

锦泓集团 (603518)

2023 年中报点评: 收入增速提升叠加费用控制优秀, 盈利大幅改善

买入 (维持)

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	3,899	4,448	5,006	5,603
同比	-10%	14%	13%	12%
归属母公司净利润 (百万元)	71	278	339	446
同比	-68%	290%	22%	31%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.21	0.80	0.98	1.28
P/E (现价&最新股本摊薄)	45.99	11.81	9.69	7.37

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **公司公布 2023 年中报:** 23H1 营收 21.11 亿元/yoy+14.33%、归母净利润 1.43 亿元/yoy+302.56%、扣非归母净利润 1.34 亿元/yoy+652.04%，落于此前预告中枢，盈利同比改善明显，已超 21 年同期水平，主因: ①疫情放开后流水增速提升，带动收入增速提升; ②运营质量及效率提高，销售及财务费用率得到有效控制。分季度看，23Q1/Q2 营收分别同比+8.05%/+23.17%、归母净利分别同比+149.32%/扭亏、扣非归母净利分别同比+148.91%/扭亏。
- **TW 表现较为靓丽，各品牌 Q2 收入增速进一步提升。** 23H1 分品牌看 TW/VG/云锦收入分别同比 +15.6%/+6.9%/+163.4%、分别占比 77.0%/21.5%/0.9%。TW 实现双位数增长、VG 持续恢复，主要受益于疫后客流回暖、消费持续复苏，带动线下单店收入提升，门店数量同比分别-8.8%/-6.9%; 云锦定位高净值人群、目前体量较小、线下渠道仅 1 家门店，基数较低、增速较快。Q2 单季度看各品牌随国内消费逐渐恢复后收入增速较 Q1 均进一步提升，净利率持续修复、TW/VG/云锦净利率同比分别 +4/+3/+20pct 至 6%/6%/25%。
- **线上增速靓丽、加盟门店持续拓展。** 23H1 线上/线下收入分别同比 +22.8%/+9.4%、占比 37.3%/61.8%。线上持续发力，TW 女装 618 蝉联抖音首位、天猫/京东平台排名持续提升，童装开设线上独立店以打造直播矩阵; 线下直营/加盟收入分别同比+6.7%/+71.6%、占比 57.9%/4.0%，加盟渠道增速亮眼。23H1 末共 1347 家门店 (直营 1109+加盟 238 家)、较 22 年末净-83 家 (直营-137&加盟+54 家)、同比-8.5% (直营-14.9%&加盟+40.8%)，直营下滑主要系门店数量减少，加盟提升中门店效率优化及门店数量增长均有贡献。
- **加大库存处理力度致毛利率略下降，期间费用率管控较好促净利率提升。** 1) **毛利率:** 23H1 同比-0.38pct 至 68.96%，分季度看 23Q1/Q2 毛利率分别为 69.38%/68.44%、同比+0.24/-1.18pct，毛利率下降主因公司对去年因疫情造成积压的春夏产品促销所致。2) **期间费用率:** 23H1 期间费用率为 59.41%/yoy-7.76pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比 -5.60/-0.06/+0.15/-2.37pct 至 50.28%/3.88%/2.60%/2.66%，公司费用管控较好、销售费用率明显下降，财务费用率下降主要系债务置换及偿还部分本金后利息费用下降。3) **归母净利率:** 虽毛利率略下降同时政府补助等非经常损失同比减少 1200 万元，但费用率大幅下降促 23H1 归母净利率 6.79%/yoy+4.86pct。4) **存货:** 23H1 末存货 9.20 亿元/yoy-4.9%、库存规模小幅下降，22H1 存货周转天数同比-33 天至 283 天、库存消化较为顺利。5) **现金流:** 23H1 经营活动现金流净额 3.77 亿/yoy+52.8%，现金流表现较好。
- **盈利预测与投资评级:** 公司主营中高档品牌服饰，TW 品牌自 17 年收购以来品牌运营梳理见效、在抖音等渠道建立显著优势，并开始拓展下沉市场、提升市场份额。23 年以来受益疫情放开，1-4 月流水增速逐月提升、虽 5-7 月同比增速有所波动但相较 21 年同期复苏力度并未减弱。下半年看 Q3 受基数走高影响、流水恢复预计有所放缓，但 Q4 又将呈现较强的修复弹性。由于公司直营占比较高，我们预计收入表现与终端流水较为相近，同时财务结构不断优化、经营杠杆下利润端增速有望超越收入、释放较大利润弹性。考虑到公司终端流水复苏确定性较强、费用持续优化，我们将 23-25 年归母净利润预测 2.6/3.1/3.6 亿元提升至 2.8/3.4/4.5 亿元、对应 PE 为 12/10/7X，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 消费疲软、渠道拓展不及预期、抖音渠道流量红利消退等。

