

# 锦泓集团 (603518)

证券研究报告

2021年07月08日

## 电商激活成长，产品升级改善，品牌打开空间

### 国内中高端一线女装品牌，VGRASS、元先、TW 构建多品牌矩阵

锦泓时装集团创立于 1997 年，作为中国中高端女装一线品牌，集团旗下拥有三个品牌：“VGRASS”、“元先”及“TEENIE WEENIE”，完成女装品类金字塔结构布局，覆盖广泛消费客群。其中，TEENIE WEENIE 深耕校园制服风，2017、2018、2020 年 TEENIE WEENIE 品牌女装在天猫双十一女装销售额总排名分别为第十名、第九名、第十名。2020 年，TEENIE WEENIE 品牌线上营收 6.36 亿元，同比增长 37%，约占全年营收的 28%。2021Q1 TEENIE WEENIE 品牌营收 8.18 亿元 (+103.94%)，毛利率 68.87% (+5.41pct)，财务改善明显。公司不断强化品牌营销推广，提升品牌影响力和品牌粘性。

### 2021 年服装行业轻装上阵，品牌及渠道力持续完善

自 2020 年三季度起，品牌服装存货拐点已现，在需求端逐步企稳及存货去化顺畅的背景下，服装板块资产质量为近年最优：存货水平较低、现金流强，蓄势待发。据国家统计局显示，2021 年 2 月-4 月我国穿类实物商品网上零售额累计增长分别为 44.3%、39.6%、33.8%。公司线上线下渠道融合，品牌力奠定竞争优势。在渠道端：网络精准布局，开发抖音、快手等新零售渠道；产品力：差异化设计优势互补，快反柔性供应链持续赋能；运营力：线下运营能力+集团化管理，助推企业长期稳定成长。

### 业务营收稳步增长，盈利和营运能力均稳中有升

2020 年营收达 33.4 亿元，同比增长 14.56%，归母净利润-6.24 亿元，同比减少 627.91%，合并报表的亏损主要是由于对商誉和无形资产计提减值造成，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 0.88 亿元。2020 年公司整体毛利率 67.68%，近五年毛利率维持在 67% 以上，保持稳定。2018-2020 年及 2021Q1 公司存货规模分别为 8.36 亿、10.73 亿、8.01 亿、7.05 亿，整体呈逐渐减少趋势。2020 年公司应收账款规模同比有所减少，2020 年达 4.50 亿元 (-13.92%)，应收账款周转率达 6.87。

首次覆盖给予“买入”评级，我们预计公司 2021-2023 年营业总收入分别为 43.46、55.74、70.21 亿元，同比增长分别为 30.11%、28.27%、25.96%；归母净利润分别为 4.03、5.21、6.80 亿元，对应 EPS 分别为 1.41、1.82、2.38 元，对应 P/E 分别为 16.96、13.13、10.05X。

我们采用相对估值法得到 2021 年行业修剪平均估值为 21.16 倍 PE，故给予锦泓集团 2021 年 21-24 倍 PE，对应目标价 30-34 元。

**风险提示：**公司主要市场在中国，可能会受到中国宏观经济政策、形势发生重大变化的影响；国内高端时装行业竞争对手众多，面临行业竞争风险；集团以融资和自有资金进行并购业务，存在财务风险；自然人股东股权质押比例过高，或存在经营风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,913.02	3,339.91	4,345.52	5,574.20	7,021.06
增长率(%)	(5.59)	14.65	30.11	28.27	25.96
EBITDA(百万元)	515.35	1,247.34	813.95	905.37	1,109.82
净利润(百万元)	108.87	(623.75)	402.79	520.54	680.22
增长率(%)	(60.10)	(672.91)	(164.58)	29.23	30.68
EPS(元/股)	0.38	(2.19)	1.41	1.82	2.38
市盈率(P/E)	62.76	(10.96)	16.96	13.13	10.05
市净率(P/B)	2.64	3.51	2.97	2.43	1.97
市销率(P/S)	2.35	2.05	1.57	1.23	0.97
EV/EBITDA	8.10	2.64	10.84	9.56	7.65

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	23.96 元
目标价格	元

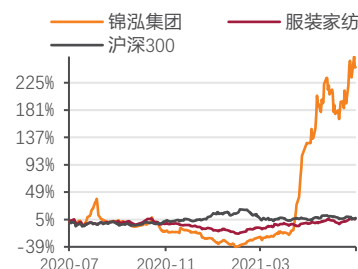
### 基本数据

A 股总股本(百万股)	285.43
流通 A 股股本(百万股)	283.03
A 股总市值(百万元)	6,838.90
流通 A 股市值(百万元)	6,781.28
每股净资产(元)	7.59
资产负债率(%)	62.70
一年内最高/最低(元)	26.26/0.00

### 作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
范张翔	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 国内中高端一线女装品牌，多品牌多渠道经营.....	4
1.1. 集团多品牌布局国内市场，打造立体矩阵化经营模式.....	4
1.2. 整体股权结构稳定，为持续健康发展奠定基础.....	5
2. TEENIE WEENIE 打造潮流风向标，抖音电商激活二次成长.....	6
2.1. TEENIE WEENIE 深耕校园制服风，拟定增收购剩余 10%股权.....	6
2.2. 发力线上新渠道，线上快速成长带动线下提效.....	6
3. VGRASS、元先构建立体多品牌金字塔矩阵.....	8
3.1. 多品牌金字塔矩阵提升竞争力.....	8
3.2. 明星代言+IP 营销凸显品牌影响力.....	9
4. 2021 年服装行业轻装上阵，品牌及渠道力持续完善.....	10
4.1. 库存去化加快，现金回笼显著优化资产质量.....	10
4.2. 新零售+电商数字化转型升级，长期增长可期.....	10
4.3. 线上线下渠道融合，品牌力奠定竞争优势.....	11
4.3.1. 加速渠道融合，推动自主品牌快速成长.....	11
4.3.2. 大力提升设计研发水平，品牌差异化奠定竞争优势.....	12
5. 多品牌矩阵奠定竞争优势，渠道融合助力业绩稳增长.....	13
5.1. 渠道：网络精准布局，开发抖音、快手等新零售渠道.....	13
5.2. 产品：差异化设计优势互补，快反柔性供应链持续赋能.....	13
5.2.1. 国际化研发设计&传统织造技艺并行.....	13
5.2.2. 成熟供应链体系提供品质速度双重保证.....	14
5.3. 运营管理：线下运营能力+数字化管理，助推企业长期稳定成长.....	14
6. 业务营收稳步增长，盈利和营运能力均稳中有升.....	15
6.1. 营业收入稳定增长，多品牌多品类业务成长可期.....	15
6.2. 毛利率维持较高水平不变，费控能力稳步提升.....	17
6.3. 存货&应收账款规模逐渐改善，现金流保持增长.....	17
7. 盈利预测及估值.....	18
8. 风险提示.....	20

## 图表目录

图 1：TEENIE WEENIE.....	4
图 2：VGRASS.....	4
图 3：元先织锦图.....	4
图 4：公司股权结构示意图（截至 2020 年 12 月 31 日）.....	5
图 5：TEENIE WEENIE 小熊家族.....	6
图 6：2016-2020 年 TEENIE WEENIE 门店数量（家）.....	7
图 7：TEENIE WEENIE 营业收入（亿元）及 YOY（%）.....	7

图 8: TEENIE WEENIE 毛利率 (%)	7
图 9: TEENIE WEENIE 净利润 (亿元)	8
图 10: TEENIE WEENIE 收入细分 (亿元)	8
图 11: TEENIE WEENIE 吊牌价格 (元)	8
图 12: 立体化多品牌金字塔矩阵	9
图 13: 金晨代言 VGRASS	9
图 14: 跨界联名合作	9
图 15: 纺织企业产成品存货增幅呈快速减少趋势	10
图 16: 品牌服装板块经营现金流显著改善	10
图 17: 2019-2021 年网上零售额累计增长 (%) 与穿类实物商品网上零售额累计增长 (%)	11
图 18: 2015-2020 年中国女装市场规模稳步增长	11
图 19: 高端女装市场规模占整体女装市场比例逐步提升	11
图 20: 服装产业价值链分布	12
图 21: 2018-2020 年中高端女装企业研发费用率 (%)	12
图 22: 南京云锦研究所复制明代织成「龙袍」料	13
图 23: 美国环球&迪士尼 FAMA 授权	14
图 24: TEENIE WEENIE 门店	15
图 25: 2016-2020 年公司总营收稳步增长 (亿元)	16
图 26: 2016-2020 年公司归母净利润 (亿元)	16
图 27: 2020 年 TEENIE WEENIE 品牌营收达 23.07 亿元	16
图 28: 2020 年公司加盟店营收占比 60%以上 (亿元)	16
图 29: 2016-2020 年各产品类型收入 (亿元)	17
图 30: 2016-2020 年公司营收按销售区域划分 (亿元)	17
图 31: 2016-2020 年公司净利率及毛利率 (%)	17
图 32: 2016-2020 年公司费用率情况 (%)	17
图 33: 2016-2020 年公司存货规模 (亿元) 及存货周转率	18
图 34: 2016-2020 年公司应收账款规模 (亿元) 及周转率	18
图 35: 2016-2020 年公司经营性现金流 (亿元) 及 YOY 同比增速 (%)	18
图 36: 锦泓集团营收预测	19
表 1: 锦泓集团可比公司 P/E	19

