

6050

欣贺股份（003016）：高端女装优秀运营者，自营渠道优势明显

2022年2月11日

推荐/首次

欣贺股份

公司报告

欣贺股份是国内高端品牌女装的领军企业之一，拥有成熟而优质的品牌矩阵和从设计到销售的完整产业链条。公司已形成 JORYA、JORYAweekend 定位高端，ANMANI(恩曼琳)、GIVHSHYH、CAROLINE、AIVEI 和 QDA 定位中高端的金字塔式的品牌架构。公司 2020 年收入 18.33 亿元，其中主品牌 JR 和第二品牌 JW 的占比约为 40%、12%。2017 年公司经历经营团队变革，从设计到销售的产业链条也经历了智能化信息化升级，公司的收入和盈利能力都在提升的通道中。

中高端女装增长持续，公司凭借内生培养的品牌矩阵，份额提升可期。欧美及日本成熟市场的女装和男装行业规模比大约为 2:1，我国目前为 1.74:1，对比海外我国女装行业仍存在发展空间，在国内高净值人群增加的背景下，中高端女装成为女装行业里结构性增长的机会。公司在自主培养品牌的模式下，公司对品牌的把控能力更强，各品牌定位清晰，更好的覆盖市场上不同类型的消费客群。未来发展潜力看，公司主品牌 JR 仍是增长主力，加之公司在具有较大市场潜力的“新三线”城市进行扩张的营销网络布局，其余品牌的发展有望得到提升，贡献新的收入增长点。

公司最重要的优势是自营渠道的建设，包括线下自营门店和线上布局。

1) 公司自营门店占比达 80%，自营模式优势明显，店效提升可期。目前，欣贺旗下的核心高端品牌 JR、JW 为全自营模式。高端女装行业中，公司自营渠道数量占比处于较高水平（自营门店占比 80%）。自营模式有利于集中公司资源和优势，提升品牌知名度与影响力，抢占高端市场。近年来公司通过综合策略提高自营门店店效，取得显著成效，并在未来仍有很大提升空间，包括：在渠道结构上，提高购物中心等新渠道占比；门店上，统一设计和装修来加强品牌形象建设；信息化方面，打通货流提高售罄。

2) 公司电商策略明确，线上保持高增。近年来，线上消费得到普及并形成潮流，新的社交电商平台成为年轻消费群体的聚集地。公司相应加大电商业务拓展力度且成效显著，除了将天猫和唯品会作为主战场，也重视在小红书和抖音平台的布局，将其作为种草和引流的平台。多平台发力之下，公司电商平台收入维持高增，2017-2020 年 CAGR 为 37.6%，占比提升至 20% 以上。公司盈利能力有望通过自营店店效提升和其他品牌下沉有所提升。公司的净利率水平在高端女装行业内低于平均水平，过去几年公司自营店的店效和坪效均保持了持续提升的态势，IV 等第二梯队品牌进行下沉，都会持续的提升公司的盈利能力。

盈利预测及投资评级：预计公司 2021-2023 年实现营收 21.85/25.60/29.85 亿元，归母净利润为 2.86/3.69/4.48 亿元，对应的 PE 分别为 14.51x/11.24x/9.24x。基于公司在高端女装行业的品牌矩阵稀缺性和未来潜力，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

风险提示：疫情反复下需求不及预期，电商平台竞争激烈，管理层变动。

公司简介：

公司是国内高端品牌女装的领军企业之一，主营 JORYA、JORYA weekend、ANMANI (恩曼琳)、GIVH SHYH、CAROLINE、AIVEI 和 QDA 七个自主品牌女装的设计、生产和销售，其中主品牌 JORYA 创立于 20 世纪 90 年代初，是目前国内自主高端女装历史较长的知名品牌之一。

资料来源：公司公告、WIND

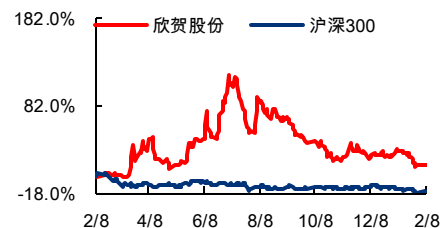
未来 3-6 个月重大事项提示：

发债及交叉持股介绍：

交易数据

52 周股价区间（元）	18.11-8.56
总市值（亿元）	41.29
流通市值（亿元）	13.9
总股本/流通 A 股（万股）	43,236/43,236
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	8.57

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

研究助理：沈逸伦

010-66554044

shenyl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480121050014

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,965.21	1,833.08	2,185.00	2,560.30	2,985.42
增长率（%）	11.65%	-6.72%	19.20%	17.18%	16.60%
净归母净利润（百万元）	242.22	178.25	285.54	368.73	448.15
增长率（%）	17.76%	-26.41%	60.19%	29.13%	21.54%
净资产收益率（%）	12.29%	6.10%	9.44%	11.86%	13.83%
每股收益(元)	0.76	0.53	0.67	0.86	1.05
PE	12.62	18.10	14.51	11.24	9.24
PB	1.55	1.40	1.35	1.31	1.26

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目录

1.欣贺股份：国内自主高端女装龙头	4
1.1 公司深耕中高端女装市场，品牌矩阵覆盖多客群	4
1.2 公司在女装行业的设计、管理经验丰富	5
1.3 业务结构：核心品牌 JR 稳健，自营和电商渠道持续增长	6
2.中高端女装：空间广大，高端消费韧性强	7
2.1 女装消费市场体量巨大，迎来结构性增长	7
2.2 中高端女装市场集中度有望提升，国内品牌影响力逐步提升	8
3.公司品牌族群优质，自营渠道优势明显	9
3.1 内生培养品牌，品牌梯度合理	9
3.2 渠道力：战略重视自营渠道建设，优势明显	10
3.2.1 线下自营门店为主，提升门店结构及运营质量	10
3.2.2 发挥不同电商平台效用，穿透不同消费群体	13
3.3 客流和货流的高效管理	14
4.财务分析：收入恢复增长，盈利能力提升可期	14
4.1 盈利能力：自营门店店效提升是主要提升驱动	14
4.2 运营能力：品牌定位决定了周转较慢，有提升空间	15
5.盈利预测与投资评级	15
5.1 盈利预测	15
5.2 投资评级	16
6.风险提示	16

插图目录

图 1：公司营业收入及增长情况	5
图 2：公司归母净利润及增长情况	5
图 3：公司股权结构图	5
图 4：2019 年分品牌营收占比情况	7
图 5：各品牌毛利率情况，主品牌最为稳健	7
图 6：2019 年分品牌营收占比情况	7
图 7：2017-2020 年电商平台收入规模及增速	7
图 8：女装、男装与童装行业市场零售额及其变动	8
图 9：中高端女装零售额占女装市场百分比情况	8
图 10：国内前十大男装、女装龙头公司市场份额情况	9
图 11：我国女装行业的品牌“金字塔”	9
图 12：2015-2019 年公司各品牌收入规模	10
图 13：2016-2020 年公司自营门店数量及占比	11
图 14：2017-2019 年公司购物中心、百货商场占比	11
图 15：公司门店面积较大	11

