

2023年08月16日

TW 加盟拓展顺利，高经营杠杆利润弹性持续

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:	12.29/5.96
目标价格:		总市值(亿)	33.19
最新收盘价:	9.56	自由流通市值(亿)	22.15
		自由流通股数(百万)	231.73

事件概述

2023H1 公司实现收入/归母净利/扣非归母净利分别为 21.11/1.43/1.34 亿元、同比增长 14.33%/303%/652%，经营性现金流为 3.77 亿元、高于净利主要由于存货减少。单季来看，23Q2 收入/归母净利/扣非归母净利为 9.44/0.41/0.31 亿元，同比增长 23.17%/835.58%/234.32%，单季净利处于业绩预告偏下限，较 21Q2 增长 6.07%/2.56%/-24%。

分析判断:

线上好于线下，直营净关店、TW 加盟净开 44 家。(1) 分品牌来看，TW/VG/云锦收入 16.26/4.54/0.20 亿元，同比增长 15.58%/6.90%/163.41%，较 21 年同比增长 13%/-10%/88%。分内生和外延来看，23H1 TW 直营/加盟店数分别为 951/191 家、同比增长-15%/38%、净开-124/44 家，店效分别为 90/33 万元、同比提升 24%/24%、较 21 年同比增长 2%/-14%；VG 直营/加盟店数分别为 157/47 家、同比增长-16.49%/51.61%、净开-13/10 家，半年店效分别为 224/42 万元、同比提升 27%/14%、较 21 年同比增长-11%/-29%。(2) 分渠道来看，线上/线下收入为 7.88/13.05 亿元，同比增长 23%/9%、较 21 年同比增长 36%/-5%；直营/加盟收入 12.22/0.84 亿元，同比增长 7%/71%。23H1 净闭店 83 家至 1347 家，同比下降 8%，其中直营净闭店 137 家至 1146 家、同比减少 12%，加盟开店净开店 54 家至 238 家、同比增长 41%。(3) 分地区来看，东北、华北地区增长幅度较大：东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南分别实现收入 1.16/1.52/5.11/1.01/1.13/1.17/1.96 亿元，同比增长 33%/19%/8%/5%/3%/7%/3%。

Q2 受打折加大影响毛利率微降。23H1 毛利率 68.96%，同比下降 0.38PCT；23Q2 毛利率 68.44%，同比下降 1.18PCT。(1) 分品牌来看，TW/VG/云锦毛利率分别为 68.07%/71.84%/73.86%、同比提升-0.28/-0.65/0.96PCT。(2) 分渠道来看，线上/线下毛利率分别为 65.07%/71.13%、同比提升 0.73/-0.77PCT。(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 77.42%/68.47%/70.08%/50.62%/73.71%、同比提升 1.18/1.69/-1.00/-1.58/0.81PCT。

财务费用率持续下降，销售费用率大幅下降贡献主要利润增长。23Q2 净利率 4.32%，同比提升 5.04PCT；23H1 净利率为 6.79%，同比上升 4.86PCT，主要由于：(1) 费用率下降，销售/管理/研发/财务费用率分别为 50.28%/3.88%/2.60%/2.66%，同比下降 5.60/-0.06/-0.15/2.37PCT，销售费用率减少受益于人员结构优化及强化终端运营管控、店铺费用减少约 0.27 亿。财务费用 Q1/Q2 下降 0.19/0.18 万元。(2) 资产减值/信用减值损失/资产处置受益费率为 0.15%/-0.37%/-0.01%，同比提升 0.33/-0.43/-0.01PCT。(3) 营业外收入/支出费用率为 0.64%/0.06%，同比下降 0.72/0.02PCT；(4) 所得税费用率提升 1.74PCT 至 2.45%。

应收账款周转和存货周转同步改善，经营现金流上升。23H 存货为 9.2 亿元，同比下降 4.9%，存货周转天数 283 天，同比下降 41 天；应收账款为 3.06 亿元，同比下降 17.59%，应收账款周转天数为 27 天，同比下降 12 天。

投资建议

我们分析，(1) Q3 在行业高基数阶段 TW 仍然依靠线上优势取得稳健增长，公司在学院风细分领域仍然受益于行业出清；(2) 公司经营杠杆高，收入放缓无碍利润弹性，且 Q3 政府补助仍将有所贡献；(3) 中长期空

