48%	13.84%	7.76%	11.54%	-6.30%
直营收入	1126	958	844	1111	1348	1503	1329
YOY	5.69%	-14.93%	-11.86%	31.55%	21.37%	11.51%	-11.59%
占比	51%	53%	59%	68%	77%	77%	73%
报表直营店效(百万)	3.40	2.72	2.41	2.80	2.97	3.37	3.17
YOY		-20.01%	-11.60%	16.31%	6.13%	13.51%	-5.90%
经销收入	872	654	454	313	182	165	86
YOY	12.41%	-24.98%	-30.59%	-31.09%	-41.90%	-9.03%	-47.88%
占比	40%	36%	32%	19%	10%	8%	5%
电商收入			139	148	177	265	385
YOY				6.43%	19.87%	49.77%	45.54%
占比			10%	9%	10%	14%	21%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

产品力出色+直营体系健全，公司的会员人数不断增长，成为公司业绩坚实保障。公司一方面有风格多样的 VIP 回馈活动，另外也对金卡、白金卡客户提供 8.5-9 折的购物优惠。在不断扩大的 VIP 数量上，公司通过微博、微信等新媒体工具与其不断进行互动，

并分析其数据促进产品和营销活动的提升。公司主品牌基本保持在 1 位销售服务 10 位 VIP 的范围，保证了每位 VIP 都能享受到非常完善的服务。

稳定的 VIP 体系是公司各品牌尤其是主品牌 Jorya 未来业绩稳定增长最重要的保障。我们估计 Jorya 超过一半的客户都是公司核心客户，稳定消费每年超过 2 次的客户超过 2 万人，这为公司业绩增长提供了坚实保障。

表 7：欣贺股份会员数量

	2017	2018	2019
会员数量（万人）	33	44	63
VIP 有效客户数（万人）	12	22	33
VIP 客户活跃数（万人）	5.9	8.15	12.02
消费总额（亿元）	9.3	12.1	12.6
人均消费（万元）	1.58	1.48	1.05

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3. 信息化打造+电商发力，为欣贺长期发展打开天花板

在基本盘稳定增长的基础上，公司也在探索打开原有业务天花板的方式。最近的人事任命中，任命了两位年轻的管理层，开启了在信息化和电商发力的方向。公司于 5.25 任命孙柏豪先生及高云龙女士为公司副总经理，其中孙先生出生于 1992 年，毕业于英国伯明翰大学，与公司董事长孙瑞鸿为父子关系，其原先为公司人力资源总监及信息管理部总监。孙先生在 18 年之后便主推信息化改革，在担任公司高管后我们相信孙先生将会进一步将公司的信息化改革进一步深入。

高女士出生于 1989 年并拥有日本留学经历，自 14 年便进入公司，17 年开始主管电商。在高女士加入后，公司的电商部门开启了打造电商专属供应链、销售加速增长的阶段。目前高女士也已接手 Jorya 品牌，我们认为在其推动下公司的电商有望成为未来公司业绩增长的重要推力。

3.1. 年轻管理层重塑电商体系，为公司打开增长空间

年轻管理层推动电商新体系，线上渠道将会成为为公司打开天花板的重要平台。在服装公司中，欣贺是较晚开始开启线上销售的公司。公司在 17 年前均以清库存为主要目的，直到 17 年之后公司开始大力开拓线上专供款，重组快反供应链，带动线上渠道开启高速增长。

表 8：欣贺股份电商收入拆分

（单位：百万元）	2017	2018	2019	2020
电商收入	147.54	176.85	264.86	385.48
YOY	6.43%	19.87%	49.77%	45.54%
毛利率	70.6%	68.3%	64.9%	63.7%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司的电商部门由 14 年进入公司并在 21 年成为副总经理的高云龙女士负责。其根据线上完全不同的消费价格带以及货品需求，在主品牌供应链之外重新打造供应链体系，建立了与主品牌讲究品质工艺独立的、以快反为主的供应链体系。