2023 年 08 月 16 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

研究助理 郝越

执业证书: S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.56
一年最低/最高价	5.96/12.29
市净率(倍)	0.00
流通 A 股市值(百万元)	3,319.40
总市值(百万元)	3,319.40

基础数据

每股净资产(元,LF)	0.00
资产负债率(% ,LF)	44.81
总股本(百万股)	347.22
流通 A 股(百万股)	347.22

相关研究

《锦泓集团(603518): 2022 年报及 2023Q1 业绩点评: 22 年 TW 韧性较强, 23Q1 盈利能力修复促净利大增》

2023-04-29

《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》

2022-05-08

表1: 23H1 公司收入分品牌、渠道划分

	23H1 收入 (百万元)	收入 YOY	占总营 收比重	门店数 (家)	门店环比 净变动 (较22年, 家)	门店同比 净变动 (家)	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
主营业务收入	2099.83	14.3%	99.5%	1,347	-83	-125	68.96%	-0.38pct
分品牌								
TEENIE WEENIE	1625.64	15.6%	77.0%	1,142	-80	-110	68.07%	-0.28pct
VGRASS	454.37	6.9%	21.5%	204	-3	-15	71.84%	-0.65pct
云锦	19.82	163.4%	0.9%	1	0	0	73.86%	+0.96pct
分渠道								
线上	787.89	22.8%	37.3%	-	-	-	65.07%	+0.73pct
线下	1305.49	9.4%	61.8%	1,347	-83	-125	71.13%	-0.77pct
直营	1221.97	6.7%	57.9%	1109	-137	-194	72.24%	-0.35pct
加盟	83.52	71.6%	4.0%	238	54	69	54.85%	-0.77pct
其它	6.45	59.5%	0.3%	-	-	-	-	-

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,231	2,701	3,205	3,812	营业总收入	3,899	4,448	5,006	5,603
货币资金及交易性金融资产	590	663	818	1,241	营业成本(含金融类)	1,201	1,368	1,535	1,714
经营性应收款项	389	701	740	937	税金及附加	23	36	40	45
存货	1,143	1,208	1,511	1,478	销售费用	2,249	2,358	2,653	2,911
合同资产	0	0	0	0	管理费用	155	187	193	207
其他流动资产	109	128	136	156	研发费用	92	98	110	118
非流动资产	3,881	3,810	3,778	3,746	财务费用	159	73	71	66
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	7	4	5	6
固定资产及使用权资产	332	263	233	202	投资净收益	(1)	0	0	0
在建工程	3	6	9	12	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,285	1,275	1,265	1,255	减值损失	(22)	(10)	(10)	(10)
商誉	1,825	1,825	1,825	1,825	资产处置收益	2	0	0	0
长期待摊费用	136	142	146	153	营业利润	7	324	399	538
其他非流动资产	299	299	299	299	营业外净收支	25	24	25	19
资产总计	6,112	6,512	6,982	7,558	利润总额	32	348	424	557
流动负债	1,870	1,992	2,123	2,253	减:所得税	(40)	70	85	111
短期借款及一年内到期的非流动负债	904	904	904	904	净利润	71	278	339	446
经营性应付款项	610	682	768	850	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	81	68	77	86	归属母公司净利润	71	278	339	446
其他流动负债	274	338	374	414	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.21	0.80	0.98	1.28
非流动负债	1,151	1,151	1,151	1,151	EBIT	165	412	485	620
长期借款	742	742	742	742	EBITDA	468	566	600	736
应付债券	268	268	268	268	毛利率(%)	69.20	69.25	69.33	69.42
租赁负债	132	132	132	132	归母净利率(%)	1.83	6.25	6.77	7.96
其他非流动负债	9	9	9	9	收入增长率(%)	(9.83)	14.07	12.54	11.94
负债合计	3,021	3,143	3,274	3,404	归母净利润增长率(%)	(68.12)	289.53	21.92	31.49
归属母公司股东权益	3,091	3,369	3,708	4,154					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,091	3,369	3,708	4,154					
负债和股东权益	6,112	6,512	6,982	7,558					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	549	224	495	579	每股净资产(元)	8.79	9.59	10.56	11.85
投资活动现金流	(164)	(60)	(58)	(66)	最新发行在外股份(百万股)	347	347	347	347
筹资活动现金流	(544)	(91)	(91)	(91)	ROIC(%)	7.26	6.24	6.94	8.29
现金净增加额	(159)	73	347	423	ROE-摊薄(%)	2.31	8.26	9.15	10.74
折旧和摊销	304	154	115	116	资产负债率(%)	49.43	48.26	46.89	45.04
资本开支	(164)	(54)	(53)	(59)	P/E(现价&最新股本摊薄)	45.99	11.81	9.69	7.37
营运资本变动	32	(285)	(35)	(65)	P/B(现价)	1.08	0.99	0.90	0.80

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>