

欣贺股份 (003016)

证券研究报告

2021年10月25日

高基数致增速放缓，持续提升精细化运营能力

21Q1-3 营收 15.1 亿同增 23%，归母净利 2.5 亿同增 106%

21Q1、Q2、Q3 分别实现营收 5.44/5.03/4.60 亿元，同比分别增长 32.7%/38.3%/1.6%；归母净利润分别为 0.95/0.98/0.53 亿元，同比分别增长 139.4%/182.6%/16.9%。

21Q1-3 毛利率 73.1%，费控效率显著改善

1) 毛利率：21Q1-3 公司毛利率同比增加 0.4pct 至 73.1%。

2) 费用率：销售、财务费用率减少。21Q1-3 销售费用率 40.5% (-5.4pct)、管理费用率 4.2% (+0.5pct)、财务费用率-1.3% (-0.9pct)、研发费用率 3.3% (+0.0pct)。

3) 净利率：归母净利率增长，盈利能力强。21Q1-3 归母净利率同比增长 6.6pct 至 16.3%。

存货周转效率大幅提升，优化存货水平

截至 2021 年 9 月底公司存货 5.84 亿元，同比减少 11.11%；2021Q1-3 库存周转期为 416 天，同比减少 158 天，库存周转效率有所提升。

公司致力于持续的研发设计创新、品牌推广和全方位的细节管理，力争将公司培育打造成为国内一流并具有国际影响力的高端时尚女装集团。

1) 品牌方面：公司秉承“高标准”的品牌形象，以“高品质”的客户体验为核心。2) 供应链方面：公司以信息系统为依托，将商品企划、设计、采购、生产、销售、物流等部门有效组织为一体，实施协同运作，形成完整的供应链管理体系。3) 渠道方面：线下门店提质增效，公司自营渠道网络基本覆盖了全国主要城市。4) 数字化方面：公司持续推进数字化应用及信息化改革，提升营运的精细化程度。5) 组织与绩效改革方面：公司进一步完善组织架构，逐步搭建了销售中心、商业中心、商品中心、供应链中心、内控中心，提升部门协同与工作效率。

维持盈利预测，维持买入评级。公司旗下七大女装品牌形成了对高端女装市场多维度、深层次的渗透，随着线下门店自营比例提升，门店提质增效，数字化改革不断深入，我们预计公司 2021~2023 年归母净利润分别为 3.5、4.3、5.4 亿元，对应 EPS 分别为 0.8、1.0、1.3 元，对应 P/E 分别为 13、10、8X。

风险提示：国内疫情反复导致门店业绩不及预期；不能准确把握女装流行趋势和市场需求变化；行业竞争加剧等风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,965.21	1,833.08	2,487.21	3,092.05	3,798.55
增长率(%)	11.65	(6.72)	35.69	24.32	22.85
EBITDA(百万元)	589.60	534.72	500.33	615.31	768.84
净利润(百万元)	242.22	178.25	354.01	431.51	540.33
增长率(%)	17.76	(26.41)	98.60	21.89	25.22
EPS(元/股)	0.56	0.41	0.82	1.00	1.25
市盈率(P/E)	18.53	25.18	12.68	10.40	8.31
市净率(P/B)	2.28	1.54	1.42	1.32	1.24
市销率(P/S)	2.28	2.45	1.80	1.45	1.18
EV/EBITDA	0.00	4.07	6.11	3.84	3.87

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	10.4 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	431.60
流通 A 股股本(百万股)	106.67
A 股总市值(百万元)	4,488.63
流通 A 股市值(百万元)	1,109.33
每股净资产(元)	6.95
资产负债率(%)	17.43
一年内最高/最低(元)	18.69/8.50

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《欣贺股份-公司点评:线下提质增效带动 Q3 业绩同增 15%，信息化改革赋能智造升级》 2021-10-15
- 《欣贺股份-半年报点评:线下门店提质增效，电商收入逐年增长》 2021-08-30
- 《欣贺股份-公司点评:21H1 业绩高增 155%，绩效改革+供应链优化效果将凸显》 2021-07-13

