

纺织服装

受疫情影响，Q3 业绩增速放缓

2021 年 10 月 22 日

——欣贺股份（003016）2021 年三季度报点评

公司评级：买入(维持)

分析师：陈建生

执业证书：S1030519080002

电话：0755-23602373

邮箱：chenjs2@csc.com.cn

研究助理：李时樟

电话：0755-23602373

邮箱：lisz@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告

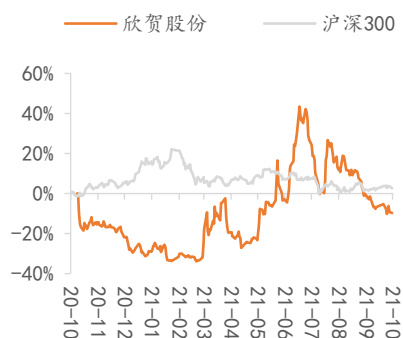
1、Q2 淡季不淡，上半年业绩高速增长
2021.08.30

2、借力渠道变革机遇，成长迈入新台阶
2021.06.28

核心观点：

- 1) **受疫情影响，2021Q3 业绩增速放缓。**公司 21Q3 实现营业收入 4.6 亿元，同比 20Q3 增长 1.58%，环比降低 8.46%；实现归母扣非净利润 0.50 亿元，同比增长 11.46%，环比降低 47.51%；实现销售毛利率 68.50%，较去年同期减少 6.39pct，环比 Q2 减少 8.05pct；实现销售净利率 11.49%，较去年同期增加 1.50pct，环比 Q2 减少 7.98pct。公司 21Q3 受国内多省份疫情影响，尤其是厦门疫情对公司供应链稳定性产生较大冲击，工厂停工影响公司正常出货节奏，同时线下（高毛利）业务受到较大影响，公司销售毛利率及净利率较二季度有所下滑，三季度业绩增速较二季度明显放缓。
- 2) **21Q4 国内疫情趋稳后，公司已重新步入常态化运营。**国庆过后厦门疫情得到有效控制，目前供应链已恢复正常运转。另外，四季度通常为行业旺季，我们认为公司四季度利润增速有望重回 50%以上。
- 3) **盈利预测及投资评级。**受 21Q3 疫情影响，我们下调公司未来两年的营业收入假设，预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 22.68、31.02、37.49 亿元（前值为 25.57、31.80、37.49 亿元），对应 2021-2023 年 EPS 分别为 0.76/1.01/1.17 元（前值为 0.86/1.04/1.17 元），对应 PE 分别为 14/10/9X。公司 2021 年 PE 为 14X，低于行业可比公司 2021 年 PE 均值（16X）。考虑到公司深耕中高端女装多年，在消费者心中已打造较强的品牌影响力，另外公司线下渠道变革完成，线上化布局成果明显，看好公司未来业绩增长，维持“买入”评级。
- 4) **风险提示：**核心设计团队人员流失；疫情反复，冲击线下业务。

欣贺股份（003016）与沪深 300 对比表现



| 公司数据 | Wind 资讯 |
|-------------------------|----------|
| 总市值 (百万) | 4,915.91 |
| 流通市值 (百万) | 1,214.93 |
| 总股本 (百万股) | 431.60 |
| 流通股本 (百万股) | 106.67 |
| 日成交额 (百万) | 20.64 |
| 当日换手率 (%) | 1.70 |
| 第一大股东 | 欣贺国际有限公司 |
| 请务必阅读文后重要声明及免责条款 | |

| 预测指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 1833.08 | 2268.47 | 3102.12 | 3749.55 |
| 收入同比 | -6.72% | 23.75% | 36.75% | 20.87% |
| 净利润 (百万元) | 178.25 | 328.89 | 435.90 | 504.20 |
| 净利润同比 | -26.4% | 84.5% | 32.5% | 15.7% |
| 毛利率 | 72.03% | 73.10% | 72.15% | 70.96% |
| 净利率 | 9.72% | 14.50% | 14.05% | 13.45% |
| EPS (元) | 0.41 | 0.76 | 1.01 | 1.17 |
| PE (倍) | 16.01 | 13.80 | 10.38 | 8.96 |

一、盈利预测及投资评级

1.1 关键假设

(1) 营业收入假设

受三季度疫情对线下业务的冲击，我们下调公司未来三年营收规模，预计公司 2021-2023 年综合业务收入分别为 22.68/31.02/37.49 亿元，（前值为 25.57/31.80/37.49 亿元），同比增长 24%/37%/21%，具体分项业务收入预测如下：