## 1. 国内中高端一线女装品牌，多品牌多渠道经营

### 1.1. 集团多品牌布局国内市场，打造立体矩阵化经营模式

以打造高品质女装为目的，创立品牌定位清晰的时装公司。锦泓时装集团创立于 1997 年，作为中国中高端女装一线品牌，公司主营业务为高档女装的设计、生产和销售，主要产品为“V•GRASS”、“TEENIE WEENIE”（以下简称 TEENIE WEENIE）等品牌服装和配饰。公司汇聚优秀设计团队，始终坚持自主研发设计，以高品质面料、精湛工艺、修身廓形为产品根本，以“时尚、修身”为品牌核心理念，创造美丽，传播时尚。

公司采取多品牌金字塔式运营模式。在品牌方面，集团旗下拥有三个品牌：“VGRASS”、“元先”及“TEENIE WEENIE”，完成女装品类金字塔结构布局。公司主品牌 VGRASS 作为国内一线高端女装品牌，在国内市场运营近 20 载，基本覆盖国内一线城市、省会城市及重点二线城市，进驻有竞争力的高端购物中心和百货商场。公司分别在 2015、2017 年收购南京云锦研究所有限公司、韩国衣恋集团旗下 TEENIE WEENIE 品牌。

**VGRASS:** VGRASS 品牌创立于 1997 年，是中国高端女装领导品牌。作为东方织造美学的传承者，VGRASS 溯源云锦故事，从云锦织物中获取灵感，融合现代生活美学，呈现云锦的皇室浪漫与技艺。VGRASS 坚持自主研发设计，精选优质面料，以匠心创造东方女性之美，为所有中国女性带来舒适自在的穿着体验。

**TEENIE WEENIE:** TEENIE WEENIE 品牌创立于 1997 年，是公司旗下中高端定位的新复古学院风格的标志性品牌。TEENIE WEENIE 品牌灵感来自于 1950 年代经典的常春藤学院风，使用卡通形象描绘 50 年代上流阶层的生活方式与穿着守则。品牌以独特的卡通形象及家族故事为品牌创作蓝本，历经多年发展，主人公 William 和 Katherine 的形象已经深入人心，在年轻消费者群体中拥有广泛的品牌认知和影响力。

图 1: TEENIE WEENIE



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2: VGRASS



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**元先:**「元先」面向国内外高净值人群，产品线包括高端工艺品、高级定制场合服饰、国潮文创礼品等。公司位于南京的云锦博物馆，目前承担云锦历史传述、织造技艺传承、云锦传世品和文物复制品的展示，以及云锦产品的销售功能。

图 3: 元先织锦图

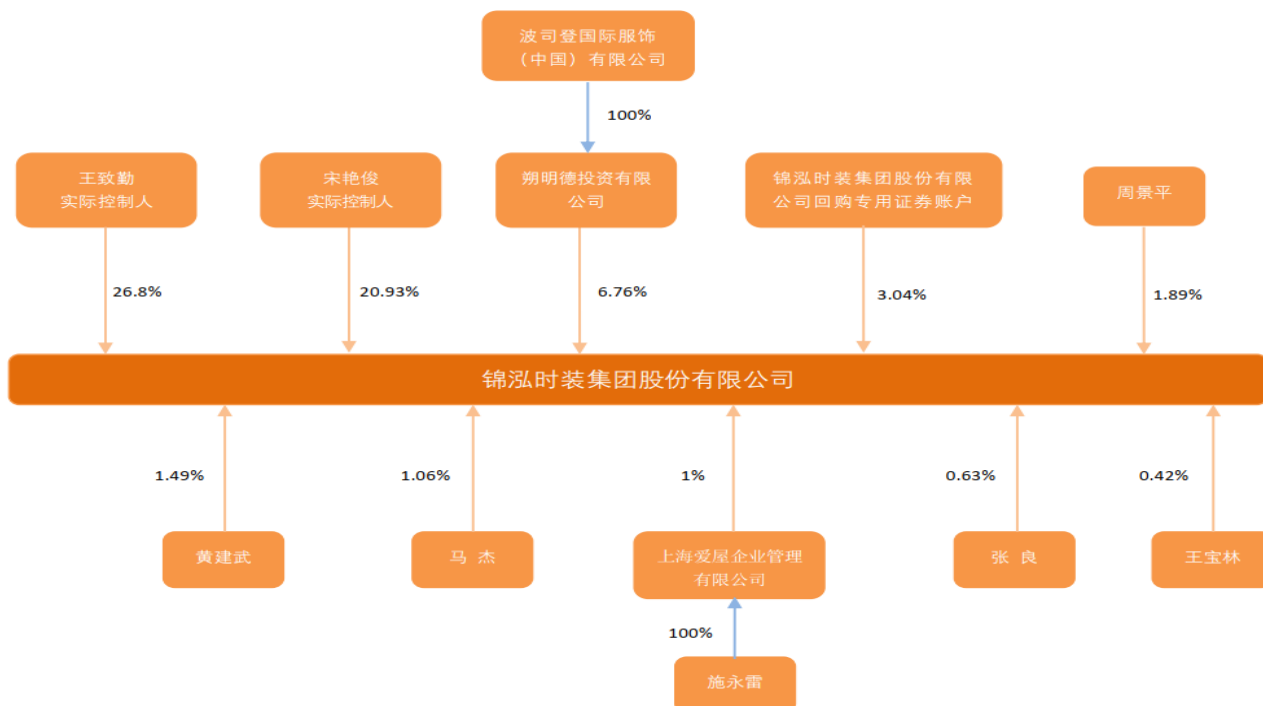


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.2. 整体股权结构稳定，为持续健康发展奠定基础

公司控股股东持股比例较高且结构较为稳定。截至 2020 年 12 月 31 日，王致勤、宋艳俊和朔明德投资有限公司（由波司登国际服饰有限公司 100%持股）为公司前三大股东，共持有公司 54.49%股权。王致勤持股 26.8%，宋艳俊持股 20.93%，成为公司实际控制人。

图 4：公司股权结构示意图（截至 2020 年 12 月 31 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. TEENIE WEENIE 打造潮流风向标，抖音电商激活二次成长

### 2.1. TEENIE WEENIE 深耕校园制服风，拟定增收购剩余 10%股权

TEENIE WEENIE 面向 Z 世代消费群体及儿童，随着时代和年轻人生活习惯的变迁，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。

该品牌自身拥有极其丰富的 IP 资产矿山。公司对 18 只小熊家族卡通形象、小熊家族及 TEENIE WEENIE 品牌故事、品牌 LOGO 及商标使用权等，进行深度挖掘与加工，与头部供应链经销商资源合作，向客户提供除服饰产品之外的其他 TEENIE WEENIE IP 资产周边产品，以带给粉丝们对小熊家族关于“青春、梦想与温暖”的情感共鸣。

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。

图 5: TEENIE WEENIE 小熊家族



资料来源：公司公告，天风证券研究所

近期公司发布非公开发行方案，拟募资 6.1 亿元，其中使用募集资金 2.95 亿元收购衣念上海持有的 TEENIE WEENIE 10%股权。交易完成后，公司控制 TEENIE WEENIE 100%股权。在 2017 年公司收购 TEENIE WEENIE 90%股权时，交易双方确定的交易价格较标的资产账面净资产增值幅度较高，形成账面价值 22.65 亿元的商誉和账面价值约 14.90 亿元的无形资产。2020 年公司根据减值测试情况，对 TEENIE WEENIE 品牌资产业务商誉和品牌无形资产组计提商誉减值准备 4.69 亿元，计提无形资产减值损失约 2.69 亿元。

### 2.2. 发力线上新渠道，线上快速成长带动线下提效

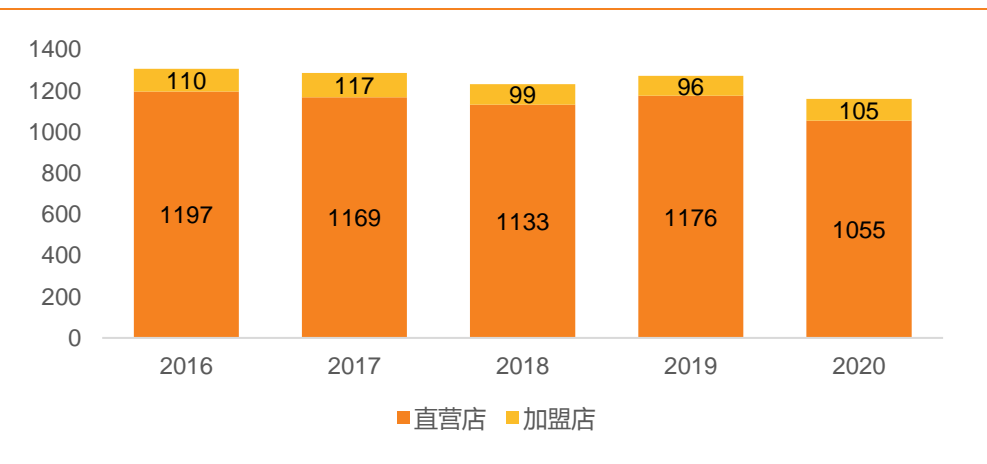
**线上销售方面**，公司拟加大对直播电商、小程序、自媒体等新零售渠道的投入，组建自营运营团队，进一步加强线上运营能力。线上销售将注重客户从公域流量向私域流量的转化，增强流量获取能力，打造互动性更强的消费体验，使公司产品辐射多层次消费群体。

