

# 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 增持 (下调)

2022 年 05 月 08 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书: S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	4,324	4,657	5,398	6,091
同比	29%	8%	16%	13%
归属母公司净利润 (百万元)	224	233	327	386
同比	136%	4%	40%	18%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.65	0.67	0.94	1.11
P/E (现价&最新股本摊薄)	11.98	11.49	8.22	6.95

### 投资要点

- **公司公布 21 年报&22 一季报:** 21 年营收 43.2 亿元/yoy+29.5%、归母净利 2.2 亿元/同比扭亏, 符合我们预期, 营收增长主要受益于线上保持高速增长 (线上/线下分别 +71%/16%, 线上占比由 20 年 25%提升到 33%), 业绩扭亏主因 20 年资产减值损失 7.75 亿元 (主要为商誉、无形资产及存货跌价减值准备)、21 年商誉及无形资产减值损失拖累均已消除、仅 146 万元存货跌价损失。在 21 年高基数基础上, 22Q1 营收 10.8 亿元/yoy+0.73%、归母净利 4115 万元/yoy-56.54%, 业绩下滑主要因疫情影响下毛利率同比-1.37pct、费用率同比+5.02pct。
- **TW: 线上表现较好, 驱动收入保持增长。** 1) 21 年: 抖音高增带动线上占比提升。21 年 TW 收入 31.76 亿元/yoy+37.66%/占比 73.7%, 其中线上/线下收入分别同比 +94%/16%、线上占 TW 收入比重从 20 年的 28%提升至 39%。线上增速靓丽主要来自抖音平台贡献, 公司为业内较早布局抖音渠道的时装品牌, 年内持续通过明星、KOL、达人直播等方式, 拉动抖音渠道高速增长, 抖音旗舰店为 21 年“抖音直播电商春节带货”第一名、“618 好物节”服饰鞋包品牌排行榜第一名, 21 年抖音平台收入已超越天猫。截至 21 年末 TW 线下门店 1212 家 (直营 1077+加盟 135 家, 分别净增 22、30 家)、店铺月平均店效+27%。2) 22Q1: 线上维持增长。22Q1TW 收入 8.4 亿元/yoy+3%, 其中线上/线下分别同比+11%/-1%, 线上维持增长, 线下受疫情影响有所下滑、截至 22Q1 末店铺数 1214 家、净开 2 家。公司已放开加盟渠道, 原计划 22 年净增门店 15%左右, 当前受疫情影响、开店计划可能相应调整。
- **VG 加大线上发力, 云锦体量尚小。** 1) VG: 21 年线下带动增长, 22Q1 发力线上。21 年 VG 收入 11.14 亿元/yoy+11.32%/占比 25.8%, 其中线上/线下收入分别同比 +1%/14%、分别占 VG 收入的 18%/82%。截至 21 年末门店数 216 家 (直营 187+加盟 29 家, 各净增 11 家)、店铺月平均店效+11.97%, 拓店+店效提升共促收入增长。22Q1 收入同比-8%, 其中线上/线下分别同比+69%/-16%, 主因 VG 加大线上投放、线下受疫情影响出现下滑。2) 云锦: 体量较小, 21 年呈复苏, 22Q1 维持增长。云锦定位中国文化高端精品品牌, 面向高净值人群, 销售渠道仅线下 1 家门店, 21 年收入占公司整体 0.5%、体量较小。21 年收入 0.22 亿元/yoy+23.92%/较 19 年-4.37%。22Q1 收入同比+20%, 主因云锦门店位于南京, 受疫情影响较小。
- **22Q1 疫情导致毛利率下滑、费用率上升。** 1) 毛利率: 21 年同增 1.94pct 至 69.62%, 其中线上/直营/加盟+7.5/+1.1/+1.3pct 至 64%/73%/55%, 线上大幅改善主因高毛利平台抖音收入贡献提升; 22Q1 同比-1.36pct 至 69.16%, 主因 VG 品牌增加线上投放、拉低毛利率。2) 费用率: 21 年同比-0.22pct 至 62.40%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+2.49/-0.58/-0.16/-1.96pct, 财务费用下降主因 21 年偿还贷款 9.07 亿元、利息支出减少。22Q1 同比+5.02pct 至 63.17%, 主因疫情影响线下关店、相关费用刚性。3) 存货: 21 年末 10.22 亿元/yoy+27.50%、周转天数同比-63 天至 250 天, 库龄 1 年以内占比 85.86%; 22Q1 末 9.40 亿元、环比-8155 万元。4) 现金流: 21 年经营活动现金流净额 6.29 亿元/yoy-33.28%, 筹资活动现金流净额-7.27 亿元。
- **债务问题逐步解决, 有望降低财务成本。** 21 年偿还贷款 9.07 亿元、促进财务费用降低。目前贷款余额 15 亿元, 22/04 取得招行贷款期限 5 年的 15 亿元长期银团贷款承诺函, 受疫情影响尚未放款, 得到放款后将全部用于偿还杭州金投债务, 通过债务置换、公司利息费用有望改善 (金投/招行利率分别为 9.2%/6.8%)。对于招行 15 亿元贷款, 公司拟使用定增资金 (22/03 定增完成募资 4.53 亿元、其中 2.95 亿元已用于置换偿还债务的自筹资金)+经营性现金流逐年偿还, 计划 22H1/H2 分别偿还 3/1.5 亿元、23H1-25H1 每半年偿还 1.5 亿元、25H2-26H1 分别偿还 7500 万元, 到期日前偿还完毕。
- **盈利预测与投资评级:** 公司主营中高档品牌服饰, 旗下 TW 品牌 17 年收购以来经历调整磨合, 管理团队、品牌运营梳理见效, 20-21 年抓住抖音平台风口, 实现品牌力和销售额的明显改善, 后期将新增拓展潮玩等方向。同时, 债务偿还进程有序推进、财务成本有望逐步减轻。考虑疫情影响, 我们将 22 年归母净利同比从 37.8%下调至 4.23%, 23-24 年分别同比增长 39.8%/18.3%, 22-24 年 EPS 分别为 0.67/0.94/1.11 元/股、对应 PE11/8/7X, 下调为“增持”评级。
- **风险提示:** 疫情反复影响消费、抖音渠道流量红利减退、债务偿还进展不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	7.73
一年最低/最高价	7.34/26.83
市净率(倍)	0.89
流通 A 股市值(百万元)	2,292.97
总市值(百万元)	2,683.86

