

中高端成人品牌服饰

锦泓集团（603518.SH）

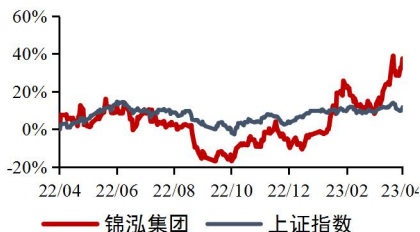
买入-B(首次)

23Q1 电商渠道表现靓丽，毛利率稳步提升

2023年4月28日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻

市场数据：2023年4月28日

收盘价(元):	10.09
年内最高/最低(元):	10.45/5.96
流通A股/总股本(亿):	3.47/3.47
流通A股市值(亿):	35.03
总市值(亿):	35.03

基础数据：2023年3月31日

基本每股收益:	0.30
摊薄每股收益:	0.30
每股净资产(元):	9.22
净资产收益率:	3.20

资料来源：最闻

分析师:

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

研究助理:

孙萌

邮箱: sunmeng@sxzq.com

事件描述

公司发布 2022 年年报及 2023 年 1 季报。2022 年，公司实现营收 38.99 亿元，同比下滑 9.83%，实现归母净利润 0.71 亿元，同比下滑 68.12%，实现扣非净利润 0.47 亿元，同比下滑 76.34%。23Q1，公司实现营收 11.67 亿元，同比增长 8.05%，实现归母净利润 1.03 亿元，同比增长 149.32%，实现扣非净利 1.03 亿元，同比增长 148.91%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元（含税），派息率 40.0%。

事件点评

2022 年电商渠道稳健增长，毛利率同比改善。2022 年，公司实现营收 38.99 亿元，同比下滑 9.83%，其中电商渠道收入 15.10 亿元（占收入比重 38.8%，同比提升 5.7pct），同比增长 5.6%，抵消部分线下渠道对收入的拖累。电商渠道毛利率 65.52%，同比提升 1.7pct。营收分季度看，22Q1-23Q1 分别实现营收 10.80、7.66、8.60、11.93、11.67 亿元，同比增长 0.73%、-13.92%、0.50%、-20.79%、8.05%，23Q1 电商渠道实现收入 4.41 亿元，同比增长 26.22%。2022 年，公司实现归母净利润 0.71 亿元，同比下滑 68.12%。分季度看，22Q1-23Q1 分别实现归母净利润 0.41、-0.06、0.36、0.00、1.03 亿元，同比增长-56.54%、-114.36%、395.04%、-100.43%、149.32%。

VGRASS 品牌店效降幅较大，TEENIE WEENIE 品牌营收中单位数降幅。分品牌看，2022 年 VGRASS、云锦、TEENIE WEENIE 实现营收 8.57、0.23、30.0 亿元，同比下滑 23.10%、增长 3.77%、下滑 5.37%，毛利率分别为 73.41%、72.91%、67.97%，同比下滑 0.6、增加 2.8、下滑 0.2pct。23Q1，上述品牌实现营收 2.38、0.09、9.15 亿元，同比增长 3.97%、132.22%、8.50%，毛利率分别为 69.01%、72.98%、69.43%，同比下滑 1.68、0.87、提升 0.70pct。门店数量方面，截至 22 年末，VGRASS、TEENIE WEENIE、云锦门店数量分别为 207、1222、1 家，较上年末净减少 9 家、净增加 10 家、持平。截至 23Q1 末，上述品牌门店数量分别为 206、1186、1 家。门店店效方面，VGRASS、TEENIE WEENIE 品牌店铺 2022 年平均月营收为 28.5、14.5 万元，同比下滑 26.1%、6.4%。

23Q1 销售毛利率同比提升，期末库存环比改善。盈利能力方面，2022 年公司毛利率同比下滑 0.4pct 至 69.2%，22Q4 毛利率同比提升 0.6pct 至 68.6%，23Q1 毛利率同比提升 0.2pct 至 69.4%。费用率方面，2022 年，公司期间费用率合计提升 5.7pct 至 68.1%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 57.7%/4.0%/2.4%/4.1%，同比+6.1/+0.2/+0.5/-1.1pct。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



销售费用率提升主要由于公司整体营收下滑、以及店铺装修费摊销的增加，财务费用率降低主要由于公司并购债务于 2022 年中置换，债务余额降低，债务利率降低；综合影响下，2022 年公司销售净利润率 1.83%，同比下滑 3.4pct，22Q4 销售净利率下滑 5.6pct 至-0.03%，23Q1 销售净利率同比提升 5.0pct 至 8.8%。存货方面，截至 2022 年末，公司存货为 11.43 亿元，同比增长 11.83%，存货周转天数 324 天；23Q1 末存货为 9.85 亿元，较期初下降 13.8%，存货周转天数 268 天。现金流方面，2022 年公司经营活动现金流净额为 5.49 亿元，同比下降 12.8%，主要由于销售商品收到的现金同比减少。