图 16：公司 JORYA 品牌门店装修.....	12
图 17：公司店效持续提升中.....	12
图 18：2017-2019 年公司自营门店平效.....	12
图 19：2017-2020 年公司电商平台的收入及占比情况.....	13

表格目录

表 1：公司各品牌特点、目标客户群、主要产品价格带.....	4
表 2：公司高管层职业经理人信息.....	6
表 3：2016-2020 年同业上市公司自营渠道数量占比比较.....	11
表 4：公司电商专供款的产销率逐年提升.....	13
表 5：2017-2019 年 VIP 客户情况.....	14
表 6：2016-2020 年同业上市公司毛利率比较.....	15
表 7：2016-2020 年同业上市公司净利率比较.....	15
表 8：2016-2020 年同业上市公司存货周转率比较.....	15
表 9：盈利预测表.....	16

1. 欣贺股份：国内自主高端女装龙头

1.1 公司深耕中高端女装市场，品牌矩阵覆盖多客群

欣贺股份有限公司成立于 2006 年，是国内高端品牌女装的领军企业之一，拥有成熟而优质的品牌矩阵和从设计到销售的完整产业链条。公司已形成 JORYA、JORYA weekend 定位高端，ANMANI(恩曼琳)、GIVHSHYH、CAROLINE、AIVEI 和 QDA 定位中高端的金字塔式的品牌架构。各品牌具有差异化的产品风格和品牌定位，覆盖了不同年龄、职业、造型风格、搭配场景、消费能力的女性客群。公司主品牌 JORYA 创立于 20 世纪 90 年代初，是目前国内自主高端女装历史较长的知名品牌之一；具有较高知名度，获得了目标客户的高度认可和市场地位，同时也带动了公司其他品牌的良性发展。从产业链条看，公司拥有设计、采购、生产、物流、销售的完整产业链，通过智能化、信息化的手段，公司供应链体系效率和把控能力持续提升。

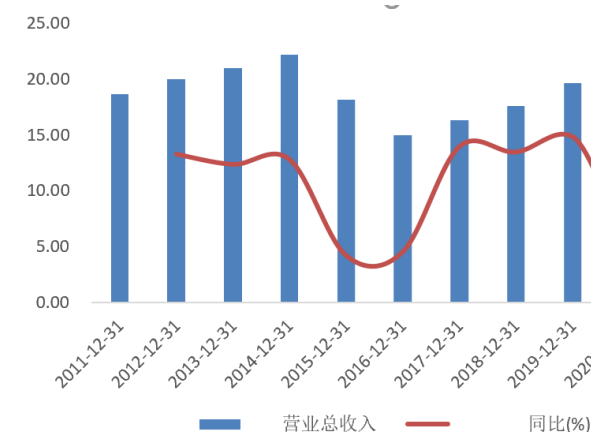
表1：公司各品牌特点、目标客户群、主要产品价格带

品牌名称	特点	目标客户群	主要产品价格带
JORYA	精致优雅	社会、文化、艺术、商业领域的精英、名媛	2580-16800
JORYA weekend	年轻个性	经济独立、稳定，对流行、时尚较为敏感的年轻都会女性	1580-9880
ANMANI(恩曼琳)	优雅自信	25-45 岁之间的时尚女性	1980-12800
GIVH SHYH	简约知性	帅气干练简洁的都市职业女性	1280-8580
CAROLINE	轻熟雅致	28-38 岁之间的时尚职业女性	1580-11880
AIVEI	时尚摩登	25-38 岁的都会精致女性	1080-8900
QDA	QUALITY, DESIGN, ART	22-35 岁，追求个性化品质生活的女性	780-3800

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

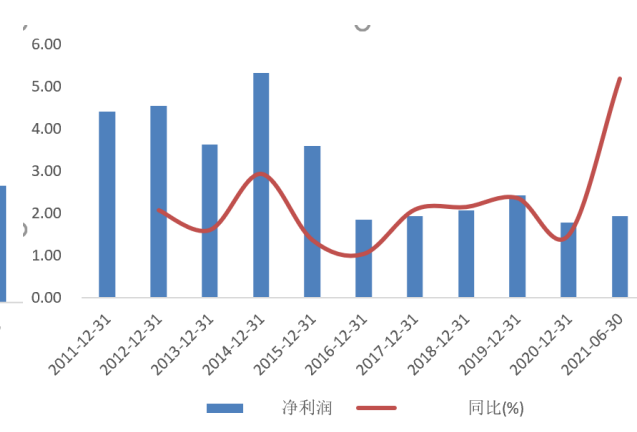
公司近年经营团队变革后，重回增长。公司在 2015、2016 年经历了收入业绩下滑压力，2017 年公司经营管理团队变革，创始人孙瑞鸿亲任总经理，公司的渠道体系也发生变化，自此公司重回增长。2016-2019 年公司收入 CAGR 达 9.5%，2020 年受疫情影响营收略有下滑，但仍体现出韧性同比仅下降 6.7%。21H1 公司实现营收 10.47 亿元，同比增长 35.36%，两年平均增速 8%；实现归母扣非净利润 1.87 亿元，同比增长 159.62%，两年平均增速 35%。

图1：公司营业收入及增长情况



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图2：公司归母净利润及增长情况

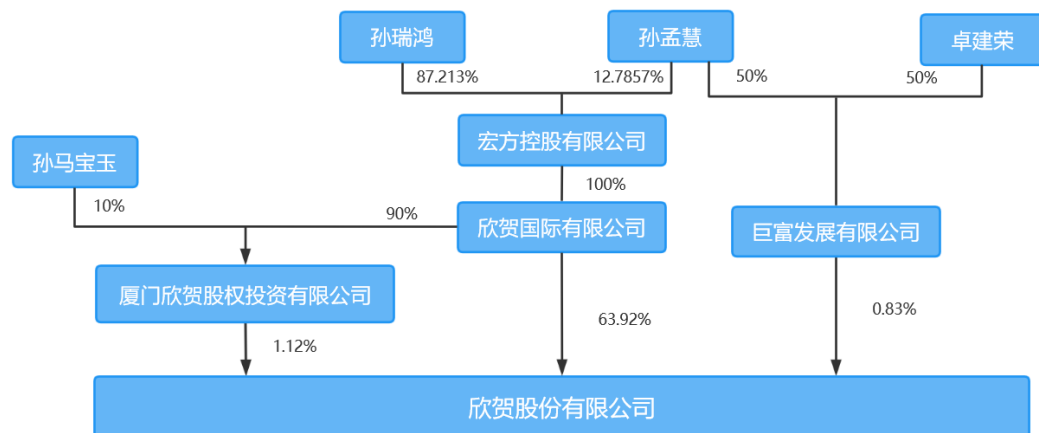


资料来源：WIND，东兴证券研究所

1.2 公司在女装行业的设计、管理经验丰富

公司为家族企业，股权结构稳定。公司控股股东为欣贺国际有限公司，持股比例 63.92%。公司实际控制人为孙氏家族成员，具体为孙瑞鸿先生、孙孟慧女士、卓建荣先生和孙马宝玉女士（孙马宝玉女士与孙瑞鸿先生、孙孟慧女士系母子（女）关系，孙孟慧女士和卓建荣先生系夫妻关系）。孙氏家族通过欣贺国际有限公司、厦门欣贺股权投资有限公司以及巨富发展有限公司合计控制公司 65.87%的股份。创始人孙瑞鸿先生自 20 世纪 80 年代起进入女装产业，积累了丰富的设计和管理经验。