1. 21Q1-3 营收 15.1 亿同增 23%，归母净利 2.5 亿同增 106%

21Q1-3 公司实现总营收 15.07 亿元，同比增长 22.88%；其中 Q1、Q2、Q3 分别实现营收 5.44/5.03/4.60 亿元，同比分别增长 32.7%/38.3%/1.6%；21Q1-3 共实现归母净利 2.45 亿元，同比增长 105.53%，其中 Q1、Q2、Q3 分别实现归母净利 0.95/0.98/0.53 亿元，同比分别增长 139.4%/182.6%/16.9%。

图 1：公司 20Q1-21Q3 营业总收入（亿元）及同比

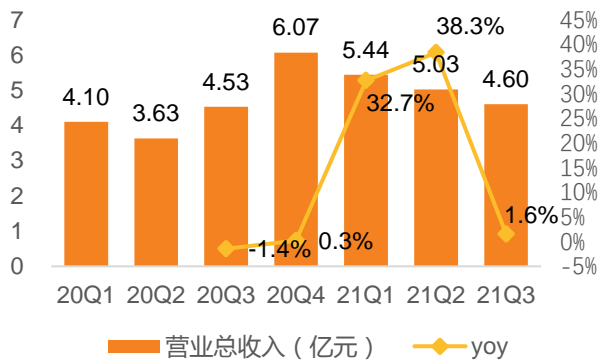
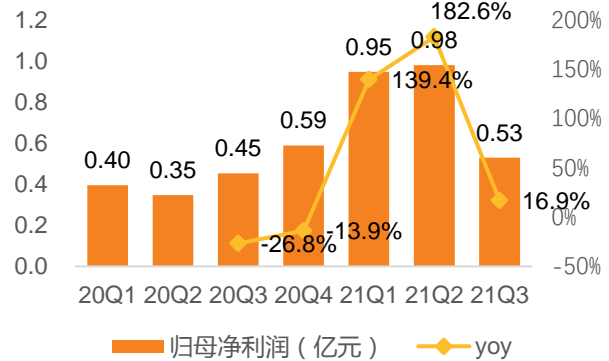


图 2：公司 20Q1-21Q3 归母净利润（亿元）及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

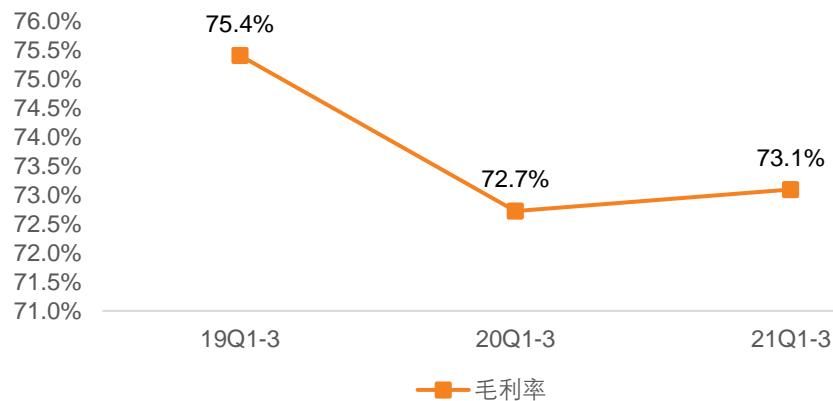
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 2021 前三季度毛利率 73.1%，费控效率显著改善