2017、2018、2020年 TEENIE WEENIE 品牌女装在天猫双十一女装销售额总排名分别为第十名、第九名、第十名，已成为天猫平台女装品类的重点合作品牌。2020年，TW 收入 23.07 亿元，其中线上收入 6.36 亿元，同比增长 37%，占 TW 全年收入的 28%，占锦泓电商收入的 76%，占公司收入的 19%。

**线下销售方面**，线上项目实施后带动线下提效，线下门店将提供交互性和趣味性更强、更加舒适便捷的购物体验，并依靠物联网、人工智能等技术开展产品的针对性推介，实现“千人千面”的精细化运营。

TEENIE WEENIE 品牌在延续其历史渠道布局的同时，近年来也在集团资源协调下加快进驻高端购物中心和高端百货的进度。同时，公司也在国内奥特莱斯渠道有所布局，以形成综合强大的线下营销网络体系。在全国超过 190 余个城市开设超过 1100 家门店，营造高档独特的品牌形象。

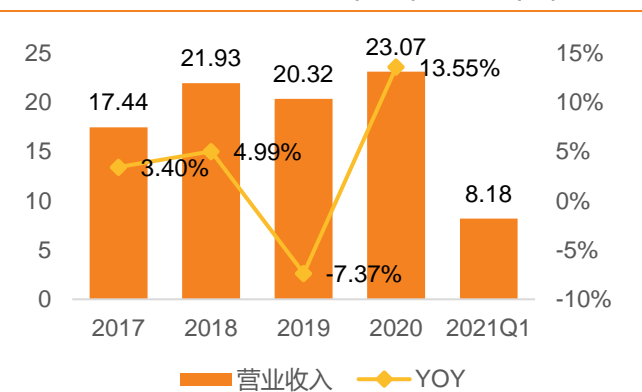
图 6: 2016-2020 年 TEENIE WEENIE 门店数量 (家)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

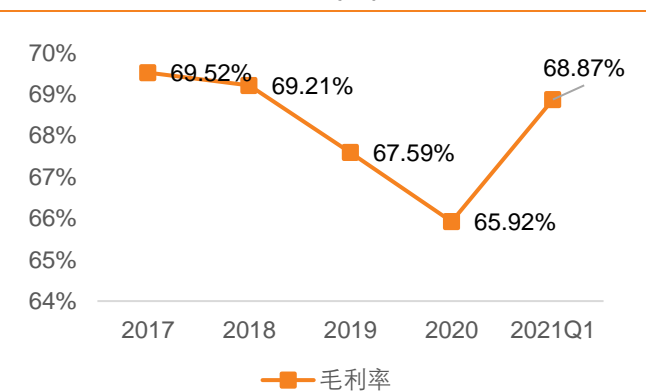
2021Q1 TEENIE WEENIE 品牌营收 8.18 亿元 (+103.94%), 毛利率 68.87% (+5.41pct), 财务改善明显; 净利 1.2 亿元。

图 7: TEENIE WEENIE 营业收入 (亿元) 及 YOY (%)



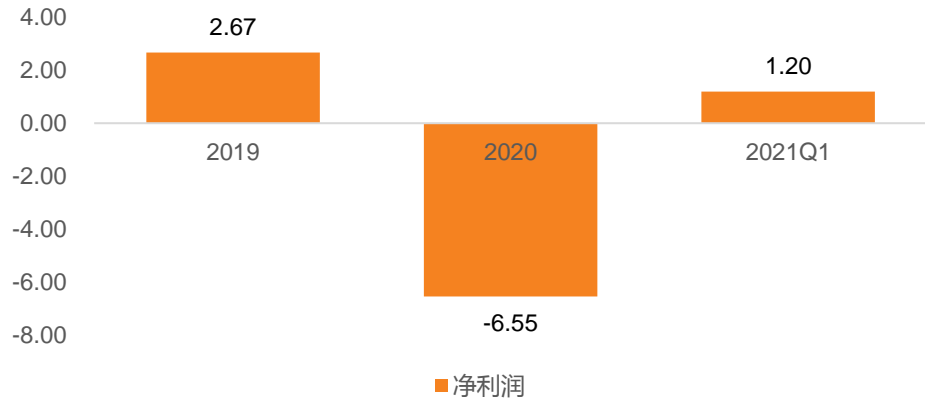
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 8: TEENIE WEENIE 毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

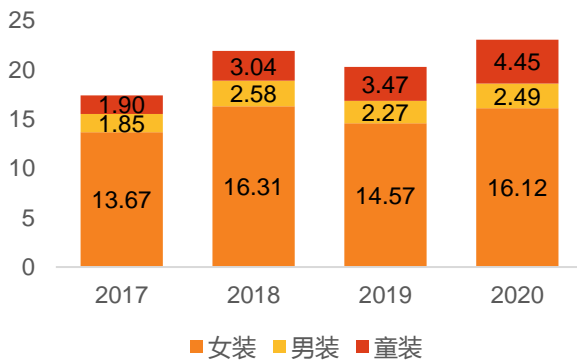
图 9: TEENIE WEENIE 净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

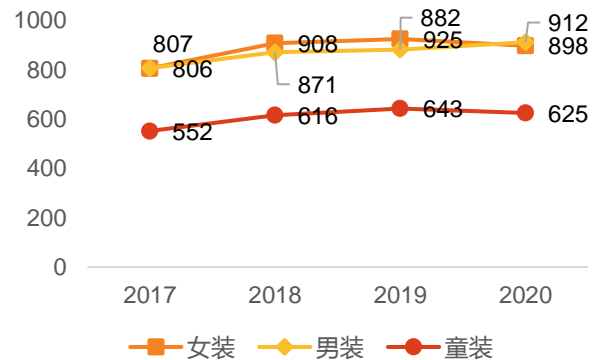
2020 TEENIE WEENIE 品牌营收 23.07 亿元 (+13.55%), 其中女装收入 16.12 亿元 (+10.63%), 男装收入 2.49 亿元 (+9.75%), 童装收入 4.45 亿元 (+28.29%)。从吊牌价格来看, 女装均价为 898 元 (-3%), 男装 912 元 (+3%), 童装 625 元 (-3%)。

图 10: TEENIE WEENIE 收入细分 (亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 11: TEENIE WEENIE 吊牌价格 (元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

在 2018-2020 年, 该品牌占公司总营收均为 65%以上, 公司通过对覆盖线上线下的全渠道营销网络进行改造升级, 利用 TEENIE WEENIE 的高品牌影响力与品牌粘性, 有望在 2021 年全年实现高水平增长。

### 3. VGRASS、元先构建立体多品牌金字塔矩阵

#### 3.1. 多品牌金字塔矩阵提升竞争力

公司自有多个品牌形成金字塔品牌矩阵, 构建立体品牌定位布局, 覆盖广泛消费客群。

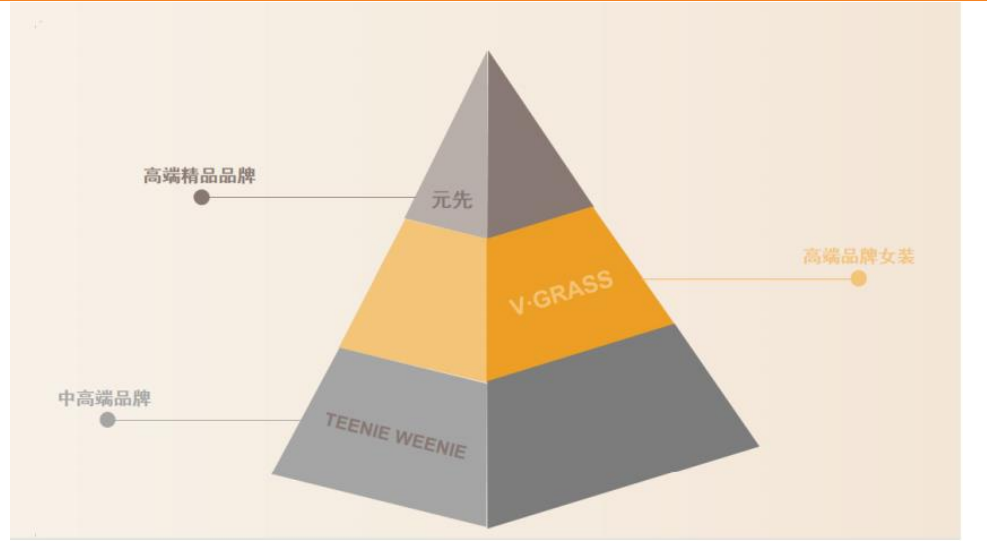
除 TEENIE WEENIE 覆盖中高端产品线以外, 公司还有 VGRASS、元先品牌分别覆盖高端和奢侈品产品线。各品牌以事业部形式独立运营, 在保持独立经营的同时, 又形成了相互协调与资源共享的良性竞争的生态圈, 共同推动公司的创新发展。