图3：公司股权结构图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司拥有经验丰富的设计、管理团队。公司的董事长兼总经理孙瑞鸿先生自 20 世纪 80 年代起进入女装产业，积累了丰富的设计和管理经验。此外，公司聘用有专业背景的职业经理人，打造出了优秀的管理团队。公司各部门核心管理层实施股权激励计划，公告方案的解锁目标为未来三年实现净利润 2.8 亿、3.6 亿、4.43 亿。该股权激励目标的设定提升了中高管理层员工的工作积极性，同时将解锁目标设定为净利润，实际上是对管理层提出了更高的要求。

表2：公司高管层职业经理人信息

姓名	职务	任职经历
孙瑞鸿	总经理	曾先后任职于恩曼琳服饰有限公司，厦门金丽盛服饰有限公司，中悦(厦门)服饰有限公司。2006年6月加入公司，负责品牌服饰的设计与开发工作，现任公司品牌创意总监，负责公司品牌发展战略；2013年1月起，任公司董事；2018年5月起，任公司董事长，总经理。
陈国汉	副总经理 财务总监	曾先后任职于厦门海燕实业有限公司、厦门象屿太平综合物流有限公司、厦门速传物流发展有限公司、中悦(厦门)服饰有限公司，均从事财务工作。2009年1月进入公司，曾担任财务负责人，副总经理，2012年4月起任欣贺股份有限公司副总经理兼财务总监。
朱晓峰	副总经理 董事会秘书	曾先后任职于厦门旭丰律师事务所，厦门华远建设集团有限公司，厦门速传物流股份有限公司，中悦(厦门)服饰有限公司，均从事法律事务工作。2009年1月至今任职于公司，先后担任法务部经理，总经理助理，现任公司副总经理，董事会秘书。
卓建荣	副总经理	曾先后任职于台湾安景贸易有限公司，厦门金丽盛服饰有限公司董事长，向富发展有限公司董事。2008年12月加入公司，现任公司董事，副总经理。
高云龙	副总经理	2014年1月至今任职于欣贺股份有限公司，现任公司JR/JW品牌事业部总监，电商事业部总监，华南区市场总监。
孙柏豪	副总经理	2018年加入公司，现任公司董事，董事长特助，人力资源总监，信息管理部总监，厦门欣贺股权投资有限公司执行董事兼总经理。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

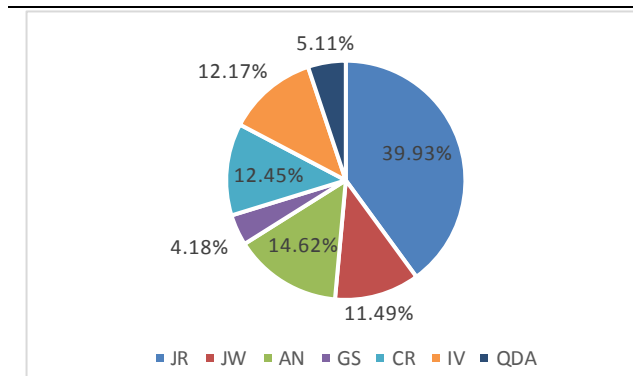
设计水平是决定品牌溢价的关键因素，公司注重研发投入以增强核心竞争力。中高端女装的消费者品质、品牌风格、品牌内涵、消费体验和个性化的要求更高。目前，中国女装的设计技术水平在与国际前沿交流中不断提高。设计能力塑造的品牌形象和整体调性可以带来较高的品牌溢价，成功的女装品牌纷纷通过增加研发投入设计投入，提高自主创新和设计能力。

公司自设立以来，各品牌均坚持独立自主设计，设计水平是公司的核心竞争力之一。公司已形成一只以实控人孙瑞鸿先生为核心的研发设计团队，2020年研发费用投入5800万，研发人员数量417人，同比增加9%，年均保持推出4,000款以上新品。公司在坚持各品牌DNA的基础上不断创新，以市场流行趋势为辅助力量，保持产品的核心竞争力和生命力。

1.3 业务结构：核心品牌JR稳健，自营和电商渠道持续增长

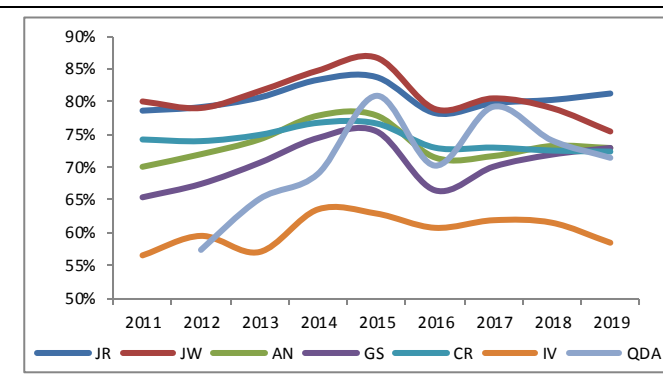
分品牌来看，历年来公司主品牌JR收入贡献最大。2016年-2019年，JR收入占比均超过35%。2019年，JR品牌收入为7.81亿元，占总收入的39.93%。AN、CR、IV、JW品牌收入占比分别为14.62%，12.45%，12.17%，11.49%。从盈利能力看，JR主品牌的毛利率最为稳健，基本维持在80%上下；其他品牌的毛利率基本也能维持在较高水平，IV的定位相对性价比高些毛利率低些。

图4：2019 年分品牌营收占比情况



资料来源：WIND，东兴证券研究所

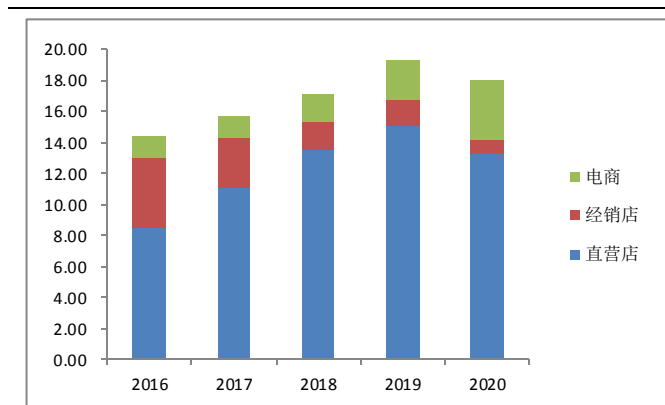
图5：各品牌毛利率情况，主品牌最为稳健



资料来源：WIND，东兴证券研究所

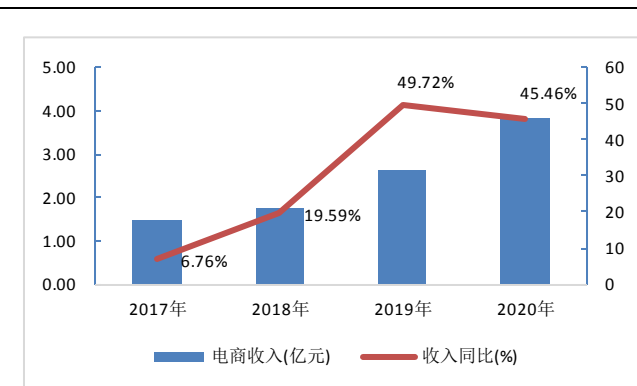
分渠道来看，公司近年来自营渠道占比提升明显，电商保持高增速。随着消费者的迭代和消费者需求的变化，自营模式成为高端女装的主流趋势，公司高端品牌 JORYA、JORYA weekend 目前为全自营模式。2016 年伴随着经营团队变化，公司的渠道也发生明显变化，经销渠道进一步收缩，到 2020 年自营和经销的占比分别为 74%和 5%，线上占比为 21%。2018-2020 年，公司电商平台的收入规模持续增加，分别为 1.77 亿元、2.65 亿元、3.85 亿元。2020 年电商收入占比超过 20%。