- **自营业务收入：**我们预计公司 2021-2023 年自营模式收入分别为 15.31/21.46/25.69 亿元，前值为（18.20/22.25/25.69 亿元），同比增长 15%/40%/20%。我们认为公司自营业务收入增长主要源于单店平效的提升，具体表现在：1. 公司推行新绩效考核机制，倒逼设计团队主动了解消费者需求；2. 关闭低平效门店，新开门店平效明显高于淘汰门店；3. 伴随女性消费升级，中高端女装市场扩容，品牌化公司迎来增长新机遇。我们预计未来三年公司单店收入增速分别为 15%/20%/10%，自营店铺数分别为 450/500/550 家。
- **经销业务收入：**我们预计公司 2021-2023 年经销模式收入分别为 1.12/0.90/0.62 亿元，同比增加 30%/-20%/-31%。我们认为，未来公司将继续加大自营比例，经销门店数量将逐步减少，未来三年经销门店数量分别为 80/60/40 家。
- **电商业务收入：**我们预计公司 2021-2023 年电商业务收入分别为 5.97/8.36/10.87 亿元，同比增加 55%/40%/30%。在网购用户消费能力的提升以及线上购物品牌化驱使下，公司将享受传统线下品牌化服装转型线上带来的流量红利，我们认为公司电商业务收入将持续保持高增长。
- **其他业务收入：**我们预计公司 2021-2023 年其他业务收入分别为 0.28/0.29/0.30 亿元，同比增加 5%/5%/5%。

Figure 1 营业收入测算表（百万元，%）

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 自营收入 | 1503.33 | 1329.04 | 1531.21 | 2146.46 | 2569.48 |
| 同比 | 11.51% | -11.59% | 15.21% | 40.18% | 19.71% |
| 占比 | 76.85% | 72.74% | 67.50% | 69.19% | 68.53% |
| 经销收入 | 165.36 | 86.19 | 112.17 | 90.19 | 62.2 |
| 同比 | -9.03% | -47.88% | 29.95% | -19.64% | -31.11% |
| 占比 | 8.45% | 4.72% | 4.94% | 2.91% | 1.66% |
| 电子商务收入 | 264.86 | 385.48 | 597.49 | 836.49 | 1087.44 |
| 同比 | 49.78% | 45.54% | 55.00% | 40.00% | 30.00% |
| 占比 | 13.54% | 21.10% | 26.34% | 26.97% | 29.00% |
| 其他业务收入 | 22.68 | 26.29 | 27.6 | 28.98 | 30.43 |
| 同比 | -51.95% | 15.92% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 占比 | 1.16% | 1.44% | 1.22% | 0.93% | 0.81% |
| 收入合计 | 1956.23 | 1826.99 | 2268.47 | 3102.12 | 3749.55 |
| 同比 | 11.53% | -6.61% | 24.16% | 36.75% | 20.87% |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

（2）毛利率假设

根据预测，公司 2021-2023 年综合毛利率分别为 73.10%/72.15%/70.96%，分项毛利率预测如下：

- 自营模式：我们预计公司 2021-2023 年自营业务毛利率分别为 79.0%/78.5%/78.0%。我们认为随着疫情结束，2021 年线下门店销售逐步回暖，公司将受益于高毛利品牌如 JR、JW 带来的业绩贡献，提升综合毛利率。2022-2023 年支线品牌逐步发力，销售占比提升，综合毛利率有所下滑。
- 经销模式：我们预计公司 2021-2023 年经销业务毛利率分别为 65%/63%/62%。随着公司渠道改革的落地，经销业务将逐步定位为去库存渠道，因而毛利率将有所下滑。
- 电子商务：我们预计公司 2021-2023 年电子商务毛利率分别为 57%/56%/55%。我们认为随着公司线上业务开展步入正轨，线上线双轨制价格体系打造完成，线上业务毛利率水平将逐渐步入稳态区间。

Figure 2 分业务毛利率预测表

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 自营模式 | 78.42% | 76.95% | 79.00% | 78.50% | 78.00% |
| 经销模式 | 57.30% | 63.70% | 65.00% | 63.00% | 62.00% |
| 电子商务 | 64.92% | 56.96% | 57.00% | 56.00% | 55.00% |
| 其他 | 60.41% | 67.14% | 65.00% | 65.00% | 65.00% |
| 综合毛利率 | 74.60% | 71.96% | 73.10% | 72.15% | 70.96% |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

