

2022年08月31日

# 线上保持增长，销售费用刚性

## 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:	17.1/7.19
目标价格:		总市值(亿)	25.48
最新收盘价:	7.34	自由流通市值(亿)	21.77
		自由流通股数(百万)	296.64

### 事件概述

2022H 年公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 18.64/0.36/0.18 亿元、同比增长-5.92%/-73.28%/-84.24%。2022Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 7.66/-0.06/-0.23 亿元、同比增长-14%/-114%/-192%、较 20Q2 增长 45%/-100%/-360%。

### 分析判断:

线上增长，收入下滑主要由于线下店效下降。(1)分品牌来看，三大品牌略有下滑：TW/VG/云锦收入 14.07/4.25/0.08 亿元，同比下降 2.19%/16.21%/28.74%。分内生和外延来看，22HVG 直营/加盟店数分别为 188/31 家、同比增长 8.67%/40.91%、报告期内净开 1/2 家，店效分别为 176.81/36.78 万元、同比下降 30%/38%。TW 直营/加盟店数分别为 1114/138 家、同比增长 11.96%/25.45%、报告期内净开 37/3 家，店效分别为 72.24/27.00 万元、同比下降 17%/30%。(2)分渠道来看，线下销售压力较大：线上/线下收入分别为 6.42/11.93 亿元，占比 35%/65%，同比增长 10.57%/-13.23%；直营/加盟收入 11.45/0.49 亿元，同比下降 13%/12%，22H 净开店 43 家至 1472 家，同比增加 13%，其中直营开店 38 家至 1303 家、同比增加 11%，加盟开店 5 家至 169 家、同比增加 28%。(3)分地区来看，东北、华北地区下滑幅度较大：东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南分别实现收入 0.87/1.27/4.73/0.96/1.10/1.10/1.89 亿元，同比增长-34%/-21%/-12%/-14%/-4%/-3%/-7%。

TW 毛利率相对稳定，毛利率下滑主要来自 VG 及加盟。22H 毛利率 69.34%，同比下降 1.59PCT；22Q2 毛利率 69.62%，同比下降-1.82PCT。(1)分品牌来看，TW/VG/云锦毛利率分别为 68.35%/72.49%/72.90%、同比下降 0.67/3.98/3.82PCT。(2)分渠道来看，线上/线下/其他毛利率分别为 64.34%/71.90%/99.66%、同比下降-1.95/2.72/NA.PCT。(3)分内生和外延来看，VG 直营/VG 加盟/TW 直营/TW 加盟/云锦毛利率分别为 76.24%/66.78%/71.08%/52.21%/72.90%、同比下降 2.51/3.26/2.42/3.94/3.82PCT。

净利率下降主要受销售费用增加影响，财务费用下降开始显现。22Q2 净利率-0.72%，同比-5.05PCT；22H 净利率为 1.93%，同比下降 4.86PCT，主要由于：(1)费用率上升，销售/管理/研发/财务费用率分别为 55.90%/3.85%/2.44%/5.04%，同比上升 6.64/-0.28/0.25/-0.92PCT，销售费用变动主要由于工资薪金和营业员劳务费增加 0.37 亿、因线下销售下降，店铺费用减少 0.27 亿、因店铺数量增加，店铺租金和店铺装修摊销增加、线上销售增加，电商手续费增加 0.13 亿；财务费用减少主要因为银团借款减少，可转债大量转股，因此利息支出减少。(2)所得税减少，所得税/收入减少 1.89PCT，主要是本期利润下降导致。(3)资产减值损失为-0.03 亿元，资产减值损失下降主要由于存货跌价损失下降。(4)所得税/收入占比为 0.71%、同比下降 1.89PCT。(5)TEENIE WEENIE 净利为 0.91 亿元、下降 49%、净利率为 6.43%、下降 6PCT；VGRASS 净利为 0.01 亿元、下降 96%、净利率为 0.21%、下降 4.4PCT。

关注去库存进展。22H 存货余额为 9.68 亿元，同比增长 28.21%，较 21 年末下降 5.28%，存货/收入为 52%，周转天数为 316 天，同比增加 70 天；应收账款余额为 3.72 亿元，同比增加 2.76%，较 21 年末下降 27.62%，应收账款周转天数为 43 天、同比增长 6 天。

