

2021年08月29日

直营、电商维持高增，净利率大幅提升

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:	18.69/8.5
目标价格:		总市值(亿)	60.87
最新收盘价:	14.1	自由流通市值(亿)	15.04
		自由流通股数(百万)	106.67

事件概述

公司 2021H 收入/归母净利/扣非归母净利分别为 10.47/1.92/1.87 亿元、同比增长 35%/160%/170%、较 2019H 增长 16%/71%/70%，符合预期。经营性现金流/净利为 129%、同比下降 94PCT、较 2019H 提高 41PCT。21Q2 收入/归母净利/扣非归母净利为 5.03/0.98/0.94 亿元，同比增长 38%/183%/169%。

分析判断:

直营、电商维持高增长，直营店效较疫情前双位数增长。2021H 公司自营/电商/经销/其他收入分别为 7.48 /2.30 /0.51 /0.10 亿元、同比增长 33%/38%/71%/-16%、较 19H 增长 119%/138%/-29%/-97%。截至 2021H 末，公司共有 506 家门店（直营/加盟分别为 405/101 家）、上半年净关闭 18 家（直营/加盟分别净关闭 13/5 家），直营/加盟店数同比 20H 末净关闭 7.53%/9.82%，推算 2021H 直营店效/加盟单店出货分别为 184/51 万元、同比增长 44%/90%、较 19H 增长 13%/-7%；2021H 末直营/加盟单店面积分别为 169/117 平方米，推算 2021H 直营平效/加盟单平出货分别为 1.09/0.43 万元。2021H 公司在天猫/唯品会平台的 GMV 分别为 1.03/1.05 亿元、扣点分别为 13%/0.1%、退货率分别为 57%/69%。分品类来看，**成衣收入增长、配件收入有所下降。**2021H 成衣/配饰收入分别为 10.28 /0.12 亿元、同比增长 35.76%/-13.72%。

线下毛利率恢复疫情前水平，线上毛利率较疫情前仍有下降。2021H1 毛利率为 75.11%、同比提高 3.66PCT、较 19H1 提高 0.17PCT；21Q2 毛利率为 76.55%、同比提高 3.73PCT。拆分来看，（1）分产品看，**成衣毛利率提升、配件毛利率有所下降。**成衣/配件毛利率分别为 75.35%/45.25%，同比提高 3.52/-2.94PCT；（2）分渠道看，**直营、经销、其他毛利率恢复疫情前水平，电商毛利率有所下降。**自营/电商/经销/其他销售毛利率分别为 79.82%/60.51%/69.35%/76.56%、同比提高 3.82/2.87/5.39/10.45PCT、较 19H1 提高 2.18/-5.77/8.16/ 18.37PCT。

净利率大幅提升。2021H1 净利率为 18.39%、同比提高 8.80PCT、较 19H1 提高 5.95PCT；21Q2 单季度净利率为 19.47%，同比提高 9.94PCT。**净利率上升主要得益于毛利率上升以及费用率下降。**从费用率看，2021H 销售/管理/研发/财务费用率分别为 39.23%/3.76%/3.11%/-1.25%、同比下降 6.65/-0.16/0.25/0.83PCT；销售费用大幅下降主要由于店铺装修减少；管理费用率增长主要由于员工薪酬增长、以及计提股权激励股份支付费用 271 万。资产减值损失为 5%、同比提高 1%，主要由于存货跌价损失增加。所得税/收入为 6.27%、同比提高 2.81PCT，主要由于经营利润率提高，从有效税率看，2021H 为 25%、同比下降 1PCT。

存货金额、结构均有改善。2021H 存货为 5.73 亿元、较年初下降 14%、同比下降 15%，存货周转天数为 428 天、同比下降 159 天、较 2019H 减少 48 天。2021H 存货跌价准备/存货账面价值为 45.21%、同比持平。从存货结构看，2021H 末，公司 1 年以内/1-2 年/2-3 年/3 年以上存货占比分别为 38%/26%/17%/19%，存货结构较 2020 年末略有改善、2020 年末占比分别为 39%/27%/17%/18%。2021H 应收账款为 1.81 亿元、同比增长 25%、较 2019H 增长 72%，应收账款周转天数为 29 天、同比下降 6 天、较 2019H 增加 8 天。