图6：2019 年分品牌营收占比情况



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图7：2017-2020 年电商平台收入规模及增速



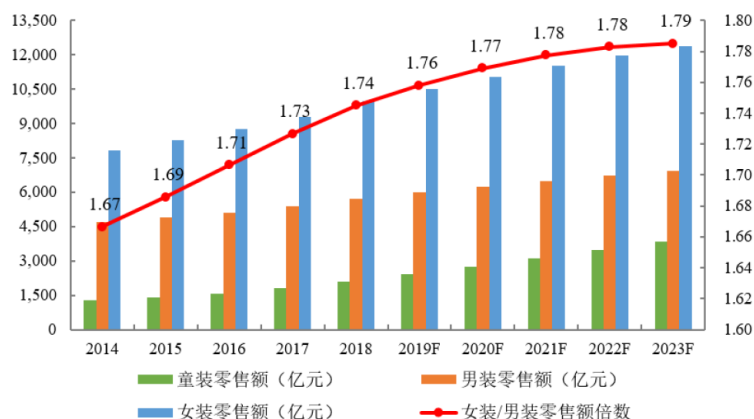
资料来源：WIND，东兴证券研究所

2. 中高端女装：空间广大，高端消费韧性强

2.1 女装消费市场体量巨大，迎来结构性增长

女装消费市场体量大，对比海外市场仍具增长空间。从年龄段和性别角度，服装行业大体可分为童装、男装、女装三大子行业。根据 Euromonitor 的数据，2018 年我国服装市场份额童装、男装、女装分别占 11.74%、32.15%、56.11%，女装销售额达到 9,990.85 亿元，超过男装和童装的总和。近年来，随着我国女性社会地位、收入水平和受教育程度的提升，加上女性服装需求的多样化、时尚性，我国女装对男装零售额倍数呈持续上升趋势，从 2014 年的 1.67 升至 2018 年的 1.74。参考发达国家服装市场结构，虽然我国女装市场消费规模已超过男装市场，但女装市场份额仍低于国外成熟市场如日本、美国（女装和男装市场容量比大约为 2:1）。Euromonitor 预计，我国女装对男装零售额的倍数在 2023 年将达到 1.79 倍，女装消费市场体量巨大。

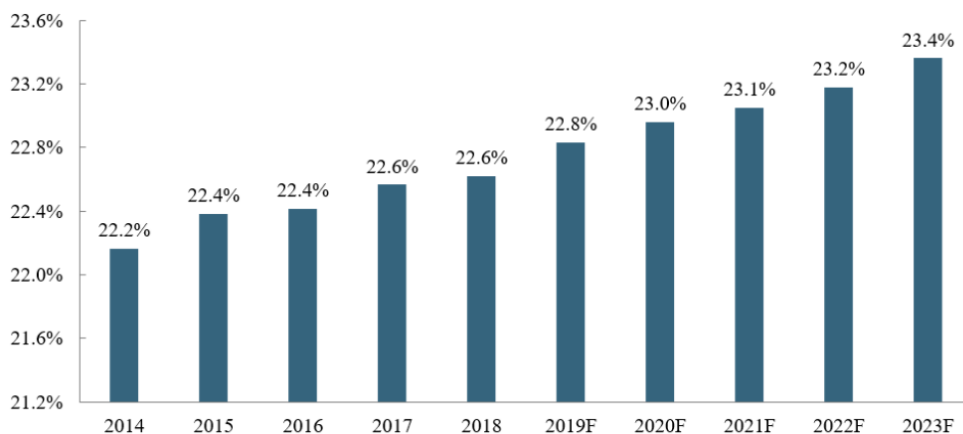
图8：女装、男装与童装行业市场零售额及其变动



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

女装行业整体向好发展，实现结构性增长。现如今居民可支配收入持续增长，高净值人群持续增加，扩大了中高端女装消费客群，中高端女装市场需求逐渐提升。随着消费升级及我国女性职业化水平、审美能力的不断提高，消费者对拥有较高设计水平和质量的中高端女装品牌的消费意愿和能力会逐步加强，女装行业将实现结构性增长，中高端女装将迎来更大的增长空间。最近五年我国中高端女装零售额占女装市场的比例呈稳步上升趋势，同时欧睿预计未来5年，中高端女装零售额占女装市场的比例将会有更快速地提升，从2018年的22.6%提升至2023年的23.4%。

图9：中高端女装零售额占女装市场百分比情况

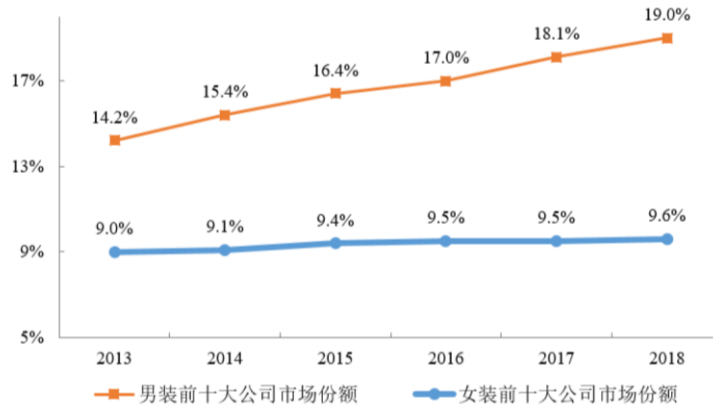


资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

2.2 中高端女装市场集中度有望提升，国内品牌影响力逐步提升

女装行业竞争充分，但市场集中度有望提升。由于女性消费者更加注重服装的时尚化和个性化，因此，与国内男装行业相比，我国女装行业品牌数量较多、女装企业规模也偏小，市场集中度较低，但近年来呈上升趋势。根据 Euromonitor 的数据，2018 年我国女装行业前十大公司市场份额为 9.6%，美国、日本、英国女装业前十大公司市场份额分别为 22.2%、51.2%、27.9%。与发达国家的成熟女装市场相比，我国女装行业前十大公司市场份额较低，存在较大的提升空间。随着技术、人才、渠道以及资本等向行业龙头公司集聚，尤其是拥有好的品牌矩阵的女装公司，有望通过直营和新的电商渠道提升市占率，女装业市场的集中度有望提升。

