



Research and
Development Center

费用优化释放业绩弹性，中高端女装龙头乘风破浪

—锦泓集团 深度报告

2023年4月26日

汲肖飞 纺服首席分析师

S1500520080003

jixiaofei@cindasc.com

证券研究报告

公司研究

深度报告

锦泓集团 (603518.SH)

投资评级 **买入**



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价：9.61

52周内股价

波动区间（元）：5.96-10.45

最近一月涨跌幅（%）：16.77

总股本（亿股）：3.47

流通A股比例（%）：100

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

费用优化释放业绩弹性，中高端女装龙头乘风破浪

2023年4月26日

本期内容提要：

- ◆ **中高端女装龙头企业，股权激励彰显未来信心。**公司主要从事中高档女装的设计、生产和销售，创立高端女装品牌 VGRASS、具有中国文化元素特征的高端精品品牌元先。2017 年公司完成对中高端复古学院风品牌 TEENIE WEENIE 的收购，三大品牌协同互补，形成金字塔式的立体品牌矩阵布局。2022 年前三季度公司实现收入、归母净利润 20.43 亿元、0.72 亿元，同增-3.97%、-48.94%。2023 年 2 月公司发布股权激励计划，激励中高层管理人员、核心骨干，考核目标 A 为 2023-25 年净利润值不低于 2.07 亿元\3.06 亿元\4.46 亿元。2023Q1 公司预计实现归母净利 9500 万元~1.05 亿元，同增 130.89%~155.19%，公司收入恢复增长，折扣率、期间费用有效控制，净利率显著修复。
- ◆ **中高端女装增速高于大盘，本土品牌占据主要份额。**1) 中国女装行业格局分散、集中度低，中高端女装市场规模增速高于整体。竞争格局方面，相较于中低端女装消费者，中高端女装消费者更愿意为品质、设计、品牌支付溢价，因此品牌忠诚度更高，格局优于中低端女装市场。2) 不同于奢侈品端主要由外资品牌占据、大众端国内外品牌竞争激烈，国内中高端女装以本土品牌为主，设计创新、数字化转型、多品牌布局方面的持续发力，本土高端女装品牌的发展韧性不断提升。
- ◆ **产品+运营协同发力，TW 品牌拨云见日。**2017 年公司外部融资约 35 亿元收购 TW 品牌，2018-21 年利息费用高企，分别为 2.36/2.39/2.48/2.26 亿元。22 年公司完成债务置换，贷款利率由 9.2%降至 6.5%，且每年还款约 3-4 亿元，我们预计 2022-24 年公司并购贷款利息费用分别为 1.5/1.1/0.9 亿元，财务费用有望显著改善。1) 产品方面：公司产品设计新颖、品质扎实，在洞察消费者不同生活方式和生活场景的核心需求下，不断拓展商品系列和品类，扩充流行产品线，贴近潮流年轻人群。TW 产品以“美式学院风”为基础，延申至露营、高尔夫等场景，扩展产品创新空间。2) 运营方面：公司积极推进多渠道融合的新零售模式，抓住抖音的流量红利，对单个平台的消费群体做精细化拆分，打造人货场的高效匹配，借助直播电商的优势，获得不同类型的用户群体。
- ◆ **加盟打开成长空间，品牌 IP 价值有待挖掘。**1) 公司计划加强加盟店在下沉市场的拓展，将有望带来收入进一步扩容，摊薄销售、管理等期间费用，进一步加强盈利能力。一方面下沉市场消费者消费购买力升级，为中高端定位的 TW 提供发展机遇；另一方面公司核心能力行业领先，具有较强的产品力和运营管控能力，能够应对下沉市场多样性客群结构，提升市场渗透率。据我们测算，中长期公司加盟渠道具有 3-6 倍的开店空间。2) 品牌 IP 价值：① TW 拥有独特的 18 只小熊家族 IP 背书，独有的品牌价值和较强的 IP 认可度为公司带来持续的用户群体和一定的品牌溢价。② 基于小熊家族系列，公司迭代设计出符合年轻消费群体审美的小熊家族卡通和潮玩形象，不断提升品牌 IP 资产的价值和影响力。
- ◆ **盈利预测、估值与投资评级。**我们看好公司成长性，TW 品牌加盟渠道扩张带来较大的收入增长空间，伴随各项费用逐步优化，盈利能力显著改善，公司业绩具有较高成长性。我们预计 2022-24 年收入 38.74/43.63/48.46 亿元，同增 -10.4%/12.6%/11.1%，归母净利润为 0.66/2.48/3.52 亿元，同增 -70.5%/291.2%/42.2%，目前股价对应 13.48 倍 PE。我们看好公司短期业绩快速增长、长期空间较大，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素：商誉减值风险、行业竞争风险、原材料价格上涨。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3,340	4,324	3,874	4,363	4,846
增长率 YoY%	14.7%	29.5%	-10.4%	12.6%	11.1%
归属母公司净利润(百万元)	-624	224	66	248	352
增长率 YoY%	-672.9%	135.9%	-70.5%	275.2%	42.2%
毛利率%	67.7%	69.6%	69.7%	70.2%	70.5%
净资产收益率 ROE%	-32.0%	8.8%	2.1%	7.4%	9.6%
EPS(摊薄)(元)	-1.80	0.65	0.19	0.71	1.01
市盈率 P/E(倍)	—	14.89	50.57	13.48	9.48
市净率 P/B(倍)	1.71	1.30	1.08	1.00	0.91

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；；股价为2023年4月25日收盘价

目录

基本概况：主营中高档品牌服饰，深耕行业二十载	7
财务分析：品牌实力和销售额明显改善，疫情影响业绩承压	8
公司治理：股权结构较为分散，股权激励彰显未来信心	9
女装市场：市场规模增速平稳，中低端市场竞争环境激烈	11
中高端女装：增速高于整体，本土品牌持续发力设计、数字化、多品牌布局	11
拨云见日：收购 Teenie Weenie，财务费用逐步优化	13
产品层面花样百出，新颖的设计和扎实的品质	15
精细运营品牌阵地，打造人货场高效匹配	16
成长点 1：线下加盟开店空间广，收入扩容带动费用率优化	19
成长点 2：深挖品牌 IP 价值，品类拓展强化影响力	20
盈利预测及假设	22

表目录

表 1：公司管理层基本情况介绍	10
表 2：公司业绩与盈利预测（百万元）	22
表 3：可比公司 EPS 及估值对比	23

图目录

图 1：三大品牌协调共享、优势互补，形成金字塔式的立体品牌矩阵布	5
图 2：2022H1 的分品牌收入构成扇形图	7
图 3：2022H1 的分产品收入构成扇形图	7
图 4：2017-2022Q1-3 公司营业收入变化情况	8
图 5：2017-2021 分品牌收入（单位：千万）	8
图 6：2017-2022Q1-3 公司毛利率情况	8
图 7：2017-2022Q1-3 公司各项费用率情况	8
图 8：2017-2022Q1-3 公司归母净利润变化情况	9
图 9：2017-2022Q1-Q3 公司存货金额及周转天数	9
图 10：公司股权结构图	9
图 12：解除限售期的业绩考核目标情况	11
图 13：近年来国内女装市场规模及增速情况	11
图 14：女装、男装、运动服饰集中度比较：CR5 和 CR10	11
图 15：中高端女装零售额占女装市场百分比	12
图 16：2020 年中国中高端女装市场规模及增速	12
图 17：国内中高端女装市场品牌市占率排名	12
图 18：国内主要品牌单价区间及市占率	12
图 19：锦泓集团研发费用（亿元）	13
图 20：锦泓集团研发人员（位）	13
图 21：歌力思公司旗下品牌基本情况	13
图 22：TW 收购过程股权结构图	14
图 23：公司通过外部融资成立金维格收购甜维尼	14
图 24：截至 2020 年 3 月 31 日甜维尼股权结构情况	14
图 25：2016-2022H1 资产负债率	15
图 26：2017-2022Q1-Q3 财务费用率	15
图 27：利息及偿还贷款情况	15
图 28：利息费用估算图	15
图 29：研发费用及研发费用占比	16
图 30：同行业研发费用率比较	16
图 31：公司产品场景延伸拓展	16
图 32：近年来公司各渠道收入及增速	16
图 33：近年来公司各渠道收入占比	16
图 34：2022 年 9 月短视频 APP 月活跃用户规模 TOP10	17
图 35：抖音与快手 APP 月活跃用户规模与直播流量	17
图 36：直播电商与传统电商对比	18
图 37：品牌自播占比高于达播	18
图 38：TW 品牌为匹配品牌整体的产品调性采用三种不同风格的主播	18
图 39：TW 受众群体以 31-40 岁为主	19
图 40：抖音小店月销量及月销售额	19
图 41：TEENIE WEENIE 直营、加盟门店数	19

图 42: TEENIE WEENIE 直营、加盟门店收入及增速	19
图 43: 销售费用率对比	20
图 44: 门店数量对比	20
图 45: 公司 TW 品牌 IP 由 18 只拟人化小熊构成	20
图 46: 同行业可比公司毛利率对比	20
图 47: TW 授权产品品类包括礼赠品、女包、时尚小家电、工艺品等	21
图 48: 围绕小熊 IP 公司推出潮玩产品	21
图 49: 2021-2022 年 IP 授权收入快速增长	21

与市场不同的点:

1) **股权激励彰显未来发展信心。**公司 2023 年发布股权激励计划，激励中高层管理人员及核心骨干，并制定业绩目标为 2023-25 年净利润值不低于 2.07 亿元\3.06 亿元\4.46 亿元，彰显公司未来成长信心。