VGRASS 品牌定位于中国高端女装一线品牌, 目标客群为优雅、知性的千禧一代女性。

[元先] 品牌定位于正宗云锦工艺和中国文化元素特征的奢侈品品牌, 目标客群覆盖国内外高净值人群。各品牌在研发设计方面完全独立、在供应链和营销渠道等方面充分协作和资源共享, 共同提升集团品牌群的整体实力。



图 12：立体化多品牌金字塔矩阵



资料来源：公司公告，天风证券研究所

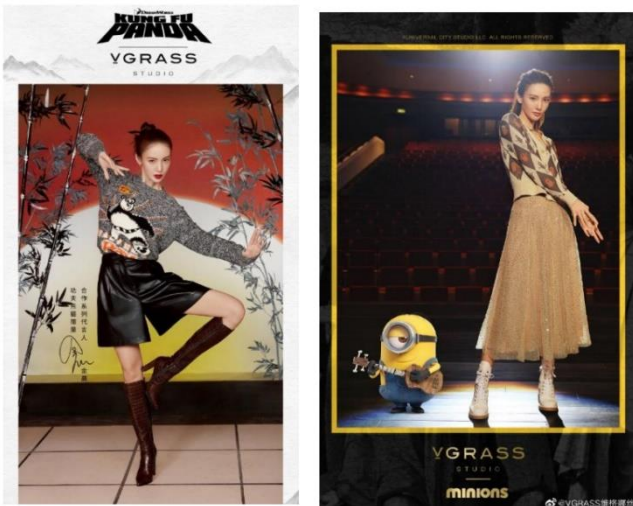
多品牌模式有助于公司扩大目标消费群体范围，满足消费者多元化、多样化、个性化的需求，提高客户黏性。同时又能丰富公司的品牌文化、提高公司影响力，在国内外目标市场上不断将产品竞争转化为品牌竞争，为公司业绩提供更多增长点，增强公司的持续盈利能力和抗风险能力。

### 3.2. 明星代言+IP 营销凸显品牌影响力

公司不断强化品牌营销推广，提升品牌影响力和品牌粘性。

- 1) 集团旗下品牌聘请金晨、赵露思等明星代言。
- 2) 与其他知名公司和品牌，如环球影业的卡通 IP「小黄人」、梦工厂动画片「功夫熊猫」、腾讯游戏、Feiyue、INSTAX、KAKAO FRIENDS 等进行跨界联名合作，推出联名款服饰、礼盒，扩大品牌影响力。

图 13：金晨代言 VGRASS



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：跨界联名合作



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4. 2021 年服装行业轻装上阵，品牌及渠道力持续完善

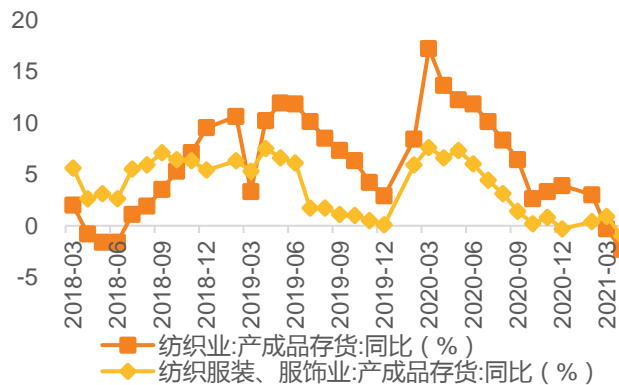
### 4.1. 库存去化加快，现金回笼显著优化资产质量

2020 年全年社会消费品零售总额 391981 亿元，比上年减少 3.9%。限额以上服装鞋帽、针、纺织品类商品零售类累计 12365 亿元，同比累计减少 6.6%。全年全国网上零售额 117601 亿元，比上年增长 10.9%。其中，实物商品网上零售额 97590 亿元，增长 14.8%，占社会消费品零售总额的比重为 24.9%，比上年提高 4.2 个百分点。

**2020Q3 起品牌服装拐点已现。**2020 年一季度，新冠疫情对服装行业冲击显著。但自二季度起，伴随国内疫情逐步缓解，经济运行稳步复苏，境外消费回流，线下实体门店恢复营业并渐进延长营业时间，电商新零售等新兴渠道加速布局，服装消费呈现了明显的逐季改善。2020 年初新冠疫情的冲击使得服装行业进入新一轮较为明显的库存周期中，逐步经历了 2020 上半年的被动补库存，及 2020 下半年的主动去库存。考虑到服装公司疫情后普遍进行了砍单，并通过电商、奥特莱斯等渠道加大打折促销力度，行业库存规模快速减少。自 2020 年三季度起，品牌服装存货拐点已现，在需求端逐步企稳及存货去化顺畅的背景下，服装板块资产质量为近年最优：存货水平较低、现金流强，蓄势待发。

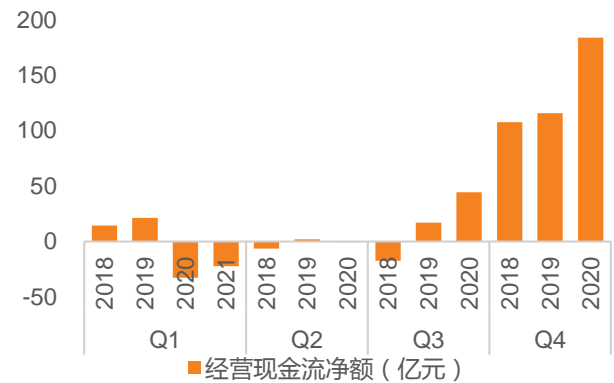
在需求端逐步企稳的背景下，2021 年服装行业有望轻装前行，进入 2021 上半年“谨慎备货”下的被动去库存，以及 2021 下半年“重启扩张”下的主动补库存，有望对业绩形成强力支撑。疫情之后，服装上市公司普遍减少新品备货，并持续加快库存去化回笼现金，经营活动现金流自 2020 年二季度起已显著改善，可以初步判断当前服装品牌类上市公司的资产质量处在近年的最优状态。

图 15：纺织企业产成品存货增幅呈快速减少趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：品牌服装板块经营现金流显著改善



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 4.2. 新零售+电商数字化转型升级，长期增长可期

传统线下渠道之外，新兴渠道是不容忽视的一个重要因素。据国家统计局显示，2021 年 2 月-4 月我国穿类实物商品网上零售额累计增长分别为 44.3%、39.6%、33.8%。

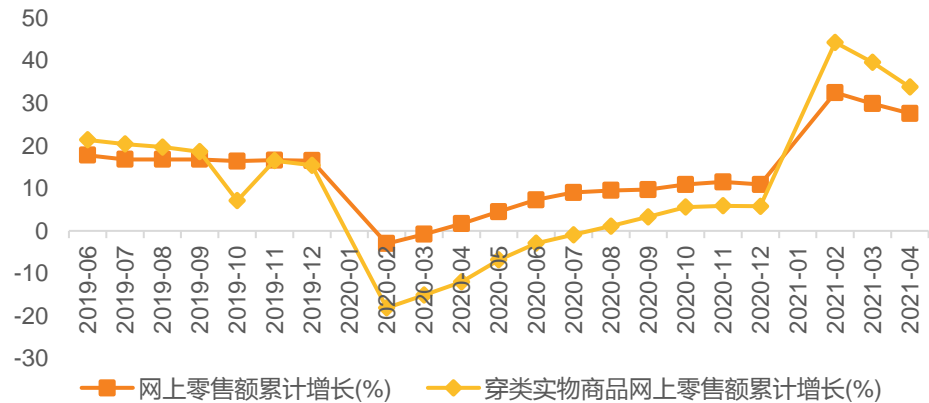
服装消费高频非标、需求多元、进入门槛较低，因而对渠道表现出较高的依赖度，历次行业竞争格局的快速演变多源于流量迁徙所带来的渠道变革。

伴随技术升级和渠道变迁，品牌商拥有越来越多的方法和工具来提升品牌运营效率，尤其 2020 年疫情加速了品牌新零售渠道的布局。新零售背景下，品牌服装企业的模式将转为「销售额=零售场景×链接数×转化率×客单价」。

**零售场景端**，从微博、小红书等社交平台，到抖音、快手等短视频平台及直播电商平台等，前端场景更加分散和多元，但同时流量背后消费者的数据颗粒度也更为细化，各个圈层的可触达、可识别、可运营性更强。

**货品端**，海量电商数据所反馈的消费趋势+实时销售的获取，数据的丰富度和及时度更高，有助于更为高效的企划反哺和供应链反馈。新零售背景下，优质的服装品牌已经在借力数字化手段进行转型升级，新技术赋能下的品牌长期增长可期。

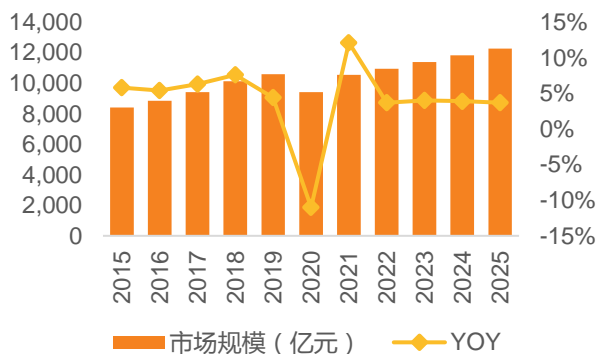
图 17：2019-2021 年网上零售额累计增长 (%) 与穿类实物商品网上零售额累计增长 (%)