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.69
资产负债率(% ,LF)	48.72
总股本(百万股)	347.20
流通 A 股(百万股)	296.63

### 相关研究

《锦泓集团(603518): TW 重焕活力, 2021 年业绩扭亏为盈》

2022-01-30

表1: 锦泓集团 2021 年主营业务收入、门店、毛利率分品牌、分渠道情况

	收入 (百万元)	收入 YOY	收入占比	门店数 (家)	门店 净增/减	毛利率	毛利率 YOY
<b>合计</b>	<b>4,311.77</b>	<b>29.66%</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,429</b>	<b>74</b>	<b>69.67%</b>	<b>+1.87pct</b>
分品牌							
VGRASS	1,114.21	11.32%	25.84%	216	22	73.99%	+1.92pct
云锦	21.70	23.92%	0.50%	1	0	70.13%	-1.71pct
TEENIE WEENIE	3,175.85	37.66%	73.66%	1,212	52	68.16%	+2.23pct
分渠道							
线上销售	1,430.27	71.0%	33.17%	/	/	63.83%	+7.37pct
直营店	2,745.62	14.6%	63.68%	1,265	33	73.39%	+1.08pct
加盟店	131.89	43.0%	3.06%	164.00	41	54.68%	+1.28pct

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>2,237</b>	<b>2,389</b>	<b>2,589</b>	<b>2,871</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4,324</b>	<b>4,657</b>	<b>5,398</b>	<b>6,091</b>
货币资金及交易性金融资产	568	709	762	842	营业成本(含金融类)	1,314	1,435	1,664	1,878
经营性应收款项	575	582	601	646	税金及附加	25	33	32	37
存货	1,022	1,017	1,135	1,282	销售费用	2,231	2,445	2,780	3,137
合同资产	0	0	0	0	管理费用	163	186	238	268
其他流动资产	72	81	92	101	研发费用	79	102	108	122
<b>非流动资产</b>	<b>3,878</b>	<b>3,867</b>	<b>3,852</b>	<b>3,841</b>	财务费用	225	119	108	98
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	7	9	11	12
固定资产及使用权资产	345	339	329	320	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	7	3	2	1	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,279	1,277	1,275	1,273	减值损失	-11	-11	-11	-11
商誉	1,825	1,825	1,825	1,825	资产处置收益	0	-1	-1	-1
长期待摊费用	154	154	154	154	<b>营业利润</b>	<b>283</b>	<b>334</b>	<b>466</b>	<b>552</b>
其他非流动资产	268	268	268	268	营业外净收支	29	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>6,115</b>	<b>6,256</b>	<b>6,442</b>	<b>6,712</b>	<b>利润总额</b>	<b>312</b>	<b>334</b>	<b>466</b>	<b>552</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,144</b>	<b>2,965</b>	<b>2,824</b>	<b>2,709</b>	减:所得税	88	100	140	166
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,138	1,928	1,728	1,528	<b>净利润</b>	<b>224</b>	<b>233</b>	<b>327</b>	<b>386</b>
经营性应付款项	560	550	547	566	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	51	57	67	75	<b>归属母公司净利润</b>	<b>224</b>	<b>233</b>	<b>327</b>	<b>386</b>
其他流动负债	394	429	482	539	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.65	0.67	0.94	1.11
非流动负债	413	413	413	413	EBIT	509	456	576	650
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	709	472	596	666
应付债券	258	258	258	258	毛利率(%)	69.62	69.18	69.17	69.16
租赁负债	146	146	146	146	归母净利率(%)	5.18	5.01	6.05	6.34
其他非流动负债	9	9	9	9	收入增长率(%)	29.48	7.69	15.92	12.84
<b>负债合计</b>	<b>3,557</b>	<b>3,378</b>	<b>3,237</b>	<b>3,122</b>	归母净利润增长率(%)	135.91	4.23	39.84	18.27
归属母公司股东权益	2,559	2,878	3,204	3,591					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,559</b>	<b>2,878</b>	<b>3,204</b>	<b>3,591</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,115</b>	<b>6,256</b>	<b>6,442</b>	<b>6,712</b>					

  

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	629	396	375	393	每股净资产(元)	8.49	9.36	10.47	11.77
投资活动现金流	-124	-6	-6	-6	最新发行在外股份(百万股)	347	347	347	347
筹资活动现金流	-727	-250	-316	-306	ROIC(%)	7.22	6.19	7.65	8.37
现金净增加额	-223	141	53	81	ROE-摊薄(%)	8.76	8.11	10.19	10.76
折旧和摊销	200	16	19	16	资产负债率(%)	58.16	54.00	50.26	46.51
资本开支	-124	-6	-6	-6	P/E(现价&最新股本摊薄)	11.98	11.49	8.22	6.95
营运资本变动	13	-17	-142	-175	P/B(现价)	0.91	0.83	0.74	0.66

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>