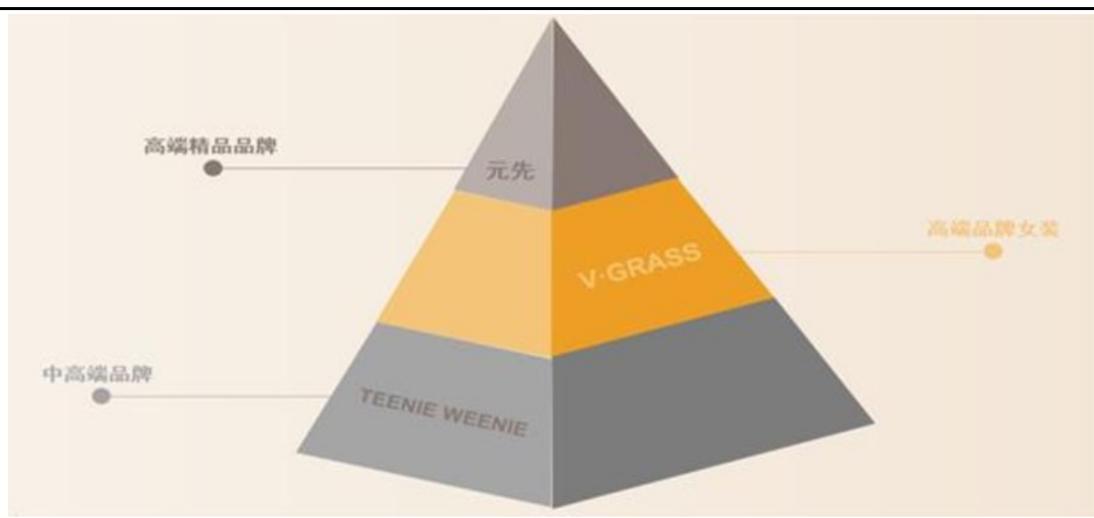
2) **2023 年公司将逐步推进加盟渠道扩建，实现收入的扩容，叠加期间费用持续优化，有望实现盈利的显著改善。**一方面公司目前以直营为主，销售费用高企，未来伴随加盟店铺的顺利拓展，有望持续摊薄销售费用；另一方面近年来公司财务费用高企，2022 年公司完成债务置换，利率由 9.2% 降至 6.5%，并计划未来每年还款约 3-4 亿元，财务费用有望显著改善，盈利能力大幅提升。

公司分析：中高端女装龙头企业，构建金字塔品牌矩阵

基本概况：主营中高档品牌服饰，深耕行业二十载

公司自2003年成立以来专注于高档服装的设计、生产与销售，2017年公司完成对TEENIE WEENIE的收购，进一步拓宽客群和产品线。目前公司旗下三个自有品牌包括中高端定位的新复古学院风格的标志性品牌TEENIE WEENIE、中高端女装领导品牌VGRASS和具有中国文化元素特征的高端精品品牌元先。TEENIE WEENIE品牌融合韩国元素的独特风格，在亚洲具有很高的品牌知名度；VGRASS作为公司主品牌，专注“时尚、修身”DNA，秉持工匠精神，打造中国高端女装一线品牌；品牌元先定位为奢侈品，采用高端定制化服务，通过资源整合、跨界艺术合作等方式重现中国风奢侈品的品牌价值，三大品牌协调共享、优势互补，形成金字塔式的立体品牌矩阵布局。

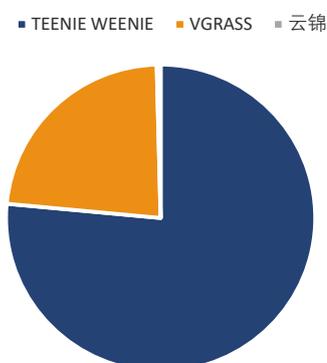
图 1：三大品牌协调共享、优势互补，形成金字塔式的立体品牌矩阵布局



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

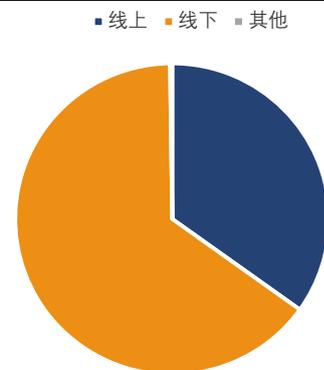
分业务看，公司的主营业务为女装、童装、男装等服装的设计、生产与销售。分品牌看，2022年上半年TEENIE WEENIE、VGRASS、云锦元先三大品牌营业收入占比分别为76.48%、23.11%、0.41%。公司销售以线下渠道占比为主，2022年上半年公司线上、线下渠道销售占比为34.89%、64.89%。

图 2：2022H1 的分品牌收入



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：2022H1 的分渠道收入构成



资料来源：Wind，信达证券研发中心

财务分析：销售费用率高企，盈利短期承压

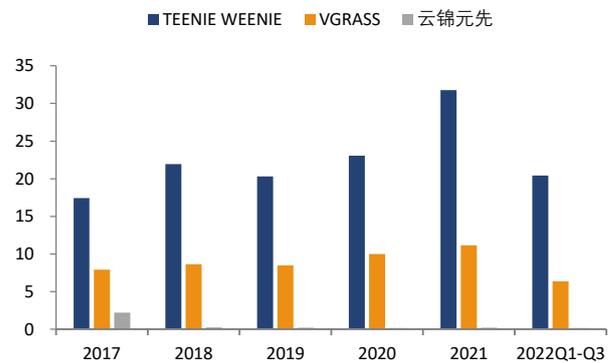
近年来公司营收呈波动式增长，2018-21 年公司收入由 30.86 亿元增至 43.24 亿元，年均复合增速为 11.19%。2021 年公司实现营收 43.24 亿元，同增 29.48%，主要系 21 年公司持续加大线上渠道投入，并在线下渠道持续发力，推动旗下各品牌销售收入的全面增长，其中 TEENIE WEENIE、VGRASS、云锦元先品牌实现营业收入 32 亿元、11 亿元、2170 万元，同比增长 38%、11%、24%。2022 年前三季度公司营业收入同比下滑 3.97% 至 27.07 亿元，主要系疫情影响下，客流减少、线下门店开店受阻，线下店铺销售下降，拖累总体销售表现。TEENIE WEENIE 是总体收入增长的主要驱动力，近年来销售收入占比均在 60% 以上，2022 年前三季度 TEENIE WEENIE 营业收入同比增长 0.18% 至 20.43 亿元。

图 4：2017-2022Q1-3 公司营业收入变化情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：2017-2021 年公司分品牌收入（单位：亿）



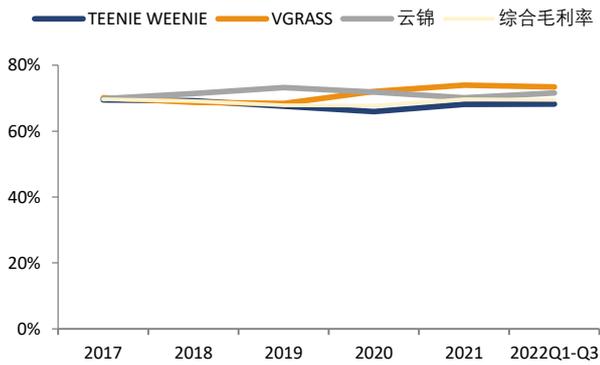
资料来源：Wind，信达证券研发中心

毛利率方面，近年来公司综合毛利率保持平稳，基本保持在 67.5% 以上。2021 年得益于高毛利的抖音平台收入贡献，TEENIE WEENIE 毛利率有所提升，同增 2.24PCT 至 68.16%，带动综合毛利率同增 1.94PCT 至 69.67%。2022 年前三季度公司毛利率同降 1.12PCT 至 69.47%，主要系 VGRASS 品牌增加线上投放、线下销售受疫情影响，导致毛利率同降 2.12PCT 至 73.37%。

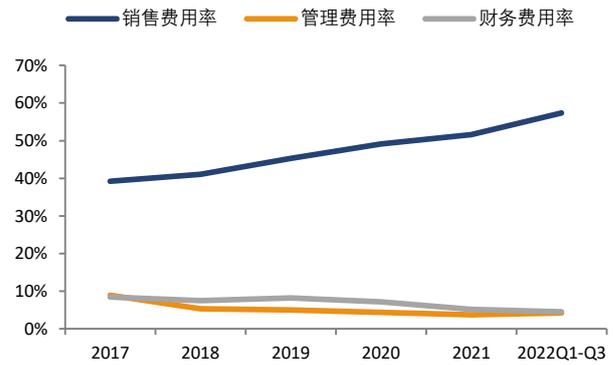
费用率方面，近年来除销售费用率外，公司其他期间费用率整体呈现下滑态势。销售费用方面，由于公司线下渠道直营占比较高，因此近年来在线上销售手续费、线下店铺租金和装修费用以及员工薪酬等因素的影响下，销售费用率持续上升。2022 年前三季度公司销售费用率为 57.35%，同增 6.35PCT，主要由于疫情影响线下关店、相关费用刚性。管理费用方面，近年来公司管理费用率较为稳定，基本保持在 5.0% 以下，2022 年前三季度公司管理费用率同降 0.24PCT 至 4.25%。财务费用方面，2017 年以来公司相继偿还并购贷款，利息费用持续下降，带动财务费用率整体呈下行趋势。2022 年 7 月公司偿还一年内到期的银团贷款和部分杭金投贷款，银行利息费用下降，2022 年前三季度财务费用率同降 1.47PCT 至 4.56%。

图 6：2017-2022Q1-3 公司毛利率情况

图 7：2017-2022Q1-3 公司各项费用率情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

净利润方面, 近年来公司净利润波动较大, 2020 年归母公司净利润为-6.24 亿元, 同降 672.91%, 主要系公司对商誉和无形资产计提减值造成, 若剔除减值影响, 20 年归母净利润为 0.88 亿元。由于费用的合理管控, 2021 年公司归母净利润同增 135.06%至 2.24 亿元。2022 年前三季度公司净利润同降 48.94%到 0.72 亿元, 主要系疫情影响下公司收入减少以及销售费用率提升。