(3) 期间费用率假设

我们预计 2021-2023 年公司销售费用率分别为 45.6%/45.3%/45.0%。考虑到 2020 年受疫情影响，导致线下店铺维修费用、销售人员差旅费相应减少，2021 年公司销售费用率将回归常态。另外，考虑到线上业务占比逐步增加，销售费用率将逐年下降。根据我们的预测，公司 2021-2023 年期间费用率分别为 52.80%/52.55%/52.15%，分项费用率预测如下：

Figure 3 期间费用率预测表

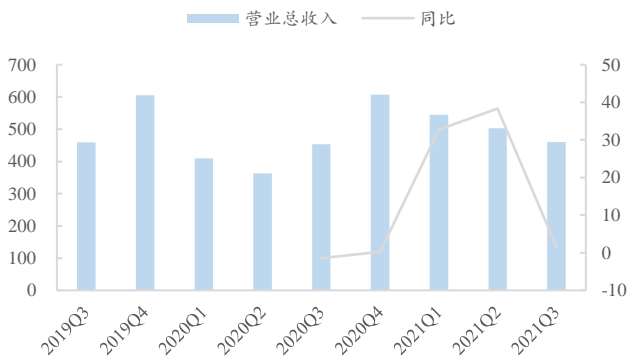
| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 45.75% | 45.07% | 45.60% | 45.30% | 45.00% |
| 管理费用率 | 3.82% | 3.95% | 4.20% | 4.30% | 4.25% |
| 财务费用率 | -0.58% | -0.46% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 研发费用率 | 3.37% | 3.22% | 3.00% | 2.95% | 2.90% |
| 期间费用率 | 52.30% | 51.78% | 52.80% | 52.55% | 52.15% |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

1.2 盈利预测及投资评级

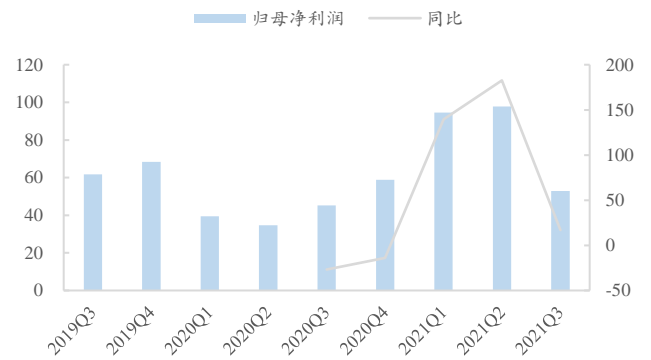
根据我们对公司的盈利预测，2021-2023 年公司实现营业收入分别为 22.68/31.02/37.49 亿元，同比增长 24%/36%/21%，实现净利润分别为 3.28/4.36/5.04 亿元，同比增长 85%/32%/16%；2021-2023 年 EPS 分别为 0.76/1.01/1.17 元，对应 PE 分别为 14/10/9X。公司 2021 年 PE 为 14X，低于行业可比公司 2021 年 PE 均值(16X)。考虑到公司深耕中高端女装多年，在消费者心中已打造较强的品牌影响力，另外公司线下渠道变革完成，线上化布局成果明显，看好公司未来业绩增长，维持“买入”评级。

Figure 4 公司营业收入及增速 (百万元, %)



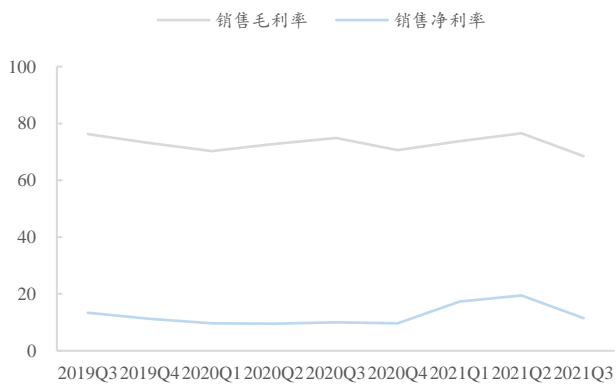
资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 5 公司归母净利润及增速 (百万元, %)