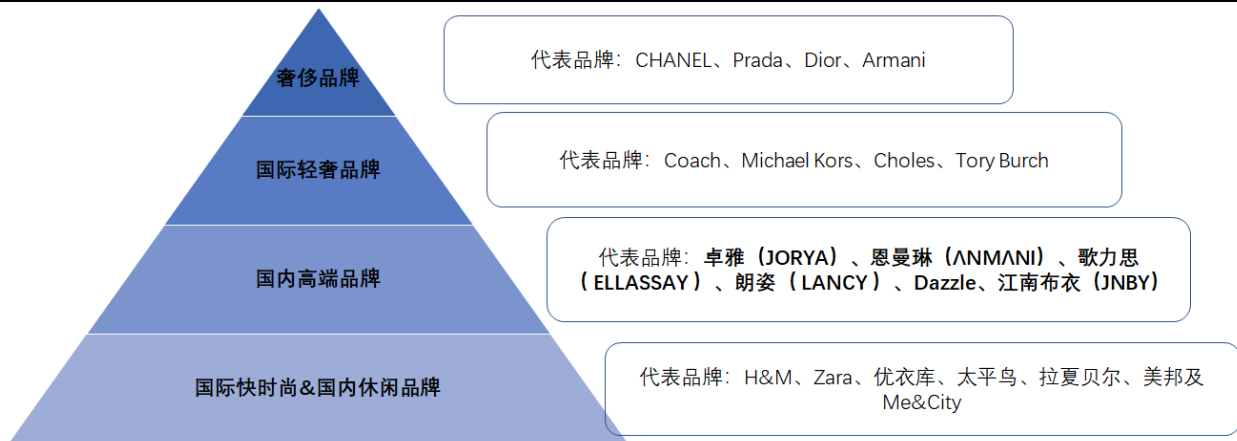
图10：国内前十大男装、女装龙头公司市场份额情况



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

在与国际品牌的市场竞争中，国产女装品牌的影响力逐步提升。根据价格层级，女装具体可以划分为：奢侈品牌、国外轻奢品牌、国内高端品牌、国际快时尚品牌、国内大众服饰品牌，我国国内女装品牌尤其是上市公司品牌集中在“高端女装”部分，位于女装品牌“金字塔”的中间位置，其上端有国际轻奢品牌，下方有快时尚品牌的追赶，女装时尚度要求高的特点使行业内竞争更为激烈。国产自主品牌品牌建设成为重中之重。拥有较高品牌影响力的公司会占据消费者心智，从而获得更多市场份额。近年来，国产女装品牌凭借出色的设计、营销等方式获得了越来越多消费者的认可，影响力逐步提升。同时，随着国民经济持续良性发展；“十四五”规划纲要关于提升自主品牌影响力和竞争力，率先在化妆品、服装、家纺、电子产品等消费品领域培育一批高端品牌规划的提出，国内消费市场的发展能够助力国内自主品牌提升市场占有率及影响力。

图11：我国女装行业的品牌“金字塔”



资料来源：各公司公告和官网，东兴证券研究所

3. 公司品牌族群优质，自营渠道优势明显

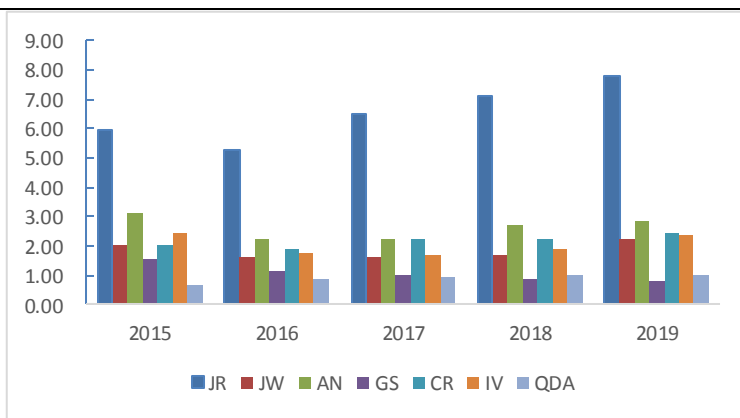
3.1 内生培养品牌，品牌梯度合理

公司拥有七大自创品牌，运营经验丰富、品牌矩阵合理。公司核心品牌 JORYA 创立于 1992 年，创立时间最早，运作时间最长，品牌知名度和忠诚度最高。公司成功运作 JORYA 品牌，积累了品牌运作经验。在此基础上

上，公司创立和运作了其他六个品牌。在自主培养的模式下，公司对品牌的把控能力更强。各品牌定位清晰、风格鲜明，形成多元化、差异化的品牌矩阵，覆盖市场上不同类型的消费客群。公司各品牌拥有独立的事业部进行产品的研发设计和营销以实现品牌差异化战略。

主品牌保持高端品牌定位、持续贡献收入；其他品牌作为第二梯度协同发展，共同拓展新渠道。2015-2019年，JR 品牌收入保持稳定增长，CAGR 为 6.9%。产品平均销售价格有所提升，其毛利率保持较高水平且逐年增加，2018、2019 年净开店数量增加。未来几年，JR、JW 品牌维护好自身的品牌形象和消费客群，并且随着“品牌营销网络建设”项目的进行，终端门店向未覆盖到的一、二线城市的核心商圈渗透，收入规模有望进一步提高。公司另一高端核心品牌 JW 在市场有一定的知名度，2017-2019 年收入规模逐步提高，在 2019 年达到 2.25 亿元。2015-2019 年 CAGR 为 2.16%。此外，近年来 AN、CR、IV 品牌收入规模有所扩大，2019 年收入分别达到 2.86 亿元、2.44 亿元、2.38 亿元。公司主品牌的市场知名度和地位能够在未来对其余品牌发展起到良好的带动作用，加之公司在具有较大市场潜力的“新三线”城市进行扩张的营销网络布局，其余品牌的发展有望得到提升，贡献新的收入增长点。

图12：2015-2019 年公司各品牌收入规模（单位：亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.2 渠道力：战略重视自营渠道建设，优势明显

在宏观经济增速回落、行业竞争加剧、销售渠道变迁等因素的影响下，我国品牌服饰行业依靠粗放式的门店扩张带动业绩增长的经营模式难以为继，行业整体从外延开店促增长逐渐回归单店内生增长，精细化经营和品牌影响力愈发被重视。自营模式有利于公司强化对于终端渠道的掌控力、提高客户体验，从而提高盈利能力。此外，中高端女装时尚化程度高，品牌的定价偏高端，目标客户群体有限。对终端渠道的掌控力直接影响购物体验。自营模式有利于公司强化对于终端渠道的掌控力、提高客户体验。也有利于集中公司资源和优势，抢占高端市场、提升品牌知名度与影响力。

3.2.1 线下自营门店为主，提升门店结构及运营质量

公司自营占比高，除去 2020 年疫情影响，公司近几年的自营渠道收入均稳步提升。公司的主要销售模式为自营、经销和电商。其中自营模式是公司最主要的销售渠道。目前，欣贺旗下的核心高端品牌 JORYA、JORYA weekend 为全自营模式，其他品牌以自营、经销相结合的模式经营。在同业可比上市公司中，公司自营渠道数量占比处于较高水平，且逐年递增。截止 2020 年，公司总共有 524 家线下门店，其中有 419 家自营店，自营门店占比 80%。2017-2020 年，公司自营渠道收入分别为 11.11 亿元、13.48 亿元、15.03 亿元、13.29 亿元，占总收入的 56.36%、67.99%、76.59%、76.49%、72.51%。大力发展自营的销售模式有利于强化公司对

