

2023年02月24日

# 推出限制性股票和员工持股计划，未来2年 净利考核 CAGR 不低于 47%

## 锦泓集团 (603518)

|        |      |             |            |
|--------|------|-------------|------------|
| 评级:    | 买入   | 股票代码:       | 603518     |
| 上次评级:  | 买入   | 52周最高价/最低价: | 11.30/5.96 |
| 目标价格:  |      | 总市值(亿)      | 30.07      |
| 最新收盘价: | 8.66 | 自由流通市值(亿)   | 30.07      |
|        |      | 自由流通股数(百万)  | 296.64     |

### 事件概述

锦泓集团公布 2023 年限制性股票激励计划草案，拟授予 362.77 万股，占总股本 1.04%，授予价格为 4.36 元，授予 75 人，以中层管理人员和核心骨干为主。业绩考核目标 A：2023/2024/2025 年净利不低于 2.07/3.06/4.46 亿元 (CAGR47%)，公司层面解除限售系数 100%。业绩考核目标 B：2023 年净利不低于 1.77 亿元，公司层面解除限售系数 60%。

同时公司还推出了第二期员工持股计划草案，总人数不超过 21 人，其中董、监、高为 7 人，合计不超过 300 万股，价格为 4.36 元/股，考核目标与限制性股票激励计划一致。

### 分析判断：

我们分析，公司在 22 年受疫情影响较大，但自下半年以来逐步关闭低店效门店，优化团队配置，TW 品牌有望实现长期健康发展。

短期来看，22 年下半年以来的管控效果在利润端有望开始显现，23Q1 在控折扣+控费下有望迎来利润拐点，由于公司直营占比 90%以上，折扣改善带来的利润弹性较大。此外，公司去年完成债务置换，还款叠加利率下降有望贡献财务费用下降。

中期来看，(1) 在运营理顺、利润改善后，TW、VG 两个品牌加盟端仍存在开店空间，目前 TW1212 家店中仅 135 家加盟；公司自 20Q3 以来，在线上、特别是抖音端优势明显，线上带动线下的逻辑仍未变。(2) 21 年 TW 店效为 170 万，通过单店面积提升、连带率和复购率改善，仍存在提升空间。我们此前在深度报告中测算，VGRASS 长期空间在 25-34 亿元，TW 长期空间在 50-60 亿元。

长期从利润率来看，历史上，VG/TW 最高利润为 1.38/3.4 亿元 (净利率 16%)，未来财务费用、销售费用率均存在改善空间，我们认为长期目标净利率有望达到 15%。

### 投资建议

公司此前发布 22 年业绩预告，考虑 22 年受疫情影响、业绩低于预期，下调 22/23/24 年收入预测 47.54/54.99/62.77 至 38.78/45.85/53.13 亿元，对应调整 22/23/24 归母净利 2.32/3.14/3.70 至 0.72/2.49/3.46 亿元，对应调整 22/23/24 EPS 0.78/1.06/1.24 至 0.24/0.84/1.17 元，2023 年 2 月 23 日收盘价 8.66 元对应 PE 分别为 42/12/9X，维持“买入”评级。

### 风险提示

疫情风险、费用率居高不下风险、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)  | 3,340   | 4,324  | 3,878  | 4,585  | 5,313 |
| YoY (%)    | 14.7%   | 29.5%  | -10.3% | 18.2%  | 15.9% |
| 归母净利润(百万元) | -624    | 224    | 72     | 249    | 346   |
| YoY (%)    | -672.9% | 135.9% | -67.9% | 245.9% | 39.3% |
| 毛利率 (%)    | 67.7%   | 69.6%  | 69.7%  | 69.7%  | 69.6% |
| 每股收益 (元)   | -2.50   | 0.83   | 0.24   | 0.84   | 1.17  |
| ROE        | -32.0%  | 8.8%   | 2.2%   | 7.0%   | 8.9%  |
| 市盈率        | -4.81   | 13.39  | 41.67  | 12.05  | 8.67  |