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

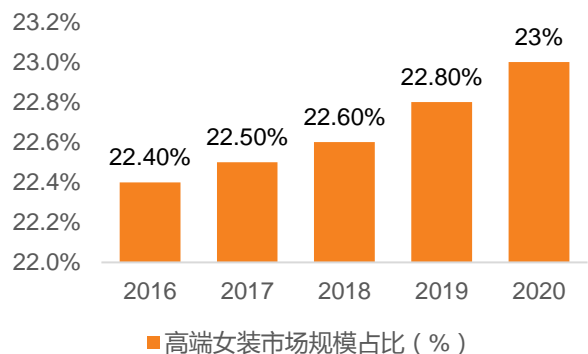
**国内女装市场规模逐步扩大，中高端女装占比稳步提升。**根据欧睿国际数据，2011-2019 年我国女装行业市场规模由 6196 亿元增长至 10573 亿元，CAGR 达 6.91%，目前处于成熟期。高端女装在整体女装市场占比逐步提升，其中 2020 年市场规模约占整体女装市场的 23%。我国高端女装行业增长趋势明显，市场规模逐步扩大，正处于成长阶段。

图 18：2015-2020 年中国女装市场规模稳步增长



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 19：高端女装市场规模占整体女装市场比例逐步提升



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

### 4.3. 线上线下渠道融合，品牌力奠定竞争优势

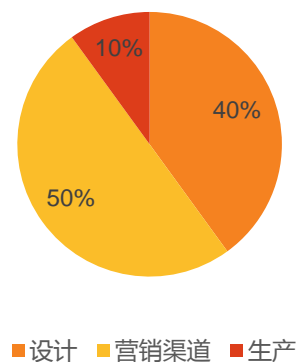
#### 4.3.1. 加速渠道融合，推动自主品牌快速成长

在行业模式升级的背景下，精细化运营和品牌影响力成为品牌服装企业两大主要发展动力。在服装产业价值链分布中，设计约占 40%，营销渠道约占 50%，生产约占 10%，即设计和营销处于价值链的顶端，生产加工处于价值链的底端。

在宏观经济增速放缓、行业竞争加剧、销售渠道变迁等因素影响下，中国品牌服饰企业原有的依靠门店扩张带动业绩增长的经营模式难以为继，行业整体由外部开店促增长转变为单店内生增长。强大的品牌影响力和良好的终端渠道越来越重要，过去单纯依靠制造环节低成本的价格优势占领市场的竞争模式将逐渐退出历史舞台。

对于以线下直营为主的服装设计零售企业，加强线上线渠道融合，拓展高收益新渠道，发展多渠道零售将是未来主要转型方向。通过加强微信、微博等自媒体平台运营，加大对线上渠道的投入，包括天猫、唯品会、抖音等各类电商平台，从而提升公域流量和销售的转化率，推动线上销售的增长。除此之外，精准布局网络营销、贴近市场潮流动态、精准定位年轻潮流人群，并联合相关机构，通过前期人群运营规划，结合知名头部主播及流行的在线平台，帮助品牌实现宣传及销售的一系列联动，从而实现年轻潮流客群和线上销售的快速增长。

图 20：服装产业价值链分布



资料来源：维格娜丝招股说明书，天风证券研究所

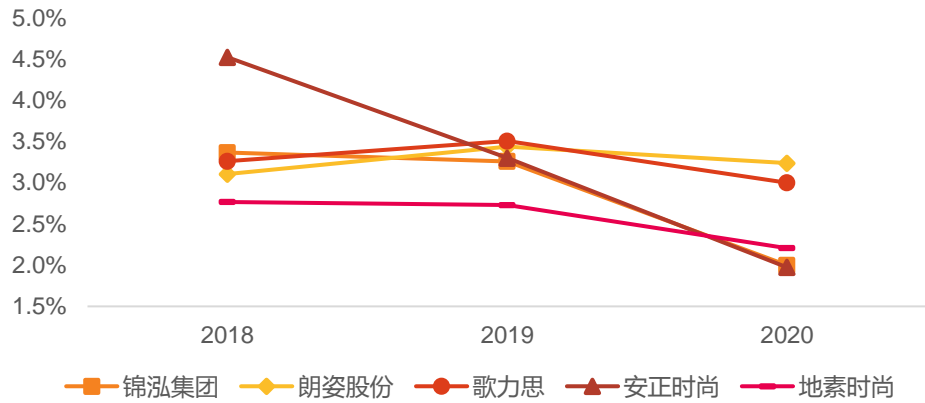
#### 4.3.2. 大力提升设计研发水平，品牌差异化奠定竞争优势

**国际品牌带来压力的同时培育了消费市场。**随着我国经济的持续增长和居民收入的增加，中国女装消费市场容量迅速扩大，在国际一线品牌 CHANEL、Louis Vuitton、DIOR、BURBERRY 等进入国内市场后，一些快时尚服装品牌 UNIQLO、GAP、ZARA、H&M 等也陆续登陆中国市场。国际品牌的加速进入，一方面加剧了行业的竞争，为国内女装企业带来一定的经营压力；另一方面强化了消费者的品牌消费意识，使品牌消费逐渐成为服装消费的主流，为国内品牌服装企业创造了更好的发展空间。

**我国服装设计研发水平不断提升。**随着市场规模的持续扩张和消费升级，国内消费者购买力提升以及对时尚资讯的获取渠道愈加丰富，女性消费者对服装的配色、版型、款式等的要求也更加多样化、个性化和差异化。虽然当前中国在女装的设计及生产上仍在向国际潮流趋势学习，但多年的经验积累和与国际前沿设计师交流的加深也使得我国服装的设计水平不断提升。设计能力塑造的品牌形象和整体调性可以带来较高的品牌溢价，而成功的女装品牌也在通过增加研发设计的投入来提高自主创新和设计能力，以此获得更高的品牌溢价。

**研发水平成为品牌溢价的关键因素。**2020 年，A 股上市公司中，以中高端女装为主营业务的朗姿股份、锦泓集团、歌力思、地素时尚及安正时尚，各公司研发支出总额占营业收入比例在 2%-3.3%之间，研发设计水平已成为决定品牌溢价的关键因素。

图 21：2018-2020 年中高端女装企业研发费用率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 多品牌矩阵奠定竞争优势，渠道融合助力业绩稳增

### 5.1. 渠道：网络精准布局，开发抖音、快手等新零售渠道

集团大力推进多渠道融合新零售模式，加速由传统线下渠道向线上转型，并拓展渠道多元化。

- 1) 在原有的传统电商平台之外，开发了微信小程序，通过私域流量导入进行线上销售；
- 2) 联合相关机构，通过前期人群运营规划，结合知名头部主播及流行的在线平台，帮助品牌实现宣传及销售的一系列联动，实现年轻潮流客群的快速增长；
- 3) 在抖音、快手等短视频平台进行自营直播销售，并取得了优异的效果；
- 4) 通过「云仓」商品管理系统，实现商品在各渠道中的高效流转，力求在任何时间、任何地点、任何渠道为客户提供优质的产品和服务，从而充分满足移动互联网时代碎片化、移动化、个性化、多元化的消费诉求。

线上销售将注重客户从公域流量向私域流量的转化，增强流量获取能力，打造互动性更强的消费体验，使公司产品辐射多层次消费群体。

### 5.2. 产品：差异化设计优势互补，快反柔性供应链持续赋能

#### 5.2.1. 国际化研发设计&传统织造技艺并行

公司拥有丰富的国际化设计运营经验。在韩国首尔、中国上海、中国南京均设有国际研发设计中心和国际化设计师团队，多年来坚持自主设计，并与欧美知名面料厂商合作开发专有面料，自主研发能力不断提升。

公司拥有正宗传承的云锦制造技艺。云锦为我国传统提花多彩锦类丝织物，位居我国“四大名锦”之首。公司于 2015 年收购国内唯一的云锦专业研究机构——南京云锦研究所，并通过不断尝试将云锦与现代设计、现代艺术相结合，打造具有中国文化元素的奢侈品品牌「元先」，开发适合国内外高净值人群的高端工艺品、高级定制场合服饰及国潮文创礼品等。

