

# 锦泓集团 (603518)

## 2022 年报及 2023Q1 业绩点评: 22 年 TW 韧性较强, 23Q1 盈利能力修复促净利大增

买入 (上调)

2023 年 04 月 29 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

研究助理 郝越

执业证书: S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	3,899	4,448	5,006	5,603
同比	-10%	14%	13%	12%
归属母公司净利润 (百万元)	71	255	309	359
同比	-68%	257%	21%	17%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.21	0.73	0.89	1.04
P/E (现价&最新股本摊薄)	49.06	13.74	11.35	9.75

关键词: #业绩不及预期

### 投资要点

- 公司公布 2022 年报及 23Q1 业绩: 22 年业绩承压, 23Q1 收入回暖、净利大增。** 1) 2022 年: 营收 39.00 亿元/yoy-9.83%、归母净利润 0.71 亿元/yoy-68.12%, 10 派 1 元。疫情扰动致收入回落, 净利降幅超收入主因费用率上升。分季度看, 22Q1-Q4 收入分别同比 +0.73%/ -13.92%/ +0.50%/ -20.79%、归母净利润分别同比 -56.54%/ 亏损 / +395.04%/ 亏损, Q2/Q4 业绩亏损承压严重。2) 23Q1: 营收 11.67 亿元/yoy+8.05%、归母净利润 1.03 亿元/yoy+149.32%, 消费场景修复后收入增速回正, 净利端大幅增长主要系控折扣+控费推动费用率下降, 收入利润均达历史最好水平。
- 疫情期 TW 表现韧性较强, 23Q1 各品牌收入及盈利能力均回暖。** 1) 22 年: VG/云锦/TW 收入分别同比 -23.1%/ +3.8%/ -5.4%、分别占比 22.0%/ 0.6%/ 77.1%, TW 经营韧性较强、疫情期逆势净开店 10 家, VG 下滑较大, 主因品牌销售模式以线下直营门店为主、受疫情影响较大, 云锦定位高净值人群、目前体量较小、线下渠道仅 1 家门店, 疫情期仍维持正增长。2) 23Q1: VG/云锦/TW 收入分别同比 +4.0%/ +132.2%/ +8.5%、占比 20.4%/ 0.7%/ 78.4%, 净利率分别同比 +2/ 扭亏/ +2pct 至 2%/ 15%/ 12%。各品牌 23 年国内客流恢复后收入增速均回正, 折扣控制较好、净利率明显回暖。
- 线上渠道表现较好, 公司发力加盟渠道拓展下沉市场。** 1) 22 年: 线上/线下收入分别同比 +5.6%/ -17.5%、占比 38.7%/ 60.9%, 线上持续发力、疫情期逆势提升, TW 女装维持抖音领先地位、天猫/京东平台排名持续提升, 男装/童装产品线取得较大突破。线下中直营/加盟收入分别同比 -18.4%/ -3.3%、占比 57.4%/ 3.3%, 直营受到疫情影响较大。22 年末共 1430 家门店 (直营 1246+加盟 184 家)、较 21 年末净+1 家 (直营-19&加盟+20 家)、同比+0.07% (直营-1.5%&加盟+12.2%), 公司通过发力加盟渠道, 加速三四线下沉市场渠道拓展, TW 规划 3 年内加盟店铺占比达 50%、销售占比 70%。2) 23Q1: 线上/线下收入分别同比 +26.2%/ -1.0%、占比 37.8%/ 61.5%, 线上增速进一步提升。线下中直营/加盟收入分别同比 -3.1%/ +51.2%、占比 57.9%/ 3.6%, 23 年 Q1 共 1393 家门店 (直营 1208+加盟 185 家)、较 21 年末净-37 家 (直营-38&加盟+1 家)、对应同比 -2.59% (直营-3.00%&加盟+0.62%), 直营下滑主要系门店数量减少、降幅边际改善, 加盟提升主要系门店效率优化。
- 22 年费用率提升致净利率受损, 23Q1 控折扣下费用率大幅降低、净利率回升。** 1) 毛利率: 22 年/23Q1 同比分别 -0.42/ +0.24pct 至 69.20%/ 69.38%, 整体变动不大。2) 费用率: 22 年同比 +5.68pct 至 68.08%, 其中销售费用率同比 +6.06pct、主因门店等费用较为刚性, 财务费用率同比 -1.13pct、债务置换后费用改善明显。23Q1 年同比 -6.70pct 至 56.47%, 其中销售费用率同比 -4.45pct、主要系采取控制折扣&减少促销活动所致, 财务费用率 -1.97pct、主因债务置换及偿还部分本金后利息费用下降。3) 归母净利润率: 结合毛利率及费用率变动, 22 年同 -3.35pct 至 1.83% (资产减值损失同增 1507 万元冲减利润)。23Q1 同 +4.98pct 至 8.79% (信用减值损失&所得税增加冲减利润)。4) 存货: 22 年末存货 11.43 亿元/yoy+11.83%、库存规模有所上升, 23Q1 末存货 9.85 亿元/yoy-28.67%、库存消化顺利, 22/23Q1 存货周转天数分别同比 +75/+3 天至 324/268 天。5) 现金流: 22 年经营活动现金流净额 5.49 亿/yoy-12.75%、主要系疫情影响, 23Q1 经营活动现金流净额 2.06 亿/yoy-7.15%、环比呈改善。
- 盈利预测与投资评级:** 公司主营中高档品牌服饰, TW 品牌自 17 年收购以来品牌运营梳理见效、在抖音等渠道建立显著优势, 并开始拓展下沉市场、提升市场份额。23 年以来受益疫情放开, 1-2 月/3 月/4 月 TW 流水分别同比持平/ +27%/ +80%、VG 同比 +5%/ +20%/ +50%, 增速逐月提升, 由于公司直营占比较高, 我们预计收入表现与终端流水较为相近, 同时折扣控制及经营杠杆下利润端增速有望超越收入。后续终端消费进一步回暖, 公司收入净利增速有望继续提升, 同时财务结构不断优化, 截至 22 年资产负债率同比 -15pct 至 49%。考虑 22 年业绩低于预期、费用优化下有望释放较大利润弹性, 我们将 23-24 年净利预测 3.3/3.9 亿下调至 2.6/3.1 亿、增加 25 年预测值 3.6 亿, 对应 23-25 年 PE14/11/10X, 估值较低, 上调至“买入”评级。
- 风险提示:** 疫情反复、渠道拓展不及预期、抖音渠道流量红利消退等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	10.09
一年最低/最高价	5.96/10.45
市净率(倍)	1.11
流通 A 股市值(百万元)	3,503.35
总市值(百万元)	3,503.35

