

锦泓集团 (603518.SH)

抖音电商标杆企业，未来业绩成长空间大

核心观点：

- **多品牌时装集团，业绩拐点向上。**公司创立于1997年，2014年12月在上交所上市。旗下品牌VGRASS作为中国中高端女装一线品牌。公司于2015年收购南京云锦研究所100%股权，并打造了具有中国文化元素的奢侈品牌元先。公司于2017年收购了中高端新复古学院风格的休闲品牌TEENIE WEENIE的90%股权，剩余股权于2020年完成收购。2021年Q1公司业绩逆势增长，营业收入和归母净利润分别增长78.05%和15661.80%，较2019年同期增长55.88%和612.36%。
- **TEENIE WEENIE品牌内生增长动力重新焕发。**2021年Q1，TEENIE WEENIE品牌营业收入8.17亿元，同比增长103.94%，较2019年同期增长64.09%。TEENIE WEENIE品牌内生增长动力重新焕发得益于：对于组织架构、管理团队、激励政策等进行了调整和改革；抢抓抖音的新风口，不断加大线上销售占比，2021年Q1抖音平台销售收入占其营业收入比重15.88%；产品结合JK制服破圈，加大营销推广等。
- **看好公司未来三年业绩有望持续保持快速增长。**首先，公司抖音平台收入有望保持快速增长，抖音电商快速增长且未来空间大，公司作为抖音电商标杆有望受益。其次，公司线下渠道仍有扩展空间，店效有望稳步提升。第三，TEENIE WEENIE品牌IP资产具备广阔的开发和利用空间，有望成为公司新的业绩增长点。最后，公司营运效率不断提升，拟非公开发行A股股票财务结构有望优化。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司2021-2023年EPS为1.12、1.52、1.85元/股。现价对应2021年市盈率估值仅20倍，参考可比公司平均估值，且考虑到公司未来业绩增速预期，给予公司2021年25倍市盈率，合理价值28.10元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧的风险；外部融资逾期偿还的风险。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,913	3,340	4,129	4,777	5,465
增长率（%）	-5.6	14.7	23.6	15.7	14.4
EBITDA（百万元）	519	497	820	904	999
归母净利润（百万元）	109	-624	321	434	528
增长率（%）	-60.1	-672.9	151.4	35.2	21.6
EPS（元/股）	0.43	-2.47	1.12	1.52	1.85
市盈率（P/E）	16.39	-	20.33	15.04	12.36
ROE（%）	4.2	-32.0	12.4	14.5	15.1
EV/EBITDA	8.06	7.18	10.76	9.40	8.11

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

公司评级	买入
当前价格	22.85元
合理价值	28.10元
报告日期	2021-07-04

基本数据

总股本/流通股本（亿股）	2.85/2.83
总市值/流通市值（亿元）	65.22/64.67
一年内最高/最低（元）	24.68/4.20
30日日均成交量/成交额（亿）	0.17/3.62
近3个月/6个月涨跌幅（%）	287.95/344.55

相对市场表现



分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001

SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

相关研究：

目录索引

一、锦泓集团：多品牌时装集团，业绩拐点向上	5
（一）品牌结构：三大自主品牌，构成立体品牌矩阵.....	5
（二）业绩回顾：2018年之后业绩面临重大压力，2021年Q1转为危机，业绩逆势增长	9
二、2021年Q1公司TEENIE WEENIE品牌内生增长动力重新焕发.....	12
三、看好公司未来三年业绩有望持续保持快速增长.....	14
（一）公司抖音平台收入有望保持快速增长	14
（二）公司线下渠道仍有扩展空间，店效有望稳步提升	19
（三）TEENIE WEENIE品牌IP资产具备广阔的开发和利用空间，有望成为公司新的业绩增长点.....	21
（四）公司营运效率不断提升，拟非公开发行A股股票财务结构有望优化	23
四、盈利预测和投资建议.....	25
五、风险提示	26
（一）行业竞争加剧的风险.....	26
（二）外部融资逾期偿还的风险	27

图表索引

图 1: 锦泓集团发展历程.....	5
图 2: 金字塔式立体品牌矩阵.....	6
图 3: 主营业务收入构成 (2020 年).....	7
图 4: 分品牌毛利率 (2020 年).....	7
图 5: TEENIE WEENIE 品牌收入构成 (2020 年).....	7
图 6: TEENIE WEENIE 品牌分品类毛利率 (2020 年).....	7
图 7: 公司近年门店情况 (单位: 家).....	8
图 8: 主营业务收入构成 (2020 年).....	9
图 9: 直营店、加盟店和线上毛利率 (2020 年).....	9
图 10: 公司实际控制人持股情况.....	9
图 11: 公司近年营业收入及增速.....	10
图 12: 公司近年归母净利润及增速.....	10
图 13: 公司近年毛利率及净利率.....	10
图 14: 公司近年费用率 (单位: %).....	10
图 15: TEENIE WEENIE 品牌近年营业收入及增速.....	11
图 16: VGRASS 品牌近年营业收入及增速.....	11
图 17: 云锦近年营业收入及增速.....	11
图 18: TEENIE WEENIE 品牌近年门店数量 (单位: 家).....	12
图 19: VGRASS 品牌近年门店数量 (单位: 家).....	12
图 20: TEENIE WEENIE 线上分季度营收及增速.....	12
图 21: TEENIE WEENIE 线下分季度营收及增速.....	12
图 22: VGRASS 线上分季度营收及增速.....	13
图 23: VGRASS 线下分季度营收及增速.....	13
图 24: B 站 2020 百大 UP 主“机智的党妹”担任 TEENIE WEENIE 品牌校园系列推荐官.....	14
图 25: 2017-2020 二次元服装消费市场规模 (单位: 亿元).....	14
图 26: 抖音兴趣电商“货找人”模式.....	15
图 27: 2020/10-2021/3 抖音电商服装类销量及占比.....	15
图 28: 2020/10-2021/3 抖音电商服装细分品类销量占比.....	15
图 29: TEENIE WEENIE 官方旗舰店的粉丝数量 (2021 年).....	17
图 30: teenieweeniekids 旗舰店销售额 (2021 年) (单位: 万元).....	17
图 31: TEENIE WEENIE 品牌天猫旗舰店销售额 (2021 年).....	18
图 32: 维格娜丝官方旗舰店抖音月度销售额 (2021 年) (单位: 万元).....	18
图 33: 2020 年 TEENIE WEENIE 品牌女装、男装、童装营业收入和太平鸟对比 (单位: 亿元).....	19
图 34: 2020 年 TEENIE WEENIE 品牌女装、男装、童装门店数量和太平鸟对比 (单位: 个).....	19
图 35: 2020 年 TEENIE WEENIE 品牌直营店、加盟店数量和太平鸟对比 (单位: 个).....	20

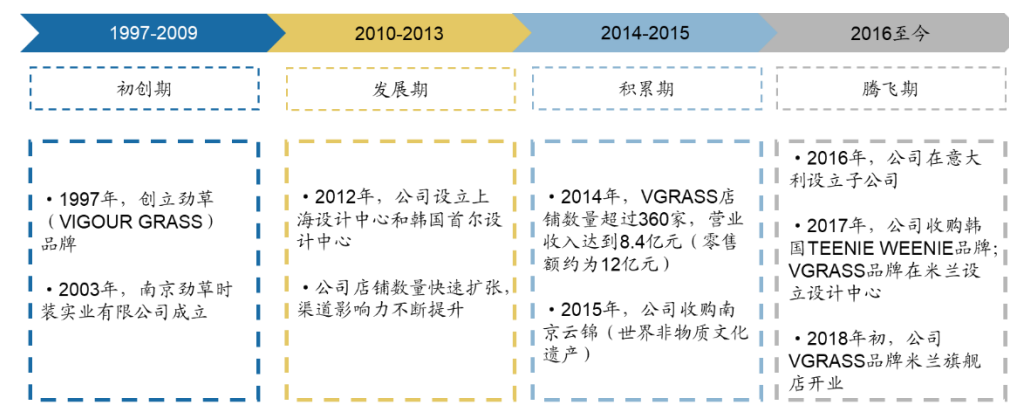
图 36: 2020 年 TEENIE WEENIE 品牌店效和太平鸟直营店店效对比	20
图 37: 高端女装市场零售额及增速	20
图 38: 高端女装零售额占女装市场百分比变动情况	20
图 39: 高端女装公司主品牌平均店效 (百万元)	21
图 40: 2020 年高端女装公司主品牌直营店和加盟店数量 (单位: 家)	21
图 41: 2020 年高端女装公司主品牌直营店和加盟店数量占比	21
图 42: 2017 年至今 VGRASS 品牌直营店和加盟店数量 (单位: 家)	21
图 43: TEENIE WEENIE 品牌拥有的 18 只小熊组成的卡通形象 (一)	22
图 44: TEENIE WEENIE 品牌拥有的 18 只小熊组成的卡通形象 (二)	22
图 45: 中国潮流玩具零售的市场规模 (单位: 十亿元)	23
图 46: 公司及旗下品牌历年存货周转率	23
图 47: 公司历年一季度存货周转率	23
图 48: 公司历年应收账款周转率	24
表 1: 公司旗下品牌及定位	6
表 2: 2020 年 TEENIE WEENIE 品牌主要产品吊牌价格 (元)	7
表 3: 2020 年 VGRASS 品牌主要产品吊牌价格 (元)	8
表 4: TEENIE WEENIE 品牌分渠道及主要销售平台主营业务收入 (单位: 百万元)	13
表 5: 公司分渠道及主要销售平台主营业务收入情况 (单位: 万元)	16
表 6: TEENIE WEENIE 品牌在抖音男装女装带货主播榜排名及销售额	17
表 7: 2021 年 3-5 月抖音电商女装品牌销售额 TOP10 (单位: 万元)	17
表 8: 公司非公开发行 A 股股票募集资金使用计划 (单位: 万元)	24
表 9: 公司收入关键假设 (单位: 百万元)	25
表 10: 可比公司平均估值	26

一、锦泓集团：多品牌时装集团，业绩拐点向上

（一）品牌结构：三大自主品牌，构成立体品牌矩阵

锦泓集团创立于1997年，2014年12月在上交所上市。上市时公司主营业务为高档女装的设计、生产和销售，旗下品牌VGRASS是中国高端女装一线品牌。2015年，公司以自有资金1.35亿元收购南京云锦研究所100%股权，南京云锦是“中国四大名锦”之一，历史上曾为皇家御用贡品，其织造技艺被联合国教科文组织列为“人类非物质文化遗产代表作名录”，之后公司为了传承和发扬传统云锦织造技艺打造了具有中国文化元素特征的高端精品品牌“元先”。2017年，公司以约44.3亿元收购TEENIE WEENIE品牌90%的股权（主要包括TEENIE WEENIE品牌及产品线、位于中国的有形资产、无形资产等，不包括TEENIE WEENIE品牌位于中国大陆之外的有形资产和业务），其中16.42亿元来自招商银行的银团贷款，17.1亿元来自杭州金投的贷款，2020年公司以3亿元收购了TEENIE WEENIE品牌剩余10%的股权。截止2021年5月底，公司包含并购贷款在内的金融机构贷款余额为19.97亿元，相关贷款将于2022年2月底、2022年6月底、2022年12月底、2023年6月底逐步到期。