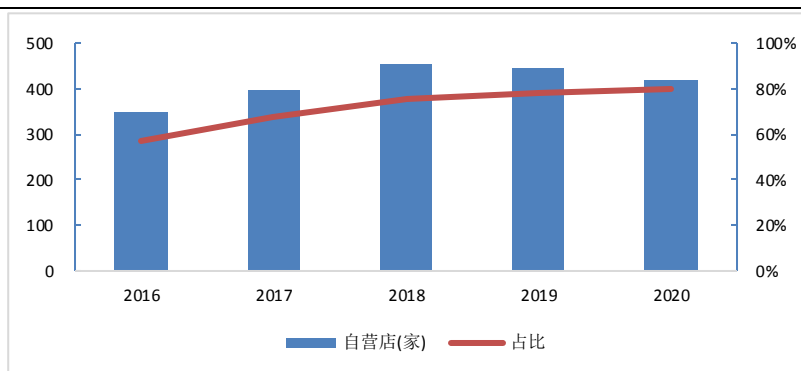
终端渠道的掌控力、提高客户体验，统一贯彻公司品牌形象以及客户服务体系，保证品牌营销推广力度，从而提高公司的盈利能力。

表3：2016-2020 年同业上市公司自营渠道数量占比比较

年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
欣贺股份	56.89%	67.29%	75.67%	78.25%	79.96%
平均	65.29%	63.06%	62.28%	63.75%	64.31%
地素时尚	37.50%	38.05%	35.59%	34.42%	32.15%
歌力思	43.46%	44.84%	46.45%	53.83%	56.73%
锦泓集团	94.71%	91.65%	92.71%	92.67%	90.92%
赢家时尚	85.47%	77.69%	74.36%	74.07%	77.45%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图13：2016-2020 年公司自营门店数量及占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

店效提升一：渠道结构上，百货商场占比下降，购物中心崛起，年轻消费群体获得率高。相较于百货商场，购物中心能够为品牌服装门店提供更大的设计展示空间，有助于其展示时尚个性的品牌定位以及提供独特的消费体验，日益成为重要的零售渠道，入驻商户多为自营门店。根据 2020 年数据，公司自营门店面积平均为 172 平方米，能够有效展示销售产品，提升顾客消费体验。目前，公司的销售渠道是以购物中心为主，百货商场和街边店为辅。且百货商场占比逐年下降，购物中心占比逐年提升。2017-2019 年公司在百货商场店铺数量占比分别为 28.57%、28.37%、27.73%，而购物中心店铺类型的占比分别为 65.37%、66.64%、69.57%。

图14：2017-2019 年公司购物中心、百货商场占比

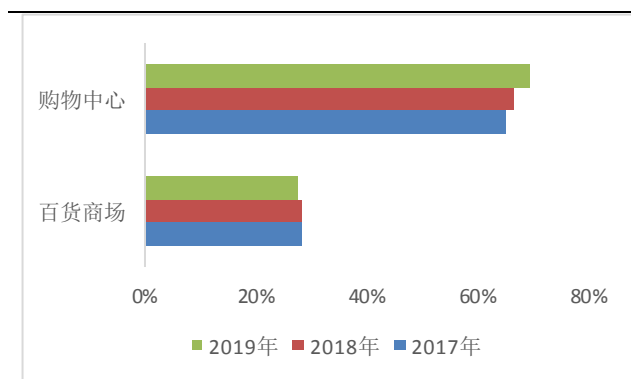


图15：公司门店面积较大



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

资料来源：公司官网，东兴证券研究

店效提升二：注重品牌形象建设，终端门店统一设计和装修、橱窗和陈设的管理及时换新。为保证终端门店视觉形象的一致，公司对每个品牌终端门店进行统一设计、统一装修，将品牌定位、设计风格、核心价值融入到门店的形象中，让门店成为公司品牌的有力推广平台。橱窗是公司各品牌的亮点之一。公司各品牌事业部下设视觉形象部，负责门店橱窗和陈设的管理，定期根据品牌商品的主题、风格重新设计橱窗，并在每季新品上架前更换橱窗和陈设，做到橱窗、陈列与商品风格一致，为顾客打造一致、舒适的购物体验。

店效提升三：信息化提升，打通自营系统货品流转。近两年公司通过业务流程信息化，对订货流程做出优化，并建立了云仓系统，更好地解决了货品流通问题，打通自营门店，从而提高公司整体售罄率。从考核上，将连带率、售罄率作为终端员工的绩效考核指标，提升门店销售人员积极性。

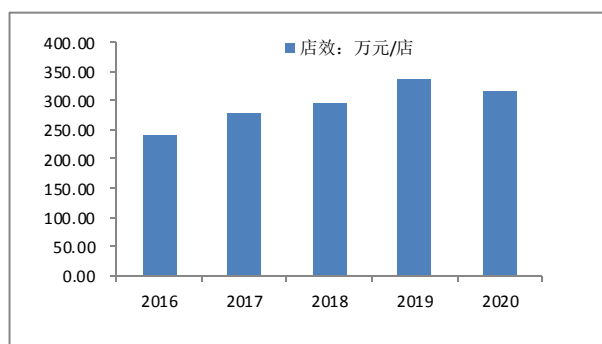
图16：公司 JORYA 品牌门店装修



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

店效和坪效增长，公司渠道质量提高。提高自营门店占比外的同时，公司通过开关店对渠道结构进行优化调整。从店效来看公司自营店的店效近年来逐年提升，2019 年公司各品牌平均店效为 337 万元，据行业内优秀水平仍有差距。从坪效上来看，公司在自营模式下新开门店的收入规模及坪效明显高于关闭门店。2019 年公司新开门店的坪效为 1.87 万元/平方米，新关门店的坪效仅为 0.82 万元/平方米。在较强的渠道掌控力下，公司渠道质量稳步提高，2017-2019 年自营门店坪效分别为 18,518.48, 19,968.78, 20,771.49 元/平方米。

