

2022年11月01日

# Q3 降幅收窄，关注去库存进展

## 欣贺股份(003016)

评级:	买入	股票代码:	003016
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	11.18/6.79
目标价格:		总市值(亿)	34.11
最新收盘价:	7.89	自由流通市值(亿)	11.61
		自由流通股数(百万)	147.19

### 事件概述

2022 年前三季度公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 13.04/1.29/1.15 亿元、同比增长-13.48%/-47.27%/-51.50%。Q3 单季收入/净利/扣非净利分别为 4.06/0.30/0.27 亿元，同比增长-11.74%/-42.86%/-46.68%，业绩低于市场预期。

### 分析判断:

**疫情下 Q3 终端逐渐恢复，增速较 Q2 改善。** Q3 实现收入 4.06 亿元，同比增长-11.74%，相较 Q2 有所改善（Q2 收入 3.94 亿元，同比增长-21.62%），短期疫情影响下公司终端承压。分品牌来看，我们估计主品牌降幅最低，体现出一定韧性。

**毛利率改善，但期间费用率提升导致净利率下降。**（1）22Q3 公司毛利率/净利率为 70.29%/7.44%、同比上升 1.79/-4.05PCT，我们分析净利率下降主要由于期间费用率增加、其他收益和投资净收益减少等影响；Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 47.84%/6.40%/4.55%/-1.19%、同比提高 4.64/1.21/0.74/0.08 PCT，其他收益/收入同比减少 0.22PCT，投资净收益/收入同比减少 0.44PCT。（2）前三季度公司毛利率/净利率为 70.04%/9.92%、同比下降 3.05/6.36PCT，前三季度毛利率下降主要由于打折去库存；前三季度净利率降幅高于毛利率降幅主要来自期间费用率上升、投资收益减少等。前三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 45.10%/4.81%/4.18%/-1.11%、同比提高 4.65/0.61/0.85/0.14PCT；投资净收益/收入为 0.07%、同比下降 0.20PCT，公司控费仍存在空间。

**关注库存健康情况。** 2022Q3 末公司存货为 6.91 亿元、同比增长 18.36%、环比 Q2 增长 18.32%，存货周转天数为 448.28 天，同比增加 32.58 天、环比增加 51.89 天；应收账款周转天数为 38.03 天、同比增加 8.05 天、环比下降 0.06 天，应付账款周转天数 173.59 天、同比提高 24.86 天、环比提高 17.72 天。

### 投资建议

我们分析：（1）受疫情影响公司终端承压，但随着疫情恢复公司直营比例高有望迎来更大的利润弹性；（2）公司已形成多品牌、差异化的品牌矩阵，未来公司线下拓店具备空间，线上专款专供高增长，在数字化赋能、精细化运作下公司运营效率有望提升。考虑 Q3 低于市场预期，下调公司 22-24 年营收 20.59/23.48/26.47 亿元至 18.25/20.91/23.64 亿元，下调 22-24 年归母净利 2.73/3.16/3.73 亿元至 1.81/2.51/3.11 亿元，对应下调 22-24 年的 EPS 0.63/0.73/0.86 元至 0.42/0.58/0.72 元，对应 2022 年 10 月 31 日 7.89 元/股收盘价，PE 分别为 19/14/11X，维持公司“买入”评级。

### 风险提示

疫情不确定性风险；开店及店效改善不及预期风险；设计不到位、供应链管理不足风险；系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,833	2,102	1,825	2,091	2,364
YoY (%)	-6.7%	14.7%	-13.2%	14.6%	13.0%
归母净利润(百万元)	178	287	181	251	311
YoY (%)	-26.4%	61.1%	-36.8%	38.3%	24.1%
毛利率 (%)	72.0%	71.5%	70.7%	70.9%	71.0%
每股收益 (元)	0.41	0.66	0.42	0.58	0.72
ROE	6.1%	9.4%	5.6%	7.2%	8.2%
市盈率	20.30	12.60	18.80	13.59	10.95

资料来源：公司公告，华西证券研究所

**分析师：唐爽爽**

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,102	1,825	2,091	2,364	净利润	287	181	251	311
YoY (%)	14.7%	-13.2%	14.6%	13.0%	折旧和摊销	209	60	38	45
营业成本	599	535	610	685	营运资金变动	-126	41	-22	-7
营业税金及附加	22	37	42	47	经营活动现金流	446	371	350	439
销售费用	889	821	899	993	资本开支	-259	-230	-186	-218
管理费用	89	86	94	91	投资	-70	0	0	0
财务费用	-25	-33	-25	-20	投资活动现金流	-556	-230	-186	-218
研发费用	72	63	72	81	股权募资	27	0	0	0
资产减值损失	-80	-88	-81	-89	债务募资	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	筹资活动现金流	-236	0	0	0
营业利润	395	244	336	417	现金净流量	-347	141	164	221
营业外收支	-7	-2	-2	-2					
利润总额	388	242	335	415	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
所得税	101	60	84	104	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	287	181	251	311	营业收入增长率	14.7%	-13.2%	14.6%	13.0%
归属于母公司净利润	287	181	251	311	净利润增长率	61.1%	-36.8%	38.3%	24.1%
YoY (%)	61.1%	-36.8%	38.3%	24.1%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.66	0.42	0.58	0.72	毛利率	71.5%	70.7%	70.9%	71.0%
					净利率	13.7%	9.9%	12.0%	13.2%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	总资产收益率 ROA	7.5%	4.6%	5.9%	6.7%
货币资金	1,581	1,723	1,887	2,108	净资产收益率 ROE	9.4%	5.6%	7.2%	8.2%
预付款项	11	10	11	13	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	605	467	449	411	流动比率	3.51	3.74	3.61	3.53
其他流动资产	350	304	336	370	速动比率	2.66	3.03	2.99	3.01
流动资产合计	2,548	2,504	2,683	2,901	现金比率	2.18	2.57	2.54	2.56
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	20.3%	18.2%	18.6%	18.7%
固定资产	281	342	419	500	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	91	81	73	65	总资产周转率	0.55	0.46	0.49	0.51
非流动资产合计	1,273	1,441	1,587	1,759	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	3,821	3,945	4,271	4,661	每股收益	0.66	0.42	0.58	0.72
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	7.04	7.46	8.04	8.76
应付账款及票据	229	205	233	262	每股经营现金流	1.03	0.86	0.81	1.02
其他流动负债	497	465	511	561	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	726	669	744	823	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	12.60	18.80	13.59	10.95
其他长期负债	50	50	50	50	PB	1.48	1.06	0.98	0.90
非流动负债合计	50	50	50	50					
负债合计	776	719	794	873					
股本	432	432	432	432					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	3,044	3,226	3,477	3,788					
负债和股东权益合计	3,821	3,945	4,271	4,661					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。