图1：锦泓集团发展历程



数据来源：公司年报；广发证券发展研究中心

公司旗下主要拥有三个品牌：高端女装领导品牌“VGRASS”、具有中国文化元素特征的高端精品品牌“元先（云锦）”、中高端新复古学院风格的标志性品牌“TEENIE WEENIE”。公司通过以上三大品牌覆盖中高端服饰、高级定制场合服饰、高端工艺品和国潮文化礼品等产品线，形成金字塔式的立体品牌矩阵分布。

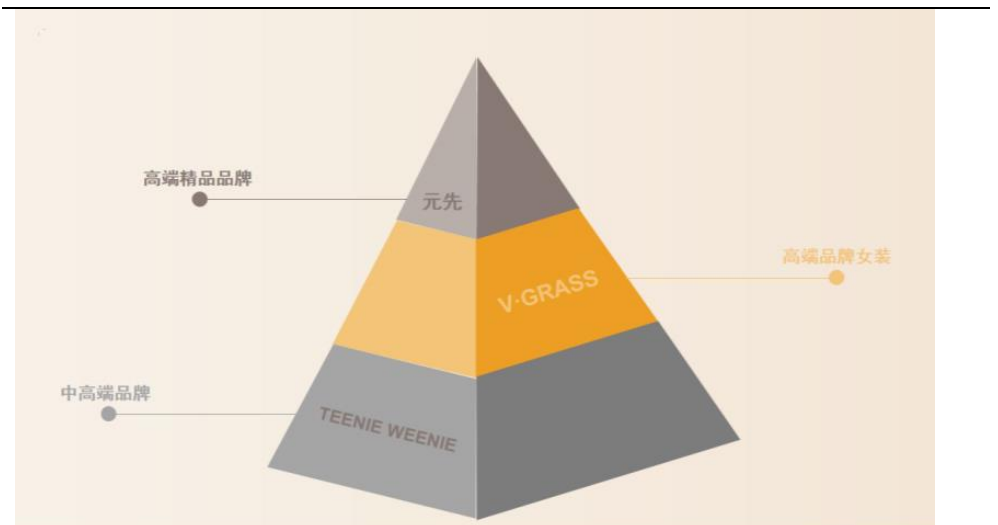
表1: 公司旗下品牌及定位

	<p>创立于 1997 年，公司主品牌，高端女装品牌，主要面向 25-40 岁的高收入、知性低调，追求精致、高雅和生活品质的女性。专注“修身”DNA，秉持“匠心”精神，致力成为国际高端女装市场上的一线品牌。</p>
	<p>2015 年收购，具有中国文化元素特征的国际奢侈品牌，产品精致、华丽，中国丝织工艺的最高成就之一，2009 年被联合国教科文组织列为“人类非物质文化遗产代表作名录”，南京云锦研究所是唯一的云锦非物质文化遗产传承基地。</p>
	<p>2017 年收购，中高端休闲品牌，主要面向 Z 世代消费群体及儿童，在经典复古学院风格之外，融入更多潮流设计元素，为顾客提供蕴含学院风、运动休闲的时尚高品质服饰，产品线包括女装、男装、童装、配饰及 IP 授权产品等。</p>

数据来源：公司财报；广发证券发展研究中心

公司三大品牌建立了独立的事业部，形成了资源共享的良性竞争生态圈，多品牌模式有助于扩大客户规模，满足客户多样化、个性化的需求，提高长期客户的比例。金字塔式的品牌矩阵有利于公司品牌影响力的提升，增加公司的收入来源，增强公司的抗风险能力和持续盈利能力。

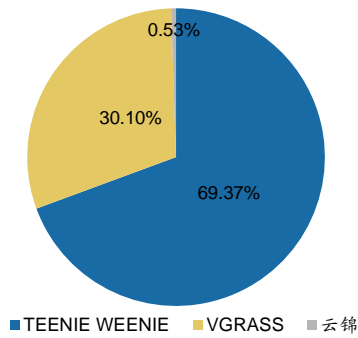
图2: 金字塔式立体品牌矩阵



数据来源：公司年报；广发证券发展研究中心

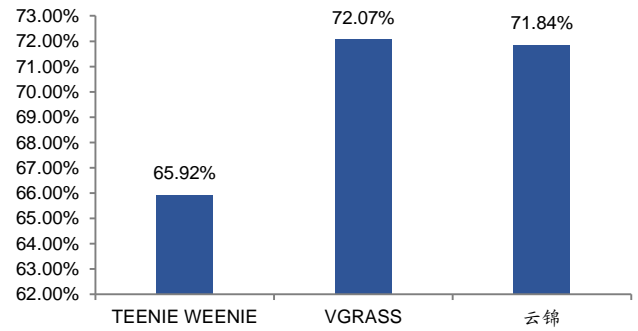
2020年，公司主营业务收入33.25亿元，按品牌分，2020年TEENIE WEENIE品牌、VGRASS品牌、元先营业收入分别为23.07亿元、10.01亿元、0.18亿元，分别占公司主营业务收入的比重分别为69.38%、30.11%、0.51%，毛利率分别为65.92%、72.07%、71.84%，VGRASS的定位是高端女装，其毛利率高于中高端休闲品牌TEENIE WEENIE。公司现阶段TEENIE WEENIE对营业收入贡献最大，同时VGRASS也是主营业务收入的重要组成部分，元先的营业收入规模较小。TEENIE WEENIE按品类细分，女装、男装、童装占品牌收入的比重分别是69.89%、10.80%、19.31%，毛利率分别为66.18%、60.65%、67.94%。

图3: 主营业务收入构成 (2020年)



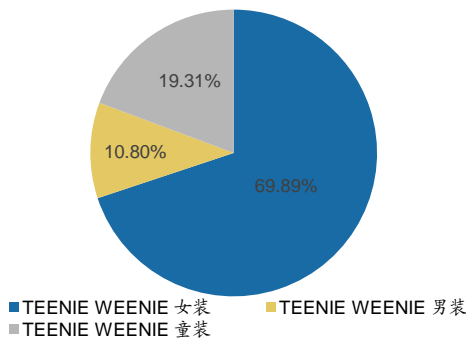
数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

图4: 分品牌毛利率 (2020年)



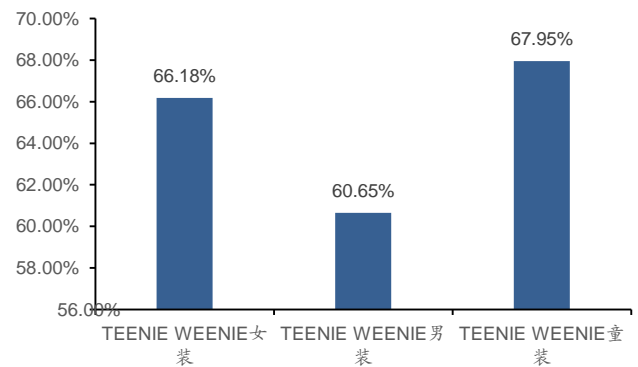
数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

图5: TEENIE WEENIE品牌收入构成 (2020年)



数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

图6: TEENIE WEENIE 品牌分品类毛利率 (2020年)



数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

价格方面, 2020年公司主品牌TEENIE WEENIE和VGRASS的吊牌价格比较稳定, 较上年同期变动比例不大, TEENIE WEENIE品牌主要产品价格变动幅度在3%左右, 整体上VGRASS品牌产品价格更高但变动幅度较小。

表2: 2020年TEENIE WEENIE品牌主要产品吊牌价格 (元)

TEENIE WEENIE	2020年	2019年	变动比例
女装	898	925	-2.92%
男装	912	882	3.40%
童装	625	643	-2.80%

数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

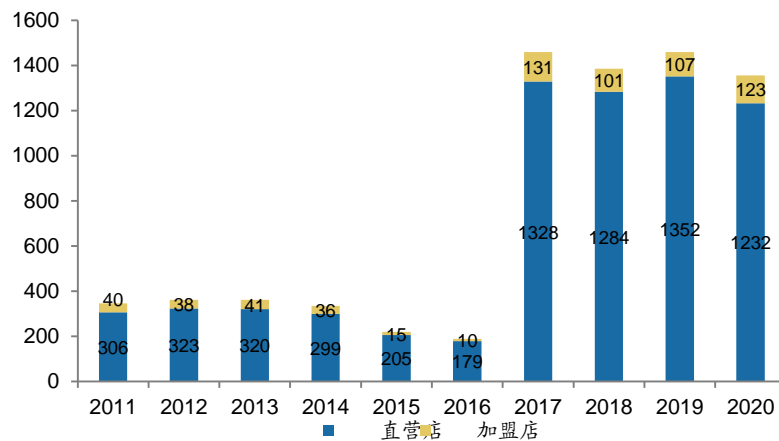
表3: 2020年VGRASS品牌主要产品吊牌价格(元)

VGRASS	2020年	2019年	变动比例
上衣	2741	2737	0.15%
裙子	4357	4295	1.44%
外套	6227	6335	-1.70%

数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

渠道方面, 公司以直营模式为主, 截至2020年, 公司拥有1355家门店, 其中90.92%是直营店, 分品牌, VGRASS品牌194家门店(直营店176家, 加盟店18家), TEENIE WEENIE品牌1160家门店(直营店1055家, 加盟店105家), 云锦1家门店(直营店1家)。

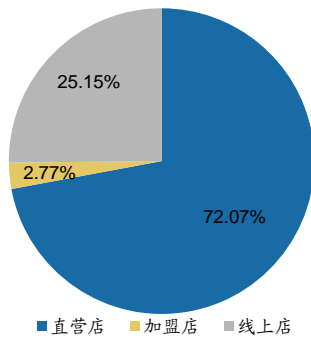
图7: 公司近年门店情况(单位: 家)



数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

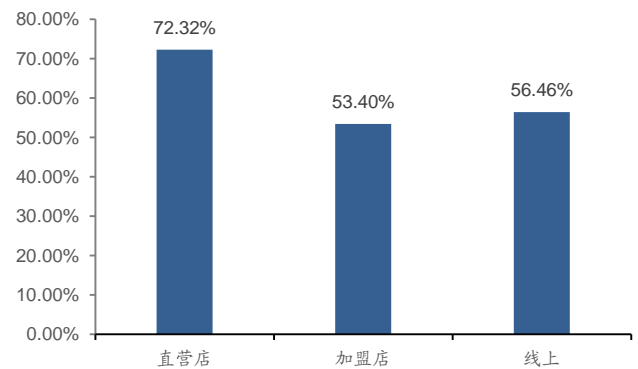
2020年, 公司直营店、加盟店、线上营收分别为23.97亿元、0.92亿元、8.36亿元, 占比分别为72.07%、2.77%、25.15%, 毛利率分别为72.32%、53.40%、56.46%。

图8: 主营业务收入构成 (2020年)



数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

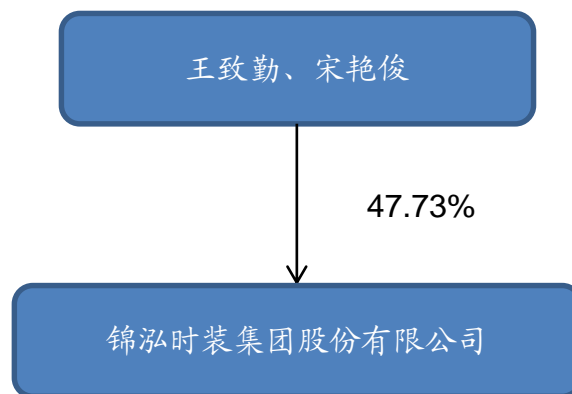
图9: 直营店、加盟店和线上毛利率 (2020年)



