

欣贺股份(003016.SZ)

点评报告

公司研究——纺织服装

证券研究报告

为什么电商及可比同店可实现高速增长

——欣贺股份跟踪点评

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

报告导读

从产品、供应链、激励机制等维度全面解读欣贺股份的电商及可比同店高速增长的核心驱动力。

投资要点

□ 为什么电商可实现高速增长？

公司电商自2018年发力，2020-2021年持续兑现高增速预期。公司自2017年起逐步拓展电商业务，最初定位为线下门店的补充渠道。2018年公司意识到电商渠道的重要性并开始发力，同年推出电商专供款产品。2019年公司重点完善了电商平台的基础建设，包括供应链优化、款式多元化等，当年电商增速高达50%。2020年公司电商在疫情的逆势下再次实现46%的高增长。目前公司已与天猫、唯品会等头部电商平台建立稳定的战略合作关系，并持续开拓抖音、小红书等新电商渠道。我们预计2021年电商收入有望持续加速。下面将从产品、渠道与品牌力三个方面分析公司电商持续高增长的原因：

- ✓ **保持多品牌运作，保障品牌矩阵多样性与原创性。**公司线上端也保持了与线下统一的多品牌运行策略，从而保障客户群体和产品的差异化与多元性。目前，公司已形成以卓雅主品牌为先锋，艾薇、卡洛琳、恩曼琳等品牌为第二梯队的品牌矩阵。与此同时，公司各品牌的电商专供款均拥有独立的开发设计团队，保证了各品牌之间的独立性和原创性，同时公司以单款贡献率为考核指标，鼓励设计师打造爆款单品，提升电商专供款的竞争力和吸引力。
- ✓ **信息化运营，数据分析反作用于产品开发。**公司近年来持续打造信息化运营，并通过两种方式来帮助设计、提升产品适销度：其一是通过公司拥有前端消费者行为数据提供对于产品的设计开发支持，使得公司产品更符合消费者流行的市场需求；其二是在保持公司自身DNA的基础上，通过对优秀同行的竞品调研（数据会强调区分不同地域、不同商场的差异性），实现对优秀元素的吸纳与整合。
- ✓ **小步快走战略，柔性供应链显著改善库存周转率。**公司在电商上秉持小步快走的策略，持续不断地优化和完善后端的供应链，根据市场的需求来倒逼柔性供应链。通过销售初期的加购、转换率等数据分析，进行精确的追加，最大限度地保证了销售机会的基础上，实现库存周转率持续提升。
- ✓ **消费群体日渐扩大，多点触达建立强认可度。**公司目前在电商服装领域具有较大的市场占有率，与此相对应的是消费者对线上品牌的高粘性和高认可度。同时，公司通过时尚活动、时尚杂志推广、影视化、VIP活动等多种方式，并结合微信、微博、互联网等新媒体，全方位、立体的宣传公司品牌文化、品牌形象，持续培养更多的潜在客户。

评级

买入

上次评级 买入
当前价格 ¥ 15.79

单季度业绩

元/股

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



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，ANM ANI、GIVHSHYH、CAROLINE、AIVEI 和 QDA 定位中高端的金字塔式品牌架构。

相关报告

- 《欣贺股份深度报告：渠道扩张新周期来临，电商及信息化打开成长天花板》2021-07-12
- 《欣贺股份：高端女装再发力，迈入成长新阶段》2021-08-03

报告撰写人：马莉

联系人：林骥川、詹陆雨

□ 为什么可比同店可实现高速增长？

根据公司披露数据，我们测算欣贺 2017/2018/2019 年可比同店增速分别为 16%/6%/14%，2020 年受疫情影响短暂下滑。2021 年我们预计相较于 2019 年的双位数可比同店增速有望延续，这将带来净利润率的明显提升。同店高速增长的背后，是公司在直营化之下更强的终端零售管理能力，具体体现为以下几方面：