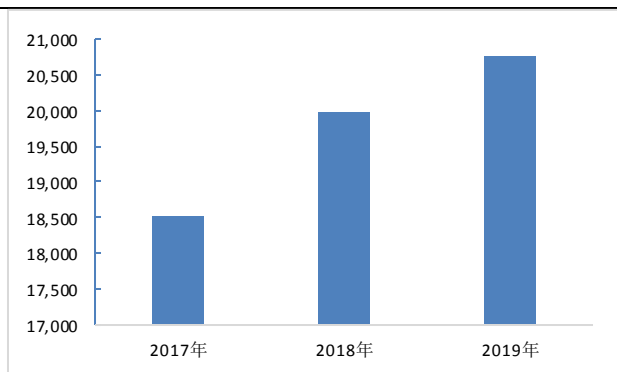
图17：公司店效持续提升中



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

注：计算方式为自营销售收入/自营门店数

图18：2017-2019 年公司自营门店坪效

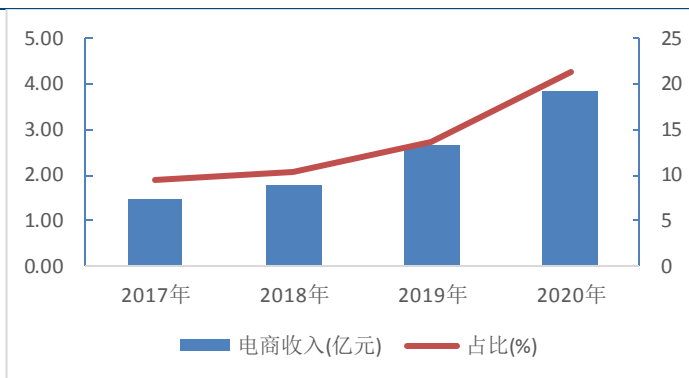


资料来源：公司公告，东兴证券研究

3.2.2 发挥不同电商平台效用，穿透不同消费群体

多平台发展，共同助力线上收入增长。近年来，线上消费得到普及并形成潮流，尤其是新的社交电商平台成为年轻消费群体的聚集地。公司相应加大电商业务拓展力度且成效显著，除了将天猫和唯品会作为主战场，也重视在小红书和抖音平台的布局，将其作为种草和引流的平台。多平台发力之下，2017-2020 年，公司电商平台收入分别为 1.48 亿元、1.77 亿元、2.65 亿元、3.85 亿元，CAGR 为 37.6%。电商收入占比从 2017 年 9%显著提高至 2020 年 21%。

图19：2017-2020 年公司电商平台的收入及占比情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

电商专供款助力线上渠道高业绩增长。2017 年起，公司开始逐步拓展电商专供款业务，并于 2018 年和 2019 年大力发展该业务。公司成立专门的电商事业部，对线上商品进行品牌营销策划。线上实行多品牌矩阵：除 QDA 未推出线上专供款外，其余品牌纷纷进行线上渠道布局。主品牌 JR 线上款比线下款更具性价比，其余 JW、AN、IV 等品牌作为第二梯队品牌。总体来看，电商专供款的产量和销量显著增长，产销率从 2017 年 39.19% 提升至 2019 年 60.60%。电商专供款业务在维护了中高端女装的品牌形象的同时，针对线上消费者的特点，采取较低毛利率的策略，2020 年公司电商渠道的毛利率为 56.96%（整体为 71.96%），收获了高业绩增长（同比+45.46%）。

表4：公司电商专供款的产销率逐年提升

品牌	2017 年	2018 年	2019 年
JR	-	14.21%	-
JW	25.89%	55.14%	56.37%
AN	43.72%	48.45%	58.40%
GS	79.15%	61.67%	-
CR	36.91%	50.65%	57.03%
IV	41.74%	54.55%	60.57%
QDA	-	-	-
合计	39.19%	49.49%	60.60%

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

未来计划：拓展新兴线上渠道、设立电子商务子公司。公司与天猫、唯品会等头部电商平台保持积极稳定的战略合作关系，未来公司计划在稳定现有电商平台业绩贡献的基础上，持续优化线上渠道，计划开拓抖音、小红书等新兴线上渠道，以进一步提升电商的业绩贡献，实现线上、线下齐头发展的双赢局面。

3.3 客流和货流的高效管理

智能供应链建设推进，全业务链条的经营效率倍增。目前已成功构建产销存管理、采购管理、VIP 客户管理、终端店铺管理等功能整合的 ERP 系统，实现了商流、物流、资金流的统一。公司的存货管理效率提升，存货减值压力将明显降低。客流方面，公司制定了 VIP 会员制度，以增强品牌黏性、回报客户。公司举办形式多样的 VIP 活动回馈顾客，通过微信、微博等新媒体工具与公司忠实顾客进行互动，并进行针对性的营销，进一步增强了品牌与消费者的黏性。数量众多的 VIP 会员为公司分析消费者需求、消费习惯提供了必要的数据支持，可促使公司产品设计、营销政策更符合市场需求。

VIP 管理维护消费客群，贡献营收增长。公司凭借独特、精致的产品培育了一批忠实的顾客群。VIP 会员制度可以帮助公司增强品牌粘性。近年来，公司有效 VIP 会员数量持续快速增长。随着公司营业收入的增长和自营销售比例的不断提高，VIP 有效客户数和消费总额持续增长。2019 年 VIP 消费总额占总营收的比例高达 89%。然而 VIP 人均消费额呈逐年下降趋势。这是由于 2017 年起，公司大力发展微信线上 VIP 客户，逐步取消实体 VIP 卡。线上 VIP 客户的推广取消了入会消费门槛，使得 VIP 客户数量大幅提高的同时，整体 VIP 客户质量、忠诚度、消费能力有所下降。此外，2019 年 10 月公司上线集团卡，不分品牌进行会员积分，便于各品牌统一管理以及协同发展。

表5：2017-2019 年 VIP 客户情况

项目	2017 年	2018 年 1 月 1 日-10 月 21 日	2018 年 10 月 22 日-12 月 31 日	2019 年
VIP 有效客户	120,793	216,346	328,939	356,450
VIP 客户活跃数	59,000	81,549	120,157	52,778
消费总额(万元)	93,008.53	121,022.54	125,738.44	49,884.29
人均消费额(万元)	1.58	1.48	1.05	0.95

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

4. 财务分析：收入恢复增长，盈利能力提升可期

4.1 盈利能力：自营门店店效提升是主要提升驱动

毛利率水平与行业平均水平相比较，净利率仍待提升。近年来，公司毛利率水平与同业上市公司平均水平相比较，这主要由于公司大力发展自营的销售模式，减少了中间流通环节；加之公司注重产品的研发设计，款式新颖独特，其品牌在市场上有较高的知名度，从而提高了品牌溢价。公司净利率在前几年不及同业上市公司均值，2020 年超过均值。偏低的净利率主要系销售费用率较高所致。其中员工薪酬和店铺装修费较高，这主要由于公司自营店铺比例较高，维护高端的品牌形象所需。

盈利能提升的驱动，来自于自营门店店效提升，以及其他品牌的下沉。大力发展自营的销售模式有利于强化公司对终端渠道的掌控力、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。从公司发展情况看，通过优化门店位置、提升单店效率，而提升店效在过去几年得到验证，且未来仍有较大潜力，这是提高公司的盈利能力最重要驱动。其次，ANMANI(恩曼琳)、CAROLINE、AIVEI 其他品牌非常适合在线上及新兴城市发展，有效运营之下这些渠道的利润水平将高于一线城市线下门店，有助于公司整体利润水平的抬升。

表6：2016-2020 年同业上市公司毛利率比较

年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
欣贺股份	73.09%	75.31%	75.23%	74.68%	71.96%
平均	72.23%	71.31%	71.07%	70.33%	71.04%
地素时尚	75.06%	74.84%	74.01%	75.00%	76.68%
歌力思	71.42%	69.85%	69.63%	65.87%	66.23%
锦泓集团	70.31%	69.71%	69.10%	67.86%	67.80%
赢家时尚	72.14%	70.84%	71.52%	72.59%	73.43%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表7：2016-2020 年同业上市公司净利率比较