数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

公司实际控制人为王致勤、宋艳俊夫妇,截至2021年一季报,分别持有26.80%、20.93%股权,合计持股47.73%。其中王致勤先生于2010年3月至今,任公司董事长兼总经理,宋艳俊女士于2010年3月至今,任公司董事、副总经理兼设计总监。目前根据公司2021年5月31日的公告,实际控制人的全部股票处于因为上市公司并购贷款提供担保而导致的质押状态中。

图10: 公司实际控制人持股情况



数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

(二)业绩回顾: 2018年之后业绩面临重大压力,2021年Q1转为危机,业绩逆势增长

公司2018、2019、2020、2021Q1营业收入分别为30.86亿元、29.13亿元、33.40亿元和10.72亿元,同比增长20.34%、-5.59%、14.65%和78.05%,归母净利润分别为2.73亿元、1.09亿元、-6.24亿元和0.95亿元,同比增长43.65%、-60.10%、-672.91%和15661.80%。2018年营业收入增长主要由于TEENIE WEENIE品牌自2017年3月

起并表。2019年营业收入下降主要由于TEENIE WEENIE品牌营业收入有高单位数下降，2020年营业收入增长主要由于实行新会计准则营业收入按照总额法，剔除这个因素营业收入预计同比下降2%，2021年一季度营业收入大幅增长主要由于TEENIE WEENIE品牌内生增长动力重新焕发，特别是抓住了抖音爆发式增长的风口。2019年公司归母净利润下降主要由于TEENIE WEENIE品牌营业收入下降，同时公司2019年开始对TEENIE WEENIE的电商业务按照男装、女装和童装进行拆分，三大品类独立进行线上推广，电商相关投入及广告宣传相应增加较多，另外公司将亏损的意大利子公司终止经营，对其店铺装修等资产项目进行报废，对其长期股权投资全额计提减值，2020年归母净利润巨亏，主要由于公司计提TEENIE WEENIE品牌资产业务商誉和无形资产减值准备以及与衣念（上海）时装贸易公司达成全面和解从而调减应付转让款所致，若剔除商誉和无形资产减值后，2020年归属于上市公司股东的净利润为8771万元。

图11: 公司近年营业收入及增速

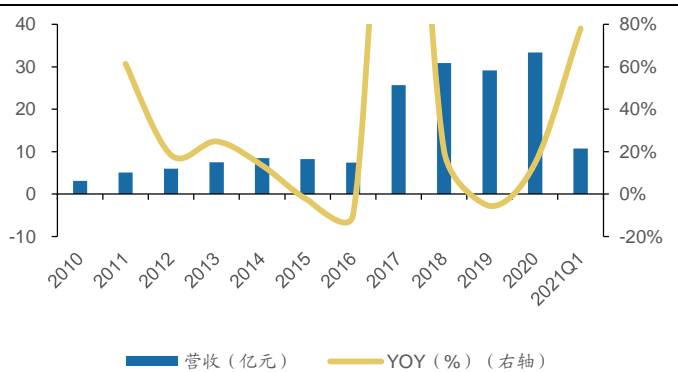
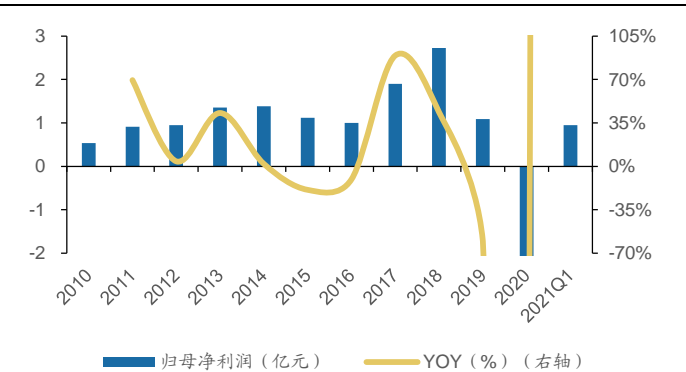


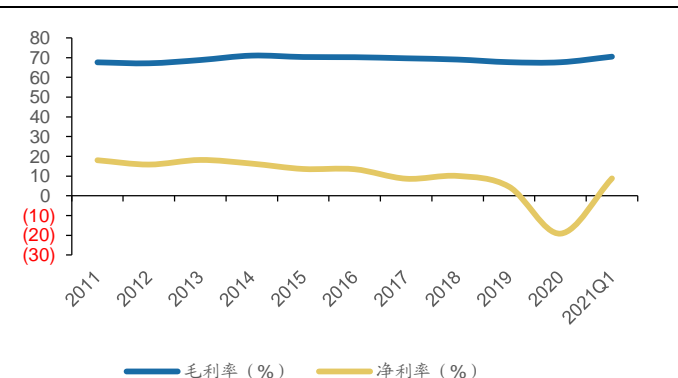
图12: 公司近年归母净利润及增速



数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

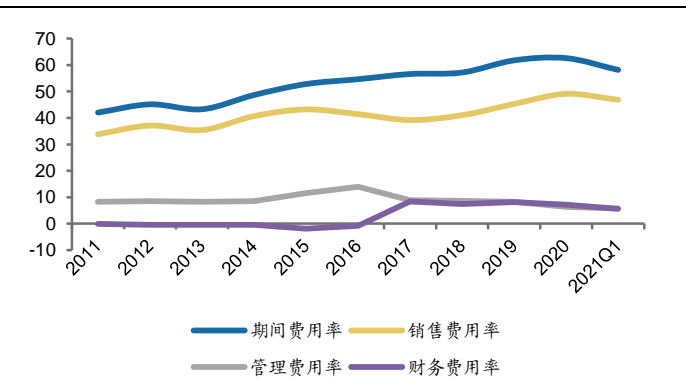
数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

图13: 公司近年毛利率及净利率



数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

图14: 公司近年费用率 (单位: %)

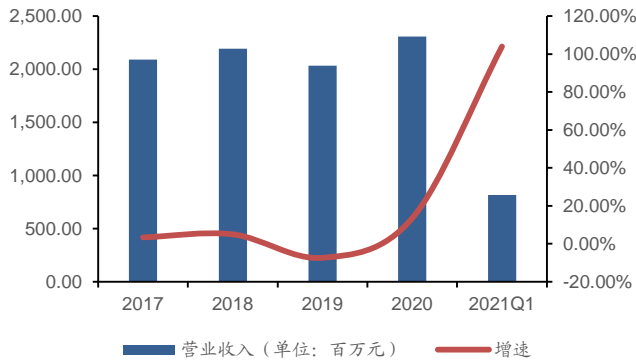


数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

分品牌，TEENIE WEENIE品牌 2018、2019、2020、2021Q1营业收入分别为21.93亿元、20.32亿元、23.07亿元和8.18亿元，同比增长4.99%、-7.37%、13.55%和

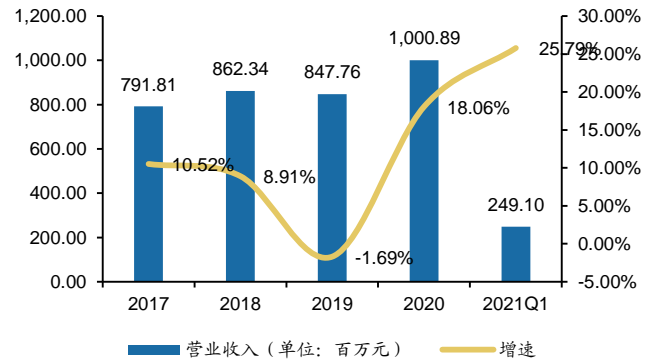
103.94%。VGRASS品牌2018、2019、2020、2021Q1营业收入分别为8.62亿元、8.48亿元、10.01亿元和2.49亿元，同比增长8.91%、-1.69%、18.06%、25.79%。云锦2018、2019、2020、2021Q1营业收入分别为2317万元、2269万元、1751万元和450万元，同比增长5.07%、-2.05%、-22.83%和53.21%。2020Q1受疫情影响基数较低，TEENIE WEENIE品牌、VGRASS品牌、云锦2021Q1营业收入和2019Q1相比，分别增长64.09%、35.07%、-4.62%。

图15: TEENIE WEENIE品牌近年营业收入及增速



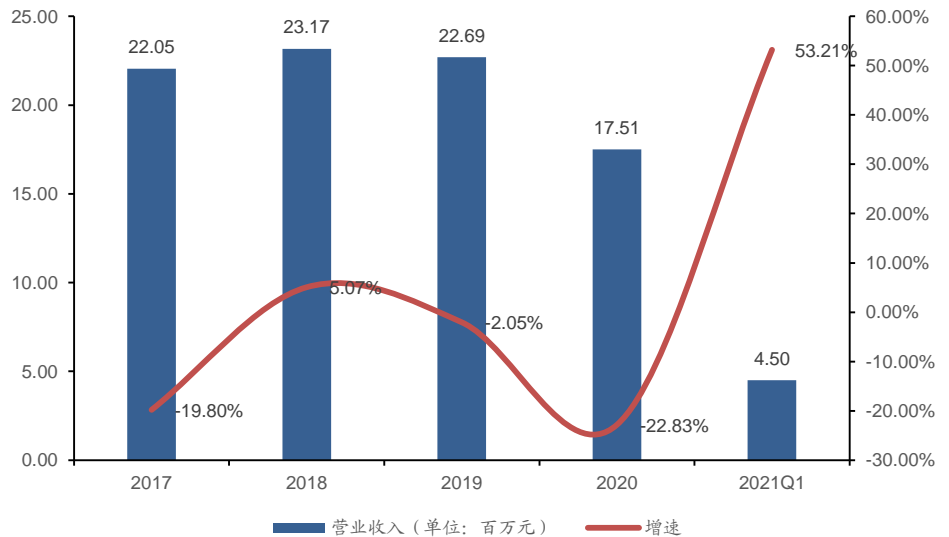
数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

图16: VGRASS品牌近年营业收入及增速



数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

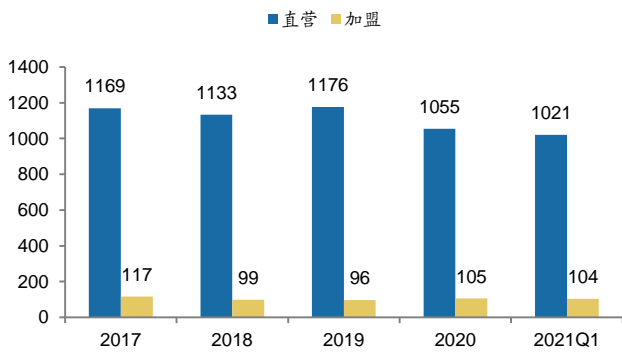
图17: 云锦近年营业收入及增速



数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

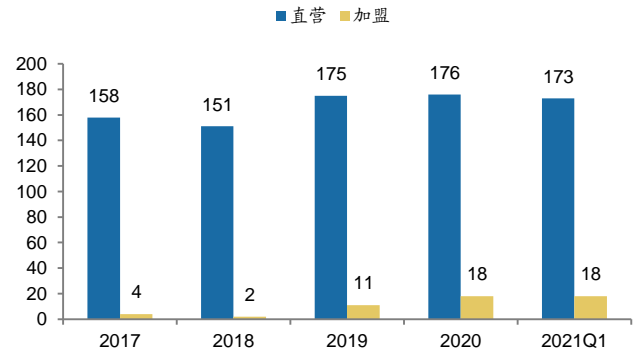
渠道方面，TEENIE WEENIE品牌2018、2019、2020、2021Q1门店数量分别为1232家、1272家、1160家、1125家，净开店-54家、40家、-112家、-35家。VGRASS品牌2018、2019、2020、2021Q1门店数量分别为153家、186家、194家、191家，净开店-9家、33家、8家、-3家。云锦2018、2019、2020、2021Q1门店数量均为1家。