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	9.11
资产负债率(% ,LF)	46.42
总股本(百万股)	347.21
流通 A 股(百万股)	347.21

### 相关研究

- 《锦泓集团(603518): 2021 年报 & 2022 一季报点评: 21 年符合预期, 22Q1 疫情影响业绩承压》  
2022-05-08
- 《锦泓集团(603518): TW 重焕活力, 2021 年业绩扭亏为盈》  
2022-01-30

表1: 22年、23Q1 锦泓集团收入/门店/毛利率按品牌及渠道划分情况

	收入 (百万元)	收入 YOY	占总营收 比重	门店数 (家)	门店净变动 (家)	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
<b>22年主营</b>	<b>3,885</b>	<b>-9.8%</b>	<b>99.6%</b>	<b>1,430</b>	<b>1</b>	<b>69.20%</b>	<b>-0.42pct</b>
<b>分渠道</b>							
线上	1,510	5.6%	38.7%	/	/	65.52%	+1.69pct
线下	2,374	-17.5%	60.9%	1,430	1	71.53%	-1.00pct
直营	2,240	-18.4%	57.4%	1,246	-19	72.69%	-0.70pct
加盟	128	-3.3%	3.3%	184	20	49.74%	-4.93pct
其它	7	5.8%	0.2%	/	/	/	/
<b>分品牌</b>							
VGRASS	857	-23.1%	22.0%	207	-9	73.41%	-0.58pct
云锦	23	3.8%	0.6%	1	0	72.91%	+2.77pct
TEENIE WEENIE	3,005	-5.4%	77.1%	1,222	10	67.97%	-0.19pct
<b>23Q1 主营</b>	<b>1,162</b>	<b>8.0%</b>	<b>99.5%</b>	<b>1,393</b>	<b>-37</b>	<b>69.38%</b>	<b>+0.24pct</b>
<b>分渠道</b>							
线上	441	26.2%	37.8%	/	/	64.06%	-0.28pct
线下	717	-1.0%	61.5%	1,393	-37	72.50%	+1.09pct
直营	676	-3.1%	57.9%	1,208	-38	73.49%	+1.4pct
加盟	42	51.2%	3.6%	185	1	56.24%	+2.24pct
其它	3	72.5%	0.3%	/	/	/	/
<b>分品牌</b>							
VGRASS	238	4.0%	20.4%	206	-1	69.01%	-1.68pct
云锦	9	132.2%	0.7%	1	0	72.98%	-0.67pct
TEENIE WEENIE	915	8.5%	78.4%	1,186	-36	69.43%	+0.70pct

