

欣贺股份(003016.SZ)

点评报告

公司研究——纺织服装

证券研究报告

疫情扰动增速承压，冬装 SKU 结构优化成新亮点

——欣贺股份中三季报点评

✎：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

疫情反复。公司 Q3 终端业绩承压，电商业务如期高增；Q4 公司冬装厚款 SKU 备货充足，电商业务有望持续保持高速增长。

投资要点

❑ **事件：**公司公布三季报，单 Q3 实现收入 4.60 亿 (+1.6%)，归母净利 0.53 亿 (+17%)；Q1-3 实现收入 15.07 亿 (+23%)，归母净利 2.45 亿 (+106%)。

❑ **Q3 分析：疫情扰动增速承压，电商业务保持高增势头。**

渠道数量方面，公司自营渠道如期拓展，基本完成 70 家新增自营渠道目标。收入结构来看，公司线下业绩承压，线上业务如期保持高速增长。①线下：公司收入~70%-80%来源于线下，且基本集中于高线城市。Q3 疫情反复主要集中于高线城市，尤其对于厦门（公司总部）影响较为显著，公司线下销售收入/利润承压。②线上：目前公司电商收入主要集中于天猫与唯品会平台，抖音目前主要作为引流平台。公司电商业务稳步推进，如期保持同比~30%的高速增长。

❑ **Q4 展望：电商高速增长+疫情消散，冬装备货充足或带来新增量**

电商：线上业务有望持续兑现高增速预期。伴随 Q4 双十一催化+电商营销持续加码+电商主推款放量，公司 21 电商业务有望持续在往年高基数基础上保持~35%以上增长（20 年双十一公司实现 GMV~1.7 亿）。具体双十一的准备上，主要是公司新增自营引流渠道（过去通常以与天猫进行合作的方式进行），根据 10 月 20 日天猫平台数据，公司双十一预售首日 JORYA weekend GMV 同比增长超 30%。

线下：疫情消散业绩显著反弹，厚款冬装 SKU 备货充足静待成果。21 年国庆期间，公司直营地区收入同比增长~20%，反弹效果显著，预计伴随疫情消散，公司同店收入有望回归高速增长。Q4 冬装备货方面，公司今年首次大幅调整冬装 SKU 结构，注重发力更高附加价值的厚款产品，主打产品包括羊绒大衣、羽绒服衣等，有望带动客单价持续上行，单 Q4 利润率持续提升。

❑ **盈利预测及目标价空间**

我们看好公司管理的调整与数字化运营带来的红利释放，我们认为疫情短期扰动不改我们对公司中长期的优质发展的判断。我们预计公司 21~23 年实现归母净利润 3.3/4.4/5.9 亿，对应增速 87%/33%/33%，对应估值仅 14/11/8X。结合公司成长性与产品独特性，继续维持“买入”评级。

❑ **潜在风险因素**

疫情再次出现严重反复；

评级

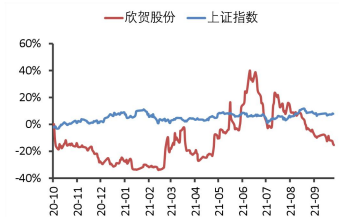
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥ 10.97

单季度业绩

元/股

3Q/2021 0.22
2Q/2021 0.23
1Q/2021 0.22
4Q/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，△NM△NI、GIVHSHYH、CAROLINE、AIVEI 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
- 《欣贺股份：为什么电商及可比同店可实现高速增长》2021-08-06
- 《欣贺股份中报点评：直营电商双轮驱动，轻奢女装王者回归》2021-08-29

报告撰写人：马莉

联系人：林骥川、詹陆雨

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	1833.1	2265.4	2834.3	3540.6
(+/-)	-6.7%	23.6%	25.1%	24.9%
归母净利润	178.3	334.1	443.7	587.9
(+/-)	-26.4%	87.4%	32.8%	32.5%
每股收益 (元)	0.42	0.78	1.04	1.38
P/E	26.5	14.2	10.7	8.0

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	2,778	3,069	3,433	营业收入	1,833	2,265	2,834	3,541
现金	1,678	1,881	1,934	2,159	营业成本	513	592	702	874
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	20	23	28	35
应收账款	150	190	214	287	营业费用	826	865	1,083	1,342
其它应收款	67	63	99	103	管理费用	72	113	142	181
预付账款	10	14	21	23	研发费用	59	63	79	103
存货	664	623	794	854	财务费用	(8)	(18)	(18)	(22)
其他	8	7	7	7	资产减值损失	(118)	(88)	(112)	(121)
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	13	17
固定资产	304	488	666	836	营业利润	244	454	602	798
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	452	601	796
其他	153	187	180	174	所得税	63	118	157	208
资产总计	3,588	3,851	4,311	4,835	净利润	178	334	444	588
流动负债	666	643	792	903	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	334	444	588
应付款项	278	145	206	231	EBITDA	248	667	618	817
预收账款	0	101	146	162	EPS (最新摊薄)	0.42	0.78	1.04	1.38
其他	388	397	440	510	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%	23.6%	25.1%	24.9%
负债合计	668	709	858	970	营业利润	-26.1%	86.2%	32.8%	32.4%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	-26.4%	87.4%	32.8%	32.5%
归属母公司股东权益	2,920	3,143	3,453	3,865	获利能力				
负债和股东权益	3,588	3,851	4,311	4,835	毛利率	72.0%	73.9%	75.2%	75.3%
现金流量表					净利率	9.7%	14.7%	15.7%	16.6%
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	ROE	7.3%	11.0%	13.5%	16.1%
经营活动现金流	506	620	451	660	ROIC	5.9%	10.2%	12.5%	14.8%
净利润	178	334	444	588	偿债能力				
折旧摊销	15	233	35	43	资产负债率	18.6%	18.4%	19.9%	20.1%
财务费用	(6)	(18)	(18)	(22)	净负债比率	22.9%	22.6%	24.8%	25.1%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	3.9	4.3	3.9	3.8
营运资金变动	87	(24)	(126)	(77)	速动比率	2.9	3.3	2.8	2.8
投资活动现金流	(97)	(363)	(298)	(303)	营运能力				
资本支出	168	658	211	211	应收帐款周转率	12.3	13.0	13.0	13.0
长期投资	0	0	0	0	应付帐款周转率	2.0	2.8	4.0	4.0
其他	(71)	(295)	87	92	每股指标(元)				
筹资活动现金流	774	(53)	(100)	(133)	每股收益	0.42	0.78	1.04	1.38
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金	1.19	1.45	1.06	1.55
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	6.84	7.37	8.09	9.06
其他	774	(53)	(100)	(133)	估值比率				
现金净增加额	1180	203	53	224	P/E	26.5	14.2	10.7	8.0
					P/B	1.6	1.5	1.4	1.2
					EV/EBITDA	12.3	4.3	4.5	3.1

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 25 层

北京地址：北京市东城区富华大厦 E 座 4 楼

深圳地址：深圳市广电金融中心 33 层

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>