公司毛利率同比增长 0.4pct 至 73.1%，归母净利率同比增长 6.6pct 至 16.3%。

1) 毛利率：21Q1-3 公司毛利率同比增加 0.4pct 至 73.1%。

图 3：公司近三年 Q1-3 毛利率

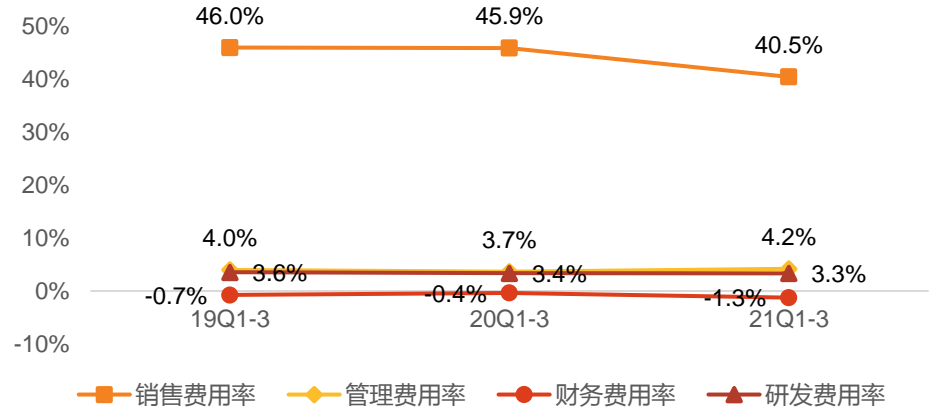


资料来源：wind，天风证券研究所

2) 费用率：销售、财务费用率减少

21Q1-3，公司销售费用率 40.5% (-5.4pct)、管理费用率 4.2% (+0.5pct)、财务费用率-1.3% (-0.9pct)、研发费用率 3.3% (+0.0pct)。其中，管理费用增长主要系员工薪酬增长及计提股权激励股份支付费用所致；财务费用变动主要系报告期内利息收入增加所致。

图 4：公司近三年 Q1-3 各项细分费用率

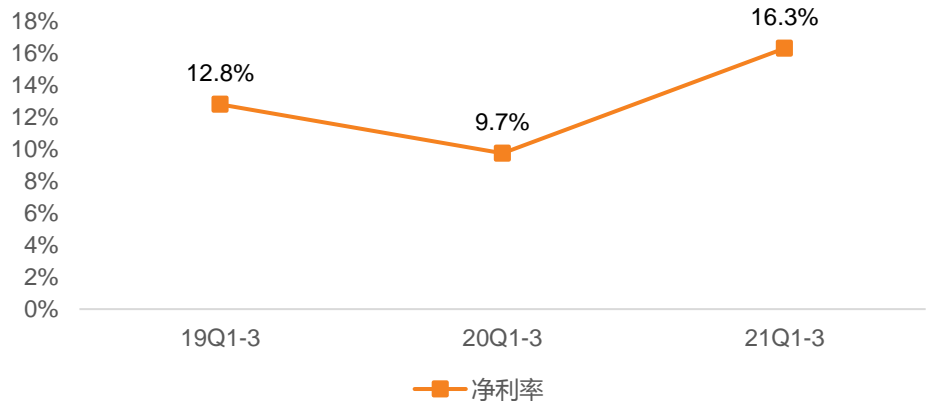


资料来源：wind，天风证券研究所

3) 净利率：归母净利率增长，盈利能力强

2021 年前三季度，在毛利率略有增长、期间费用率整体减少的背景下，归母净利率同比增长 6.6pct 至 16.3%。

图 5：公司近三年 Q1-3 归母净利率

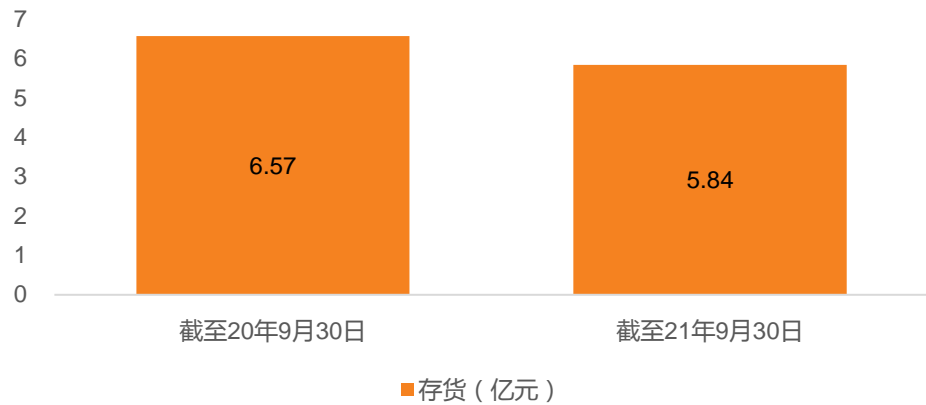


资料来源：wind，天风证券研究所

3. 存货周转效率大幅提升，优化存货水平

截至 2021 年 9 月底，公司存货 5.84 亿元，同比减少 11.11%。2021Q1-3 库存周转期为 416 天，同比减少 158 天，库存周转效率提升。