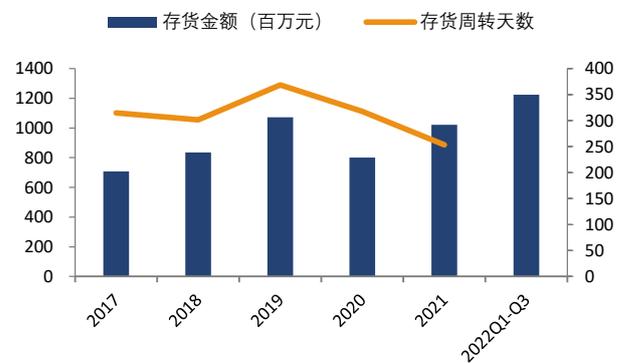
存货方面, 由于疫情影响, 公司于 2020 年加速消化老品, 控制存货采购, 使得 2020 年存货金额在 8.01 亿元, 同比下降 25.32%。随着销售规模的增加, 2021 年公司存货达 10.22 亿元, 同增 27.50%。存货周转方面, 公司持续提高交货速度, 确保供应链的持续性和稳定性, 在产销规模扩大的情况下, 存货周转天数由 2019 年的 368.69 天下降至 2021 年 253.47 天, 存货周转率保持较高水平。

图 8: 2017-2022Q1-3 公司归母净利润变化情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9: 2017-2022Q1-3 公司存货金额及周转天数



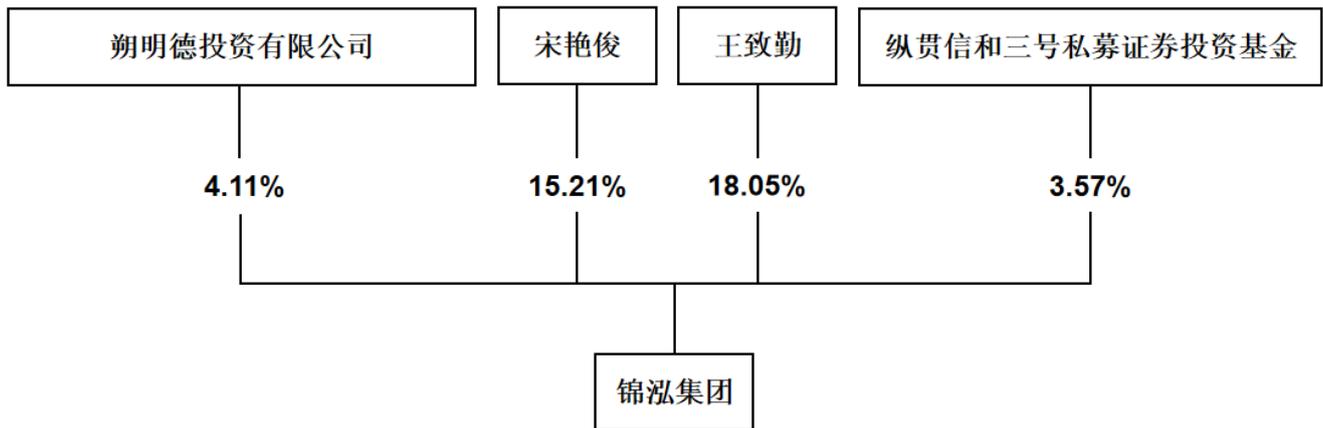
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司治理: 股权结构较为分散, 股权激励彰显未来信心

公司的实际控制人为王致勤和宋艳俊夫妇, 王致勤持有公司 19.05% 股权, 第二大股东宋艳俊持有公司 15.21% 股权, 夫妻二人合计持有公司股份 34.26%, 对公司管理、运营具有较强掌控力。

管理团队方面, 公司管理层具有丰富的行业经验与扎实的专业知识, 在公司任职多年, 管理团队稳定。董事长兼总经理王致勤、副总经理兼设计总监宋艳俊深耕时装行业多年, 积累丰富的研发、技术和管理经验。

图 10: 公司股权结构图 (截至 2022 年三季度末)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 11：公司管理层基本情况介绍

姓名	职务	简历
王致勤	董事长	中国国籍，无永久境外居留权，1964 年 4 月出生，本科学历。1986 年 9 月至 1992 年 5 月，就职于南京第二钢铁厂；1993 年至 1995 年，个体经商；1996 年 1 月至 2003 年 3 月，任南京劲草服饰厂总经理；2003 年 3 月至 2010 年 3 月，任南京劲草时装实业有限公司执行董事兼总经理；2010 年 3 月至今，任锦泓时装集团股份有限公司董事长兼总经理。
宋艳俊	董事、副总经理	中国国籍，无永久境外居留权，1964 年 6 月出生，高中学历。1980 年至 1994 年，就职于南京电力仪表厂；1995 年，个体经商；1996 年至 2003 年，任南京劲草服饰厂设计总监；2003 年至 2010 年 3 月，任南京劲草时装实业有限公司设计总监；2010 年 3 月至今，任锦泓时装集团股份有限公司董事，副总经理兼设计总监。
陶为民	副总经理、财务总监、董秘	中国国籍，无永久境外居留权，1966 年 2 月出生，研究生学历。1986 年 9 月至 2009 年 6 月，就职于南京三五二一特种装备有限公司，历任技术员，厂长助理，厂长，董事长；2009 年 7 月至 2013 年 2 月，任际华集团股份有限公司副总经理；2013 年 4 月入职，2014 年 1 月至今，任锦泓时装集团股份有限公司副总经理。
张世源	副总经理	韩国国籍，1977 年 9 月出生，本科学历。2002 年至 2012 年任职于韩国衣恋集团；2012 年 3 月至 2012 年 12 月，任韩国 SEJUNG 公司 NII 品牌市场营销总监；2013 年 2 月至 2017 年 6 月，历任衣恋(中国)童装事业部总经理和男装事业部总经理；2017 年 6 月至 2019 年 10 月任安踏集团 FILA 品牌童装总经理和 KINGKOW 品牌总经理；2019 年 10 月至 2020 年 12 月，任锦泓集团 TEENIE WEENIE 品牌童装事业部总经理；2021 年 1 月至今，任锦泓时装集团股份有限公司副总经理，兼 TEENIE WEENIE 女装事业部总经理。
苏泽华	副总经理	中国国籍，无永久境外居留权，1989 年 7 月出生，本科学历。2013 年 07 月至 2019 年 12 月历任上海维格娜丝时装有限公司营销部经理，营销中心总监，2017 年 8 月至 2019 年 10 月任维格娜丝意大利有限公司总经理。2019 年 10 月至今担任 TEENIE WEENIE 品牌男装事业部总经理，2022 年 3 月至今担任甜维你(上海)商贸有限公司法定代表人。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2023 年公司发布股权激励计划，本激励计划首次授予的激励对象总人数为 65 人，包括主要中高层管理人员、核心骨干。激励计划拟向激励对象授予限制性股票数量为 302.77 万股，首次授予限制性股票的授予价格为 4.36 元/股。激励计划首次授予限制性股票的解除禁售考核年度为 2023-25 年三个会计年度，其中业绩考核目标 A 的公司层面解禁系数为 100%，并约定 2023-25 年净利润值不低于 2.07 亿元\3.06 亿元\4.46 亿元；业绩考核目标 B 的公司层面解禁系数为 60%，2023 年净利润目标不低于 1.77 亿元。

图 12: 解除限售期的业绩考核目标情况

解除限售期	业绩考核目标A	业绩考核目标B
	公司层面解除限售系数100%	公司层面解除限售系数60%
第一个解除限售期	2023年净利润值不低于2.07亿元	2023年净利润值不低于1.77亿元
第二个解除限售期	2024年净利润值不低于3.06亿元	——
第三个解除限售期	2025年净利润值不低于4.46亿元	——

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

行业分析: 中高端女装增速高于大盘, 本土品牌占据主要份额

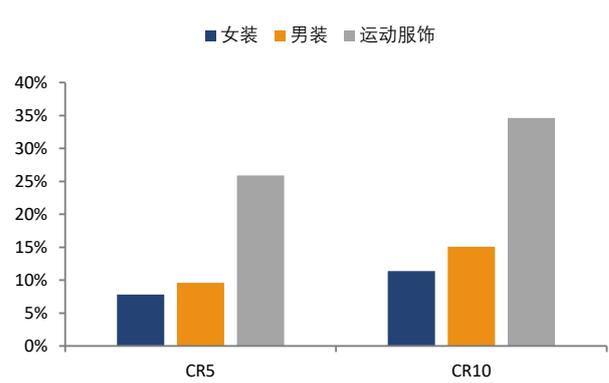
女装市场: 市场规模增速平稳, 中低端市场竞争环境激烈

从行业规模来看, 近年来中国女装市场规模稳步增长。品牌与款式多元化推动服装行业快速发展, 2022 年国内女装市场规模为 9841.92 亿元, 2017-22 年年均复合增速为 0.9%。据欧睿预计, 2027 年国内女装市场规模有望增长至 12405.43 亿元, 2022-27 年年均复合增速为 4.74%。

女装行业格局分散, 集中度低。2022 年女装 CR5 为 7.8%, 低于男装、运动鞋服市场。女装设计可复制性较强、同质化竞争激烈, 各个品牌间替代性更强, 因此中小品牌建立品牌知名度和差异化更为困难。此外在中低端市场, 消费者在服装消费方面对价格更加敏感, 因此对品牌忠诚度降低, 将导致女装品牌属性进一步弱化。近年来越来越多的电商平台的发展为小品牌提供更多面向消费者的渠道, 并增强其生存能力。因此我们认为中低端女装市场竞争环境最为激烈, 品牌突围具有一定挑战。

图 13: 近年来国内女装市场规模及增速情况


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

图 14: 女装、男装、运动服饰集中度比较: CR5 和 CR10


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

中高端女装: 增速高于整体, 本土品牌持续发力设计、数字化、多品牌布局

中高端女装市场竞争环境如何, 本土品牌应该怎样参与竞争?