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 锦泓集团三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>2,231</b>	<b>2,678</b>	<b>3,151</b>	<b>3,672</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,899</b>	<b>4,448</b>	<b>5,006</b>	<b>5,603</b>
货币资金及交易性金融资产	590	640	765	1,101	营业成本(含金融类)	1,201	1,368	1,535	1,714
经营性应收款项	389	701	740	937	税金及附加	23	36	40	45
存货	1,143	1,208	1,511	1,478	销售费用	2,249	2,382	2,668	2,984
合同资产	0	0	0	0	管理费用	155	191	215	241
其他流动资产	109	128	136	156	研发费用	92	98	110	118
<b>非流动资产</b>	<b>3,881</b>	<b>3,810</b>	<b>3,778</b>	<b>3,746</b>	财务费用	159	73	72	68
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	7	4	5	6
固定资产及使用权资产	332	263	233	202	投资净收益	-1	0	0	0
在建工程	3	6	9	12	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,285	1,275	1,265	1,255	减值损失	-22	-10	-10	-10
商誉	1,825	1,825	1,825	1,825	资产处置收益	2	0	0	0
长期待摊费用	136	142	146	153	<b>营业利润</b>	<b>7</b>	<b>295</b>	<b>361</b>	<b>430</b>
其他非流动资产	299	299	299	299	营业外净收支	25	24	25	19
<b>资产总计</b>	<b>6,112</b>	<b>6,488</b>	<b>6,929</b>	<b>7,418</b>	<b>利润总额</b>	<b>32</b>	<b>319</b>	<b>386</b>	<b>449</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,870</b>	<b>1,992</b>	<b>2,123</b>	<b>2,253</b>	减:所得税	-40	64	77	90
短期借款及一年内到期的非流动负债	904	904	904	904	<b>净利润</b>	<b>71</b>	<b>255</b>	<b>309</b>	<b>359</b>
经营性应付款项	610	682	768	850	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	81	68	77	86	<b>归属母公司净利润</b>	<b>71</b>	<b>255</b>	<b>309</b>	<b>359</b>
其他流动负债	274	338	374	414	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.21	0.73	0.89	1.04
非流动负债	1,151	1,151	1,151	1,151	EBIT	165	383	447	513
长期借款	742	742	742	742	EBITDA	468	537	562	629
应付债券	268	268	268	268	毛利率(%)	69.20	69.25	69.33	69.42
租赁负债	132	132	132	132	归母净利率(%)	1.83	5.73	6.16	6.42
其他非流动负债	9	9	9	9	收入增长率(%)	-9.83	14.07	12.54	11.94
<b>负债合计</b>	<b>3,021</b>	<b>3,143</b>	<b>3,274</b>	<b>3,404</b>	归母净利润增长率(%)	-68.12	257.14	20.98	16.51
归属母公司股东权益	3,091	3,346	3,654	4,014					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,091</b>	<b>3,346</b>	<b>3,654</b>	<b>4,014</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,112</b>	<b>6,488</b>	<b>6,929</b>	<b>7,418</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	549	201	464	493	每股净资产(元)	8.79	9.52	10.41	11.44
投资活动现金流	-164	-60	-58	-66	最新发行在外股份(百万股)	347	347	347	347
筹资活动现金流	-544	-91	-91	-91	ROIC(%)	7.26	5.82	6.45	6.98
现金净增加额	-159	50	316	336	ROE-摊薄(%)	2.31	7.62	8.44	8.96
折旧和摊销	304	154	115	116	资产负债率(%)	49.43	48.43	47.26	45.89
资本开支	-164	-54	-53	-59	P/E(现价&最新股本摊薄)	49.06	13.74	11.35	9.75
营运资本变动	32	-285	-35	-65	P/B(现价)	1.15	1.06	0.97	0.88

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