随着我国经济和政治地位的提升，国际时尚圈青睐中国元素，为云锦品牌的发展提供了优良的契机，云锦也屡次登上巴黎高级时装秀、米兰世博会、中国进博会等国际舞台。

图 22：南京云锦研究所复制明代织成「龙袍」料



明代织成「龙袍」料（公司旗下南京云锦研究所复制）

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 5.2.2. 成熟供应链体系提供品质速度双重保证

公司拥有成熟的供应链体系。

- 1) 除在国内和东南亚与战略代工厂长期合作以外，还在南京拥有自有生产工厂，可以满足品牌发展过程中对供应链快速反应及柔性生产提出的需求。
- 2) 自有工厂不断推进生产工艺的研发和应用推广，拥有多项实用新型专利，产品大货准交率和追单平均周期处于行业领先水平。
- 3) 持续培育高端生产小组，不断寻求与国际一线品牌合作的供应商资源，为集团旗下品牌提档升级提供充足的资源储备。

公司在高端时装市场竞争中，保有集设计研发、版型研发、面辅料采购、生产制造、物流配送以及零售调拨功能的完整供应链体系，以保证品牌对产品上市速度以及品质的双重要求。除此之外，公司还积极与国际知名品牌进行授权合作，自有工厂获得美国环球及迪士尼的 FAMA 授权。

图 23：美国环球&迪士尼 FAMA 授权



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 5.3. 运营管理：线下运营能力+数字化管理，助推企业长期稳定成长

线下方面，集团旗下品牌依托集团多年来在服装零售行业的资源积累，具有强大的以直营为主的线下销售渠道优势。

门店数量上，截至 2020 年底，公司拥有 1355 家线下门店，根据各品牌定位，分布在全国各线城市相应定位的百货商场和购物中心。

- 1) 高端品牌 VGRASS 在国内一线城市、省会城市，及二、三线城市的核心商圈的高端百货和购物中心占据优势位置，如北京 SKP 购物中心、南京德基广场、上海恒隆港汇、深圳益田假日、重庆 IFS 等。
- 2) 中高端品牌 TEENIE WEENIE 在延续其历史渠道布局的同时，加快进驻高端购物中心和高端百货进度。

同时，公司也在国内奥特莱斯渠道有所布局，以形成综合强大的线下营销网络。

图 24: TEENIE WEENIE 门店



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**数字化集团管理体系精准赋能。**集团旗下品牌在设计资源、高端面料与生产供应商资源、工艺技术应用、多元化销售渠道资源方面，可以实现集团旗下品牌间的资源共享，提升多品牌集群的整体竞争力。

同时，通过 SAP，ERP，CRM 等系统的导入和不断迭代，公司建立了支持各事业部产品研发，销售管理、供应链管理、物流管理及财务管理等方面的综合管理体系。在满足多业务部门间信息及时准确传递的同时，为品牌运营经营分析提供数据基础，有力支撑了集团管理水平的不断提升和优化，促进企业的长期稳定发展。

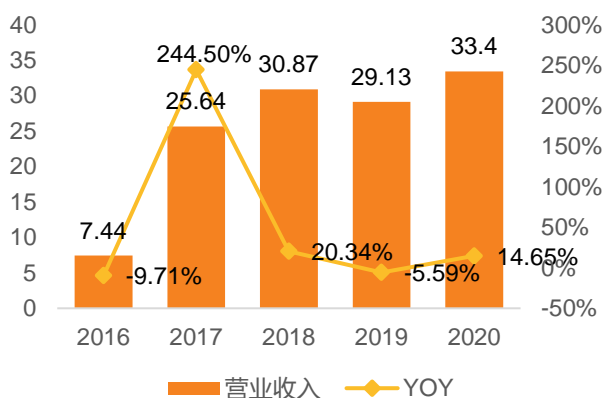
## 6. 业务营收稳步增长，盈利和营运能力均稳中有升

### 6.1. 营业收入稳定增长，多品牌多品类业务成长可期

公司整体业绩保持稳定增长，2020 年营收达 33.4 亿元，同比增长 14.56%，归母净利润-6.24 亿元，同比减少 627.91%，合并报表的亏损主要是由于对商誉和无形资产计提减值造成，但公司经营的基本面稳中向好。2021Q1 业绩表现亮眼主要系 2020 年同期受疫情影响销售减少，21Q1 销售恢复较快增长。

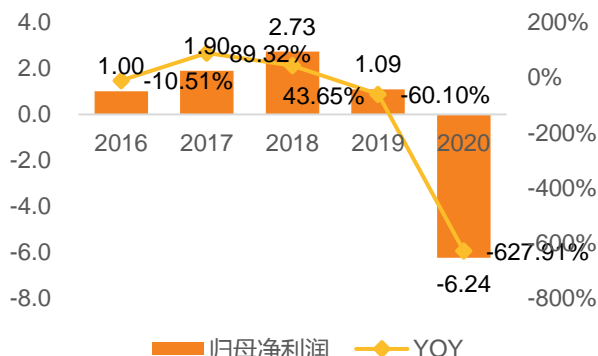
**分品牌来看**，2018-2020 年 VGRASS 营收占比逐年增长，其他品牌营收占比稳定。2020 年 VGRASS 营收达 10.01 亿元 (+18.06%)，占比 30.10%；云锦营收达 0.18 亿元 (-22.83%)，占比 0.53%；TEENIE WEENIE 营收达 23.07 亿元 (+13.55%)，占比 69.37%。

图 25：2016-2020 年公司总营收稳步增长（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

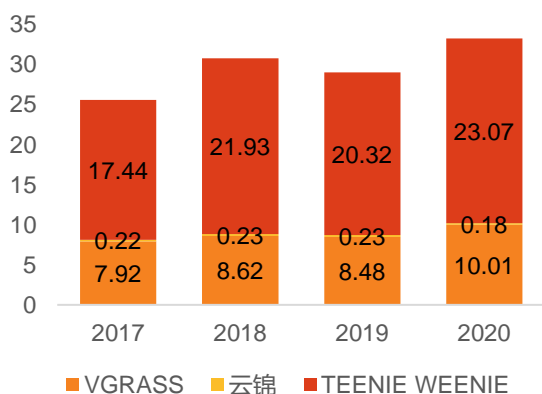
图 26：2016-2020 年公司归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

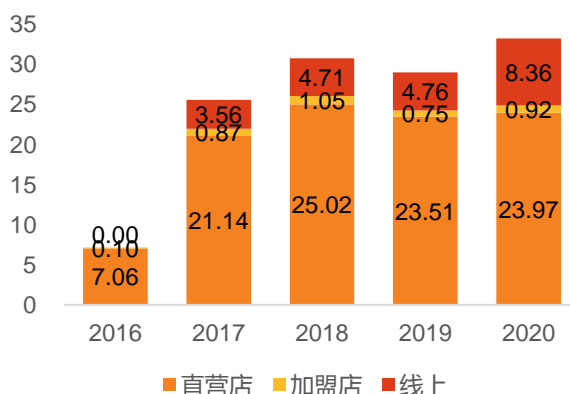
**分渠道来看**，2020 年公司直营渠道营收 23.97 亿元 (+1.94%)，营收占比 72.07%；加盟渠道营收 0.92 亿元 (+22.29%)，占比 2.77%；线上渠道营收 8.36 亿元 (+75.89%)，占比 25.15%。VGRASS 品牌线上业务基本从零起点增长至 2.00 亿元 (1,784%)，占比 6%；TEENIE WEENIE 品牌线上收入 6.36 亿元 (+37%)，占比 28%。线上渠道营收大幅增加主要系公司 2020 年以来在进一步加强微信、微博等自媒体平台运营的基础上，不断加大对线上渠道的投入，在包括天猫、唯品会、抖音等各类电商平台多次发力，不断提升公域流量和销售的转化率，推动线上销售的增长，极大缓解了疫情对公司业务的冲击。

图 27：2020 年 TEENIE WEENIE 品牌营收达 23.07 亿元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 28：2020 年公司加盟店营收占比 60%以上（亿元）



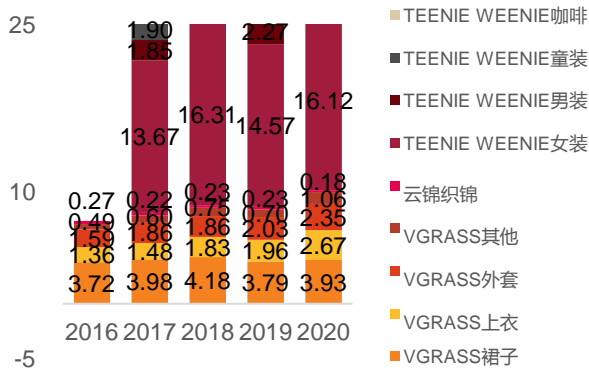
资料来源：公司公告，天风证券研究所

**分产品来看**，2020 年 TEENIE WEENIE 女装占公司营收近五成，在近三年呈小幅减少态势。2018-2020 年 VGRASS 上衣、外套，TEENIE WEENIE 童装营收占比逐年增长，2020 年分别达 8.03%、7.06%、13.40%。公司 2020 年 VGRASS 裙子营收达 3.93 亿元，占比 11.82%；VGRASS 其他营收达 1.06 亿元，占比 3.19%；云锦织棉营收达 0.18 亿元，占比 0.53%。