随着消费者对于服装质量、款式要求的不断提升, 国内中高端女装占比不断上升且市场增速明显, Mob 研究院预计 2023 年, 中高端女装零售额占女装市场比例达到 23.4%。国内中高端女装行业集中度虽然呈现上升趋势, 但提速缓慢, 仍处于较低水平。

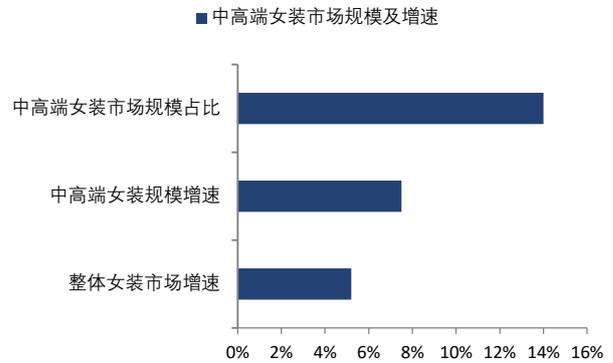
中高端女装消费群体特征：中高端女装消费群体特征：中高端女装消费者以都市中产、职场精英和精致妈妈为主，精神需求和审美情趣较高，对品质、设计及品牌消费意识持续升级，并愿意为此支付溢价。

图 15：中高端女装零售额占女装市场百分比



资料来源：Mob 研究院，信达证券研发中心

图 16：2020 年中国中高端女装市场规模及增速



资料来源：Mob 研究院，信达证券研发中心

从中高端女装的竞争格局来看：不同于奢侈品端主要由外资品牌占据，大众端国内外品牌竞争激烈，国内中高端女装主要以本土品牌为主，竞争格局相对较优。近年来本土中高端女装品牌在设计创新、数字化转型、营销升级、多品牌布局方面持续发力，强化本土高端女装品牌的发展韧性。

图 17：国内中高端女装市场品牌市占率排名

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1	AMASS	AMASS	Koradior	Koradior	JNBY	JNBY
2	JNBY	JNBY	AMASS	Dazzle	Koradior	Koradior
3	雅莹EP	雅莹EP	JZ	Ports	Dazzle	Dazzle
4	Koradior	Koradior	JNBY	AMASS	Ports	Ports
5	JZ	JZ	Dazzle	JZ	AMASS	AMASS
6	Dazzle	Dazzle	Ports	JNBY	JZ	雅莹EP
7	Ports	Ports	雅莹EP	雅莹EP	雅莹EP	JZ
8	ICICLE	ICICLE	ICICLE	ICICLE	ICICLE	ICICLE
9	哥弟	哥弟	哥弟	哥弟	哥弟	哥弟
10	Teenie Weenie					
11	MO&Co	MO&Co	MO&Co	MO&Co	MO&Co	MO&Co
12	Marisfrolg	Marisfrolg	Marisfrolg	Marisfrolg	Marisfrolg	Marisfrolg
13	歌力思	歌力思	朗姿	d'zzit	d'zzit	d'zzit
14	朗姿	朗姿	歌力思	朗姿	朗姿	朗姿
15	d'zzit	d'zzit	d'zzit	歌力思	歌力思	歌力思
16	Jorya	Jorya	Jorya	Jorya	Jorya	Jorya

资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

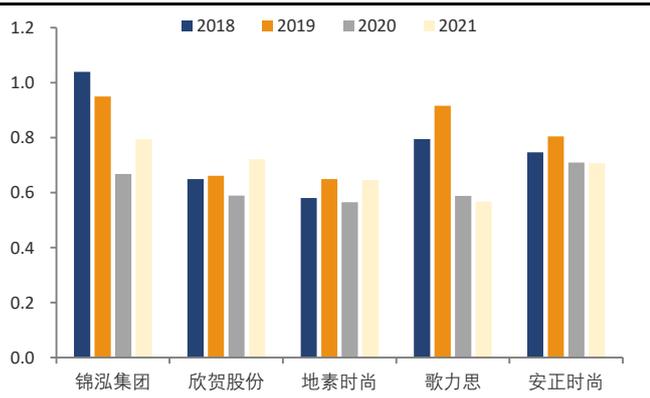
图 18：国内主要品牌单价区间及市占率

品牌	所属集团	品牌成立时间	品牌特点	成衣单价区间 (元)	市占率
玖姿	安正时尚	2001年	针对30-45岁都市女性，秉承时尚、精致与实用美学完美平衡的设计理念，以“优雅于心，简约从容”为品牌主张，打造优雅自信的成熟女装领导品牌	1000-10000	0.2%
阿玛施	哥弟时尚	1977年	针对25-45岁优雅知性的白领女性，提供多产品系列组合：……彰显奢华典雅，其他系列囊括了职业与休闲，既舒适耐穿也不失时尚与美感	1000-20000	0.2%
珂莱蒂尔	赢家时尚	2007年	针对30-35岁盛年女性顾客，彰显女人味、国际化并优雅浪漫的年轻设计，宽松廓形款式和舒适大气的面料尽显生活态度	2000-40000	0.2%
雅莹EP	浙江雅莹时尚	1988年	针对26-45岁客户，将产品分别面向年轻、现代和成熟女性，融入意大利设计理念，以平衡爱·幸福为价值主张，独特的面料和时尚的设计尽显女性魅力	1500-50000	0.1%
之禾	上海之禾时尚	1997年	针对25-30岁热爱生活的年轻白领，以高品质舒适的精致通勤时装定位，以环保时尚为设计理念，适合各个阶层文化素质较高且品味独特的人群	1500-40000	0.1%
玛丝菲尔	玛丝菲尔时尚	1993年	针对26-40岁独特气质的女性，通过艺术、时尚、生活、人物、工艺等多维度进行创意再生以及品牌文化延展，传播品牌美学	1500-30000	0.1%
音儿	影儿时尚	1996年	针对20-45岁知性优雅的都市女性，提供不同场景的着装服饰：优雅通勤、轻奢商务、轻奢周末、优雅宴会和浪漫度假，从对美的赞美中汲取灵感	1000-20000	0.1%
朗姿	朗姿股份	2000年	针对25-45岁的兼具魅力、阅历和影响力的都市精英女性，向其提供多场景穿搭：高级日常系列liaalancy (丽雅)、中淑品牌LBYLANCY (悦朗姿)	1000-15000	0.1%
歌力思	歌力思时尚	1996年	针对20岁-50岁的全年龄段客群，凭借独具特色的品牌经典和不断的探索革新，彰显品牌创新精神，品牌风格兼具优雅与率性且极具未来感	1500-40000	0.1%
卓雅	欣贺股份	1992年	针对25-35岁的行业精英和都市名媛，以精致优雅为设计风格，常年维持自营模式以保证品牌调性	2980-19800	0.1%

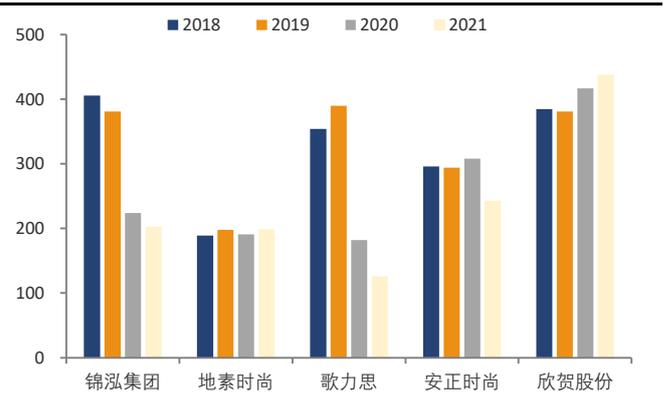
资料来源：观研报告网，信达证券研发中心

研发创新方面，对于中高端女装对于设计要求更高，需要依靠独具特色的设计能吸引目标客户群体。因此本土高端品牌开始注重产品研发，在研发投入方面，锦泓集团、欣贺股份研发投入相对较高，2021年分别投入 0.79 亿元、0.72 亿元；研发人员方面，欣贺股份、安正时尚研发团队更为庞大，2021年分别有 438、243 位研发人员。

数字化转型方面，近年来本土中高端女装品牌积极推进全渠道业务转型，构建智慧门店打通线上线下全渠道会员管理、智能搭配业务，以实现门店数字化、自主获客、导购移动化以及全域商品流通。

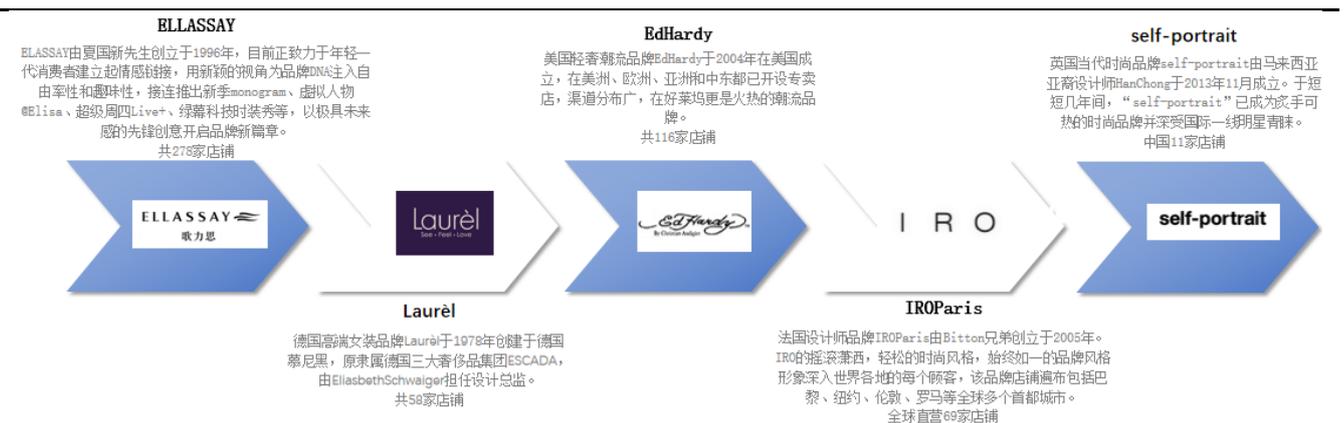
图 19: 锦泓集团研发费用 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 20: 锦泓集团研发人员 (位)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