公司的线上团队，已逐步具备了通过实时了解各个款式的销售情况，分析消费者偏好，针对性设计出畅销服装款式；并依靠采购和生产部门通过加强对供应商、外协和自制生产的管控，缩短供应时间的能力。

从销售产品的特点来看，一方面公司在线上的产品价格带明显低于线下；同时电商专供款的销售额也在快速增长，成为支撑公司电商提速增长的主要推动力。

表 9：欣贺股份电商销售单价

	2017	2018	2019
天猫+京东欣贺产品客单价(元/件)	1326	1246	1367
电商专供款销量(件)	86027	283522	516470
YOY		230%	82%
电商专供款产量占比	10.38%	25.02%	31.10%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

从品牌上来看，公司在线上的主打产品是价格相对偏高的 JW 品牌，以及价格相对偏低的艾薇品牌。我们认为一方面 JW 品牌有望借助 Jorya 本身在线下较强的品牌力在线上扩大消费群体，同时也为 Jorya 未来储备消费者；另一方面艾薇的发展便是依靠快速反应的价格体系在线上尽可能快地扩大销售规模。

我们认为，相对于欣贺线下较高的价格而言，欣贺在线上的销售价格带有着更大的消费客群同时也能保证较高的利润率水平。一方面 1000 左右的产品单价能够保证更大的消费客群，这将是公司扩大销售规模的关键一环；另一方面这样的价格带在电商自营的运营模式下也保证了 60%以上的毛利率以及 20%以上的净利率，保证在收入规模增长的同时也能为公司提供足够利润支持。

长期来看，我们认为线上渠道相对较低的价格带将是公司扩大销售额的重要发展方向之一；公司能否依靠前端数据分析能力以及打通的数字化供应链体系，为更大规模的销售提供支撑将会是支撑长期发展关键。相较于 Jorya 高品质、高时尚度、高价格的产品，电商产品线价格较低、消费群体更大，但变化更快的消费者口味也对公司供应链体系提出了全新的要求。公司能否为 JW 和艾薇为首的线上品牌搭建能够支撑起其高速发展的前端信息化数据分析能力和一体化打通的数字化供应链体系，将会是公司未来发展的关键。

3.2. 信息化：公司在女装行业长期发展的真正基石

我们认为依靠信息化一方面快速捕捉前端消费者变化信息、另一方面打通供应链上下游信息，是保证公司在迅速变化的女装市场保持长期健康增长的基石。自孙总在 18 年回到公司之后，公司的信息化建设便已开始逐步推动。目前已初步构建了包括产销存管理、采购管理、VIP 客户管理等功能整合的 ERP 系统，初步实现了商流、物流、资金流的统一。

3.2.1. 智能化物流中心初步落成，为信息化打下坚实基础

公司在 20 年疫情下依旧自主建设了智能化的生产集物流配送中心，进一步提升了采购、生产、仓储物流、销售等跨部门合作的协同性和工作效率。

公司物流配送中心采用了 WMS 仓储管理系统及 WCS 自动化控制系统为公司各品牌提供物流仓储及配送支持。通过大量应用机器人解决方案，降低了人工成本，提高了物流反应速度，同时运用 HAIQ 软件平台实现智能任务分配、库位优化及订单优化，使机器人可实时处理线上订单作业。在 20 年双十一中，首次启用的智能物流中心便完成了超

2 亿元的订单量处理工作。智能化的物流配送中心为公司实现“全渠道”和“新零售”的目标提供了有力保障。

图 3：欣贺股份智能物流园



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

在以上基础上，欣贺在小孙总的推动下，已将信息化作为了行业发展最重要战略方向之一。我们从公司的募集资金投入方向中便可以看到，在门店扩张之外，公司的两大投入方向便是信息化项目建设与仓储物流配送中心的建设。

3.2.2. 打通上下游数据，信息化建设持续推进

我们认为，公司希望依靠信息化体系搭建从供应链管理、建立科学数据为基础的决策体系以及提升产品适销率三个维度上为长远发展打下基础。

从提高供应链管理来看，公司希望通过 IT 系统对营销网络进行实时监控和动态管理，实时掌控终端销售趋势的变化；并最终通过信息系统的改造，实现对单个店铺销售情况的实时监控和管理，包括对店铺的门店业绩即时分析、产品价格的及时管理和货物的及时补充等。