间在于加盟拓展、直营店效提升、TW 女装的抖音优势复制到其他品类及净利率改善。维持 23/24/25 年收入预测 45.85/53.13 亿元/60.41 亿元；维持 23/24/25 年归母净利预测 2.97/4.11/4.82 亿元，维持 23/24/25 年 EPS 预测 0.86/1.19/1.39 元，维持“买入评级”。2023 年 8 月 15 日收盘价 9.56 元对应 23/24/25 年 PE 分别为 11/8/7X

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,324	3,899	4,585	5,313	6,041
YoY (%)	29.5%	-9.8%	17.6%	15.9%	13.7%
归母净利润(百万元)	224	71	297	411	482
YoY (%)	135.9%	-68.1%	316.5%	38.3%	17.1%
毛利率 (%)	69.6%	69.2%	69.6%	69.7%	69.6%
每股收益 (元)	0.83	0.25	0.86	1.19	1.39
ROE	8.8%	2.3%	7.4%	9.2%	9.8%
市盈率	11.52	38.24	11.15	8.06	6.88

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,899	4,585	5,313	6,041	净利润	71	297	411	482
YoY (%)	-9.8%	17.6%	15.9%	13.7%	折旧和摊销	304	10	11	11
营业成本	1,201	1,394	1,610	1,835	营运资金变动	32	10	-37	-36
营业税金及附加	23	30	35	39	经营活动现金流	549	461	519	572
销售费用	2,249	2,358	2,691	3,073	资本开支	-164	11	12	14
管理费用	155	160	186	211	投资	0	0	0	0
财务费用	159	149	134	114	投资活动现金流	-164	11	12	14
研发费用	92	92	97	112	股权募资	456	648	0	0
资产减值损失	-17	-10	-11	-13	债务募资	-490	846	-227	-279
投资收益	-1	0	0	0	筹资活动现金流	-544	1,344	-367	-399
营业利润	7	392	548	644	现金净流量	-159	1,817	164	187
营业外收支	25	21	23	26					
利润总额	32	413	571	669	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	-40	116	160	187	成长能力 (%)				
净利润	71	297	411	482	营业收入增长率	-9.8%	17.6%	15.9%	13.7%
归属于母公司净利润	71	297	411	482	净利润增长率	-68.1%	316.5%	38.3%	17.1%
YoY (%)	-68.1%	316.5%	38.3%	17.1%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.25	0.86	1.19	1.39	毛利率	69.2%	69.6%	69.7%	69.6%
					净利率	1.8%	6.5%	7.7%	8.0%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	1.2%	3.8%	5.0%	5.6%
货币资金	590	2,406	2,570	2,757	净资产收益率 ROE	2.3%	7.4%	9.2%	9.8%
预付款项	52	56	56	55	偿债能力 (%)				
存货	1,143	946	1,092	1,244	流动比率	1.19	2.74	2.51	2.35
其他流动资产	446	609	625	638	速动比率	0.55	2.05	1.85	1.70
流动资产合计	2,231	4,017	4,344	4,694	现金比率	0.32	1.64	1.49	1.38
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	49.4%	48.9%	45.9%	42.5%
固定资产	85	84	84	85	经营效率 (%)				
无形资产	1,285	1,285	1,285	1,285	总资产周转率	0.64	0.58	0.65	0.70
非流动资产合计	3,881	3,881	3,881	3,881	每股指标 (元)				
资产合计	6,112	7,898	8,224	8,576	每股收益	0.25	0.86	1.19	1.39
短期借款	489	509	626	744	每股净资产	8.90	11.63	12.82	14.21
应付账款及票据	610	573	662	754	每股经营现金流	1.58	1.33	1.49	1.65
其他流动负债	770	387	441	497	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,870	1,469	1,729	1,995	估值分析				
长期借款	742	2,242	1,897	1,500	PE	38.24	11.15	8.06	6.88
其他长期负债	409	151	151	151	PB	0.75	0.82	0.75	0.67
非流动负债合计	1,151	2,393	2,048	1,651					
负债合计	3,021	3,861	3,777	3,646					
股本	347	422	422	422					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	3,091	4,036	4,448	4,930					
负债和股东权益合计	6,112	7,898	8,224	8,576					

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。