多品牌布局、收购海外设计师品牌,一方面本土品牌通过自创品牌、培育子品牌的方式扩张市场需要较为漫长的时间,另一方面国际品牌入驻中国市场需要寻找中国各方面具有较强实力的合作伙伴。因此本土女装企业通常选择投资或收购国际成熟品牌并在中国运营为本土高端女装品牌的扩张商机。例如 2017 年歌力思相继完成对法国设计师品牌 IRO 及美国设计师品牌 VIVIENNE TAM 的收购,拓展高端品牌阵容,拔高公司定位,实现由单一品牌向多品牌集团转型,推动公司收入增长。

图 21: 歌力思公司旗下品牌基本情况


资料来源: 观研报告网, 信达证券研发中心

公司梳理: 产品+运营协同发力, TW 品牌拨云见日

公司收购 TEENIE WEENIE 之后不断优化运营,产品力和运营能力持续提升。一方面是公司产品层面设计新颖、品质扎实,在深刻洞察消费者不同生活方式和生活场景的核心需求下,不断拓展和强化商品系列和品类,扩充流行产品线,贴近潮流年轻人群;另一方面是抓住了抖音的流量红利,对单个平台的消费群体做精细化拆分与匹配,打造人货场的高效匹配。

拨云见日: 收购 Teenie Weenie, 财务费用逐步优化

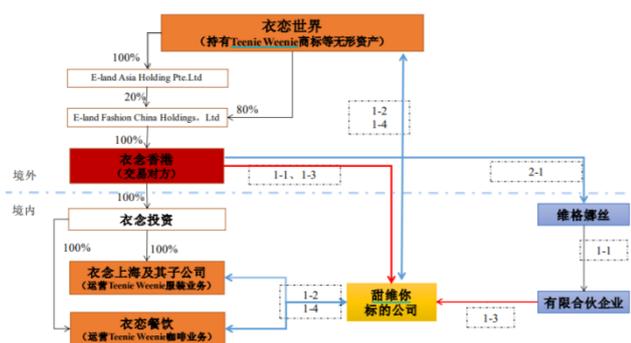
公司收购 TW 历程:

- 2016 年起公司计划以 49 亿元分两步取得标的资产甜维尼 100% 股权。公司控制的有限合伙企业通过认缴甜维尼新增注册资本方式持有 90% 的股权,价格为甜维尼在中国

范围内业务的 2015 年估值净利润 X11.25 倍，约为 44 亿元。2020 年公司以 2.95 亿元收购剩余 10% 股权。

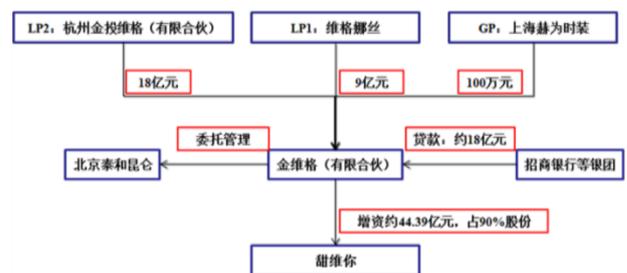
- 为完成第一步收购，2017 年公司及子公司赫为时装与杭州金投维格投资合伙企业设立南京金维格产业投资合伙企业，作为收购甜维尼的主体。公司作为有限合伙出资 9 亿元、杭州金投维格出资 18 亿元（利率为 8%）、赫为时装出资 100 万元，成立南京金维格，同时向招商银行申请 18 亿元并购贷款（年化融资成本为 5.36%，期限为 5 年），收购甜维尼 90% 股权。且约定，杭州金投履行出资义务满 3 年后，公司计划将分 2 年收购完毕金维格中的全部财产份额。收购后，公司资产负债率由 2016 年的 8.6% 提升至 2017 年的 72%、财务费用率由 -0.8% 提升至 8.5%，净利率降至个位数。
- 2016 年公司向特定对象非公开发行股票，募集 5.22 亿元用于 TW 品牌及相关资产和业务的收购。2018 年公司发行可转债，募集资金 7.46 亿元，并将其中 4.61 亿元用于支付 TW 收购尾款。
- 2020 年公司与杭州金投签订延期收购协议，即公司将于 22.6.30/22.12.30/23.6.30 前收购杭州金投财产份额的 40%/30%/30%，另外在延期期间收购价格的利率由 8% 变为 9.2%。同年由于 TW 品牌受新冠疫情影响经营不达预期，公司计提 6.98 亿元商誉、2.69 亿元的无形资产减值，影响公司当期归母净利润 9.76 亿元。
- 2022 年公司非公开发行股票不超过 5056.86 万股，募集资金总额 4.65 亿元，并以 2.95 亿元用于收购 TW 剩余的 10% 股权，完成对于 TW 的全资控股。
- 公司主要利息费用来自并购贷款的利息偿还。截至 2020 年底公司仍有杭州金投、招商银行债务合计约 24.07 亿元，借款利率分别为 8%、5.36%。2021 年年初公司累计偿还 9.07 亿元，随后于 2022 年完成债务置换，债务置换所带来的利息费用变动为 $=15^* (9.2\% - 6.5\%) = 0.405$ 亿元。公司预计未来每年还款 3-4 亿元，那么我们预计 2022-24 年财务费用分别约为 1.5 亿元、1 亿元、0.9 亿元，财务费用有望显著改善。

图 22: TW 收购过程股权结构图



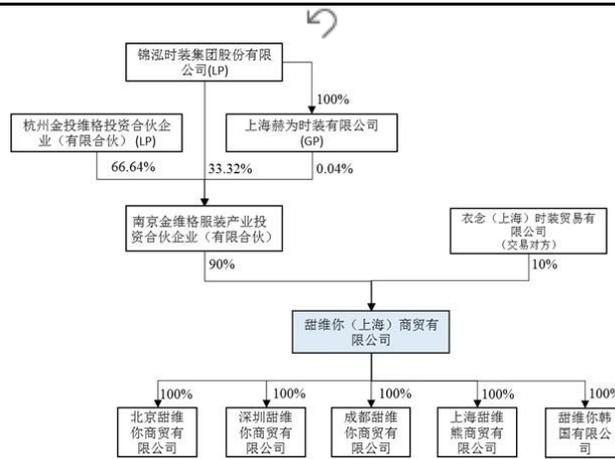
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 23: 公司通过外部融资成立金维格收购甜维尼



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 24: 截至 2020 年 3 月 31 日甜维尼股权结构情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 25：2016-2022H1 资产负债率



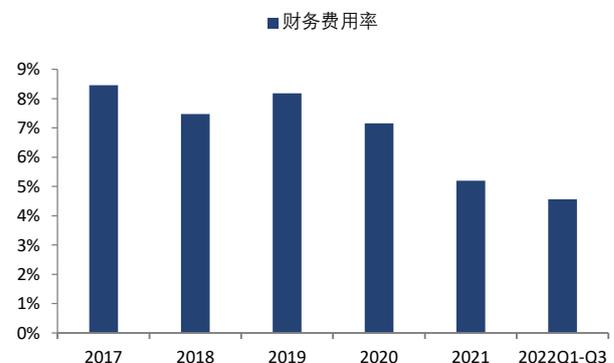
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 27：利息及偿还贷款情况（亿元）

年份	杭州金投	招商银行	说明
2017	18	18	全年利息费用大致为 $18 \times 8\% + 18 \times 5.36\% = 2.3$
	8	5.36%	
2020	17	7.07	注：根据公司公告，截至2020年公司仍24.07亿元并购贷款未偿还；根据“截至21年11月公司欠金投16.07亿元”，估算20年底分别欠金投、招行17、7.07亿
	8	5.36%	
2021	15	0	根据公司公告，截至2021年底，公司并购贷款还有15亿元未偿还，且截至21年底招行债务全部付清
	9.2%	5.36%	
2022E	1.5	10.5	22年年中，公司完成债务置换，向招行贷款15亿元，并收购杭金投15亿元财产，同时又向金投借入2亿元，并于年底偿还0.5亿元；
	9.2%	6.5%	

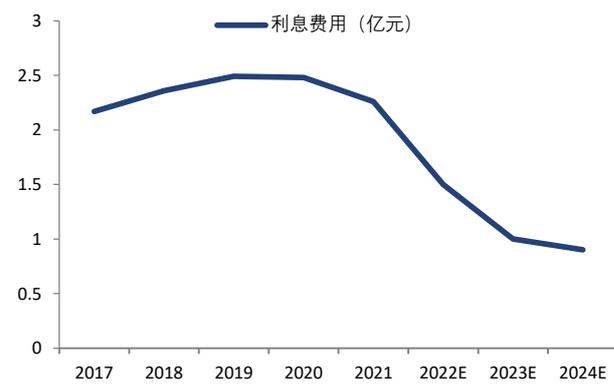
资料来源：信达证券研发中心

图 26：2017-2022Q1-Q3 财务费用率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 28：利息费用估算图