图18: TEENIE WEENIE品牌近年门店数量(单位:家)



数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

图19: VGRASS品牌近年门店数量(单位:家)

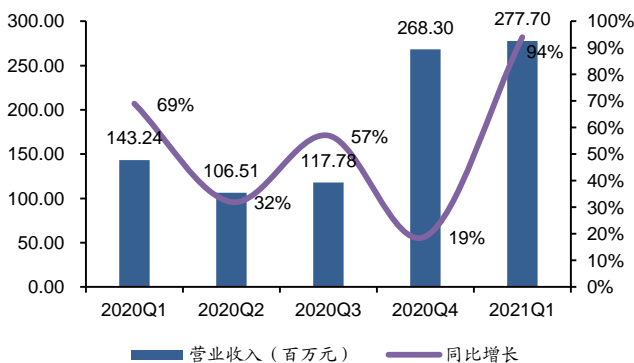


数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

二、2021年Q1公司TEENIE WEENIE品牌内生增长动力重新焕发

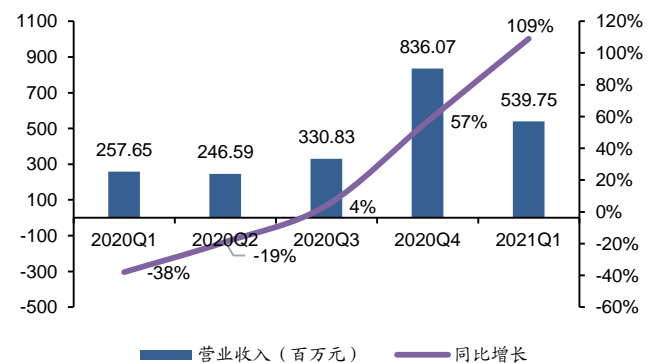
公司2021年Q1业绩转为危机, 逆势增长。2021Q1公司营业收入10.72亿元, 归母净利润0.95亿元, 较2020年同期增长78.05%和15661.80%, 较2019年同期增长55.88%和612.36%。其中, TEENIE WEENIE品牌营业收入8.17亿元, 同比增长103.94%, 较2019年同期增长64.09%, 按总额法对销售收入调整, 2021Q1 TEENIE WEENIE品牌营业收入同比增长75.20%, 其中电商营业收入增长85%, 线下营业收入增长68.12%。VGRASS品牌营业收入2.49亿元, 同比增长25.79%, 较2019年同期增长35.07%, 按总额法对销售收入调整, 2021Q1 VGRASS品牌营业收入同比增长7.50%, 其中电商营业收入增长-71.51%, 线下营业收入增长51.80%。云锦营业收入449.76万元, 同比增长53.21%, 较2019年同期增长-4.62%。

图20: TEENIE WEENIE线上分季度营收及增速



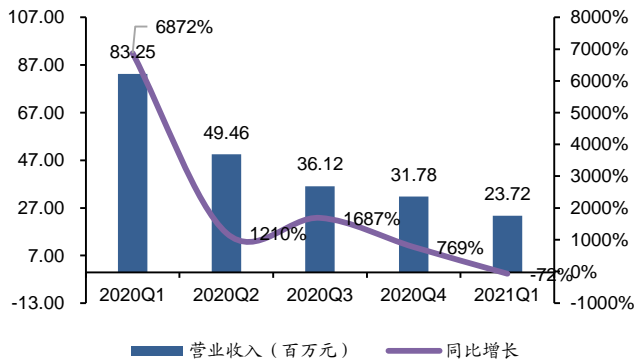
数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

图21: TEENIE WEENIE线下分季度营收及增速



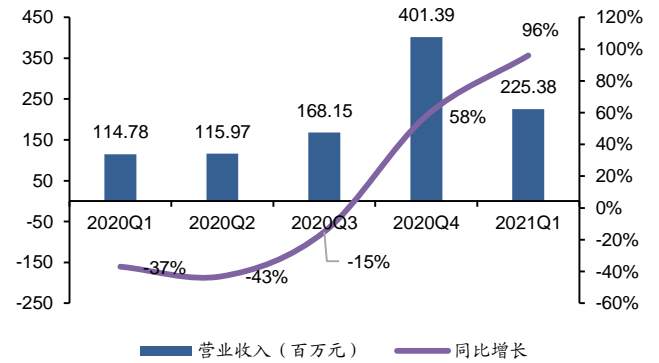
数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

图22: VGRASS线上分季度营收及增速



数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

图23: VGRASS线下分季度营收及增速



数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

公司2021年Q1业绩逆势增长主要得益于TEENIE WEENIE品牌内生增长动力重新焕发。

在管理方面, 公司从2019年下半年开始对于Teenie Weenie品牌从组织架构、各品牌总经理及核心管理团队、激励政策等方面进行了一系列大刀阔斧的调整和改革。

在渠道方面, 抢抓抖音的新风口, 不断加大线上销售占比。抖音平台直播行业自2020年7月开始快速增长。公司TEENIE WEENIE品牌是最早与抖音平台进行合作并尝试直播的品牌商之一, 2020年三季度、2020年四季度、2021年一季度TEENIE WEENIE品牌在抖音平台销售收入分别为1310.48万元、994.28万元、1.30亿元, 占TEENIE WEENIE品牌电商销售收入的比重分别为10.69%、3.87%、46.75%, 占TEENIE WEENIE品牌营业收入的比重分别为2.59%、1.06%、15.88%, 2021年一季度TEENIE WEENIE品牌在抖音平台销售收入大幅增长。

表4: TEENIE WEENIE品牌分渠道及主要销售平台主营业务收入(单位: 百万元)

渠道	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
直营	305.81	276.72	361.22	651.79	516.07
加盟	15.31	11.80	22.16	26.33	23.68
电商	145.51	110.86	122.57	256.89	277.70
其中: 抖音	0.00	0.00	13.10	9.94	129.83
天猫	101.36	77.48	68.92	175.45	99.50
其他					
合计	466.63	399.38	505.95	935.01	817.55

数据来源: 《关于锦泓时装集团股份有限公司有关信息披露事项的监管工作函》;
广发证券发展研究中心

在产品方面, 尝试破圈, 基于品牌经典的美式学院风, 结合JK制服, 推出TEENIE WEENIE春季校园系列, 并邀请B站2020百大UP主“机智的党妹”担任品牌校园系

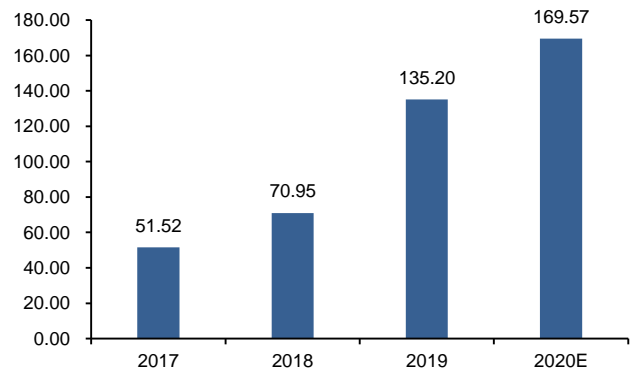
列推荐官。JK来源于日语中的女子高中生，JK制服即女子高中生制服。近年以JK制服、汉服、Lolita为代表的小众服饰越来越被大众接受。2020年12月21日，淘宝发布“2020年度十大商品”，JK制服位列其中，2020年二季度，淘宝上JK制服成交金额同比增长255%。根据《中国二次元服装消费市场分析报告》，2019年cosplay、汉服、JK制服、Lolita总和市场规模达到125.2亿元，2020年市场规模预计169.57亿元，市场增长率超过20%。当前95后已经成为二次元服装消费的主力人群，50%左右的消费者是95后。

图24: B站2020百大UP主“机智的党妹”担任TEENIE WEENIE品牌校园系列推荐官



数据来源: 公司微信公众号; 广发证券发展研究中心

图25: 2017-2020 二次元服装消费市场规模(单位: 亿元)



数据来源: 《中国二次元服装消费市场分析报告》; 广发证券发展研究中心

在推广方面，聘请95后当红小花赵露思作为品牌代言人，与小黄人、拍立得等进行跨界联名合作，推出自有IP卡通形象圣诞短视频作品《来个熊抱吧》，在抖音平台累计浏览量约6000万，获百万点赞，在“半次元”社区创立公众号“熊研所”漫画，通过条漫(一条横的或竖的漫画)全方位与目标客户进行沟通互动，促进情感共鸣。

三、看好公司未来三年业绩有望持续保持快速增长

(一) 公司抖音平台收入有望保持快速增长

抖音电商在过去一年获得爆发式增长，据财联社，抖音电商2020年商品成交总额超过5,000亿元，比2019年翻了三倍多。2021年抖音电商业务计划的交易额目标是1万亿元，比上一年翻一倍，相当于拼多多2019年全年的交易总额。2021年1月，抖音店铺的交易额较去年同期增长超50倍，已经突破300亿，预计整个2021年的交易规模有望接近4,000亿元，占抖音全年交易额目标40%左右(剩下是外部平台交易的部分)。

抖音电商作为兴趣电商，与传统电商的区别可用“人找货”和“货找人”来概括。传统电商的模式属于人找货，典型路径是“需求-搜索-购买”，消费者先产生一定

的需求，然后去电商平台搜索，在货架式场景下选择偏好的商品和商家。兴趣电商的模式属于货找人，典型路径是“兴趣-需求-购买”，平台先汇聚流量，然后将商品化的短视频与直播内容精准推荐给感兴趣的用户，从而激发用户兴趣，用户能够在这些内容中快速做出购买决定，有效提高用户转化率。抖音电商总裁康泽宇表示，2023年兴趣电商交易规模可超9.5万亿元。

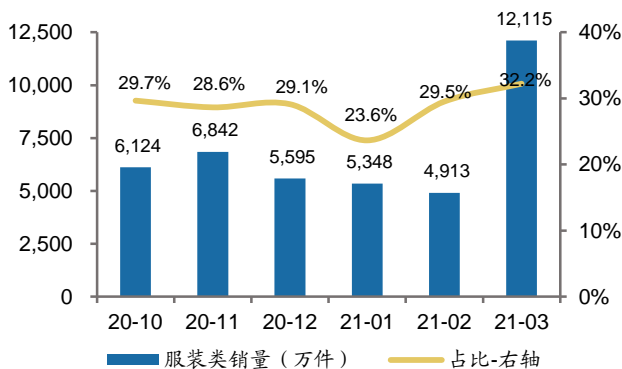
图26: 抖音兴趣电商“货找人”模式



数据来源：2021 抖音电商商家经营方法论白皮书；广发证券发展研究中心

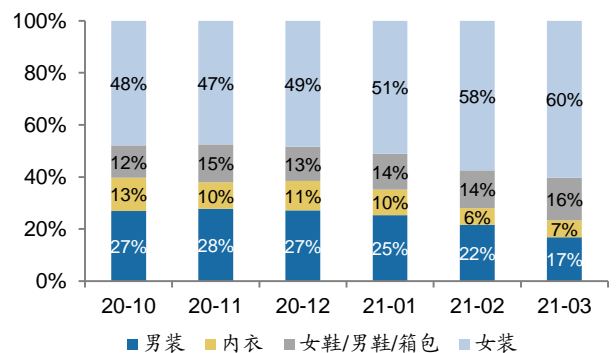
根据蝉妈妈数据，2020年抖音电商服装类商品销量占比近30%，遥遥领先与其他品类。因为服装类商品最契合抖音电商特点。从消费人群来看，抖音电商用户以女性为主，三线及以上城市占比过半，80/90后年轻群体占绝对优势，这与服装消费的主力人群重合。从产品特征来看，服装类商品具备高毛利、重体验的特征。而抖音直播整体佣金率约为20%，同时为了保障产品的吸引力，直播带货也会给与消费者一定的折扣或优惠券。较高的带货成本，要求商品的毛利率必须达到一定水平。此外，抖音电商可以通过短视频/直播全方位展示商品，模拟商品使用场景，服装类商品高毛利、重体验的特征与抖音电商完美契合。