投资建议

➢ 23Q1，公司电商渠道增长加速，线下渠道降幅收窄，销售毛利率同比优化，显示品牌复苏态势。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.73、0.98、1.29 元，对应公司 23、24 年 PE 约 13、10 倍，首次覆盖，给予“买入-B”建议。

风险提示

➢ 品牌拓店不及预期；电商渠道费用投放加大；国内消费市场恢复不及预期。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,324	3,899	4,397	4,915	5,444
YoY(%)	29.5	-9.8	12.8	11.8	10.8
净利润(百万元)	224	71	254	340	450
YoY(%)	135.9	-68.1	255.5	33.7	32.4
毛利率(%)	69.6	69.2	70.4	70.5	70.5
EPS(摊薄/元)	0.65	0.21	0.73	0.98	1.29
ROE(%)	8.8	2.3	7.7	9.4	11.1
P/E(倍)	15.1	47.4	13.3	10.0	7.5
P/B(倍)	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
净利率(%)	5.2	1.8	5.8	6.9	8.3

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2237	2231	2910	3033	3653
现金	568	590	1077	1136	1268
应收票据及应收账款	514	337	718	396	845
预付账款	61	52	59	67	77
存货	1022	1143	967	1334	1342
其他流动资产	72	109	89	100	120
非流动资产	3878	3881	5468	6589	7825
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	87	85	670	1336	2109
无形资产	1279	1285	1349	1412	1475
其他非流动资产	2512	2511	3450	3842	4241
资产总计	6115	6112	8378	9622	11477
流动负债	3144	1870	3599	4596	6103
短期借款	28	489	2657	2951	4807
应付票据及应付账款	560	610	201	844	357
其他流动负债	2555	770	741	801	940
非流动负债	413	1151	1467	1385	1297
长期借款	258	1010	1364	1252	1172
其他非流动负债	155	141	103	133	126
负债合计	3557	3021	5066	5981	7401
少数股东权益	0	0	2	3	5
股本	297	347	347	347	347
资本公积	1613	2020	2020	2020	2020
留存收益	659	730	945	1212	1533
归属母公司股东权益	2559	3091	3310	3638	4072
负债和股东权益	6115	6112	8378	9622	11477

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	629	549	185	1399	153
净利润	224	71	256	340	451
折旧摊销	95	135	204	171	259
财务费用	225	159	236	324	363
投资损失	0	1	0	0	0
营运资金变动	13	29	-557	582	-915
其他经营现金流	71	154	46	-18	-5
投资活动现金流	-124	-164	-1835	-1276	-1490
筹资活动现金流	-727	-544	-343	-304	-319
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.21	0.73	0.98	1.29
每股经营现金流(最新摊薄)	1.81	1.58	0.53	4.03	0.44
每股净资产(最新摊薄)	7.25	8.79	9.42	10.36	11.61

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4324	3899	4397	4915	5444
营业成本	1314	1201	1302	1451	1608
营业税金及附加	25	23	27	29	33
营业费用	2231	2249	2506	2777	3049
管理费用	163	155	174	193	213
研发费用	79	92	110	120	131
财务费用	225	159	236	324	363
资产减值损失	-11	-22	-110	-182	-185
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-1	-0	-0	-0
营业利润	283	7	161	209	241
营业外收入	30	29	33	30	31
营业外支出	1	4	4	3	4
利润总额	312	32	189	236	268
所得税	88	-40	-66	-104	-183
税后利润	224	71	256	340	451
少数股东损益	0	0	2	1	2
归属母公司净利润	224	71	254	340	450
EBITDA	407	234	483	553	721

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	29.5	-9.8	12.8	11.8	10.8
营业利润(%)	145.3	-97.5	2185.8	29.9	15.5
归属于母公司净利润(%)	135.9	-68.1	255.5	33.7	32.4
获利能力					
毛利率(%)	69.6	69.2	70.4	70.5	70.5
净利率(%)	5.2	1.8	5.8	6.9	8.3
ROE(%)	8.8	2.3	7.7	9.4	11.1
ROIC(%)	4.4	4.3	4.8	6.6	7.3
偿债能力					
资产负债率(%)	58.2	49.4	60.5	62.2	64.5
流动比率	0.7	1.2	0.8	0.7	0.6
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
应收账款周转率	9.0	9.2	8.3	8.8	8.8
应付账款周转率	3.1	2.1	3.2	2.8	2.7
估值比率					
P/E	15.1	47.4	13.3	10.0	7.5
P/B	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	13.2	20.7	14.0	12.6	12.1

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