**分销售区域来看**，除去线上销售部分，2020 年度华东地区贡献营收占比最多，分别为 29.34%。华东地区的安徽、福建、江苏、江西、山东、浙江、上海都是公司主要销售区域。其次是西南地区，为 11.83%。

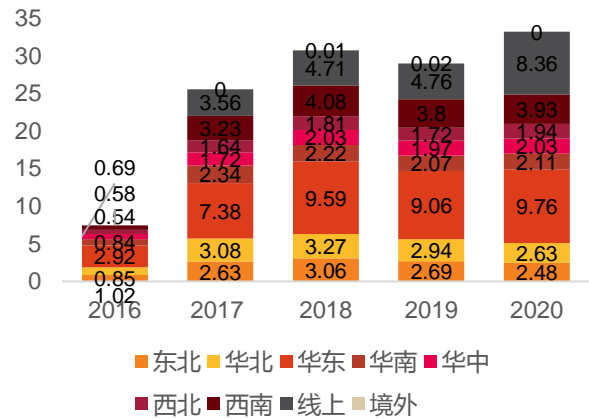


图 29：2016-2020 年各产品类型收入（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 30：2016-2020 年公司营收按销售区域划分（亿元）



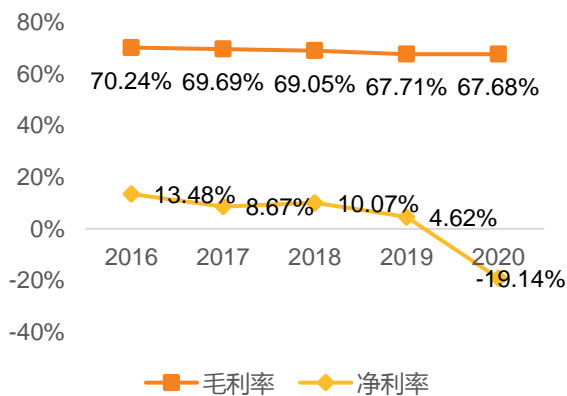
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 6.2. 毛利率维持较高水平不变，费控能力稳步提升

2020 年公司整体毛利率 67.68%，近五年毛利率维持在 67% 以上，保持稳定；净利率 -19.14%，亏损主要是由于公司 2020 年对 TEENIE WEENIE 业务计提商誉减值和无形资产减值，但公司经营基本面稳中向好。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 0.88 亿元。随着疫情好转，销售逐渐恢复，2021Q1 毛利率 70.51%，净利率 8.83%。

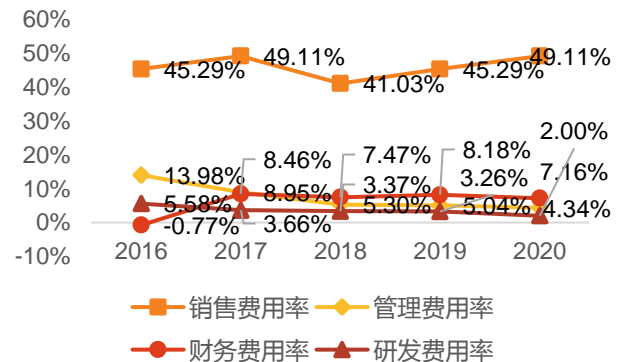
从费控能力来看，公司费用率整体保持稳定，管理费率及财务费率及研发费率保持较低水平，管理费率呈逐年缩减态势，2020 年管理费用率同比减少 0.70pct，其中，管理人员薪酬减少 0.12 亿元；意大利子公司停止经营，其店铺房租重分类至管理费用，导致房租费用增加，客观上展示出公司内部管理效率的逐步提升。

图 31：2016-2020 年公司净利率及毛利率（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 32：2016-2020 年公司费用率情况（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

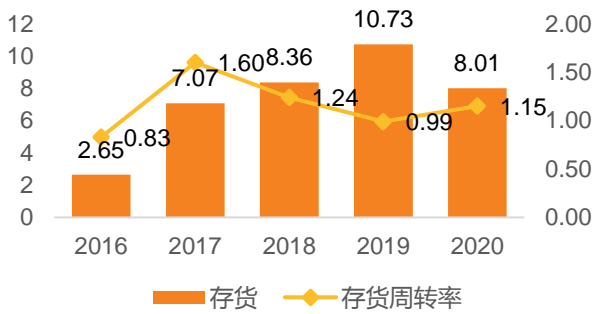
## 6.3. 存货&应收账款规模逐渐改善，现金流保持增长

2018-2020 年及 2021Q1 公司存货规模分别为 8.36 亿、10.73 亿、8.01 亿、7.05 亿，整体呈逐渐减少趋势。2019 年存货较上期末增加 28%，主要系公司销量预测失误与新品入库提前。2020 年公司降低订货额，加速消化老品，有效地控制了期末库存存货，也使 2021Q1 存货规模有所减少。

2020 年公司应收账款规模同比有所减少，2020 年达 4.50 亿元（-13.92%），应收账款周转率达 6.87。2021Q1 公司应收账款 3.97 亿元（13.75%），应收账款周转率达 2.53。2018-2020

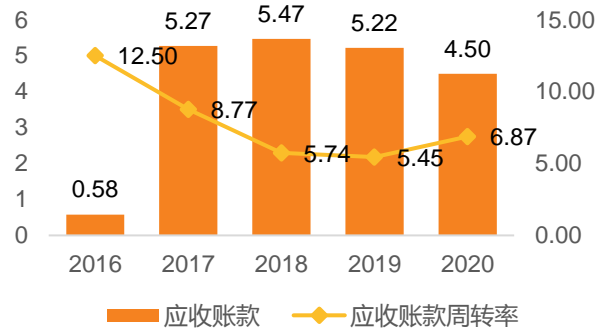
年，公司应收账款占营收比例分别为 17.72%、17.92%、13.47%，应收账款规模相对于营业收入规模较小，主要因公司是以线下直营销模式为主的中高端服装品牌企业，海外疫情蔓延导致的出行受限，加速了中国高端消费的回流。高端品牌 VGRASS 基本覆盖国内一线、省会城市及重点二、三线城市，进驻核心商圈的高端百货和购物中心。中高端品牌 TEENIE WEENIE 在延续其历史渠道布局的同时，加快进驻高端购物中心和高端百货的进度，这些都有助于公司销售回款。

图 33：2016-2020 年公司存货规模（亿元）及存货周转率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

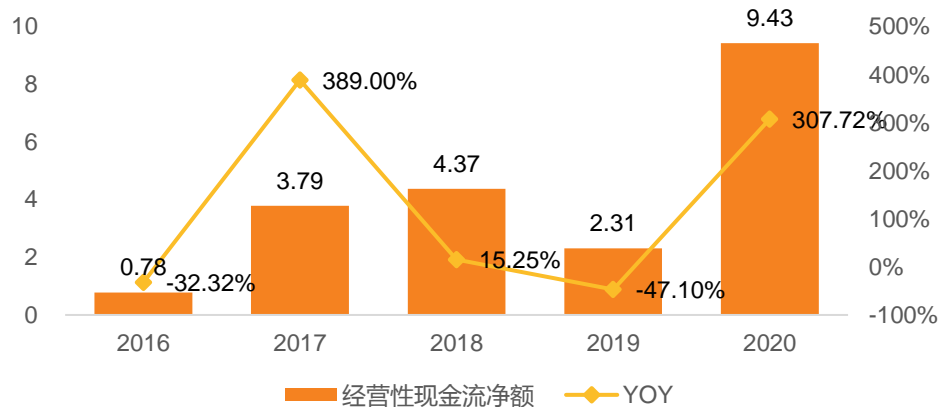
图 34：2016-2020 年公司应收账款规模（亿元）及周转率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2018-2020 年及 2021Q1 公司经营性现金流量净额分别达 4.37 亿元 (15.25%)、2.31 亿元 (-47.10%)、9.43 亿元 (307.72%)、1.62 亿元 (-38.71%)。2020 年增幅最大，主要系：①终端销售扣减商场扣点费用后的销售回款减少 0.58 亿，公司以线上渠道弥补部分线下销售缺口，整体销售回款仍有所减少；①采购支出减少 5.49 亿，本年加速消化老品库存，减少订货额，同时延长对供应商的付款周期；①薪酬支付减少 1.15 亿，2020 年公司享有一定的社保减免政策，另因线下销售减少，终端营业员薪酬减少，同时管理人员薪酬也有所减少。

图 35：2016-2020 年公司经营性现金流（亿元）及 YOY 同比增速（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 7. 盈利预测及估值

我们按渠道将公司业务划分为线上和线下部分，其中，线下又按照 3 个品牌划分为 VGRASS、TEENIE WEENIE、元先，每个品牌线下营收均由门店数与年均店效的乘积可得。

关于盈利预测，我们作出如下假设：

- (1) 在集团对线下门店不断升级迭代的前提下，VGRASS、TEENIE WEENIE 和元先品牌店效均维持一定程度的增长，尤其 TEENIE WEENIE 店效保持高速增长，元先品牌由于价位高、店效基数大，其店效增长幅度较低；
- (2) 经过疫情的冲击和重塑，线下门店整装待发，VGRASS、TEENIE WEENIE 和元先品牌均将保持一定速度的净开店；
- (3) 经过公司在以抖音为主的线上渠道持续发力，假设线上收入占比持续提升。