图 6：公司 20 年与 21 年前三季度存货（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

4. 前景展望：线下门店提质增效，数字化赋能智造升级

公司致力于持续的研发设计创新、品牌推广和全方位的细节管理，力争将公司培育打造成为国内一流并具有国际影响力的高端时尚女装集团。

- **品牌方面：**

公司秉承“高标准”的品牌形象，以“高品质”的客户体验为核心。在选址时将柜位设置于电梯口等楼层黄金区域，合理配置对店面装修和陈列的投入，满足日益丰富的产品对展示的空间要求，在提升消费体验和提供全方位服务的同时，有效提升单店业绩。全品牌发力，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。

- **供应链方面：**

公司以信息系统为依托，将商品企划、设计、采购、生产、销售、物流等部门有效组织为一体，实施协同运作，形成完整的供应链管理体系。加大对供应链及仓储物流的投入，通过信息化、智能化的设备升级，整体提升公司供应链的反应速度及仓储物流的工作效率。

- **渠道方面：**

线下门店提质增效，公司自营渠道网络基本覆盖了全国主要城市，随着自营模式店铺占比的提升，有利于公司强化对于终端渠道的掌控力、提高客户体验，统一贯彻公司品牌形象以及客户服务体系，保证品牌营销推广力度，从而提高盈利能力。

- **数字化方面：**

公司持续推进数字化应用及信息化改革，通过建立信息数据收集和分析系统，及时将门店终端及市场数据整合分析并反馈至研发设计、商品企划、采购、生产等环节，提升了营运的精细化程度。

- **组织与绩效改革方面：**

公司进一步完善组织架构，逐步搭建了销售中心、商业中心、商品中心、供应链中心、内控中心，提升部门协同与工作效率。全面推进人事绩效改革，报告期内员工绩效考核覆盖公司 90%以上人员，涵盖了公司的前台、中台及后台各个中心，激发员工活力和凝聚力。实施员工股权激励计划，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，力争在高目标牵引下实现公司与员工共赢。

5. 盈利预测

维持盈利预测，维持买入评级。公司旗下七大女装品牌形成了对高端女装市场多维度、深层次的渗透，随着线下门店自营比例提升，门店提质增效，数字化改革不断深入，我们预计公司 2021~2023 年归母净利润分别为 3.5、4.3、5.4 亿元，对应 EPS 分别为 0.8、1.0、1.3 元，对应 P/E 分别为 13、10、8X。

6. 风险提示

国内疫情反复导致门店业绩不及预期；不能准确把握女装流行趋势和市场需求变化；行业竞争加剧等风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	549.61	1,678.22	1,365.22	2,057.99	1,451.00
应收票据及应收账款	153.92	150.19	250.00	24.68	312.76
预付账款	17.98	9.55	30.16	17.67	39.44
存货	764.75	664.18	1,108.21	1,101.29	1,615.56
其他	83.00	74.80	158.54	116.65	215.66
流动资产合计	1,569.26	2,576.93	2,912.13	3,318.29	3,634.42
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	87.70	304.35	497.91	632.27	718.12
在建工程	603.61	460.91	312.55	235.53	171.32
无形资产	93.00	92.07	86.76	81.44	76.12
其他	201.12	153.49	66.83	67.85	66.41
非流动资产合计	985.42	1,010.82	964.05	1,017.09	1,031.97
资产总计	2,554.68	3,587.76	3,876.18	4,335.38	4,666.40
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	225.85	279.11	220.00	525.92	395.26
其他	355.61	386.70	500.56	408.15	639.66
流动负债合计	581.45	665.82	720.56	934.06	1,034.93
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.23	2.13	2.23	2.20	2.18
非流动负债合计	2.23	2.13	2.23	2.20	2.18
负债合计	583.68	667.94	722.79	936.26	1,037.11
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	320.00	426.67	431.60	431.60	431.60
资本公积	463.38	1,225.59	1,225.59	1,225.59	1,225.59
留存收益	1,637.62	2,482.08	2,721.79	2,967.52	3,197.69
其他	(450.00)	(1,214.53)	(1,225.59)	(1,225.59)	(1,225.59)
股东权益合计	1,971.00	2,919.81	3,153.39	3,399.12	3,629.29
负债和股东权益总	2,554.68	3,587.76	3,876.18	4,335.38	4,666.40