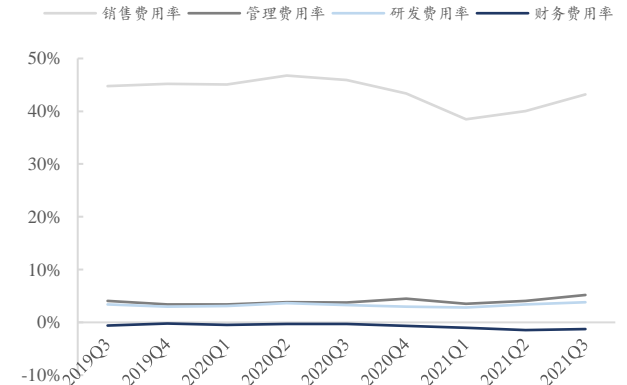
资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 6 公司费用率明细 (%)



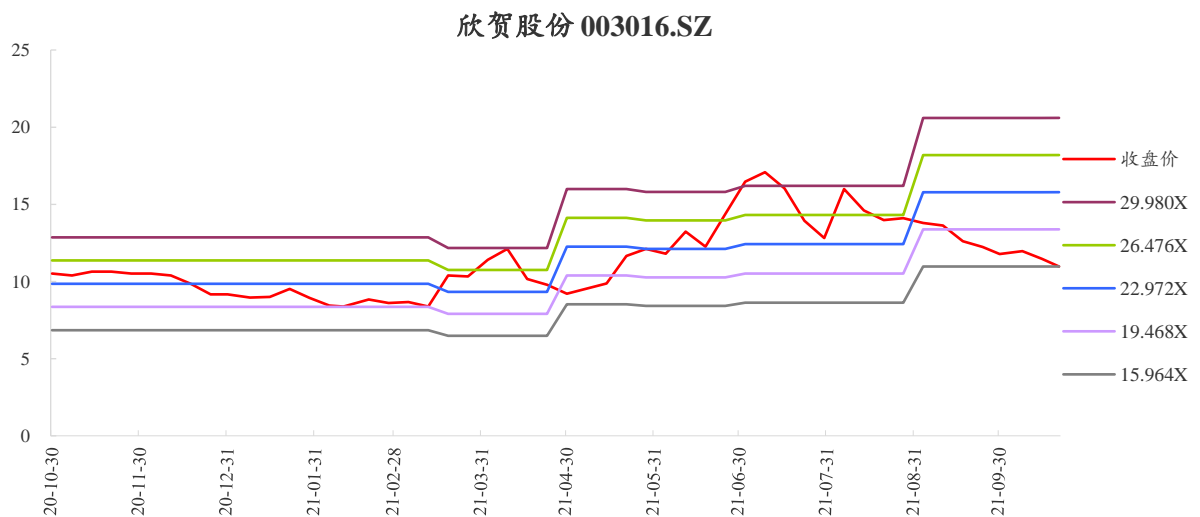
资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 7 公司销售毛利率与销售净利率 (%)



资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 8 P/E (TTM) Band



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

二、风险提示

2.1 核心设计团队人员流失

公司设计团队在国内市场长期具有较强竞争力，如若未来行业竞争对手高薪挖角公司设计团队，人才流失会对公司旗下品牌在服装设计环节带来较为严重的负面影响。

2.2 疫情反复，冲击线下业务

虽然国内疫情已经得到有效控制，但海外疫情形势依旧严峻，疫苗尚不能完全控制变异毒株传播。考虑到公司线下门店主要集中于南方沿海城市，存在受外来变异毒株入侵可能性，对线下门店客流量带来负面影响。