### 投资建议

我们分析，公司 Q3 有望迎来拐点：(1) 收入端在低基数基础上复苏；(2) 费用端：22 年财务费用节约有望加大贡献，中长期则关注随着店效提升以及成本结构优化，销售费用率存在改善空间。维持 2022-2024 年收入 47.54/54.99/62.77 亿元，归母净利 2.32/3.14/3.7 亿元，EPS 0.78/1.06/1.24 元，2022 年 8 月 31 日收盘价 7.34 元对应 PE 分别为 9/7/6X，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	4,754	5,499	6,277
YoY (%)	14.7%	29.5%	9.9%	15.7%	14.1%
归母净利润(百万元)	-624	224	232	314	370
YoY (%)	-672.9%	135.9%	3.6%	35.2%	17.8%
毛利率 (%)	67.7%	69.6%	69.7%	69.6%	69.6%
每股收益 (元)	-2.50	0.83	0.78	1.06	1.24
ROE	-32.0%	8.8%	6.7%	8.4%	9.0%
市盈率	-2.94	8.84	9.40	6.95	5.90

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	4,324	4,754	5,499	6,277	净利润	224	232	314	370
YoY (%)	29.5%	9.9%	15.7%	14.1%	折旧和摊销	200	10	11	11
营业成本	1,314	1,441	1,671	1,911	营运资金变动	14	9	-43	-44
营业税金及附加	25	31	36	41	经营活动现金流	629	401	412	457
销售费用	2,231	2,523	2,914	3,327	资本开支	-124	8	9	-3
管理费用	163	190	220	251	投资	0	0	0	0
财务费用	225	148	128	103	投资活动现金流	-124	8	9	-3
研发费用	79	105	101	116	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	-352	-359	-385
营业利润	283	301	413	508	现金净流量	-223	57	63	69
营业外收支	29	21	23	12					
利润总额	312	322	436	521	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
所得税	88	90	122	151	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	224	232	314	370	营业收入增长率	29.5%	9.9%	15.7%	14.1%
归属于母公司净利润	224	232	314	370	净利润增长率	135.9%	3.6%	35.2%	17.8%
YoY (%)	135.9%	3.6%	35.2%	17.8%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.83	0.78	1.06	1.24	毛利率	69.6%	69.7%	69.6%	69.6%
					净利率	5.2%	4.9%	5.7%	5.9%
					总资产收益率 ROA	3.7%	3.8%	4.9%	5.6%
					净资产收益率 ROE	8.8%	6.7%	8.4%	9.0%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>偿债能力 (%)</b>				
货币资金	568	625	688	756	流动比率	0.71	2.17	1.90	1.72
预付款项	61	58	58	57	速动比率	0.37	1.17	0.99	0.87
存货	1,022	977	1,133	1,296	现金比率	0.18	0.60	0.53	0.48
其他流动资产	587	591	606	621	资产负债率	58.2%	43.9%	41.1%	37.7%
流动资产合计	2,237	2,251	2,485	2,731	<b>经营效率 (%)</b>				
长期股权投资	0	0	0	0	总资产周转率	0.71	0.78	0.86	0.95
固定资产	87	90	93	97	<b>每股指标 (元)</b>				
无形资产	1,279	1,279	1,279	1,279	每股收益	0.83	0.78	1.06	1.24
非流动资产合计	3,878	3,881	3,884	3,888	每股净资产	8.63	11.58	12.63	13.88
资产合计	6,115	6,132	6,369	6,619	每股经营现金流	2.12	1.35	1.39	1.54
短期借款	28	47	165	283	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	560	592	687	785	<b>估值分析</b>				
其他流动负债	2,555	399	456	515	PE	8.84	9.40	6.95	5.90
流动负债合计	3,144	1,038	1,307	1,584	PB	1.40	0.66	0.61	0.55
长期借款	0	1,500	1,155	758					
其他长期负债	413	155	155	155					
非流动负债合计	413	1,655	1,310	913					
负债合计	3,557	2,693	2,617	2,497					
股本	297	372	372	372					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,559	3,439	3,752	4,122					
负债和股东权益合计	6,115	6,132	6,369	6,619					

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。