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	242.22	178.25	354.01	431.51	540.33
折旧摊销	128.86	122.23	20.12	27.97	33.68
财务费用	(9.63)	(6.12)	0.00	0.00	0.00
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(251.54)	196.53	(508.68)	499.87	(820.71)
其它	81.87	15.43	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	191.79	506.33	(134.55)	959.34	(246.70)
资本支出	146.26	88.35	59.90	80.03	50.01
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(254.93)	(185.23)	(119.90)	(160.03)	(100.01)
投资活动现金流	(108.67)	(96.88)	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	1.59	0.01	2.00	1.20	1.07
股权融资	14.72	874.95	(6.13)	0.00	0.00
其他	(117.11)	(101.19)	(114.31)	(187.77)	(311.36)
筹资活动现金流	(100.80)	773.76	(118.44)	(186.57)	(310.29)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(17.68)	1,183.21	(313.00)	692.77	(606.99)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,965.21	1,833.08	2,487.21	3,092.05	3,798.55
营业成本	497.58	512.65	647.12	800.22	980.03
营业税金及附加	16.65	19.88	22.63	33.39	40.26
营业费用	899.11	826.19	1,114.27	1,389.88	1,703.65
管理费用	75.17	72.42	95.76	115.02	144.35
研发费用	66.14	58.96	80.34	104.20	135.61
财务费用	(11.35)	(8.39)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	(97.40)	(117.56)	46.88	61.99	59.50
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	189.52	225.33	0.00	0.00	0.00
营业利润	329.79	243.61	480.21	587.34	735.16
营业外收入	0.13	0.47	0.23	0.08	0.05
营业外支出	1.06	2.69	1.08	3.12	3.55
利润总额	328.87	241.38	479.36	584.30	731.66
所得税	86.64	63.13	125.35	152.79	191.33
净利润	242.22	178.25	354.01	431.51	540.33
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	242.22	178.25	354.01	431.51	540.33
每股收益(元)	0.56	0.41	0.82	1.00	1.25

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	11.65%	-6.72%	35.69%	24.32%	22.85%
营业利润	17.67%	-26.13%	97.13%	22.31%	25.17%
归属于母公司净利润	17.76%	-26.41%	98.60%	21.89%	25.22%
获利能力					
毛利率	74.68%	72.03%	73.98%	74.12%	74.20%
净利率	12.33%	9.72%	14.23%	13.96%	14.22%
ROE	12.29%	6.10%	11.23%	12.69%	14.89%
ROIC	25.14%	14.22%	32.59%	25.17%	42.60%
偿债能力					
资产负债率	22.85%	18.62%	18.65%	21.60%	22.23%
净负债率	-27.80%	-57.48%	-43.23%	-60.51%	-39.95%
流动比率	2.70	3.87	4.04	3.55	3.51
速动比率	1.38	2.87	2.50	2.37	1.95
营运能力					
应收账款周转率	15.37	12.06	12.43	22.51	22.51
存货周转率	2.89	2.57	2.81	2.80	2.80
总资产周转率	0.80	0.60	0.67	0.75	0.84
每股指标(元)					
每股收益	0.56	0.41	0.82	1.00	1.25
每股经营现金流	0.44	1.17	-0.31	2.22	-0.57
每股净资产	4.57	6.77	7.31	7.88	8.41
估值比率					
市盈率	18.53	25.18	12.68	10.40	8.31
市净率	2.28	1.54	1.42	1.32	1.24
EV/EBITDA	0.00	4.07	6.11	3.84	3.87
EV/EBIT	0.00	4.19	6.37	4.02	4.04

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com