- ✓ **从设计端到终端零售全面协同，提升连带率与复购率。** 1) 在设计端，公司需要通盘考量不同产品类别的开发比例，在连衣裙等重点品类之外，还需要保证上衣、短裤、短裙等基础款的开发数量，以增强产品的可搭性。2) 在陈列端，公司提出“搭配陈列”的概念，即在门店内将单品经过搭配后进行陈列，直观展现整体穿搭效果。3) 在导购端，对导购进行销售培训和连带率的考核，让导购可以最直接、快速地为消费者进行搭配推荐。4) 在会员端，将会员纳新作为重要考核指标，欣贺的 VIP 人数从 17 年的 33 万人快速增长至 20H1 的 71 万人，这将成为公司销量持续增长的重要保障。在多个环节的努力下，公司整体连带率从 2019 年的 1.7 提升至目前的 2.1-2.2，并正朝今年 2.5 的目标迈进。
- ✓ **员工绩效奖励与考核指标直接挂钩，激发门店经营活力。** 公司于今年将连带率、售罄率、动销率、折扣率等数据列为终端员工的月度绩效考核指标，以加减分的形式与员工收入直接挂钩，以售罄率为例，卓雅品牌的标准为 75%，非卓雅品牌的标准为 70%，若员工未达到相应指标，则每降低 1% 均会在薪资上做相应扣减。此外，公司还以考核指标为标准，向所有员工发放月度、年度绩效奖。激励政策的调整对门店经营具有十分明显的导向作用，极大激发了员工的经营动力。
- ✓ **加码信息化建设，提升柔性供应链管理效率。** 1) 公司的快反能力提升。在对零售系统、ERP 财务管理系统、订货会管理系统等升级优化后，大大缩短订货、采购、生产、销售的运转周期，在货品上市后，能够针对市场变化和顾客需求快速反应，精准、及时地追加对应款式的货品，大大提高了翻单的频次与速度。2) 公司对货品的调配能力增强。近两年公司对订货流程做出优化，在评审制和配货制的基础上，于去年建立了云仓系统，更好地解决了货品流通问题（以往一年四次订货会，各区域、门店的货品流通性较差，在尺码、款式上无法及时补仓和调配），从而从公司层面去最大化售罄率。

□ 盈利预测及目标价空间

21H1 欣贺归母净利润 1.89 亿 (+155%)，其中 Q2 淡季仍旧保持了与 Q1 相同的利润规模。我们预计公司 21~23 年归母净利润 4.0/5.3/6.9 亿，对应增速 126%/32%/31%，对应估值仅 17/13/10X。

结合公司增长质量和持续性，按照 2021 年 25 倍对应 100 亿市值（当前 68 亿市值，账上 16.2 亿现金），当前股价仍有近 50% 的空间，维持“买入”评级。

□ 风险提示

疫情反复导致终端消费不及预期

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	1833.1	2489.8	3115.6	3892.1
(+/-)	-6.7%	35.8%	25.1%	24.9%
净利润	178.3	402.2	528.7	693.3
(+/-)	-26.4%	125.6%	31.5%	31.1%
每股收益 (元)	0.42	0.94	1.24	1.62
P/E	38.2	16.9	12.9	9.8

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	2,885	3,195	3,689	营业收入	1,833	2,490	3,116	3,892
现金	1,678	1,858	1,994	2,247	营业成本	513	629	769	958
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	20	25	31	39
应收账款	150	224	222	331	营业费用	826	951	1,190	1,475
其它应收款	67	76	102	120	管理费用	72	90	111	136
预付账款	10	16	23	25	研发费用	59	70	87	109
存货	664	705	848	959	财务费用	(8)	(18)	(19)	(24)
其他	8	7	7	7	资产减值损失	(118)	(100)	(120)	(136)
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	16	21
固定资产	304	488	666	836	营业利润	244	546	717	940
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	545	716	939
其他	153	187	180	174	所得税	63	142	187	246
资产总计	3,588	3,958	4,436	5,092	净利润	178	402	529	693
流动负债	666	702	810	979	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	402	529	693
应付款项	278	172	212	267	EBITDA	248	759	733	958
预收账款	0	120	151	188	EPS (最新摊薄)	0.42	0.94	1.24	1.62
其他	388	410	447	524	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%	35.8%	25.1%	24.9%
负债合计	668	768	876	1,046	营业利润	-26.1%	124.0%	31.5%	31.1%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	-26.4%	125.6%	31.5%	31.1%
归属母公司股东权益	2,920	3,190	3,560	4,046	获利能力				
负债和股东权益	3,588	3,958	4,436	5,092	毛利率	72.0%	74.7%	75.3%	75.4%
					净利率	9.7%	16.2%	17.0%	17.8%
					ROE	7.3%	13.2%	15.7%	18.2%
					ROIC	5.9%	12.2%	14.5%	16.7%
					偿债能力				
					资产负债率	18.6%	19.4%	19.7%	20.5%
					净负债比率	22.9%	24.1%	24.6%	25.9%
					流动比率	3.9	4.1	3.9	3.8
					速动比率	2.9	3.1	2.9	2.8
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.7	0.7	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	0.94	1.24	1.62
					每股经营现金	1.19	1.48	1.33	1.73
					每股净资产	6.84	7.48	8.34	9.48
					估值比率				
					P/E	38.2	16.9	12.9	9.8
					P/B	2.3	2.1	1.9	1.7
					EV/EBITDA	20.7	6.5	6.6	4.8

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	506	631	567	737
净利润	178	402	529	693
折旧摊销	15	233	35	43
财务费用	(6)	(18)	(19)	(24)
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	87	(93)	(102)	(121)
其它	232	107	124	144
投资活动现金流	(97)	(398)	(311)	(324)
资本支出	168	658	211	211
长期投资	0	0	0	0
其他	(71)	(260)	100	114
筹资活动现金流	774	(53)	(121)	(159)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	774	(53)	(121)	(159)
现金净增加额	1180	180	136	254

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“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>