在拥有前端数据后，公司希望通过对供应链管理信息管理系统、ERP 制造管理系统、物流协同平台等系统的建设，延伸覆盖产业链的各个环节；让整个供应链各个环节之间实现高效率的信息交换，实现产品设计、订货会、采购、生产、仓储及物流配送等供应链各个环节的高效协同，进一步加快供应链反应速度。

从帮助设计、提升产品适销度的维度，公司希望进一步建立情报系统，提高公司市场数据分析能力，让自己的研发设计团队借助及时、准确的市场数据分析，更加迅速、准确地预测市场走向，提升研发设计能力和产品适销率，提升公司竞争力。

从改进公司整体的决策体系上，通过深度的数据挖掘、分析，欣贺希望公司建立一套科学的、以有效信息数据为依据的决策体系，使公司决策者以全面、快捷、准确地了解其内部环境，保证决策的科学性与可行性，有效规避决策风险。

从具体的项目实施上，欣贺的信息化建设分为：IT 组织及基础设施建设、业务协同类系统建设（从零售到供应链各环节的协同打通）、业务运营类系统建设（从零售到供应链每个环节的数字化与信息化）、管理支持及决策分析（提升产品设计与管理层决策准确性）类系统建设四大方向。

图 4：欣贺股份信息化建设规划



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4. 财务分析：直营+电商见效，推动收入增长和利润率向上

4.1. 主品牌及线上两大品牌成为推动收入增长最大动力

公司在 17 年开始逐步恢复健康的成长态势，我们认为这与公司经销渠道转直营逐渐见效以及线上渠道逐步发力密不可分。

分品牌来看，主品牌 Jorya, JW 以及艾薇三大品牌是推动公司收入在 17-19 年保持平稳的关键。在渠道直营化的推动下 18、19 年均保持 10%左右的收入增速，其中渠道直营化之后的平效增长成为主要推动力，Jorya 的平效在 18/19 年分别增长 22%和 5%。

JW 的高增长则来自线上的高速增长。一方面虽然公司 JW 直营渠道在 19 年达到了 15%的增长势头，另一方面 JW 电商渠道在 18/19 年则分别达到了 83%和 119%，表现出了明确的增长态势。

除去 Jorya 和 JW，艾薇品牌也在 18、19 表现出色。作为主打 25-38 岁都市精致女性的品牌，艾薇将线上作为主要发力点，18、19 年线上增速分别达到 51%/73%。

表 10：欣贺分品牌收入及毛利率

(单位：百万元)	2016	2017	2018	2019
营业总收入	1487	1626	1752	1955
YOY	-17.20%	9.36%	7.77%	11.57%
毛利率	73.09%	75.21%	75.21%	74.60%
JORYA	527	647	709	781
YOY	-11.93%	22.90%	9.50%	10.17%

占比	35.43%	39.81%	40.45%	39.95%
JORYA Weekend	164	161	171	225
YOY	-20.33%	-2.31%	6.24%	31.74%
占比	11.05%	9.88%	9.74%	11.50%
AIVEI	179	171	193	238
YOY	-26.62%	-4.37%	12.63%	23.54%
占比	12.04%	10.53%	11.00%	12.18%
ANMANI	223	227	269	286
YOY	-28.86%	1.89%	18.40%	6.32%
占比	15.00%	13.97%	15.35%	14.63%
CAROLINE	192	223	222	244
YOY	-6.37%	16.54%	-0.46%	9.59%
占比	12.88%	13.73%	12.68%	12.46%
QDA	88	94	102	100
YOY	24.27%	7.15%	8.72%	-2.28%
占比	5.90%	5.79%	5.84%	5.11%
GIVH SHYH	114	102	87	82
YOY	-27.90%	-10.54%	-15.34%	-5.69%
占比	7.70%	6.30%	4.95%	4.18%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

