

纺织服饰

2025 年 05 月 18 日

报告原因：有业绩公布需要点评

中性（下调）

市场数据：2025 年 05 月 16 日

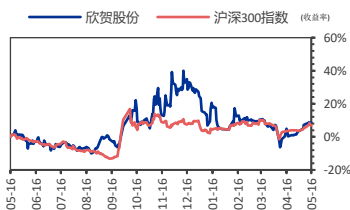
收盘价（元）	7.34
一年内最高/最低（元）	10.25/5.72
市净率	1.2
股息率（分红/股价）	3.13
流通 A 股市值（百万元）	3,075
上证指数/深证成指	3,367.46/10,179.60

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产（元）	6.21
资产负债率%	20.64
总股本/流通 A 股（百万）	429/419
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

联系人

刘佩
(8621)23297818×
liupeil@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

欣贺股份 (003016)

——24 年业绩短期承压，25Q1 利润拐点显现

投资要点：

- 公司发布 2024 年报及 2025 年一季报，24 年业绩短期承压，25Q1 逐步恢复。24 年收入同比下滑 20.1%至 14.1 亿元，归母净利润同比下滑 167.3%至亏损 6738 万元，表现低于预期，主要由于 24 年市场需求乏力，公司基于未来战略发展进行系统性变革，对产品、渠道、营销等进行大力度调整，大力度出清表现不佳的门店，同时进行品牌升级、渠焕新，但受制于消费复苏不及预期，整体收入及利润有所承压。25Q1 收入为 3.5 亿元，同比下滑 4.7%，归母净利润 619 万元，同比增长 9.8%，符合预期。
- 分渠道看，直营、电商下滑幅度可控，经销渠道短期压力加大。24 年公司直营收入同比下滑 19.7%至 9.4 亿元，占比 67%，毛利率同比下滑 1.3pct 至 74.8%。24 年自营门店同比净减少 51 家至 356 家，下降幅度 12.5%，基本上与收入跌幅一直，单店产出测算约 265 万/年，平均面积 187 平方米，坪效约 1.4 万元/年。24 年加盟收入同比下滑 50.5%至 5080 万元，占比 4%，毛利率同比下滑 19.0pct 至 39.5%，预计与零售偏弱环境下经销商库存压力增加、订货意愿较低有关，24 年经销门店净减少 17 家至 60 家。24 年电商收入同比下滑 16.2%至 3.8 亿元，占比 27%，毛利率同比下滑 2.6pct 至 52.8%，下滑幅度可控。
- 盈利能力短期下滑，库存水位下降。24 年毛利率同比下滑 2.4pct 至 67.0%，25Q1 回升至 69.5%，同比略增 0.5pct。24 年销售费用率同比增长 8.4pct 至 54.4%，销售费用绝对额同比下滑 5.6%，主要系收入下降被动抬升。25Q1 为 48.8%，同比下滑 1.3pct。24 年管理费用（含研发）率同比下滑 1.3pct 至 11.0%，主要因管理费用及职工薪酬减少所致，25Q1 为 8.5%，同比下滑 0.9pct。最终 24 年净利率同比下滑 10.5pct 至 -4.8%，25Q1 为 1.8%，同比提升 0.2pct。24 年公司存货同比下滑 14.7%至 6.6 亿元，25Q1 继续降低至 5.9 亿元。24 年经营性现金流净额同比下滑 66.4%至 1 亿元，主要系销售收入减少所致，25Q1 为 5674 万元，同比增长 275.4%，逐步改善。
- 公司注重投资者回报，积极维护股东权益。2024 年 6 月 24 日，公司实施了 2023 年年度权益分派，向股东每 10 股派发现金红利 2.30 元（含税），共计派发现金股利 9656 万元，占 2023 年归母净利润的 96.4%。公司短期业绩承压但经营根基稳固，将稳步推进业绩修复。同时为维护公司及全体股东权益，公司董事长孙柏豪先生 2024 年通过二级市场集中竞价买入、参与司法拍卖竞得累计增持公司股份 1224 万股，合计增持金额 7036 万元。
- 公司深耕中高端女装领域，多品牌矩阵的协同效应优势显著，同时具备完整的生产供应链及智能化的仓储物流体系，伴随零售环境回暖以及线下、电商渠道的稳定发力，多渠道有望持续增长。但短期考虑到当前零售环境仍处于弱复苏态势，我们下调公司未来开店及单店产出预测，同时，考虑到行业竞争加剧折扣率可能下降，下调毛利率预测，而收入增速放缓或导致费用率被动提升，上调费用率假设，最终 25 年盈利预测下调，同时新增 26-27 年盈利预测。预计 25-27 年归母净利润分别为 1.3/1.4/1.5 亿元（原 25 年为 3.3 亿元），对应 PE 分别为 25/23/22 倍。参考可比公司 25 年平均估值 24 倍，给予公司 25 年 24 倍 PE，市值下滑空间在 5%以内，下调至“中性”评级。
- 风险提示：消费恢复不及预期；市场竞争加剧；存货增加风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1,405	347	1,475	1,570	1,690
同比增长率（%）	-20.1	-4.7	4.9	6.4	7.7
归母净利润（百万元）	-67	6	127	135	146
同比增长率（%）	-167.3	9.8	-	6.6	7.7
每股收益（元/股）	-0.16	0.01	0.30	0.32	0.34
毛利率（%）	67.0	69.5	67.3	67.4	67.5
ROE（%）	-2.5	0.2	4.6	4.6	4.8
市盈率	-47		25	23	22