图27: 2020/10-2021/3抖音电商服装类销量及占比



数据来源：蝉妈妈；广发证券发展研究中心

图28: 2020/10-2021/3抖音电商服装细分品类销量占比



数据来源：蝉妈妈；广发证券发展研究中心

2021年一季度公司营业收入10.71亿元，同比增长52.74%，其中电商营业收入增长31.76%，其中天猫仅增长1.49%，电商的增长主要由抖音贡献，2021年一季度抖

音平台收入占比已达到12.86%，未来伴随抖音电商整体规模快速增长，看好公司抖音平台收入快速增长，进而推动公司整体业绩快速增长。

表5：公司分渠道及主要销售平台主营业务收入情况（单位：万元）

渠道	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
直营	45498.96	43215.79	56938.47	94014.59	73896.47
加盟	1754.24	1454.98	2638.37	3378.85	3066.34
电商	22875.19	16032.02	15868.53	28867.38	30141.26
其中：抖音			1534.53	1699.07	13780.35
天猫	10290.03	8077.46	7270.82	18233.21	10443.56
其他					11.79
合计	70128.39	60702.79	75445.37	126260.82	107115.86

数据来源：《关于锦泓时装集团股份有限公司有关信息披露事项的监管工作函》；

广发证券发展研究中心

TEENIE WEENIE品牌抖音平台收入有望保持快速增长。首先，TEENIE WEENIE品牌是抖音电商上的标杆，2021年1月至5月在抖音男装女装带货主播榜中排名前列，2021年3月至5月连续高居女装品牌销售额第一。我们认为Teenie Weenie品牌在抖音电商上的成功除了客群和抖音电商重合度高之外，品牌DNA目前在年轻人中间比较适应，包括业务流程经过调整后（话题营销和产品设计在一起），和抖音电商内在逻辑吻合。其次，TEENIE WEENIE官方旗舰店的粉丝数量，3月末、4月末、5月末、6月末（截至6月19日）分别为78.6万、86.1万、95.7万、104.8万，环比增长9.54%、11.15%和9.51%，粉丝数量环比持续保持快速增长，明年基于粉丝数量增加，如果转化率和客单价不变的情况下，预计销售额同比今年有望继续保持大幅增长。第三，退货率有望稳步下降。第四公司正在组建抖音内容团队，未来短视频的数量有望提升，短视频一方面可以给直播导流，另一方面本身也能带货，参考同样是抖音电商标杆的太平鸟女装，太平鸟女装官方旗舰店的历史视频数1325条，过去90天发布了103条短视频，其中带货视频9条，合计销售38.73万元，而TEENIE WEENIE官方旗舰店的历史视频数181条，过去90天发布了48条短视频，其中带货视频0条，因此我们认为TEENIE WEENIE品牌未来在短视频方面的潜力巨大。最后，TEENIE WEENIE童装在抖音平台销售额环比快速增长，未来有望成为新的增长点。teeniweeniekids旗舰店，今年1月、2月、3月、4月、5月、6月至今（截至25日）销售分别为67.8万元、128.8万元、101.5万元、65.1万元、308.5万元、323.8万元，5月和6月环比快速增长。另外，TEENIE WEENIE品牌在抖音平台收入的快速增长不会影响在其他平台如天猫的销售，因为两者客群重合度较低，2021年Q1TEENIE WEENIE品牌在天猫的营业收入为9950万元，较上年同期保持平稳，2021年4月、5月、6月（截至25日）TEENIE WEENIE品牌天猫旗舰店销售额分别为3238万元、3532万元、7694万元，同比增长-2.46%、16.30%、20.11%。

表6: TEENIE WEENIE品牌在抖音男装女装带货主播榜排名及销售额

时间	男装女装榜排名	销售额 (万元)
2021年1月	7	11382.1
2021年2月	1	15495
2021年3月	2	10618.9
2021年4月	2	8042.9
2021年5月	1	9892.8

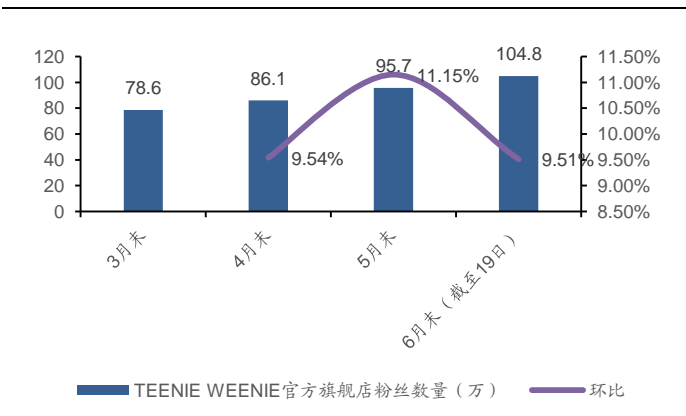
数据来源: 飞瓜; 广发证券发展研究中心

表7: 2021年3-5月抖音电商女装品牌销售额TOP10 (单位: 万元)

排名	3月		4月		5月	
	品牌	销售额	品牌	销售额	品牌	销售额
1	TEENIE	10,026	TEENIE	7,740	TEENIE	9,391
	WEENIE		WEENIE			
2	太平鸟	9,321	晶咕	4,978	太平鸟	7,647
3	UPRAISE	7,957	太平鸟	4,724	UPRAISE	7,579
4	音儿	6,308	UPRAISE	4,620	晶咕	7,410
5	秋水伊人	4,292	音儿	4,521	音儿	4,553
6	晶咕	4,156	简&搭	4,344	简&搭	4,417
7	简&搭	3,585	妖精的口袋	4,291	秋水伊人	3,648
8	妖精的口袋	3,219	秋水伊人	4,013	Eifini/伊芙丽	3,318
9	三彩	2,714	仙女就是圆墩墩	2,773	森马	2,673
10	shezi/奢姿	2,536	三彩	2,327	妖精的口袋	2,648

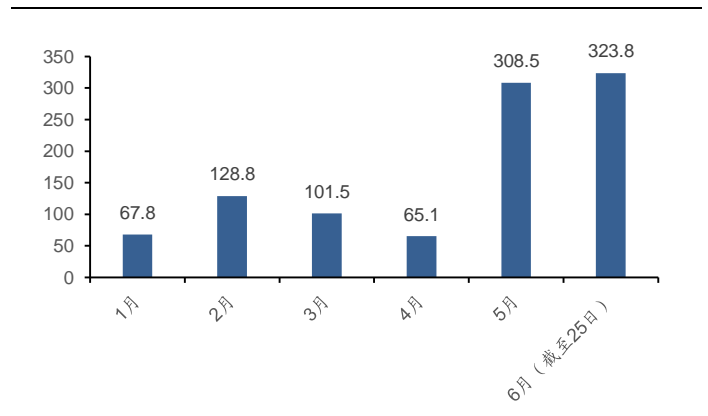
数据来源: 蝉妈妈; 广发证券发展研究中心

图29: TEENIE WEENIE官方旗舰店的粉丝数量 (2021年)



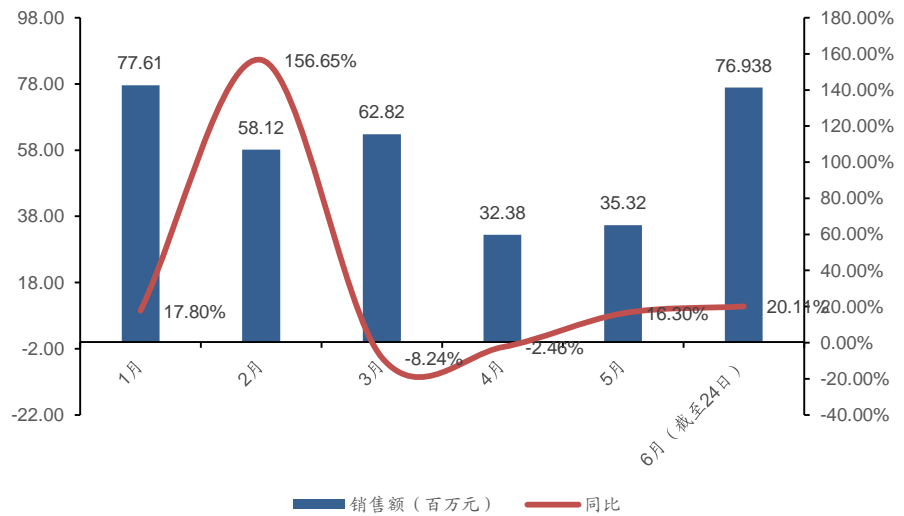
数据来源: 蝉妈妈; 广发证券发展研究中心

图30: teenieweeniekids 旗舰店销售额 (2021年) (单位: 万元)



数据来源: 蝉妈妈; 广发证券发展研究中心

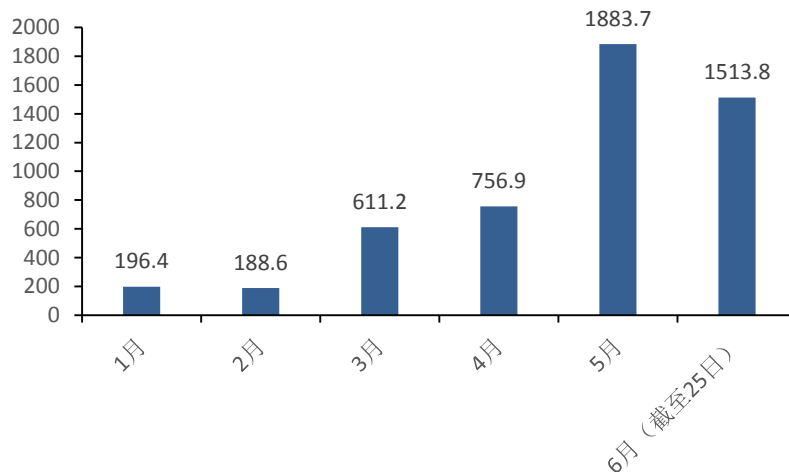
图31: TEENIE WEENIE品牌天猫旗舰店销售额 (2021年)



数据来源: 淘数据; 广发证券发展研究中心

VGRASS品牌抖音平台收入异军突起。根据蝉妈妈数据,今年1月、2月、3月、4月、5月、6月(截至25日)VGRASS官方旗舰店销售额分别为196.4万元、188.6万元、611.2万元、756.9万元、1883.7万元、1513.8万元,VGRASS品牌抖音平台收入异军突起我们认为主要得益于公司内部各品牌事业部之间的经验分享机制,目前看正逐步发挥成效,考虑到一季度抖音平台收入占VGRASS品牌总收入比重较低,仅3.20%,看好未来伴随占比提升对于VGRASS品牌的推动。

