

2023年04月14日

Q1 业绩预告超预期，高杠杆下利润弹性大

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:	9.98/5.96
目标价格:		总市值(亿)	31.53
最新收盘价:	9.08	自由流通市值(亿)	31.53
		自由流通股数(百万)	347

事件概述

公司预告23年Q1净利及扣非净利均为0.95-1.05亿元，同比增长130-155%，且净利超过21Q1水平，业绩超市场预期，也有助于打消市场对长期股权激励23年利润指标偏低的担忧。

分析判断:

我们分析业绩超预期主要由于：(1) 由于去年同期疫情影响，3月收入端加速增长；(2) 控折扣，公司线上及直营占比97%，高经营杠杆下折扣利润弹性较大；(3) 控费，22Q2债务置换及Q3偿还部分本金后财务费用下降，以及关闭部分亏损门店后销售费用节约。

投资建议

我们建议关注公司的变化：(1) 公司自22年下半年关闭亏损门店；(2) 公司22年进行了债务置换及还款，17年以来收购带来的高负债风险减小，我们预测23年财务费用有望继续下降3500万。

公司未来空间在于：(1) 运营理顺后，未来有望打开加盟拓展空间；(2) 我们测算，目前TW店效为170万元，仍有提升空间，此前我们在深度报告中测算长期VG/TW空间在25-34亿/50-60亿元。(3) 目前公司抖音月GMV稳定在1.1-1.2亿、排名领先，线上带动线下的逻辑未变；(4) 历史上，VG/TW最高利润为1.38/3.4亿(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%。维持22/23/24年收入预测38.78/45.85/53.13亿元，调整22/23/24年归母净利润0.72/2.49/3.46至0.72/2.97/4.12亿元，对应调整22/23/24年EPS 0.21/0.84/1.17至0.21/0.86/1.19元，2023年4月14日收盘价9.08元对应22-24PE分别为44/11/8X，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	297	412
YoY (%)	-672.9%	135.9%	-67.8%	312.7%	38.4%
毛利率 (%)	67.7%	69.6%	69.7%	69.7%	69.6%
每股收益(元)	-2.50	0.83	0.21	0.86	1.19
ROE	-32.0%	8.8%	2.2%	8.3%	10.3%
市盈率	-3.63	10.94	43.72	10.59	7.66

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	297	412
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	405	411	507
销售费用	2,231	2,154	2,338	2,659	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	189	154	118	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	390	568	现金净流量	-223	22	38	105
营业外收支	29	21	23	12					
利润总额	312	100	413	580	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	88	28	116	168	成长能力 (%)				
净利润	224	72	297	412	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	297	412	净利润增长率	135.9%	-67.8%	312.7%	38.4%
YoY (%)	135.9%	-67.8%	312.7%	38.4%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.83	0.21	0.86	1.19	毛利率	69.6%	69.7%	69.7%	69.6%
					净利率	5.2%	1.9%	6.5%	7.7%
					总资产收益率 ROA	3.7%	1.2%	4.9%	6.5%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	净资产收益率 ROE	8.8%	2.2%	8.3%	10.3%
货币资金	568	591	629	734	偿债能力 (%)				
预付款项	61	47	49	48	流动比率	0.71	2.22	1.89	1.73
存货	1,022	795	941	1,093	速动比率	0.37	1.24	1.01	0.91
其他流动资产	587	483	506	526	现金比率	0.18	0.68	0.56	0.53
流动资产合计	2,237	1,916	2,124	2,401	资产负债率	58.2%	43.4%	40.5%	36.6%
长期股权投资	0	0	0	0	经营效率 (%)				
固定资产	87	90	93	97	总资产周转率	0.71	0.67	0.76	0.84
无形资产	1,279	1,279	1,279	1,279	每股指标 (元)				
非流动资产合计	3,878	3,881	3,884	3,888	每股收益	0.83	0.21	0.86	1.19
资产合计	6,115	5,796	6,008	6,288	每股净资产	8.63	9.45	10.31	11.49
短期借款	28	47	165	283	每股经营现金流	2.12	1.17	1.19	1.46
应付账款及票据	560	483	571	663	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	2,555	333	386	441	估值分析				
流动负债合计	3,144	863	1,122	1,388	PE	10.94	43.72	10.59	7.66
长期借款	0	1,500	1,155	758	PB	1.40	0.96	0.88	0.79
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	2,518	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	3,279	3,576	3,988					
负债和股东权益合计	6,115	5,796	6,008	6,288					

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。