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

图 1：2024 年营业收入同比下滑 20.1%至 14 亿元



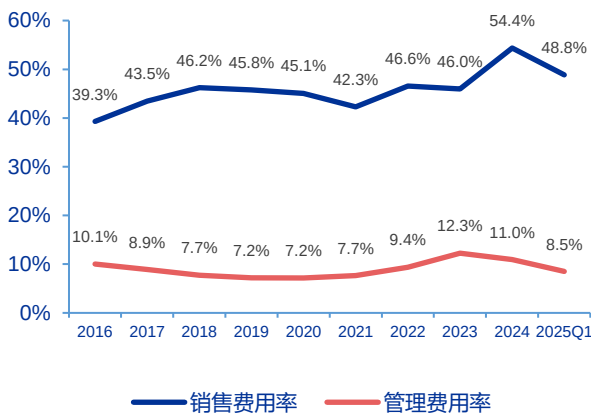
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：2024 年归母净利润同比下滑 167.3%至-0.7 亿元



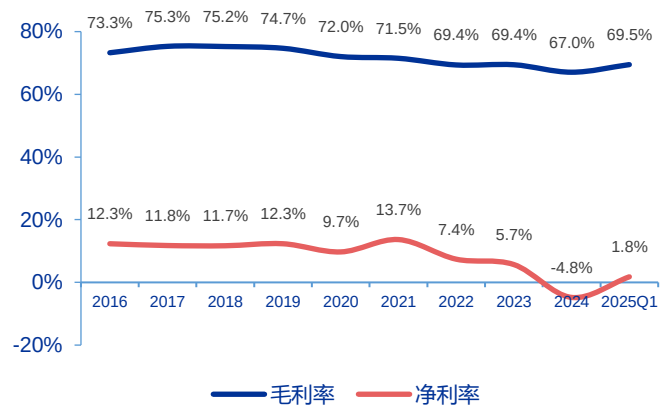
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：2024 年销售费用率为 54.4%，管理费用率（含研发）为 11.0%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：2024 年毛利率 67.1%，净利率为-4.8%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：可比服装公司估值表

证券代码	证券简称	股价	总股本 亿股	市值 亿元	归母净利润 (亿元)			PE		
		2025/5/16			25E	26E	27E	25E	26E	27E
603877.SH	太平鸟	15.94	4.7	75.5	3.7	4.5	4.7	21	17	16
301088.SZ	戎美股份	14.02	2.3	32.0	1.2	1.4	1.6	27	23	20
平均								24	17	16
003016.SZ	欣贺股份	7.34	4.3	31.5	1.3	1.4	1.5	25	23	22

资料来源：Wind，申万宏源研究

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,759	1,405	1,475	1,569	1,690
其中: 营业收入	1,759	1,405	1,475	1,569	1,690
减: 营业成本	538	463	482	512	550
减: 税金及附加	24	20	21	22	24
主营业务利润	1,197	922	972	1,035	1,116
减: 销售费用	809	764	695	739	796
减: 管理费用	137	92	56	60	64
减: 研发费用	78	62	47	50	54
减: 财务费用	-18	-12	10	13	16
经营性利润	191	16	164	173	186
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	6	-7	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-82	-111	0	0	0
加: 投资收益及其他	13	6	6	6	6
营业利润	134	-87	171	181	193
加: 营业外净收入	3	-1	0	0	0
利润总额	137	-88	171	181	193
减: 所得税	37	-20	44	45	47
净利润	100	-67	127	135	146
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	100	-67	127	135	146

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。