分渠道而言，线下直营店效的提升和线上的高速增长则是公司增长的主要推动力。我们看到公司的自营渠道，一方面门店数量在17-19年有较明显的提升，另一方面自营门店店效也随着管理效率的提升持续保持着增长势头。

电商渠道方面，欣贺自从17年之后开始发力电商业务，19、20两年公司的电商收入都以超过40%的速度快速增长。

我们看到在21Q1，直营管理能力见效以及公司的强产品力双重叠加下，欣贺在21Q1已经表现出了很强的收入增长速度。

表 11：欣贺分渠道收入、店效拆分

(单位：百万元)	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	21Q1
收入	1429.83	1628	1754	1956	1833	544
YOY	-20.48%	13.84%	7.76%	11.54%	-6.30%	32.72%
自营收入合计	844.32	1111	1348	1503	1329	
YOY	-11.86%	31.55%	21.37%	11.51%	-11.59%	
自营渠道数量	351	397	454	446	419	
自营店效	2.41	2.8	3.0	3.4	3.2	
YOY	-11.60%	16.31%	6.13%	13.51%	-5.90%	
毛利率		79.3%	78.4%	78.4%	77.0%	
经销收入	453.97	313	182	165	86	
YOY	-30.59%	-31.09%	-41.90%	-9.03%	-47.88%	
经销渠道数量	266	193	146	124	105	
经销店效	1.71	1.6	1.2	1.3	0.8	

YOY	-9.97%	-5.02%	-23.19%	7.11%	-38.45%	
毛利率		64.5%	60.5%	57.3%	57.0%	
电商收入	138.63	148	177	265	385	
YOY		6.43%	19.87%	49.77%	45.54%	
毛利率		70.6%	68.3%	64.9%	63.7%	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4.2. 毛利率、净利率 17 年以来保持稳定

直营占比提升，保证公司毛利率在 17~19 年整体保持稳定。分渠道来看，（1）直营渠道毛利率虽略有下降但是整体保持稳定，同时直营收入的占比也在持续增加。

（2）经销商渠道随着收入规模的下降，其毛利率也出现了较大幅度的下降，至 20 年底经销商渠道占收入比例已经很小。

（3）电商渠道由于公司策略性加大了特供款占比，因此毛利率有所下降；但是特供款占比的增加也让电商的销售占比不断提升。

因此综合来看，虽然公司加盟和电商渠道的毛利率有所下降，但由于线下直营渠道毛利率的稳定，以及直营的电商渠道收入占比的提升，公司整体毛利率在 17-19 年依旧保持在稳定的水准。

表 12：公司分渠道毛利率

(单位：百万元)	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31
收入	1628	1754	1956	1833
YOY	13.84%	7.76%	11.54%	-6.30%
毛利率	75.31%	75.23%	74.68%	72.03%
自营收入合计	1111	1348	1503	1329
YOY	31.55%	21.37%	11.51%	-11.59%
毛利率	79.3%	78.4%	78.4%	77.0%
占比	68.2%	76.9%	76.8%	72.5%
经销收入	313	182	165	86
YOY	-31.09%	-41.90%	-9.03%	-47.88%
毛利率	64.5%	60.5%	57.3%	57.0%
占比	19.2%	10.4%	8.5%	4.7%
电商收入	148	177	265	385
YOY	6.43%	19.87%	49.77%	45.54%
毛利率	70.6%	68.3%	64.9%	63.7%
占比	9.1%	10.1%	13.5%	21.0%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

整体来看，公司在疫情前的利润率整体保持稳定；线下直营业务收入扩大以及高利润率的线上业务占比提升，带动 21Q1 利润率拐点出现。欣贺的销售费用率在 18、19 年相较 17 年有较明显提升，主要由于直营占比的提升导致销售费用率的上升。