投资建议

我们认为，公司未来成长驱动来自线下加速、线上持续高增，盈利能力改善：（1）线下：开店加速—未来三年预期自营门店逐年净增 50 家至 469/519/569 家、20-23 年自营开店 CAGR11%；店效提升—年初至今店效较 19 年已提升 10%以上、未来 JR 和 JW 店效目标提升至千万元，预期 20-23 年自营店效 CAGR8%至 400 万元。（2）电商：电

商净利率 25%以上，电商专供款产销率逐步趋于正常水平，未来将逐步开拓抖音、小红书等新兴渠道合作。(3) 盈利能力：公司毛利率正常在 72%-74%波动、净利率正常在 11%-13%，未来将控制销售费用率并改善存货周转率从而提升盈利能力、21H 净利率已提升至 18%。维持 21/22/23 年归母净利分别为 3.64/4.32/5.08 亿元、目前股价对应 21/22/23 年 PE 分别为 17/14/12X，维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧风险、开店及店效改善不及预期的风险、设计不到位、供应链管理不足及存货周转难以改善的风险、系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,965	1,833	2,341	2,764	3,252
YoY (%)	11.7%	-6.7%	27.7%	18.1%	17.6%
归母净利润(百万元)	242	178	364	432	508
YoY (%)	17.8%	-26.4%	103.9%	18.8%	17.7%
毛利率 (%)	74.7%	72.0%	74.0%	74.0%	74.0%
每股收益 (元)	0.56	0.41	0.84	1.00	1.18
ROE	12.3%	6.1%	11.1%	11.6%	12.0%
市盈率	25.13	34.15	16.74	14.09	11.97

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,833	2,341	2,764	3,252	净利润	178	364	432	508
YoY (%)	-6.7%	27.7%	18.1%	17.6%	折旧和摊销	122	64	43	47
营业成本	513	608	718	844	营运资金变动	87	48	59	90
营业税金及附加	20	20	23	28	经营活动现金流	506	622	701	833
销售费用	826	954	1,124	1,323	资本开支	-168	-295	-261	-284
管理费用	72	90	106	124	投资	0	0	0	0
财务费用	-8	-26	-25	-21	投资活动现金流	-97	-295	-261	-284
资产减值损失	-118	0	0	0	股权募资	895	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
营业利润	244	486	577	679	筹资活动现金流	774	0	0	0
营业外收支	-2	-2	-2	-2	现金净流量	1,180	327	441	549
利润总额	241	485	576	678	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	63	121	144	169	成长能力 (%)				
净利润	178	364	432	508	营业收入增长率	-6.7%	27.7%	18.1%	17.6%
归属于母公司净利润	178	364	432	508	净利润增长率	-26.4%	103.9%	18.8%	17.7%
YoY (%)	-26.4%	103.9%	18.8%	17.7%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.41	0.84	1.00	1.18	毛利率	72.0%	74.0%	74.0%	74.0%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	9.7%	15.5%	15.6%	15.6%
货币资金	1,678	2,005	2,446	2,995	总资产收益率 ROA	5.0%	8.9%	9.3%	9.5%
预付款项	10	11	13	16	净资产收益率 ROE	6.1%	11.1%	11.6%	12.0%
存货	664	704	733	747	偿债能力 (%)				
其他流动资产	225	272	320	375	流动比率	3.87	3.73	3.74	3.75
流动资产合计	2,577	2,993	3,512	4,132	速动比率	2.86	2.84	2.94	3.06
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	2.52	2.50	2.60	2.72
固定资产	304	350	412	478	资产负债率	18.6%	19.7%	20.2%	20.7%
无形资产	92	80	67	55	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1,011	1,095	1,145	1,194	总资产周转率	0.51	0.57	0.59	0.61
资产合计	3,588	4,088	4,658	5,326	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.41	0.84	1.00	1.18
应付账款及票据	279	332	391	460	每股净资产	6.76	7.61	8.61	9.78
其他流动负债	387	471	549	640	每股经营现金流	1.17	1.44	1.62	1.93
流动负债合计	666	802	940	1,101	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	2	2	2	2	PE	34.15	16.74	14.09	11.97
非流动负债合计	2	2	2	2	PB	1.39	1.85	1.64	1.44
负债合计	668	805	942	1,103					
股本	427	427	427	427					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,920	3,283	3,715	4,224					
负债和股东权益合计	3,588	4,088	4,658	5,326					

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，11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。