年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
欣贺股份	12.33%	11.76%	11.69%	12.33%	9.72%
平均	19.08%	15.40%	16.56%	14.00%	9.02%
地素时尚	28.77%	24.67%	27.33%	26.25%	24.56%
歌力思	19.64%	17.27%	18.03%	15.63%	22.44%
锦泓集团	13.48%	8.67%	10.07%	4.62%	-19.14%
赢家时尚	14.43%	10.99%	10.80%	9.48%	8.21%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.2 运营能力：品牌定位决定了周转较慢，有提升空间

存货周转率较同业上市公司相比较低，应收账款周转率高。2016-2020 年，公司存货周转率处于行业内较低水平，主要是公司定位中高端女装品牌，不断提升品牌形象，产品款式花色多、单款数量，以保持其品牌定位和满足消费者的心理需求，公司七大品牌以突出女装设计、款式多样、中高端女装定价高的销售策略，与一般普通服装企业采取的低毛利率、高周转率的策略不同。我们认为公司通过提升单店运营效率，和继续提升电商与线下的配合，公司的周转能力有提升的空间。

表8：2016-2020 年同业上市公司存货周转率比较

年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
欣贺股份	0.98	0.89	0.83	0.73	0.72
平均	1.62	1.87	1.64	1.57	1.43
地素时尚	1.96	2.01	2.14	2.07	1.91
歌力思	1.55	1.84	1.63	1.59	1.17
锦泓集团	0.83	1.60	1.24	0.99	1.15
赢家时尚	2.13	2.04	1.56	1.62	1.49

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

5.1 盈利预测

收入：从渠道数量看，2021 年各品牌计划新开约 60 家终端门店，此后两年约保持同样的开店速度。从店效

看：公司店效每年有高个位数提升。电商：2021 年增速较快，约为 35%，此后两年保持 20%以上增速。

毛利率：公司坚持高端定位，毛利率维持稳定。

费用率：公司自营渠道效率提升，电商维持高增速，销售费用率将有所下降，提振净利率水平。

收入&净利润：预计公司 2021-2023 年实现营收 21.85/25.60/29.85 亿元，归母净利润为 2.86/3.69/4.48 亿元。

表9：盈利预测表

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入（亿元）	19.65	18.33	21.85	25.60	29.85
收入 YOY	11.65%	-6.72%	19.20%	17.18%	16.60%
门店数	570	524	574	635	700
门店数 YOY	-5.00%	-8.07%	9.54%	10.63%	10.24%
单店销售额(万元)	298.27	276.24	290.00	304.50	319.73
单店销售额 YOY	13.04%	-7.38%	5%	5%	5%
线下收入小计	16.68	14.15	16.65	19.34	22.38
电子商务收入	2.65	3.85	5.20	6.27	7.47
电商 YOY	50%	46%	35%	20%	19%
毛利(亿元)	14.68	13.15	15.97	18.88	22.04
毛利率	74.68%	71.96%	73.07%	73.74%	73.83%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

5.2 投资评级

欣贺股份旗下多品牌运营，线下注重中高端品质运营，门店数量仍具增长空间，线上专款专供针对大众消费群体，具备一定成长性，公司的盈利能力随着效率改善持续提升，基于公司成长性和潜在业绩弹性，我们认为公司应享有一定估值溢价，我们认为公司可享受 18 倍估值。首次覆盖公司，给与“推荐”评级。

6. 风险提示

疫情反复下需求不及预期，电商平台竞争激烈，管理层变动。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						单位:百万元						利润表					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	1569	2577	2503	3140	3445	营业收入	1965	1833	2185	2560	2985						
货币资金	550	1678	1408	1937	2021	营业成本	498	513	588	672	781						
应收账款	154	150	175	207	241	营业税金及附加	17	20	21	26	30						
其他应收款	67	67	80	93	109	营业费用	899	826	927	1082	1264						
预付款项	18	10	7	0	1	管理费用	75	72	107	108	126						
存货	765	664	833	912	1083	财务费用	-11	-8	-10	-12	-14						
其他流动资产	5	8	0	-9	-9	研发费用	66	59	75	85	99						
非流动资产合计	985	1011	1151	1267	1382	资产减值损失	-97.40	-117.56	-107.48	-112.52	-110.00						
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
固定资产	88	304	280	256	231	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
无形资产	93	92	92	91	91	加: 其他收益	8.18	9.46	8.82	0.00	0.00						
其他非流动资产	2	2	2	2	2	营业利润	330	244	359	463	562						
资产总计	2555	3588	3654	4407	4827	营业外收入	0.13	0.47	0.05	0.26	0.16						
流动负债合计	581	666	628	1297	1584	营业外支出	1.06	2.69	1.87	2.28	2.08						
短期借款	0	0	0	672	908	利润总额	329	241	357	461	560						
应付账款	224	278	288	344	391	所得税	87	63	71	92	112						
预收款项	63	0	-26	-85	-82	净利润	242	178	286	369	448						
一年内到期的非流	2	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0						
非流动负债合计	2	2	2	2	2	归属母公司净利润	242	178	286	369	448						
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率											
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E						
负债合计	584	668	630	1299	1586	成长能力											
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	11.65%	-6.72%	19.20%	17.18%	16.60%						
实收资本(或股本)	320	427	427	427	427	营业利润增长	17.67%	-26.13%	47.27%	29.04%	21.42%						
资本公积	463	1226	1226	1226	1226	归属于母公司净利	17.76%	-26.41%	60.19%	29.13%	21.54%						
未分配利润	994	1058	1149	1207	1314	获利能力											
归属母公司股东权	1971	2920	3023	3108	3241	毛利率(%)	74.68%	72.03%	73.07%	73.74%	73.83%						
负债和所有者权益	2555	3588	3654	4407	4827	净利率(%)	12.33%	9.72%	13.07%	14.40%	15.01%						
现金流量表						单位:百万元		总资产净利润(%)		9.48%	4.97%	7.82%	8.37%	9.28%			
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)		12.29%	6.10%	9.44%	11.86%	13.83%					
经营活动现金流	192	506	-27	173	194	偿债能力											
净利润	242	178	286	369	448	资产负债率(%)		23%	19%	17%	29%	33%					
折旧摊销	128.86	122.23	41.95	40.11	38.54	流动比率			3.87	3.98	2.42	2.18					
财务费用	-11	-8	-10	-12	-14	速动比率			2.87	2.66	1.72	1.49					
应收账款减少	-55	4	-25	-32	-33	营运能力											
预收帐款增加	21	-63	-26	-59	3	总资产周转率		0.80	0.60	0.60	0.64	0.65					
投资活动现金流	-109	-97	-74	-45	-47	应收账款周转率		16	12	13	13	13					
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率		8.79	7.31	7.73	8.11	8.13					
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)											
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊		0.76	0.53	0.67	0.86	1.05					
筹资活动现金流	-101	774	-170	401	-63	每股净现金流(最新		-0.06	2.77	-0.63	1.24	0.20					
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊		6.16	6.84	7.09	7.28	7.60					
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率											
普通股增加	0	107	0	0	0	P/E		12.62	18.10	14.27	11.05	9.09					
资本公积增加	0	762	0	0	0	P/B		1.55	1.40	1.35	1.31	1.26					
现金净增加额	-18	1183	-271	529	84	EV/EBITDA		7.51	9.57	7.04	5.84	5.12					

资料来源：公司财报、东兴证券研究

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

研究助理简介

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士，2021年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526