但我们看到随着线下直营销售收入的不断扩大和高利润率的线上业务收入占比提升，21Q1 开始公司的销售费用率开始出现明显向下的拐点。

同时随着公司收入规模的扩大，欣贺的管理费用率和研发费用率一直表现出下降的

趋势。同时公司的资产减值（主要为存货）绝对值则在近几年保持稳定。

因此我们看到，21Q1 随着直营业务拐点到来以及线上业务占比的提升，欣贺的利润率正在迎来明显向上的拐点趋势中。

表 13：欣贺股份费用率拆分

	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2021Q1
毛利率	75.3%	75.2%	74.7%	72.0%	73.77%
销售费用率	43.5%	46.2%	45.8%	45.1%	38.5%
管理费用率	4.8%	4.1%	3.8%	4.0%	3.5%
研发费用率	4.1%	3.7%	3.4%	3.2%	2.8%
资产减值损失	104	96	97	118	32
资产减值损失/收入	6.4%	5.5%	5.0%	6.4%	5.9%
营业利润率	16.3%	15.9%	16.8%	13.3%	23.8%
净利率	11.8%	11.7%	12.3%	9.7%	17.4%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4.3. 存货由于直营战略短期有所增加，但同样已逐步好转

存货在 17 年以来上升明显，但 21Q1 开始表现出明显修复势头。由于 17 年以来的加盟转直营战略，欣贺的存货总额以及存货周转天数一直处于提升状态。但是我们认为，随着目前直营店效的持续增长，公司未来存货周转天数将会出现明显下降的趋势，在 21Q1 公司的存货绝对值在收入的强劲增长下反而下降至 5.8 亿，表现出了良好的复苏趋势，藏起公司希望存货周转下降至 160-170 天。

同时，从经营性现金流角度，我们看到 20 年在存货下降的大背景下，公司经营性现金流也出现明显拐点。

表 14：欣贺股份存货、现金流拆分

	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31
存货（百万元）	460.2	595.6	764.8	664.2
存货周转天数（天）	404	436	492	502
一年以上产成品（百万元）	251.9	286.6	315.6	303.7
一年以上产成品占整体产成品比例	57%	51%	51%	58%
经营性现金流绝对值（百万元）	306.94	215.44	191.79	506.33
YOY	-14%	-30%	-11%	164%

资料来源：WIND，浙商证券研究所

5. 盈利预测和投资评级

5.1. 盈利预测：线下进入扩张新周期，线上保持高增速

线上线下载头并进，收入端有望快速放量。首先从线下维度：一方面公司在 21 年正在重启门店扩张进度，在 20 年 524 家门店的基础上每年预计都会有较大规模的开店计划。

(1) 门店数量的空间上，公司目前 7 个品牌 524 家门店（主品牌 Jorya 门店数 150 家左右）相较竞争对手仍有较大提升空间。作为参照歌力思 20 年旗下 5 个品牌总计门店数量 550 家，其中主品牌歌力思门店数量 289 家。从价位相近的主品牌来看，Jorya 仍有一倍的增长空间。同时，价格稍低的地素时尚，两大主品牌 20 年门店数量总计 1091 家。

以欣贺本身比较，公司14年在调整经销门店前门店数量就已达到757家；公司认为随着直营体系的理顺，过去关闭门店的地区已经可以重新开店，其目前几个品牌完全有能力支撑近800家门店的体量。

(2) 同店的驱动因素提升上，一方面公司主品牌本身在产品的提升下，16-19年销售单价均有双位数提升；另一方面依靠直营后更强的终端服务，消费者的转化率和连带率也有更高的提升空间。以同样依靠零售改革提升店效的地素为例，其旗下两个主品牌在18年至今都保持了很高的同店增速。

表 15：欣贺分渠道盈利预测

DAZZLE	2018	2019	2020
收入	1232	1372	1484
YOY	7.15%	11.36%	8.19%
其中：直营收入	258	200	247
YOY	-43.8%	-22.6%	23.6%
直营单店店效	2.42	2.79	3.26
YOY	11.31%	15.46%	16.86%
其中：直营渠道数量	199	189	183
d'zzit	2018	2019	2020
收入	684	813	865
YOY	6.88%	18.82%	6.32%
其中：直营收入	289	359	372
YOY	3.9%	24.0%	3.9%
直营单店店效	2.10	2.44	2.57
YOY	9.91%	16.44%	5.29%
其中：直营渠道数量	138	147	145