资料来源：Wind，信达证券研发中心

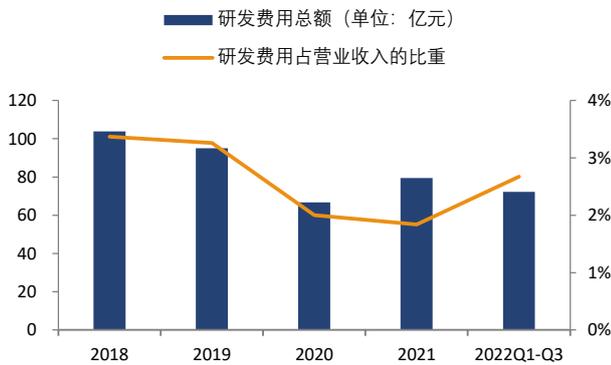
产品层面不断创新，打造设计、品质优势

TW 品牌以“美式学院风”为基础，延申至露营、高尔夫等场景，扩展产品创新空间。公司 TEENIE WEENIE 品牌拥有上海、首尔两个研发设计团队，在坚持品牌经典复古学院风 DNA 之外，融入更多的潮流设计元素。产品品质方面，设计团队注重产品面料品质、穿着舒适、休闲百搭，搭配高级刺绣小熊图案。公司在产品设计初期即引入营销企划团队，结合校园、户外、花园、度假等场景，以风格数字化赋能产品设计。公司在深刻洞察消费者

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>15

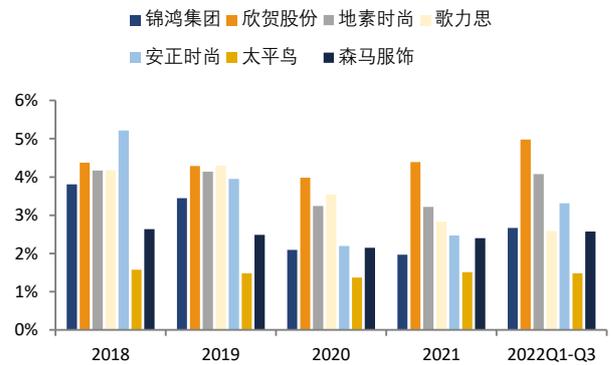
不同生活方式和生活场景的核心需求下，不断拓展和强化商品系列和品类，扩充流行产品线，如高尔夫系列、露营系列、鞋履品类，贴近潮流年轻人群。

图 29: 研发费用及研发费用占比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 30: 同行业研发费用率比较



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 31: 公司产品场景延伸拓展



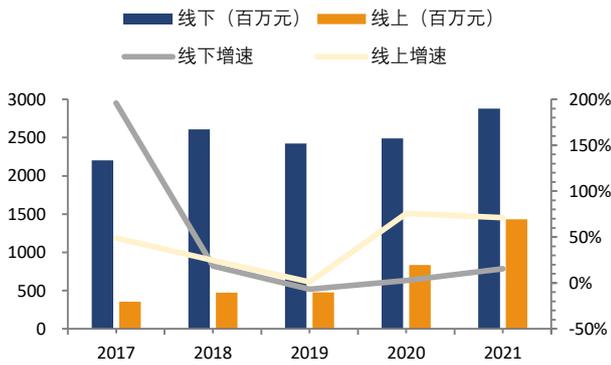
资料来源: 天猫, 信达证券研发中心

精细运营品牌阵地，打造人货场高效匹配

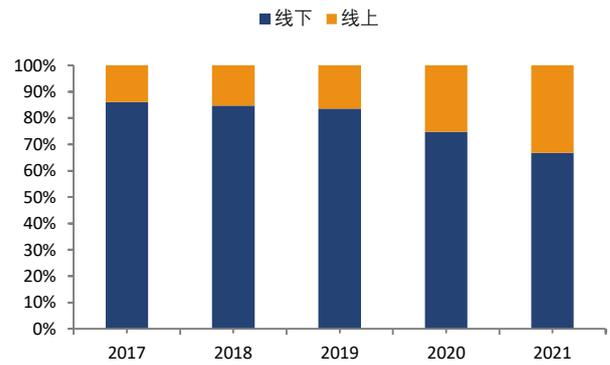
公司积极推进多渠道融合的新零售模式，加速由传统线下渠道向线上渠道转型，并推动渠道的多元化，以线下渠道突出体验价值，线上渠道突出兴趣、社交等属性价值。公司通过融合线下直营、加盟店铺与线上传统平台电商、直播电商、社交电商、微信小程序以及自营的线上锦集商城等，实现品牌与客户持续交互。公司采用精细且数据化的运营模式，对线上线下平台做拆分，对于天猫、抖音电商、唯品会等平台各自不同的特征和消费群体，制定不同的商品和市场策略。

图 32: 近年来公司各渠道收入及增速

图 33: 近年来公司各渠道收入占比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

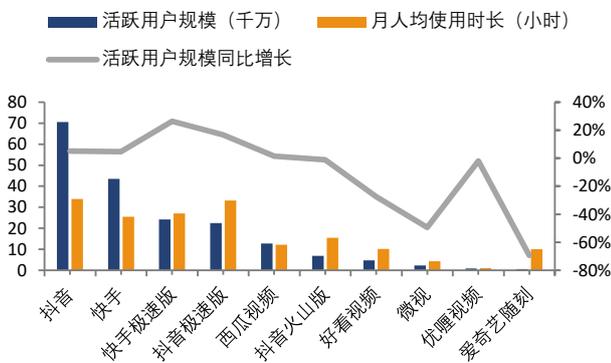


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

线上方面，直播电商、短视频兴起，公司顺应该阶段流量趋势实现快速成长。

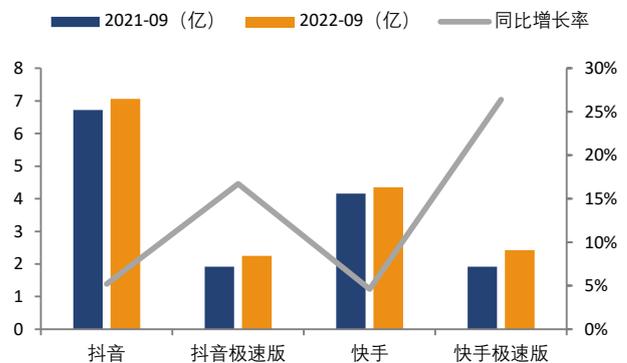
行业层面：在直播电商、兴趣电商崛起的背后，是信息媒介的升级以及电商模式的升级，并非仅来自于流量变迁。随着智能手机渗透率提高，互联网从 PC 到移动，入网硬件门槛降低，信息传播效率显著提高，用户规模翻倍。电商从图文信息向视频的媒介升级，带来了电商模式的升级，对于商家和消费者，均带来有别于传统图文电商的新的运营模式和购物体验。传统电商的起点来自消费者明确的购物需求，购物路径为“需求—>搜索—>购买”模式，兴趣电商围绕内容，以内容激发购物兴趣，购物路径为“兴趣—>需求—>购买”，依靠场景化内容释放潜在需求。当前流量红利仍在短视频平台，且短视频头部平台与其他平台间流量优势持续扩大，短视频市场越发集中，形成以抖音、快手及其衍生 app 为主导的竞争格局，基于短视频流量基础，直播流量保持扩大趋势，占比接近 9 成。

图 34: 2022 年 9 月短视频 APP 月活跃用户规模 TOP10



资料来源: QuestMobile, 信达证券研发中心

图 35: 抖音与快手 APP 月活跃用户规模与直播流量



资料来源: QuestMobile, 信达证券研发中心

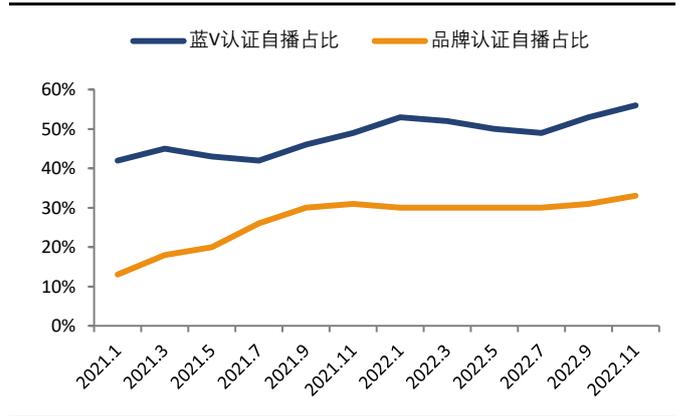
相较于传统电商，直播电商具有一定竞争优势。相较于传统电商，直播将平面信息立体化、直观化，与消费者需求更为契合，通过主播导购与用户的互动实现娱乐+营销的属性，主播与用户的实时互动缩短消费者从知晓到购买的转化路径，促成更高的转化率。

直播电商主要有两种方式，达人直播和品牌自播，品牌自播即商家使用自己的品牌或店铺账号在自有直播间直播带货。达人直播指品牌商出于清货品、推爆品或造品牌的目的，与达人合作直播。但品牌自播拥有显著优势，一方面品牌需要建立与消费者立体沟通的窗口，以精准触达并沉淀核心粉丝，进入私域；另一方面由于达人直播带货以自身影响力为基开展，因此有更强的话语权向品牌争取到更低的价格来反馈粉丝，进一步加强粉丝粘性，品牌商作为价值链条的一环，获得价值有限。

图 36: 直播电商与传统电商对比

区别	直播电商	传统电商
内容呈现	依靠主播导购与用户互动来呈现相关内容; 直播将平面信息立体化、直观化, 与消费者需求更为契合, 可以短时间内提供全面的商品信息	依靠商品详情页及图文信息; 二维平面的信息呈现形式难以抢夺信息爆炸时代下日趋降低的消费者注意力时间
属性特征	娱乐+营销	营销
商业逻辑	“货找人”, 由主播将商品呈现给用户	“人找货”, 由用户自行搜索所需商品
商品价格	商品价格具有一定优势, 日常通过秒杀、礼赠、降价等手段吸引	用户价格优势则不明显, 价格比较稳定, 日常折扣小
互动性	实时互动	互动性弱
转化率	转化率较高, 但平均退货率为30%-50%	转化率较低, 平均退货率10%-15%