图32: 维格娜丝官方旗舰店抖音月度销售额 (2021年) (单位: 万元)

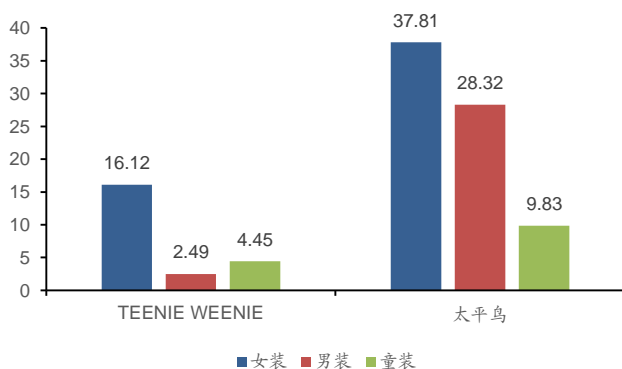


数据来源: 蝉妈妈; 广发证券发展研究中心

(二) 公司线下渠道仍有扩展空间，店效有望稳步提升

TEENIE WEENIE品牌线下渠道扩展空间大，店效有望稳步提升。TEENIE WEENIE品牌2020年营业收入23.07亿元，其中女装营业收入16.12亿元，男装营业收入2.49亿元，童装营业收入4.45亿元，对比竞品太平鸟，2020年太平鸟女装、太平鸟男装、mini peace童装合计营业收入75.96亿元，其中太平鸟女装营业收入37.81亿元，太平鸟男装营业收入28.32亿元，mini peace童装营业收入9.83亿元，TEENIE WEENIE品牌女装和童装分别占太平鸟女装和mini peace童装营业收入的42.63%和45.27%，男装占太平鸟男装营业收入的8.79%，因为未来成长空间巨大，而且从电商收入占比看，TEENIE WEENIE品牌2020年电商收入占比27.56%，2021年一季度电商收入占比33.97%，太平鸟2020年电商收入占比30.52%，2021年一季度电商收入占比30.31%，所以线下依然是TEENIE WEENIE品牌和太平鸟最主要的收入来源，门店方面，TEENIE WEENIE品牌线下门店数量1160家，其中女装732家，男装150家，童装278家，太平鸟女装、太平鸟男装、mini peace童装合计门店3776家，其中女装1706家，男装1349家，童装721家，因此TEENIE WEENIE品牌未来门店数量仍有较大的拓展空间，从门店直营和加盟构成看，TEENIE WEENIE品牌2020年直营店1055家，加盟店105家，加盟占总门店数量比重9.05%，太平鸟女装、太平鸟男装、mini peace童装直营店1297家，加盟店2479家，加盟占总门店数量65.65%，所以未来TEENIE WEENIE品牌线下门店拓展的空间更多来自加盟，或者说渠道下沉。店效方面，太平鸟2020年直营店店效262.29万元，TEENIE WEENIE品牌虽然没有披露直营收入，但考虑到公司直营店收入占比高，所以整体店效接近直营店店效，大约为198.88万元，所以TEENIE WEENIE品牌店效也有提升空间。根据公司2021年经营计划，公司将不断提升商品力、品牌力、零售力，因此我们看好公司未来店效稳步提升。

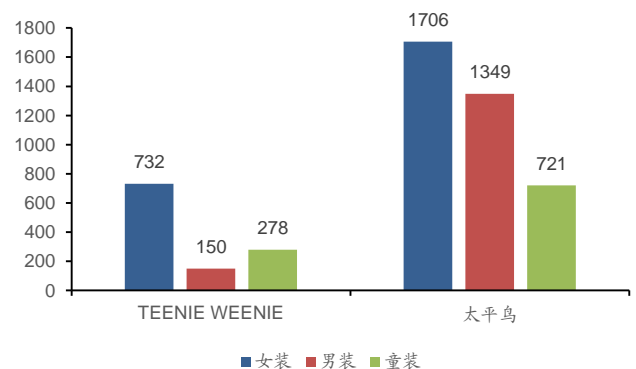
图33: 2020年TEENIE WEENIE品牌女装、男装、童装营业收入和太平鸟对比 (单位: 亿元)



数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

注: 太平鸟仅指太平鸟女装、太平鸟男装、mini peace 童装

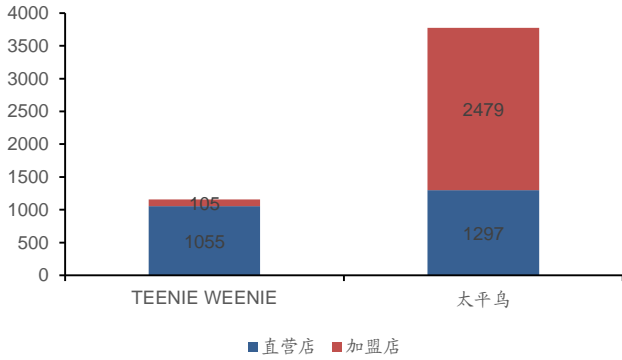
图34: 2020年TEENIE WEENIE品牌女装、男装、童装门店数量和太平鸟对比 (单位: 个)



数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

注: 太平鸟仅指太平鸟女装、太平鸟男装、mini peace 童装

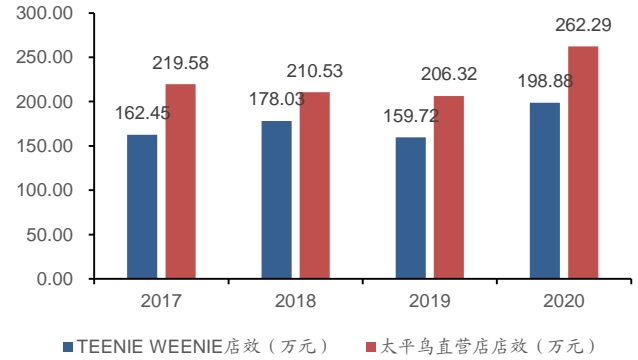
图35: 2020年TEENIE WEENIE品牌直营店、加盟店数量和太平鸟对比(单位:个)



数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

注: 太平鸟仅指太平鸟女装、太平鸟男装、mini peace 童装

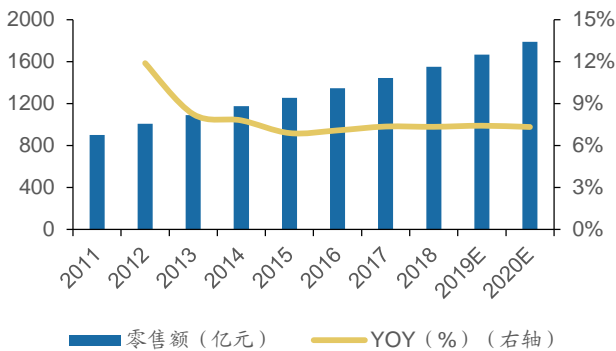
图36: 2020年TEENIE WEENIE品牌店效和太平鸟直营店店效对比



数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

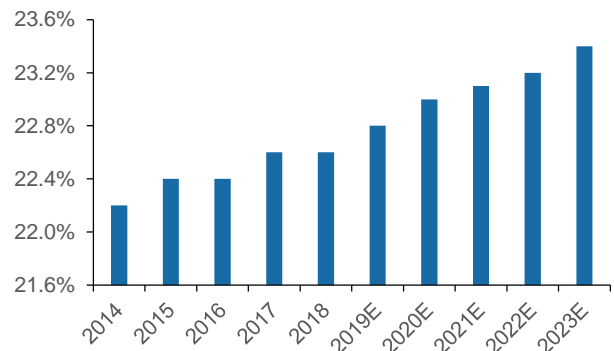
VGRASS品牌店效领先行业, 未来渠道拓展空间大拓展空间。首先, 高端女装市场空间巨大, 增速稳定。根据中国产业信息网数据, 预计2020年中高端女装市场零售额将达1787亿元, 增速7.3%。由于女性对高端女装的时尚性、潮流性有较高要求, 导致行业呈现产品更新快、竞争激烈, 市场格局分散、集中度低的特点。据欣贺股份招股说明书数据, 2018年高端女装零售额占女装市场的21.6%, 预计到2023年提升至23.4%。VGRASS品牌是中国高端女装领导品牌, 2018年取得了高端女装综合占有率排名第五的成绩。

图37: 高端女装市场零售额及增速



数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

图38: 高端女装零售额占女装市场百分比变动情况

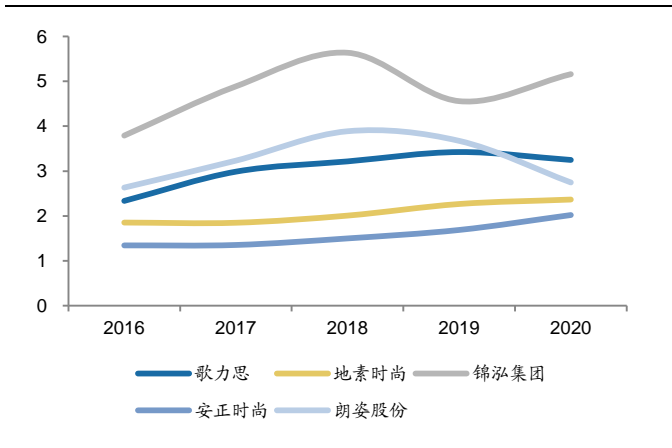


数据来源: 欣贺股份招股说明书, 广发证券发展研究中心

其次, VGRASS品牌线下门店店效高, 未来开店空间大。VGRASS品牌2020年平均店效516万元, 远高于可比公司主品牌平均店效260万元, 但门店数量2020年仅

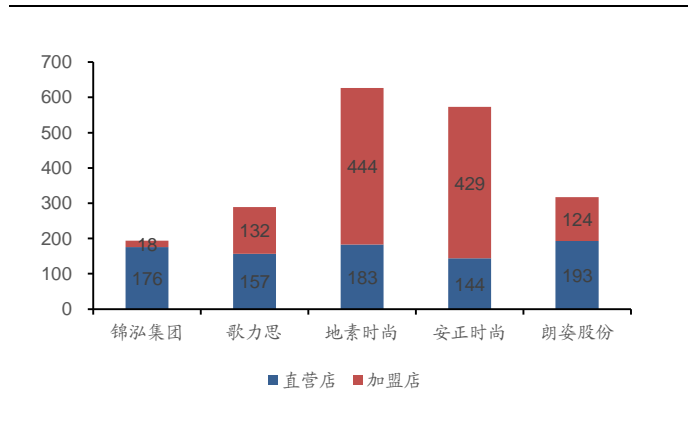
194家，远低于可比公司主品牌平均452家，未来开店空间大，而且公司VGRASS品牌以直营店为主，加盟店为辅，加盟店数量占比仅9.28%，远低于可比公司加盟店数量占比57.62%，因此未来渠道拓展空间主要在加盟，公司近年加大拓展加盟商渠道，加盟店数量稳步增加，加盟店数量占比稳步提升，2018年、2019年和2020年，公司加盟店分别净增加-2家、9家和7家，加盟店数量占比分别为1.31%、5.91%、9.28%，未来伴随加盟渠道的进一步拓展，看好VGRASS品牌线下业务收入稳步增长。