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

另外从线上销售角度，我们看好公司在线上依靠JW和大众品牌在线上的持续投入以及在信息化的持续升级，继续保持高增速。目前欣贺线上收入体量仅3.9亿，横向对比来说地素的线上规模20年收入3.7亿但其产品售价集中在与公司JW接近的价格带区间；若我们观察与艾薇等线上品牌价格相近的大众服饰，太平鸟20年线上销售收入已经达到28亿，与之相比欣贺有着长足的规模增长空间。

因此整体来看，我们预计公司收入21~23年的复合增速有望达到30%左右。

表 16：欣贺分渠道盈利预测

	2020	2021E	2022E	2023E
收入(百万元)	1833	2542	3197	3980
YOY	-6.30%	38.69%	25.76%	24.48%
自营收入合计(百万元)	1329	1846	2321	2873
YOY	-11.59%	38.90%	25.75%	23.77%
自营渠道数量(家)	419.00	489.00	559.00	629.00
自营店效(万元/家)	3.17	3.78	4.15	4.57
YOY	-5.90%	19%	10%	10%
经销收入	86	108	119	130
YOY	-47.88%	25.71%	9.77%	9.57%

经销渠道数量 (家)	105	110.00	115.00	120.00
经销店效 (万元/家)	0.82	0.99	1.03	1.09
YOY	-38.45%	20%	5%	5%
电商收入 (百万元)	385	559	727	945
YOY	45.54%	45.00%	30.00%	30.00%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

利润率角度看, 我们认为在 21 年利润率复苏之后公司的利润率有望保持稳中有升的状态。一方面随着公司电商、和线下直营业务收入占比的提升, 公司毛利率有望继续稳步提升。

同时随着公司规模扩大和运营效率的提升, 公司的销售费用率在 21 年有望出现明显下降并在未来保持稳定。整体来看, 我们认为公司利润率在 21 年出现明显增长之后有望在未来保持稳定。

因此总结来看, 公司的净利润在 21~23 年有望保持高速增长。

表 17: 欣贺费用率净利率预测

(单位: 百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	72.0%	73.9%	74.0%	73.9%
销售费用率	45.1%	38.5%	38.5%	38.3%
管理费用率	4.0%	3.7%	3.7%	3.5%
研发费用率	3.2%	2.8%	2.8%	2.8%
净利润	178	374	498	635
YOY	-26.4%	110.1%	30.7%	29.7%
净利率	9.7%	14.7%	15.3%	15.9%

资料来源: WIND, 浙商证券研究所

从估值角度来看, 相较于其他中高端女装品牌欣贺与其估值水平接近, 但是我们看到欣贺相较于其他女装品牌有着更高的业绩增速。我们认为目前欣贺的高增速对应其估值相较于其他中高端女装性价比明显。

表 18: 中高端女装估值对比

	2020	2021E	2022E	2023E
欣贺股份净利润 (百万元)	178.3	374.5	489.4	635.0
欣贺股份 P/E	41.5	20.8	15.9	12.3
欣贺股份利润增速	-26.4%	110.1%	30.7%	29.7%
地素时尚净利润 (百万元)	629.9	728.4	842.0	971.9
地素时尚 P/E	19.7	17.0	14.7	12.7
地素时尚利润增速	0.9%	15.6%	15.6%	15.4%
歌力思净利润 (百万元)	445.0	363.9	430.3	498.1
歌力思 P/E	9.9	16.4	13.9	12.0
歌力思利润增速	24.8%	-18.2%	18.3%	15.8%

资料来源: WIND, 浙商证券研究所

5.2. 投资建议

我们认为, 欣贺股份在产品设计本身就有很强的竞争力的基础上, 正逐渐培育出出色的直管管理能力, 这让我们相信公司的主品牌在线下有望保持稳健的扩张势头。与此

同时，公司新任管理层的加入带来的信息化变革以及线上突破将会为公司发展打开长期天花板，这也将成为公司不断做大的重要推动力。

因此在线下基本盘稳步扩大叠加线上持续放量的双轮驱动下，我们认为公司在未来几年将会表现出稳定的高速增长。我们预计公司 21~23 年净利润 3.7/5.0/6.0 亿，增速 110%/32%/21%，对应估值 20X/15X/12X；目前估值与增速相较同业具备性价比，首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