资料来源: 山西农航商贸官方帐号, 信达证券研发中心

图 37: 品牌自播占比高于达播


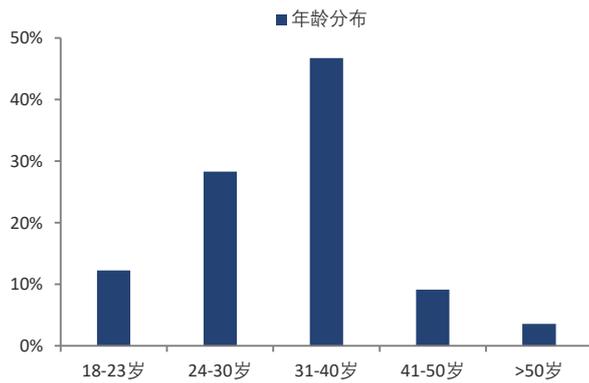
资料来源: 飞瓜数据, 信达证券研发中心

公司层面: 公司较早捕捉到抖音渠道在后疫情时代的流量红利, 于 2020 年下半年开始入驻抖音开始直播带货, 逐步加大对抖音渠道的投入。公司持续深耕抖音渠道, 打造直播矩阵, 首先与相关机构合作, 通过前期人群运营规划, 与知名头部主播合作, 帮助品牌实现宣传与销售联动, 实现年轻潮流客群快速增长, 随后公司在抖音等短视频平台开始品牌自播, 实现电商平台与旗舰店自播双模式。针对单个平台 TEENIE WEENIE 对平台做更精细化的拆分, 在不同时段设置不同产品线, 按照消费者需求采用不同的场景进行展示。

具体来看, 公司在抖音直播平台精准定位目标人群, TEENIE WEENIE 品牌定位于 18-25 岁少女, 但品牌定位中高端, 客单价较高, 因此 30-41 岁的具有一定消费能力的女性为直播间的核心消费人群。借助抖音平台算法, 用户可以详细分为具有不同标签的群体, 公司能够主动识别品牌定位与核心消费群体间差异, 将品牌调性具象化, 进行人格化输出, 以精准匹配、触达到目标群体。TW 品牌产品具有多种风格与穿着场景, 如校园、露营、慢跑、高尔夫, 为匹配品牌整体的产品调性, 公司采用不同风格的主播 (例如甜美、甜酷、OL 等), 在不同时段进行直播, 使得整体品牌能够打动不同类型的消费者。因此 TW 主要在抖音直播销售正价商品和品牌新品, 而非以低价起量, 通过将“对的产品”推送给“对的人”, 实现“人货”匹配, 达成转化。据抖音品牌官方小店数据显示, 自 2023 年 2 月以来, Teenie Weenie 官方旗舰店月直播销量超过 10w, 销售额超过 1 亿, 位于抖音女装带货榜榜首。

图 38: TW 品牌为匹配品牌整体的产品调性采用三种不同风格的主播


资料来源: 哈佛商业评论, 信达证券研发中心

图 39: TW 受众群体以 31-40 岁为主


资料来源: 蝉妈妈, 信达证券研发中心

图 40: 抖音小店月销量及月销售额

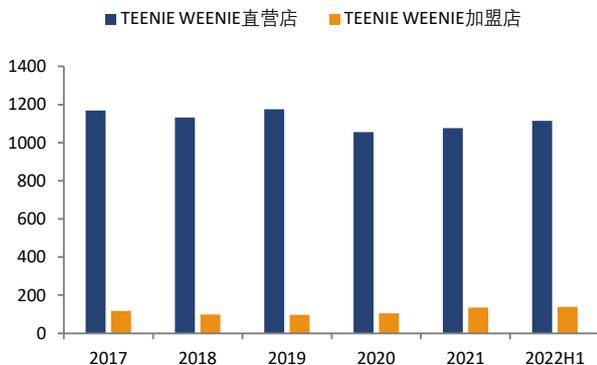
	Feb-23		Mar-23	
	月销量	月销售额	月销量	月销售额
抖音小店				
TEENIE WEENIE官方旗舰店	10w~25w	1亿~2.5亿	10w~25w	1亿~2.5亿
第二名	25w~50w	7500w~1亿	25w~50w	1亿~2.5亿
第三名	50w~75w	5000w~7500w	10w~25w	7500w~1亿
第四名	7.5w~10w	5000w~7500w	50w~75w	7500w~1亿

资料来源: 蝉妈妈, 信达证券研发中心

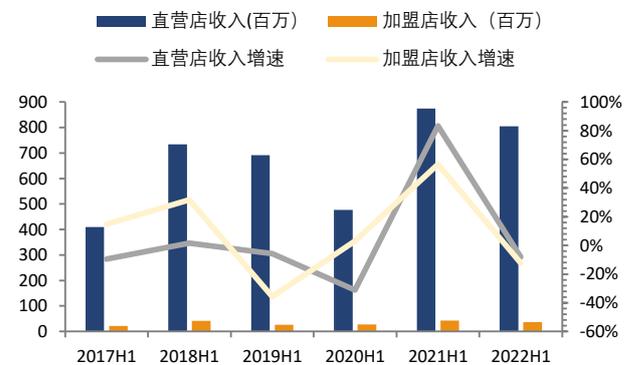
未来成长: 加盟打开成长空间, 品牌 IP 价值有待挖掘

成长点 1: 线下加盟开店空间广, 收入扩容带动费用率优化

公司线下渠道以直营门店为主, 截至 2022H1 公司直营/加盟门店分别有 1303/169 家, 其中 TEENIE WEENIE 的直营/加盟门店分别有 1077/135 家, 直营/加盟贡献收入分别为 8.05/0.37 亿元。2022 年以前, TEENIE WEENIE 直营渠道贡献主要的线下销售收入, 因此期间费用率始终处于较高水平, 对净利润形成一定拖累。

图 41: TEENIE WEENIE 直营、加盟门店数


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 42: TEENIE WEENIE 直营、加盟门店收入及增速


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2021 年起, 公司逐步明确线下渠道调整策略: 推进加盟渠道店铺扩张, 拓展下沉渠道市场份额。我们认为: 公司计划加强加盟店在下沉市场的拓展, 将有望带来收入进一步扩容, 摊薄期间费用, 进一步加强盈利能力。下面将从消费者、公司、同行可比公司层面分析公司拓展下沉渠道加盟店的可行性及空间。

消费者层面, 据埃森哲调研, 目前国内下沉市场消费者呈现出相对“有钱有闲”的生活状态, 超半数受访群体表示没有房贷压力, 工资足够生活且有闲暇时间娱乐放松。其中部分群体更信赖知名品牌和商家, 希望通过消费彰显身份地位, 这部分群体构成下沉市场消费购买力升级的主要突破口。TEENIE WEENIE 品牌定位中高端, 在已具有较好的中高端品牌接触能力的三、四线城市具有消费基础。

公司层面, 相较于直营店的全权直控, 加盟模式扩张快、以轻资产运营, 如果公司具有较强的产品、运营管控能力, 通过平台化组织赋能、精细化运营管理等方式, 推动门店健康

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>19

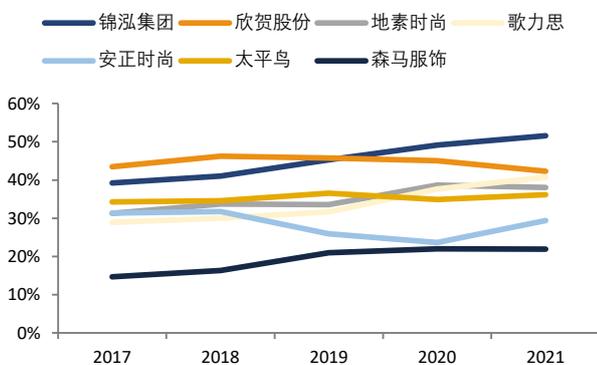
有序增长，同时保持品牌内核的一致性，即可有效开拓下沉市场。公司多年来基于直营的运营模式，持续搭建完善的标签体系，打通全渠道营销系统，提供支持会员全生命周期的点对点数据分析，能够精准进行私域会员营销和自动化营销策略，核心能力处于行业领先水平。因此公司能够应对多样性客群变化，根据不同地域特征、发展水平、品味偏好等门店触及和客群的结构化变化，提升下沉市场渗透率与人群覆盖率。

同行可比公司层面，对比市值相当，定位于大众市场和中高端市场的服饰同行，我们认为公司的加盟渠道具有较大的开店空间：

- 1) 尽管 TEENIE WEENIE 品牌定位于中高端，但如此前所述，品牌以美式学院风为基础，衍生至众多场景，拥有广阔的创新空间，满足不同消费群体的不同穿着场景需求，因此能够区别于欣贺股份、安正时尚、歌力思等传统意义上中高端女装。
- 2) 对标 FILA、太平鸟 2022 年（太平鸟为 2022H1）店铺数分别为 1984/4921 家。参考两品牌中的较低水平，我们粗略估计 TEENIE WEENIE 单品牌总店铺数在中长期内可达 1500-2000 家。
- 3) 结合公司的目标渠道结构，假设未来直营门店以提升店效为核心，直营门店数目保持稳定，那么中长期加盟店店铺数将有望达到 386-886 家，因此，我们预计，公司中长期具有 3-6 倍的开店空间。

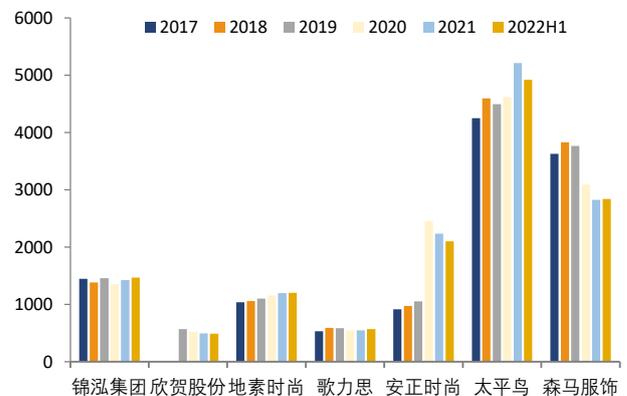
公司预计伴随加盟店拓展、收入规模扩张，销售费用有望得到优化，并进一步降低至约 45%-47% 水平。此外公司计划在设计、营销、渠道端将 TEENIE WEENIE 品牌男装、童装系列均整合于女装，归属于同一事业部进行统一运营，以充分发挥协同效应，提高运营效率，进一步优化销售费用率。

