

欣贺股份(003016.SZ)

点评报告

公司研究——纺织服装一

证券研究报告

直营电商双轮驱动，轻奢女装王者回归

——欣贺股份中报点评

✍️ : 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

同店增长亮眼+线上扩张迅猛+数字化提升供应链效率，多维度发力贡献亮眼中报，公司业绩增速与持续性可期。

投资要点

- **事件:** 公司公布中报，收入 10.47 亿 (+35%)，归母净利 1.92 亿 (+160%)，单 Q2 收入 5.03 亿 (+20%)，归母净利 0.98 亿 (+183%)。
- **分渠道看: 电商自营双轮驱动，经销增速喜人**
 - 1) **自营:** 21H1 在渠道较 20 年年底净减 14 家至门店 405 家的背景下，实现营业收入 7.48 亿元，同比增长 33%，收入占比 72%。
 - 2) **经销:** 21H1 渠道较 20 年年底净减 4 家至 101 家，实现营业收入 0.51 亿元，同比增长 70%。
 - 3) **电商:** 21H1 实现营业收入 2.30 亿元，同比增长 38%，收入占比达 22%，目前渠道仍然以天猫与唯品会为主，并积极开拓抖音、小红书等新兴消费渠道。
- **产品结构优化进行时，数字化发力持续提升运营效率。**
 - 1) **研发费用与管理费用双升，积极激励推动产品全面革新。**
高激励机制: 21H1 公司管理费用 0.39 亿元 (+42%)，主要系员工薪酬增长及计提股权激励股份支付费用所致，目前绩效考核覆盖公司 90% 以上人员，已向符合条件的 42 名中高层管理人员授予 500.20 万股限制性股票，公司激励政策达到史上最高。
高研发投入: 21H1 公司研发投入达 0.33 亿元 (+25%)，目前公司每年推出 SKU 已超 6000 款，线上线下货品具有明显差异性，7 大子品牌均拥有独立设计团队。
 - 2) **持续推进数字化改革，库存周转与现金流大幅提升。** 21H1 公司存货周转天数 396 天 (20 年底 464 天)，存货余额下降 1.35 亿元，同比下降 15.36%；21H1 公司经营性现金流净额达 2.49 亿 (+50%)，创下历史新高。
- **线下门店提质增效，电商渠道高速增长。**
 - 1) **电商业务持续兑现高增速预期。** 公司自 2017 年起拓展电商业务，2018 年提供电商专供款，2019 年完善电商平台的基础性建设。19/20 年公司电商渠道营业收入实现 50%/46% 增长，预计 2021 年有望在 20 年高基数的基础上继续兑现 ~40% 收入增速。具体打法上，包括 ① 保持多品牌运作，保障品牌矩阵多样性；② 数据分析反作用于产品开发；③ 柔性供应链显著改善库存周转率；④ 风格多样化，多点触达建立强认可度。
 - 2) **终端零售管理能力持续提升，可比同店实现高增长。** 公司同店高速增长背后，是直营化 (门店 80% 以上直营，主品牌完全直营) 之下的强终端零售管理能力，具体包括 ① 从设计端到终端零售全面协同，提

评级

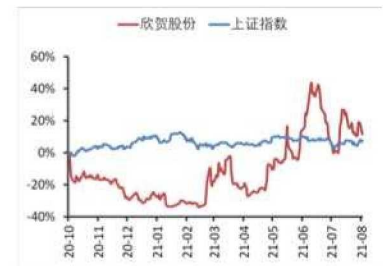
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥14.10

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、JORYAweekend 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

1. 《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
2. 《欣贺股份：高端女装再发力，迈入成长新阶段》2021-08-03
3. 《欣贺股份：为什么电商及可比同店可实现高速增长》2021-08-06

报告撰写人: 马莉

联系人: 林骥川、詹陆雨

升连带率与复购率；②员工绩效奖励与考核指标直接挂钩，激发门店经营活力；③加码信息化建设，提升门店运营效率；④重视品牌形象打，高质量服务要求与高投入门店装潢。

□ 持续加码品牌力提升，国内轻奢女装领航者

公司未来将发力产品品牌力提升，通过跨界合作、IP 联名、品牌植入、艺人合作露出、专题策划等多元化且符合品牌调性的推广行销，助力提升品牌影响力，目前已推出 JORYAx 韩火火“向阳花”系列、JORYAweekendX “可米生活-白夜童话”系列 IP 联名等等。我们认为,在管理层核心回归+年轻化完成，公司已持续兑现其强劲内生力，公司有望回归国内轻奢女装领航地位，对标 2014 年前后~20%+的净利率水平，公司依然具有广阔发展空间。

□ 盈利预测及目标价空间

21H1 欣贺归母净利润 1.92 亿 (+160%)，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 15/12/9X。

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 61 亿市值，账上 17.2 亿现金），当前股价仍有 50%+的空间。

□ 潜在风险因素

疫情再次出现严重反复

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	1833.1	2474.4	3095.6	3866.0
(+/-)	-6.7%	35.0%	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	34.2	15.1	11.5	8.8

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	2,474	3,096	3,866
现金	1,678	1,858	1,994	2,247	营业成本	513	624	762	949
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	222	221	328	营业费用	826	945	1,183	1,465
其它应收款	67	75	102	119	管理费用	72	89	110	135
预付账款	10	15	23	25	研发费用	59	69	87	108
存货	664	693	845	944	财务费用	(8)	(18)	(19)	(24)
其他	8	22	10	27	资产减值损失	(118)	(98)	(120)	(133)
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	695	810	970	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	168	213	262	EBITDA	248	759	733	958
预收账款	0	119	150	186	EPS (最新摊薄)	0.42	0.94	1.24	1.62
其他	388	408	447	522	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%	35.0%	25.1%	24.9%
负债合计	668	761	876	1,037	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%	74.8%	75.4%	75.5%
					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%	23.8%	24.6%	25.6%
					流动比率	3.9	4.2	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	34.2	15.1	11.5	8.8
					P/B	2.1	2.1	1.9	1.7
					EV/EBITDA	17.8	5.6	5.6	4.0

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	(85)	(107)	(113)
其它	232	99	129	137
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“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>