- 1、公司迎来门店扩张周期，但面临新开门店区域销售不及预期的情况，可能导致公司整体利润率不及预期；
- 2、公司线上增长是增长的重要推动力，但是线上市场竞争激烈，存在公司线上业务发展不及预期的情况
- 3、疫情若再次出现波动有可能导致公司销售收入不及预期，同时存货再次增长

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,577	2,906	3,165	3,652	营业收入	1,833	2,542	3,197	3,980
现金	1,678	1,792	1,900	2,101	营业成本	513	663	833	1,039
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	20	25	32	40
应收账款	150	232	226	339	营业费用	826	979	1,231	1,524
其它应收款	67	79	104	123	管理费用	72	94	118	139
预付账款	10	17	25	27	研发费用	59	71	90	111
存货	664	779	904	1,054	财务费用	(8)	(18)	(17)	(22)
其他	8	7	7	7	资产减值损失	(118)	(110)	(128)	(149)
非流动资产	1,011	1,073	1,242	1,402	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	9	7	15	19
固定资产	304	488	666	836	营业利润	244	508	664	861
无形资产	92	98	95	92	营业外收支	(2)	(1)	(1)	(2)
在建工程	461	300	300	300	利润总额	241	507	663	860
其他	153	187	180	174	所得税	63	133	173	225
资产总计	3,588	3,979	4,407	5,054	净利润	178	374	489	635
流动负债	666	743	828	1,029	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	178	374	489	635
应付款项	278	196	220	299	EBITDA	248	722	681	881
预收账款	0	125	153	193	EPS(最新摊薄)	0.42	0.88	1.15	1.49
其他	388	421	454	537	主要财务比率				
非流动负债	2	65	66	67		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	2	65	66	67	营业收入	-6.7%	38.7%	25.8%	24.5%
负债合计	668	808	894	1,096	营业利润	-26.1%	108.6%	30.7%	29.7%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	-26.4%	110.1%	30.7%	29.7%
归属母公司股东权益	2,920	3,171	3,513	3,958	获利能力				
负债和股东权益	3,588	3,979	4,407	5,054	毛利率	72.0%	73.9%	73.9%	73.9%
					净利率	9.7%	14.7%	15.3%	16.0%
					ROE	7.3%	12.3%	14.6%	17.0%
					ROIC	5.9%	11.4%	13.6%	15.6%
					偿债能力				
					资产负债率	18.6%	20.3%	20.3%	21.7%
					净负债比率	22.9%	25.5%	25.4%	27.7%
					流动比率	3.9	3.9	3.8	3.5
					速动比率	2.9	2.8	2.7	2.5
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
					应收帐款周转率	12.3	13.0	13.0	13.0
					应付帐款周转率	2.0	2.8	4.0	4.0
					每股指标(元)				
					每股收益	0.42	0.88	1.15	1.49
					每股经营现金	1.19	1.33	1.26	1.60
					每股净资产	6.84	7.43	8.23	9.28
					估值比率				
					P/E	43.8	20.8	15.9	12.3
					P/B	2.7	2.5	2.2	2.0
					EV/EBITDA	24.7	8.3	8.7	6.5

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	506	570	537	682
净利润	178	374	489	635
折旧摊销	15	233	35	43
财务费用	(6)	(18)	(17)	(22)
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	87	(138)	(102)	(133)
其他	232	118	132	158
投资活动现金流	(97)	(402)	(317)	(334)
资本支出	168	658	211	211
长期投资	0	0	0	0
其他	(71)	(256)	107	124
筹资活动现金流	774	(53)	(112)	(147)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	774	(53)	(112)	(147)
现金净增加额	1180	114	108	201

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>