图39： 高端女装公司主品牌平均店效（百万元）



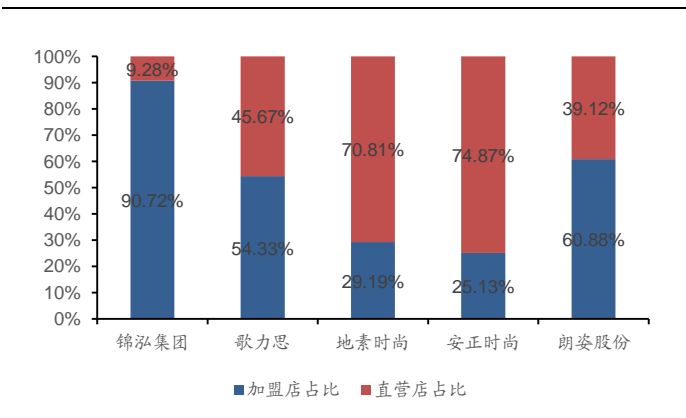
数据来源：公司财报；广发证券发展研究中心

图40： 2020年高端女装公司主品牌直营店和加盟店数量（单位：家）



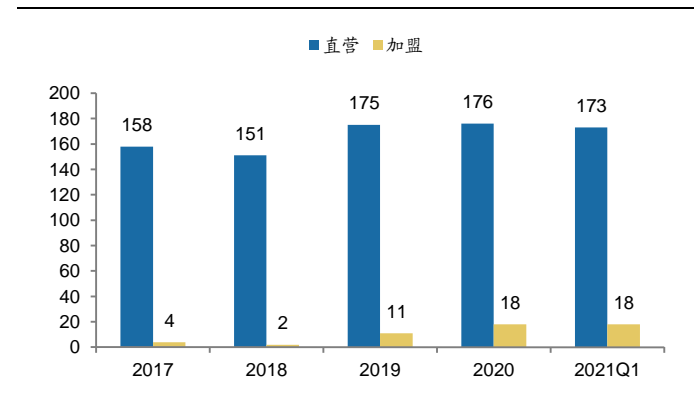
数据来源：公司财报；广发证券发展研究中心

图41： 2020年高端女装公司主品牌直营店和加盟店数量占比



数据来源：公司财报；广发证券发展研究中心

图42： 2017年至今VGRASS品牌直营店和加盟店数量（单位：家）



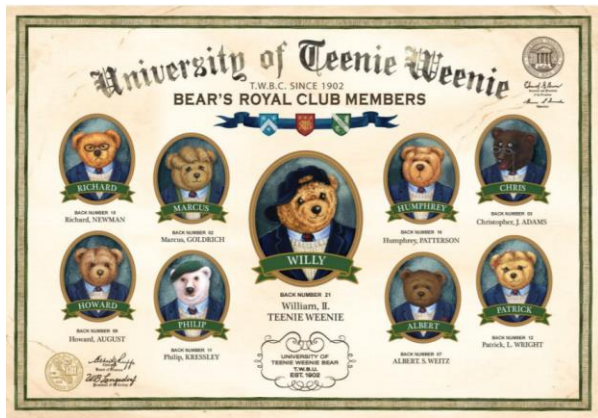
数据来源：公司财报；广发证券发展研究中心

（三）TEENIE WEENIE 品牌 IP 资产具备广阔的开发和利用空间，有望成为公司新的业绩增长点

TEENIE WEENIE品牌拥有丰富的IP资产，包括由18只拟人化个性鲜明的小熊组成的卡通形象及其背后的小熊家族故事。公司目前一方面通过小熊家族系列动漫、短视频的创作，对IP资产再培育。根据公司2020年年报披露，2020年圣诞节前夕，

公司推出自有IP卡通形象圣诞短视频《来个熊抱抱》，宣扬TEENIE WEENIE关于温暖和爱的品牌价值观，全网播放量约6000万次，并被全国各大商场及户外大屏轮番播出。另外，公司通过设立“熊族研究所”不断由专属团队创作IP漫画，并入驻“半次元”社区，以条漫形式全方位与目标客户进行互动，传递品牌价值，促进情感共鸣。“熊族研究所”自2020年8月入驻半次元以来，曝光量整体呈持续上升趋势，154天阅读量超1317万次，超过平台99%的用户。另一方面，2020年公司成立IP授权事业部，推行IP资产授权经营模式。通过对IP卡通形象、品牌商标使用权等进行授权，联合自有及外部供应链、经销商，向客户提供除服饰产品之外的其他IP周边产品，实现公司新业务增长点的拓展。目前，公司已经与礼赠、箱包、时尚小家电等品类公司签署细分品类授权业务协议，并推出了相关IP周边产品。我们预计未来随着进一步拓展授权业务的品类，公司授权业务的收入占比有望不断提升，有望成为公司未来新的业绩增长点。包括根据公司官微披露的2021年战略和2020年年报披露的2020年经营计划，公司积极发展新业务增长点方面，除了开拓TEENIE WEENIE品牌IP授权业务外，未来还会新增潮玩业务，公司目前已经新设潮玩业务部门，尝试盲盒、换装兵人、皮布偶等潮玩的开发，拓展消费群体、强化品牌影响力、抓住潮玩市场增长风口。根据港股泡泡玛特的招股说明书，中国的潮流玩具零售的市场规模由2015年的63亿元人民币增加至2019年的207亿元人民币，年复合增长率为34.6%，受中国潮流玩具的受欢迎程度不断上升所推动，潮流玩具零售的市场规模预计于2024年将达763亿元人民币，自2019年起的复合年均增长率为29.8%。

图43: TEENIE WEENIE品牌拥有的18只小熊组成的卡通形象（一）



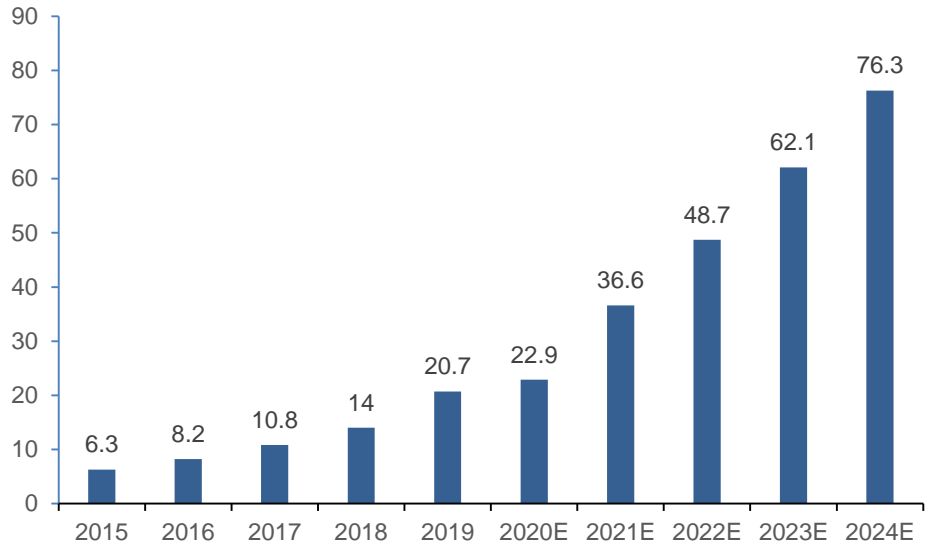
数据来源：公司 2020 年年报；广发证券发展研究中心

图 44: TEENIE WEENIE 品牌拥有的 18 只小熊组成的卡通形象（二）



数据来源：公司 2020 年年报；广发证券发展研究中心

图45: 中国潮流玩具零售的市场规模 (单位: 十亿元)

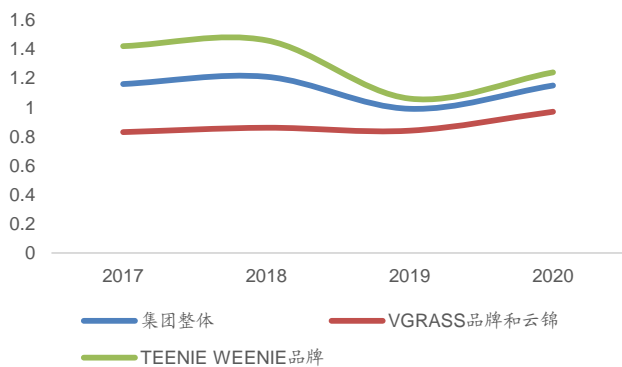


数据来源: 泡泡玛特招股说明书; 广发证券发展研究中心

(四) 公司营运效率不断提升, 拟非公开发行 A 股股票财务结构有望优化

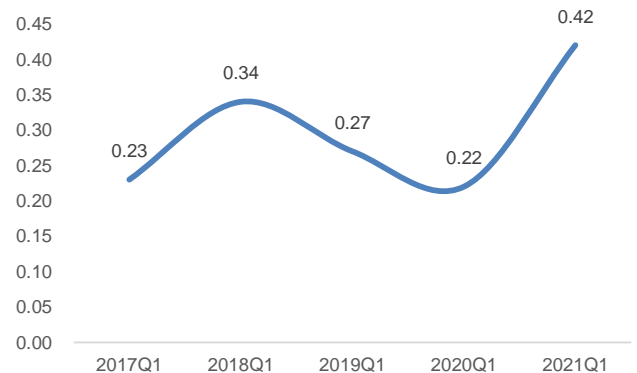
公司营运质量不断改善, 2020年存货周转率为1.5, 快于2019年的0.99, 2021年一季度存货周转率为0.42, 快于2020年一季度的0.22。2020年应收账款周转率为6.87, 快于2019年的5.45, 2021年一季度应收账款周转率为2.53, 快于2020年一季度的1.38。其中, 2020年公司存货周转率改善主要得益于公司降低订货额, 加速消化老品, 有效控制期末库存。2021年存货周转率改善主要得益于抖音电商业务收入大幅增长, 而且抖音电商是货找人的模式, 主要售卖给对于TEENIE WEENIE品牌的产品感兴趣的消费者, 准确率高于原有模式, 极大的降低了公司库存的风险。

图46: 公司及旗下品牌历年存货周转率



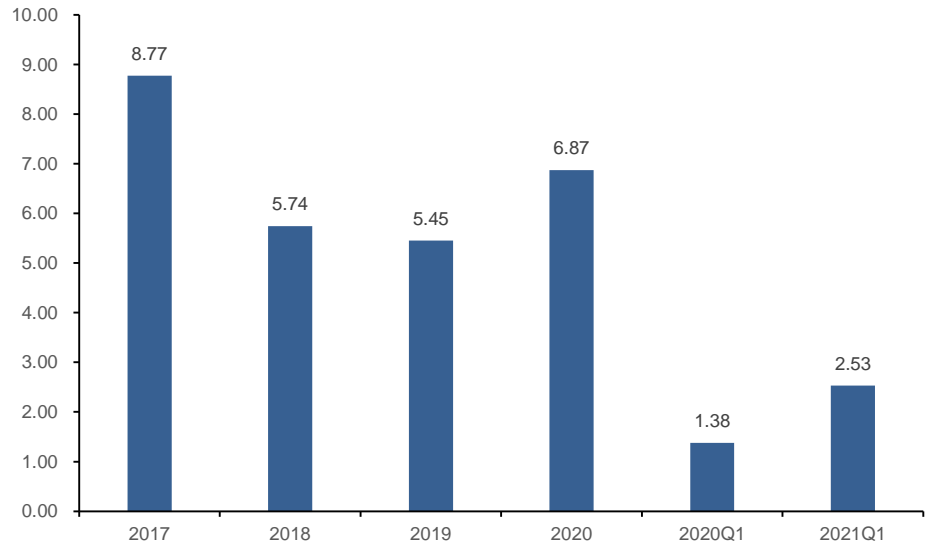
数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