附：财务预测摘要

| 主要财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 利润表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 1833 | 2268 | 3102 | 3750 |
| 每股收益 | 0.41 | 0.76 | 1.01 | 1.17 | 营业成本 | 513 | 610 | 864 | 1089 |
| 每股净资产 | 6.76 | 7.53 | 8.54 | 9.70 | 毛利率% | 72.0% | 73.1% | 72.2% | 71.0% |
| 每股经营现金流 | 1.17 | 0.59 | 0.83 | 0.96 | 营业税金及附加 | 20 | 23 | 31 | 39 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业税金率% | 1.1% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 826 | 1034 | 1405 | 1687 |
| P/E | 16.01 | 13.80 | 10.38 | 8.96 | 营业费用率% | 45.1% | 45.6% | 45.3% | 45.0% |
| P/B | 1.55 | 1.39 | 1.22 | 1.08 | 管理费用 | 72 | 95 | 133 | 159 |
| P/S | 2.96 | 2.39 | 1.75 | 1.45 | 管理费用率% | 4.0% | 4.2% | 4.3% | 4.3% |
| EV/EBITDA | 5.00 | 7.52 | 5.86 | 4.73 | 研发费用 | 59 | 68 | 92 | 109 |
| 股息率 (%) | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 研发费用率% | 3.2% | 3.0% | 3.0% | 2.9% |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用 | -8 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 72.0% | 73.1% | 72.2% | 71.0% | 财务费用率% | -0.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 净利润率 | 9.7% | 14.5% | 14.1% | 13.4% | 资产减值损失 | -118 | 0 | 0 | 0 |
| 净资产收益率 | 6.1% | 10.1% | 11.8% | 12.0% | 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产回报率 | 5.0% | 8.2% | 9.1% | 9.1% | 营业利润 | 244 | 447 | 591 | 684 |
| 投资回报率 | 8.7% | 9.9% | 11.6% | 11.7% | 营业外收支 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 盈利增长 (%) | | | | | 利润总额 | 241 | 447 | 591 | 684 |
| 营业收入增长率 | -6.7% | 23.8% | 36.7% | 20.9% | 所得税 | 63 | 118 | 155 | 180 |
| EBIT 增长率 | -16.5% | 27.5% | 32.1% | 15.4% | 有效所得税率% | 26.2% | 26.3% | 26.3% | 26.3% |
| 净利润增长率 | -26.4% | 84.5% | 32.5% | 15.7% | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 178 | 329 | 436 | 504 |
| 资产负债率 | 18.6% | 19.2% | 22.9% | 24.5% | | | | | |
| 流动比率 | 3.87 | 3.71 | 3.15 | 2.97 | 资产负债表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 速动比率 | 2.86 | 2.60 | 2.06 | 1.86 | 货币资金 | 1678 | 1728 | 1870 | 2075 |
| 现金比率 | 2.52 | 2.24 | 1.71 | 1.53 | 应收款项 | 150 | 183 | 252 | 304 |
| 经营效率指标 (%) | | | | | 存货 | 664 | 840 | 1166 | 1479 |
| 应收帐款周转天数 | 29.91 | 29.47 | 29.61 | 29.56 | 其它流动资产 | 84 | 108 | 143 | 173 |
| 存货周转天数 | 472.89 | 502.25 | 492.46 | 495.73 | 流动资产合计 | 2577 | 2859 | 3430 | 4031 |
| 总资产周转率 | 0.51 | 0.56 | 0.65 | 0.68 | 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产周转率 | 6.02 | 4.97 | 4.84 | 4.63 | 固定资产 | 304 | 457 | 641 | 809 |
| | | | | | 在建工程 | 461 | 461 | 461 | 461 |
| | | | | | 无形资产 | 92 | 92 | 92 | 92 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 1011 | 1163 | 1347 | 1516 |
| 现金流量表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 资产总计 | 3588 | 4022 | 4777 | 5547 |
| 净利润 | 178 | 329 | 436 | 504 | 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款 | 279 | 314 | 453 | 567 |
| 非现金支出 | 239 | 55 | 30 | 43 | 预收账款 | 0 | 24 | 22 | 31 |
| 非经营收益 | 2 | 0 | 0 | 0 | 其它流动负债 | 387 | 433 | 615 | 757 |
| 营运资金变动 | 87 | -127 | -109 | -130 | 流动负债合计 | 666 | 771 | 1090 | 1356 |
| 经营活动现金流 | 506 | 257 | 357 | 416 | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产 | -168 | -207 | -215 | -211 | 其它长期负债 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 非流动负债合计 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 其他 | 71 | 0 | 0 | 0 | 负债总计 | 668 | 773 | 1093 | 1358 |
| 投资活动现金流 | -97 | -207 | -215 | -211 | 实收资本 | 427 | 427 | 427 | 427 |
| 债权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司所有者权益 | 2920 | 3249 | 3685 | 4189 |
| 股权募资 | 895 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -121 | 0 | 0 | 0 | 负债和所有者权益合计 | 3588 | 4022 | 4777 | 5547 |
| 融资活动现金流 | 774 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 现金净流量 | 1180 | 49 | 142 | 206 | | | | | |

数据来源: wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

| 股票投资评级说明: | 行业投资评级说明: |
|---|--|
| 报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： | 报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： |
| 买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上； | 强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； |
| 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间； | 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； |
| 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； | 弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。 |
| 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。 | |

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。