图 43：销售费用率对比



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 44：门店数量对比



资料来源：Wind，信达证券研发中心

成长点 2：深挖品牌 IP 价值，品类拓展强化影响力

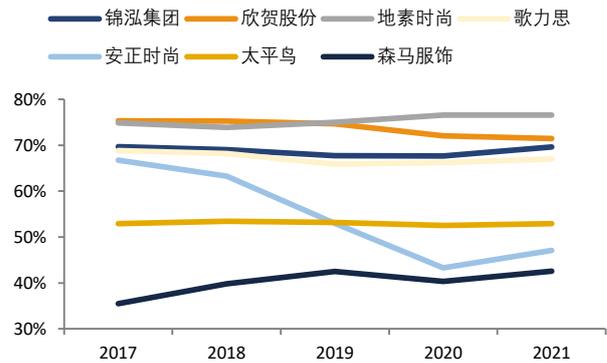
品牌 IP 打造差异化竞争，高毛利率持续。TEENIE WEENIE 品牌以 18 只拟人化、个性鲜明的小熊组成的家族为创作蓝本，具有独特的品牌故事。在品牌众多、同质化严重的休闲服饰市场，TEENIE WEENIE 拥有独特的 IP 背书，独有的品牌价值和较强的 IP 认可度为公司带来持续的高毛利率。

图 45：公司 TW 品牌 IP 由 18 只拟人化小熊构成

图 46：同行业可比公司毛利率对比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：Wind，信达证券研发中心

对品牌 IP 资产再培育，提升 TW 品牌 IP 资产的价值和影响力。基于品牌丰富的 IP 资产，公司对于 TEENIE WEENIE 的卡通形象、家族故事、品牌故事及商标使用权等深度挖掘加工，迭代设计出符合年轻消费群体审美的小熊家族卡通和潮玩形象、延续开发小熊家族系列故事。公司对品牌的 IP 资产进行再培育，不断提升 TEENIE WEENIE 品牌 IP 资产的价值和影响力。公司于 2021 年组建潮玩事业部，探索以小熊 IP 为主的盲盒、换装兵人、皮布偶等潮玩业务，并引进潮玩圈内专家、组建具有潮玩市场洞见和原创形象设计能力的专业团队、联合潮玩圈知名设计师和插画艺术家开发产品，不断丰富产品形式、扩大市场影响力。公司与多家行业头部企业签订三至五年 IP 授权合同，授权产品品类包括礼赠品、女包、时尚小家电、工艺品、内衣和家居服饰领域，授权产品已通过在天猫、抖音、得物等主流电商渠道开设的相关店铺进行销售。

图 47: TW 授权产品品类包括礼赠品、女包、时尚小家电、工艺品等



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 48: 围绕小熊 IP 公司推出潮玩产品

图 49: 2021-2022 年 IP 授权收入快速增长



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：wind，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

我们预计：

- 1) 收入方面，2022 年受疫情影响，终端需求减弱，线下开店受阻，公司直营门店、线下销售占比高，因此公司收入段增速趋缓。2023 年终端消费需求逐步修复，公司加盟渠道持续扩张，收入有望稳健增长。
- 2) 毛利率方面，公司旗下品牌定位中高端，有望持续通过多元化营销手段、渠道结构的调整，拔高品牌调性，2022-24 年毛利率有望保持稳健。
- 3) 费用率方面：公司持续加强各项费用管控，一方面伴随并购贷款的偿还，财务费用有望持续优化，另一方面公司 TW 品牌加盟渠道的拓展，有望持续优化销售费用率，因此我们预计 2022-2024 年期间公司费用率将持续下滑。

综上，我们预计 2022-24 年收入为 38.74/43.63/48.46 亿元，同增-10.4%/12.6%/11.1%，归母净利润为 0.66/2.48/3.52 亿元，同增-70.5%/291.2%/42.2%，看好未来业绩成长性。

表 2：公司业绩与盈利预测（百万元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入	3,340	4,324	3,874	4,363	4,846
增速	14.7%	29.5%	-10.4%	12.6%	11.1%
归母净利润	-624	224	66	248	352
增速	-672.9%	135.9%	-70.5%	275.2%	42.2%
毛利率	67.7%	69.6%	69.7%	70.2%	70.5%
EPS	-1.80	0.65	0.19	0.71	1.01

资料来源：Wind，信达证券研发中心

相对估值：公司为国内中高端女装企业，可比上市公司包括歌力思、太平鸟、安正时尚、欣贺股份等，我们预计公司 2023 年 EPS 为 0.71 元，目前股价对应 13.48 倍 PE，可比公司平均估值为 2023 年 15.98 倍 PE，我们认为公司一方面加盟渠道扩展、打开收入成长天花板，同时并购贷款相继偿还，财务费用持续优化，业绩增长持续向好，可给予同业 2023 年平均估值。

表 3: 可比公司 EPS 及估值对比

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值(亿 元)	PE (倍)				EPS (元)			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
603808.SH	歌力思	10.79	39.83	12.40	31.49	13.76	10.32	0.87	0.34	0.78	1.05
603877.SH	太平鸟	21.48	102.34	14.92	44.56	15.22	12.62	1.44	0.48	1.41	1.70
603839.SH	安正时尚	6.36	25.39	35.33	21.03	17.80	15.42	0.18	0.30	0.36	0.41
003016.SZ	欣贺股份	10.78	46.53	16.13	29.94	17.15	14.07	0.67	0.36	0.63	0.77
	行业平均			19.70	31.76	15.98	13.11				
605189.SH	锦泓集团	9.61	33.37	14.89	50.57	13.48	9.48	0.65	0.19	0.71	1.01

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 股价为 2023 年 4 月 25 日收盘价; 歌力思、太平鸟、安正时尚、欣贺股份为 wind 一致预期

风险因素

行业竞争风险: 若公司未来在日趋激烈的市场竞争中, 未能准确研判行业发展的市场动态及发展趋势, 新产品市场需求未达预期等, 可能在日益激烈的市场竞争中面临因竞争优势减弱而导致经营业绩下降的风险。

原材料价格上涨风险: 公司产品主要成本为原材料胚纱、染料、化学助剂等, 如果染料等产品价格大幅上涨, 公司无法及时将原材料价格上涨的风险向下游转移, 将导致公司成本上行, 盈利能力有所下降。

商誉减值风险: 若 TW 品牌经营效果不达预期, 可能会计提商誉减值, 对公司业绩带来不利影响。

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,158	2,237	2,924	3,029	3,054
货币资金	808	568	888	579	784
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	450	514	458	585	573
预付账款	39	61	56	65	72
存货	801	1,022	1,457	1,713	1,547
其他	59	72	64	86	78
非流动资产	3,469	3,878	3,883	3,888	3,902
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	85	87	88	88	97
无形资产	1,280	1,279	1,281	1,283	1,285
其他	2,104	2,512	2,515	2,518	2,521
资产总计	5,627	6,115	6,807	6,917	6,956
流动负债	646	3,144	1,813	2,033	2,037
短期借款	12	28	388	388	388
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	295	560	416	595	558
其他	339	2,555	1,008	1,049	1,091
非流动负债	3,034	413	1,916	1,559	1,242
长期借款	2,377	0	1,500	1,100	750
其他	657	413	416	459	492
负债合计	3,680	3,557	3,729	3,592	3,279
少数股东权益	0	0	0	-1	-1
归属母公司股东权益	1,947	2,559	3,078	3,325	3,677
负债和股东权益	5,627	6,115	6,807	6,917	6,956

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,340	4,324	3,874	4,363	4,846
同比(%)	14.7%	29.5%	-10.4%	12.6%	11.1%
归属母公司净利润	-624	224	66	248	352
同比(%)	-672.9%	135.9%	-70.5%	275.2%	42.2%
毛利率(%)	67.7%	69.6%	69.7%	70.2%	70.5%
ROE%	-32.0%	8.8%	2.1%	7.4%	9.6%
EPS(摊薄)(元)	-1.80	0.65	0.19	0.71	1.01
P/E	—	14.89	50.57	13.48	9.48
P/B	1.71	1.30	1.08	1.00	0.91
EV/EBITDA	7.66	7.84	72.42	13.66	8.19

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,340	4,324	3,874	4,363	4,846
营业成本	1,080	1,314	1,172	1,301	1,431
营业税金及附加	23	25	23	31	39
销售费用	1,640	2,231	2,325	2,356	2,423
管理费用	145	163	176	196	233
研发费用	67	79	97	109	145
财务费用	239	225	173	137	111
减值损失合计	-775	-1	200	80	0
投资净收益	0	0	0	0	0
其他	3	-3	21	-4	-24
营业利润	-625	283	129	309	440
营业外收支	33	29	-35	0	0
利润总额	-592	312	94	309	440
所得税	47	88	28	62	88
净利润	-639	224	66	247	352
少数股东损益	-16	0	0	0	0
归属母公司净利润	-624	224	66	248	352
EBITDA	465	709	74	388	584
EPS(当年)(元)	-2.50	0.83	0.19	0.71	1.01

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	943	629	-270	221	692
净利润	-639	224	66	247	352
折旧摊销	111	200	18	18	9
财务费用	248	226	165	145	122
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	488	14	-332	-114	184
其它	735	-35	-186	-76	24
投资活动现金流	-37	-124	-62	-27	-47
资本支出	-54	-124	-62	-27	-47
长期投资	-476	0	0	0	0
其他	493	0	0	0	0
筹资活动现金流	-367	-727	652	-502	-439
吸收投资	0	13	453	0	0
借款	0	28	1,860	-400	-350
支付利息或股息	-216	-188	-165	-145	-122
现金流净增加额	539	-223	320	-308	205

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sunrong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。