图47: 公司历年一季度存货周转率



数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

图48: 公司历年应收账款周转率



数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

公司于2021年5月29日公告2020年度非公开发行A股股票预案修订稿, 拟向不超过35名特定投资者, 发行不超过7499.73万股, 募集资金总额不超过6.11亿元, 扣除发行费用后的募集资金主要用于: (1) 支付收购甜维你10%股权价款项目; (2) 全渠道营销网络改造升级项目; (3) 补充流动资金项目。我们预计如果非公开发行顺利完成, 除了有望提高公司的综合竞争力、持续经营能力和抗风险能力, 有利于公司的可持续发展之外, 非公开发行完成后, 公司资本实力大大增强, 资产总额和净资产将大幅提高, 有利于降低公司的财务风险, 提高公司资产结构的稳定性和抗风险能力。

表8: 公司非公开发行A股股票募集资金使用计划 (单位: 万元)

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金额
1	支付收购甜维你 10%股权价款项目	30,000.00	29,482.74
2	全渠道营销网络改造升级项目	16,029.64	13,305.14
3	补充流动资金项目	18,300.00	18,300.00
合计		64,329.64	61,087.88

数据来源: 增发预案; 公司公告; 广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

我们对公司的盈利做出如下假设：

(1) **TEENIE WEENIE品牌**：预计2021-2023年营业收入分别为30.28亿元、35.53亿元、41.23亿元，同比增长31.27%、17.33%、16.02%。其中电商业务预计2021-2023年营业收入分别为12.08亿元、15.71亿元、19.63亿元，同比增长90%、30%、25%，电商业务营业收入保持高增长，主要基于公司作为抖音电商标杆企业，有望受益整个抖音电商的快速成长。线下业务预计2021-2023年营业收入分别为18.20亿元、19.83亿元、21.60亿元，同比增长8.93%、8.92%、8.92%，其中门店数量分别为1170家、1180家、1190家，主要基于直营店保持稳定，加盟店稳步拓展，店效分别为156万元、168万元、181万元，同比增长8%、8%、8%，主要基于受益于品牌力、渠道力影响力的持续提升，店效保持稳健增长。毛利率方面，预计2021-2023年保持平稳，分别为65.92%、65.92%、65.92%。

(2) **VGRASS品牌**：预计2021-2023年营业收入分别为10.83亿元、12.06亿元、13.25亿元，同比增长8.24%、11.32%、9.84%，其中电商业务预计2021-2023年营业收入分别为2.01亿元、2.41亿元、2.77亿元，同比增长0%、20%、15%，2021年电商业务预计保持平稳，主要由于小程序销售2021年预计迅速减少（2020年受疫情影响线下门店一度闭店导致小程序销售大幅攀升，但随后线下门店逐步恢复营业），但同时抖音平台营业收入快速增长。线下业务预计2021-2023年营业收入分别为8.83亿元、9.65亿元、10.48亿元，同比增长10.31%、9.35%、8.55%，其中门店数量分别为214家、234家、254家，主要基于直营店和加盟店稳步拓展，店效分别为413万元、413万元、413万元，保持平稳。毛利率方面，预计2021-2023年分别为74.07%、74.07%、74.07%，21年毛利率提升主要基于高毛利率线下业务收入占比提升。

(3) **云锦品牌**：预计2021-2023年营业收入分别为0.18亿元、0.18亿元、0.18亿元，基本保持稳定。毛利率方面，预计2021-2023年分别为71.84%、71.84%、71.84%，保持稳定。

(4) **期间费用率**：预计2021-2023年公司销售费用率分别为46.80%、46.50%、46.20%；管理费用率分别为3.80%、3.80%、3.80%，销售费用率伴随营业收入快速增长逐步下降，管理费用率由于超额激励预计保持稳定，但均低于2020年，因为2020年营业收入受疫情影响较大。

(5) **所得税率**：预计2021-2023年公司所得税率保持稳定。

综上，我们预计2021-2023年公司归母净利润分别为3.21/4.34/5.28亿元，YoY+151.4%/+35.2%/+21.6%，EPS为1.12元/股、1.52元/股、1.85元/股。目前股价对应2021年市盈率估值仅20倍，参考可比公司平均19倍市盈率，同时考虑到公司未来业绩增速预期，因此给予公司2021年25倍市盈率，合理价值28.10元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表9：公司收入关键假设（单位：百万元）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
TEENIE WEENIE	2031.60	2306.97	3028.46	3553.32	4122.72
YOY		13.55%	31.27%	17.33%	16.02%
电商	464.11	635.83	1208.08	1570.50	1963.12

YOY		37.00%	90.00%	30.00%	25.00%
线下	1561.81	1671.14	1820.39	1982.82	2159.59
YOY		7.00%	8.93%	8.92%	8.92%
毛利率	67.59%	65.92%	65.92%	65.92%	65.92%
VGRASS	847.76	1000.89	1083.40	1206.02	1324.64
YOY		18.06%	8.24%	11.32%	9.84%
电商	10.65	200.60	200.60	240.72	276.83
YOY		1784.00%	0.00%	20.00%	15.00%
线下	833.64	800.29	882.80	965.30	1047.81
YOY		-4.00%	10.31%	9.35%	8.55%
毛利率	68.37%	72.07%	74.07%	74.07%	74.07%
吉祥云锦	22.692	17.512	17.512	17.512	17.512
YOY		-22.83%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	73.27%	71.84%	71.84%	71.84%	71.84%

数据来源：公司财报；广发证券发展研究中心

表10：可比公司平均估值

公司	代码	最新价格 (元)		每股收益 (元)					市盈率			
		2021/7/2	2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E		
太平鸟	603877.SH	51.21	1.17	0.9100	1.98	2.42	43.77	56.27	25.82	21.16		
地素时尚	603587.SH	24.97	1.56	1.3100	1.52	1.76	16.01	19.06	16.40	14.22		
森马服饰	002563.SZ	12.22	0.58	0.3000	0.60	0.72	21.07	40.73	20.48	17.07		
歌力思	603808.SH	15.67	1.07	0.7065	1.09	1.29	47.86	22.18	14.32	12.11		
欣贺股份	003016.SZ	16.46	0.76	0.5277	0.84	1.01	67.66	31.19	19.63	16.27		
	最大值						67.66	56.27	25.82	21.16		
	最小值						16.01	19.06	14.32	12.11		
	平均数						39.27	33.89	19.33	16.17		

数据来源：wind；广发证券发展研究中心

注：每股收益为 wind 一致预期

五、风险提示

（一）行业竞争加剧的风险

中高端和高端女装行业竞争激烈，如果公司不能采取有效措施，积极应对行业竞争，则可能面临市占率下降，业绩下降的风险。

（二）外部融资逾期偿还的风险

公司并购Teenie Weenie品牌资产和业务，前期以自有资金和外部融资先行支付交易对价。后公司又与相关融资方签署债务延期协议，但如果未来筹措偿还外部融资的措施不能有效实施、或者经营业绩出现重大波动，可能导致外部融资逾期不能归还的风险。

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	2,493	2,158	2,698	3,100	3,763	
货币资金	785	808	556	698	1,084	
应收及预付	565	489	602	697	798	
存货	1,073	801	978	1,135	1,302	
其他流动资产	70	59	561	571	581	
非流动资产	4,452	3,469	3,313	3,183	3,073	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	89	85	91	99	106	
在建工程	4	2	2	2	2	
无形资产	1,549	1,280	1,118	981	864	
其他长期资产	2,810	2,101	2,101	2,101	2,101	
资产总计	6,945	5,627	6,011	6,283	6,837	
流动负债	2,953	646	1,236	1,103	1,164	
短期借款	118	12	204	10	9	
应付及预收	212	295	181	188	192	
其他流动负债	2,623	339	851	905	963	
非流动负债	1,125	3,034	2,182	2,182	2,182	
长期借款	493	2,377	1,677	1,677	1,677	
应付债券	614	643	490	490	490	
其他非流动负债	18	14	14	14	14	
负债合计	4,078	3,680	3,417	3,285	3,346	
股本	252	252	285	285	285	
资本公积	1,210	1,197	1,489	1,489	1,489	
留存收益	1,058	435	756	1,160	1,654	
归属母公司股东权益	2,590	1,947	2,594	2,998	3,491	
少数股东权益	278	0	0	0	0	
负债和股东权益	6,945	5,627	6,011	6,283	6,837	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	2,913	3,340	4,129	4,777	5,465	
营业成本	941	1,080	1,318	1,529	1,753	
营业税金及附加	18	23	28	32	37	
销售费用	1,319	1,640	1,933	2,221	2,525	
管理费用	147	145	157	182	208	
研发费用	95	67	83	96	109	
财务费用	238	239	216	180	171	
资产减值损失	-8	-775	-3	-3	-3	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	0	
营业利润	131	-625	395	548	674	
营业外收支	29	33	34	33	33	
利润总额	160	-592	430	581	707	
所得税	25	47	109	147	179	
净利润	135	-639	321	434	528	
少数股东损益	26	-16	0	0	0	
归属母公司净利润	109	-624	321	434	528	
EBITDA	519	497	820	904	999	
EPS (元)	0.43	-2.47	1.12	1.52	1.85	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	231	943	371	581	633	
净利润	135	-639	321	434	528	
折旧摊销	125	111	209	186	167	
营运资金变动	-218	488	-353	-198	-216	
其它	189	983	194	159	155	
投资活动现金流	-639	-37	-511	-25	-27	
资本支出	-107	-54	-21	-25	-27	
投资变动	-39	-476	0	0	0	
其他	-493	493	-490	0	0	
筹资活动现金流	-52	-367	-113	-414	-221	
银行借款	100	0	-508	-195	-1	
股权融资	746	0	33	0	0	
其他	-898	-367	362	-220	-220	
现金净增加额	-458	539	-253	142	386	
期初现金余额	700	242	808	556	698	
期末现金余额	242	781	556	698	1,084	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	-5.6%	14.7%	23.6%	15.7%	14.4%
营业利润增长	-68.4%	-578.1%	163.2%	38.6%	22.9%
归母净利润增长	-60.1%	-672.9%	151.4%	35.2%	21.6%
获利能力					
毛利率	67.7%	67.7%	68.1%	68.0%	67.9%
净利率	4.6%	-19.1%	7.8%	9.1%	9.7%
ROE	4.2%	-32.0%	12.4%	14.5%	15.1%
ROIC	5.5%	8.3%	8.4%	9.5%	10.1%
偿债能力					
资产负债率	58.7%	65.4%	56.9%	52.3%	48.9%
净负债比率	142.2%	189.0%	131.8%	109.6%	95.8%
流动比率	0.84	3.34	2.18	2.81	3.23
速动比率	0.47	2.04	1.35	1.73	2.06
营运能力					
总资产周转率	0.42	0.59	0.69	0.76	0.80
应收账款周转率	5.58	7.43	7.45	7.45	7.45
存货周转率	2.71	4.17	4.22	4.21	4.20
每股指标 (元)					
每股收益	0.43	-2.47	1.12	1.52	1.85
每股经营现金流	0.92	3.73	1.30	2.04	2.22
每股净资产	10.26	7.71	9.09	10.50	12.23
估值比率					
P/E	16.39	—	20.33	15.04	12.36
P/B	0.69	0.67	2.51	2.18	1.87
EV/EBITDA	8.06	7.18	10.76	9.40	8.11

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。