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

SACNO: 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              | 4,324        | 3,878        | 4,585        | 5,313        | 净利润             | 224          | 72           | 249          | 346          |
| YoY (%)            | 29.5%        | -10.3%       | 18.2%        | 15.9%        | 折旧和摊销           | 200          | 10           | 11           | 11           |
| 营业成本               | 1,314        | 1,175        | 1,389        | 1,614        | 营运资金变动          | 14           | 134          | -51          | -50          |
| 营业税金及附加            | 25           | 25           | 30           | 35           | 经营活动现金流         | 629          | 404          | 362          | 442          |
| 销售费用               | 2,231        | 2,156        | 2,407        | 2,752        | 资本开支            | -124         | 8            | 9            | -3           |
| 管理费用               | 163          | 155          | 183          | 202          | 投资              | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 财务费用               | 225          | 187          | 152          | 117          | 投资活动现金流         | -124         | 8            | 9            | -3           |
| 研发费用               | 79           | 85           | 84           | 98           | 股权募资            | 13           | 648          | 0            | 0            |
| 资产减值损失             | -1           | -10          | -11          | -13          | 债务募资            | -393         | -849         | -227         | -279         |
| 投资收益               | 0            | 0            | 0            | 0            | 筹资活动现金流         | -727         | -391         | -382         | -399         |
| 营业利润               | 283          | 79           | 322          | 476          | 现金净流量           | -223         | 22           | -11          | 40           |
| 营业外收支              | 29           | 21           | 23           | 12           |                 |              |              |              |              |
| 利润总额               | 312          | 100          | 345          | 488          | <b>主要财务指标</b>   | <b>2021A</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |
| 所得税                | 88           | 28           | 97           | 141          | <b>成长能力 (%)</b> |              |              |              |              |
| 净利润                | 224          | 72           | 249          | 346          | 营业收入增长率         | 29.5%        | -10.3%       | 18.2%        | 15.9%        |
| 归属于母公司净利润          | 224          | 72           | 249          | 346          | 净利润增长率          | 135.9%       | -67.9%       | 245.9%       | 39.3%        |
| YoY (%)            | 135.9%       | -67.9%       | 245.9%       | 39.3%        | <b>盈利能力 (%)</b> |              |              |              |              |
| 每股收益               | 0.83         | 0.24         | 0.84         | 1.17         | 毛利率             | 69.6%        | 69.7%        | 69.7%        | 69.6%        |
|                    |              |              |              |              | 净利率             | 5.2%         | 1.9%         | 5.4%         | 6.5%         |
| <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      | 3.7%         | 1.2%         | 4.2%         | 5.6%         |
| 货币资金               | 568          | 590          | 580          | 620          | 净资产收益率 ROE      | 8.8%         | 2.2%         | 7.0%         | 8.9%         |
| 预付款项               | 61           | 47           | 49           | 48           | <b>偿债能力 (%)</b> |              |              |              |              |
| 存货                 | 1,022        | 795          | 941          | 1,093        | 流动比率            | 0.71         | 2.22         | 1.85         | 1.65         |
| 其他流动资产             | 587          | 483          | 506          | 526          | 速动比率            | 0.37         | 1.24         | 0.97         | 0.83         |
| 流动资产合计             | 2,237        | 1,915        | 2,075        | 2,286        | 现金比率            | 0.18         | 0.68         | 0.52         | 0.45         |
| 长期股权投资             | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产负债率           | 58.2%        | 43.4%        | 40.8%        | 37.3%        |
| 固定资产               | 87           | 90           | 93           | 97           | <b>经营效率 (%)</b> |              |              |              |              |
| 无形资产               | 1,279        | 1,279        | 1,279        | 1,279        | 总资产周转率          | 0.71         | 0.67         | 0.77         | 0.86         |
| 非流动资产合计            | 3,878        | 3,881        | 3,884        | 3,888        | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
| 资产合计               | 6,115        | 5,796        | 5,959        | 6,174        | 每股收益            | 0.83         | 0.24         | 0.84         | 1.17         |
| 短期借款               | 28           | 47           | 165          | 283          | 每股净资产           | 8.63         | 11.04        | 11.88        | 13.04        |
| 应付账款及票据            | 560          | 483          | 571          | 663          | 每股经营现金流         | 2.12         | 1.36         | 1.22         | 1.49         |
| 其他流动负债             | 2,555        | 333          | 386          | 441          | 每股股利            | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 流动负债合计             | 3,144        | 863          | 1,122        | 1,388        | <b>估值分析</b>     |              |              |              |              |
| 长期借款               | 0            | 1,500        | 1,155        | 758          | PE              | 9.27         | 31.78        | 9.19         | 6.59         |
| 其他长期负债             | 413          | 155          | 155          | 155          | PB              | 1.40         | 0.70         | 0.65         | 0.59         |
| 非流动负债合计            | 413          | 1,655        | 1,310        | 913          |                 |              |              |              |              |
| 负债合计               | 3,557        | 2,518        | 2,432        | 2,301        |                 |              |              |              |              |
| 股本                 | 297          | 372          | 372          | 372          |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益             | 0            | 0            | 0            | 0            |                 |              |              |              |              |
| 股东权益合计             | 2,559        | 3,278        | 3,527        | 3,873        |                 |              |              |              |              |
| 负债和股东权益合计          | 6,115        | 5,796        | 5,959        | 6,174        |                 |              |              |              |              |

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。