图 36：锦泓集团营收预测

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
线下收入 (万元)	252,454.90	260,777.74	242,652.40	248,894.23	304,186.16	367,897.01	449,347.52
门店总数	1,449	1,386	1,459	1,355	1,376	1,423	1,485
VGRASS	71,562.27	81,202.31	94,004.16	80,278.37	91,244.23	101,324.54	113,345.32
门店数	162	153	186	194	210	220	230
直营店	158	151	175	176	190	195	200
加盟店	4	2	11	18	20	25	30
店效	441.74	530.73	505.40	413.81	434.50	460.57	492.81
YOY		20.15%	-4.77%	-18.12%	5.00%	6.00%	7.00%
TEENIE WEENIE	178,687.69	177,258.61	146,378.95	166,864.60	211,155.64	260,999.24	326,249.06
门店数	1286	1232	1272	1160	1165	1200	1250
直营店	1169	1133	1176	1055	1060	1080	1120
加盟店	117	99	96	105	105	120	130
店效	138.95	143.88	115.08	143.85	181.25	217.50	261.00
YOY		3.55%	-20.02%	25.00%	26.00%	20.00%	20.00%
元先	2,204.93	2,316.82	2,269.29	1,751.27	1,786.29	5,573.23	9,753.15
门店数	1	1	1	1	1	3	5
店效	2,204.93	2,316.82	2,269.29	1,751.27	1,786.29	1,857.74	1,950.63
YOY		5.07%	-2.05%	-22.83%	2.00%	4.00%	5.00%
线上收入 (万元)	37,832.65	47,101.67	47,552.89	83,643.12	130,365.50	189,522.70	252,757.98
线上占比	14.75%	15.26%	16.32%	25.04%	30.00%	34.00%	36.00%
总营收 (万元)	256,414.28	308,560.93	291,302.24	333,990.68	434,551.65	557,419.72	702,105.50
YOY		20.34%	-5.59%	14.65%	30.11%	28.27%	25.96%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

首次覆盖给予“买入”评级，我们预计公司 2021-2023 年营业总收入分别为 43.46、55.74、70.21 亿元，同比增长分别为 30.11%、28.27%、25.96%；归母净利润分别为 4.03、5.21、6.80 亿元，对应 EPS 分别为 1.41、1.82、2.38 元，对应 P/E 分别为 16.96、13.13、10.05X。

考虑到公司主营业务为多品牌女装的设计、生产与销售，故选取可比公司如下，中高端服饰标的：欣贺股份、歌力思、地素时尚、比音勒芬，其他时尚或健康服饰：太平鸟、稳健医疗，鞋履或服饰制造商：华利集团，并依此进行相对估值。得到 2021 年行业修剪平均估值为 21.16 倍 PE，故给予锦泓集团 2021 年 21-24 倍 PE，对应目标价 30-34 元。

表 1：锦泓集团可比公司 P/E

	2021E	2022E
欣贺股份	16.70	13.51
歌力思	14.57	12.33
地素时尚	13.00	11.27
比音勒芬	21.68	17.81
太平鸟	24.29	19.91
稳健医疗	28.57	23.68
华利集团	45.69	35.87
修剪平均	21.16	17.45

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 8. 风险提示

**(1) 宏观经济波动风险：**公司主要市场在中国，可能会受到中国宏观经济影响。公司旗下服饰产品主要销售市场在中国，若中国经济政策、形势发生重大变化，消费者预期收入减少，将很可能降低服饰消费频次，减少服饰消费金额，可能制约服饰类产品的市场需求，进而影响公司经营业绩和财务状况。

**(2) 行业竞争风险：**国内高端时装行业竞争对手众多，面临行业竞争风险。服装行业是市场化程度较高、竞争较为激烈的行业，尤其是高端时装行业。国内高端时装市场空间较大，已有国内知名时装企业初具规模但尚无行业巨头，品牌集中度低，同时还要面临国际奢侈品牌及国外二线品牌的竞争，行业竞争激烈。若不能采取有效措施，积极应对行业竞争，则市场占有率和盈利水平将面临减少的风险。

**(3) 财务风险：**集团以融资和自有资金进行并购业务，存在财务风险。锦泓集团并购 Teenie Weenie 品牌资产和业务，公司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。

**(4) 其他：**公司自然人股东股权质押比例过高，或对公司经营策略产生限制等风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	784.56	808.38	378.80	603.21	561.68
应收票据及应收账款	522.40	449.68	1,008.02	528.55	1,406.86
预付账款	42.16	39.33	56.81	70.39	88.32
存货	1,073.22	801.43	1,545.04	1,574.95	2,254.05
其他	69.31	59.33	103.22	107.31	140.48
<b>流动资产合计</b>	<b>2,491.65</b>	<b>2,158.15</b>	<b>3,091.90</b>	<b>2,884.41</b>	<b>4,451.39</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	88.91	84.86	104.05	142.94	180.65
在建工程	4.49	2.19	37.32	70.39	72.23
无形资产	1,549.17	1,280.50	1,272.70	1,264.90	1,257.10
其他	2,809.78	2,101.40	1,989.72	2,004.13	2,008.35
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,452.35</b>	<b>3,468.95</b>	<b>3,403.78</b>	<b>3,482.36</b>	<b>3,518.34</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,944.91</b>	<b>5,627.10</b>	<b>6,495.98</b>	<b>6,367.17</b>	<b>7,969.96</b>
短期借款	118.26	12.00	0.00	0.00	564.31
应付票据及应付账款	185.29	294.71	194.95	459.89	393.89
其他	2,649.68	339.19	2,114.25	1,365.28	2,217.02
<b>流动负债合计</b>	<b>2,953.24</b>	<b>645.90</b>	<b>2,309.20</b>	<b>1,825.16</b>	<b>3,175.22</b>
长期借款	492.62	2,377.06	1,401.88	1,043.78	590.90
应付债券	613.82	642.77	418.86	558.49	540.04
其他	18.14	14.49	17.69	16.77	16.32
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,124.58</b>	<b>3,034.32</b>	<b>1,838.43</b>	<b>1,619.04</b>	<b>1,147.26</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,077.81</b>	<b>3,680.22</b>	<b>4,147.63</b>	<b>3,444.20</b>	<b>4,322.49</b>
少数股东权益	277.52	0.00	48.50	111.25	170.65
股本	252.38	252.42	285.43	285.43	285.43
资本公积	1,210.39	1,197.08	1,197.08	1,197.08	1,197.08
留存收益	2,268.83	1,631.78	2,014.43	2,526.29	3,191.39
其他	(1,142.02)	(1,134.38)	(1,197.08)	(1,197.08)	(1,197.08)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,867.10</b>	<b>1,946.89</b>	<b>2,348.36</b>	<b>2,922.97</b>	<b>3,647.47</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,944.91</b>	<b>5,627.10</b>	<b>6,495.98</b>	<b>6,367.17</b>	<b>7,969.96</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	134.56	(639.25)	402.79	520.54	680.22
折旧摊销	125.02	111.10	13.49	15.83	18.24
财务费用	248.46	248.18	304.63	194.92	173.17
投资损失	0.00	0.00	(50.00)	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	(275.76)	523.98	(197.20)	(289.78)	(471.19)
其它	(1.10)	698.58	51.05	63.82	60.75
<b>经营活动现金流</b>	<b>231.18</b>	<b>942.59</b>	<b>524.75</b>	<b>455.33</b>	<b>411.18</b>
资本支出	18.22	(950.95)	56.80	80.92	50.45
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(657.19)	913.67	(67.10)	(111.02)	(50.29)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(638.97)</b>	<b>(37.29)</b>	<b>(10.30)</b>	<b>(30.10)</b>	<b>0.17</b>
债权融资	3,182.65	3,074.71	2,487.68	2,491.52	2,228.28
股权融资	(133.11)	(258.18)	(334.31)	(194.92)	(173.17)
其他	(3,101.81)	(3,183.05)	(3,097.40)	(2,497.42)	(2,507.99)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(52.27)</b>	<b>(366.52)</b>	<b>(944.02)</b>	<b>(200.82)</b>	<b>(452.88)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(460.06)</b>	<b>538.79</b>	<b>(429.57)</b>	<b>224.41</b>	<b>(41.53)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>2,913.02</b>	<b>3,339.91</b>	<b>4,345.52</b>	<b>5,574.20</b>	<b>7,021.06</b>
营业成本	940.68	1,079.58	1,308.00	1,683.41	2,120.36
营业税金及附加	17.60	22.70	26.07	37.90	47.74
营业费用	1,319.37	1,640.26	1,968.52	2,564.13	3,229.69
管理费用	146.83	145.10	186.86	250.84	315.95
研发费用	94.97	66.76	95.60	178.37	245.74
财务费用	238.42	239.23	304.63	194.92	173.17
资产减值损失	(7.66)	(775.08)	10.00	20.00	20.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	50.00	50.00	50.00
其他	32.04	1,546.67	(100.00)	(100.00)	(100.00)
<b>营业利润</b>	<b>130.78</b>	<b>(625.31)</b>	<b>495.84</b>	<b>694.62</b>	<b>918.41</b>
营业外收入	48.60	39.85	36.96	41.81	39.54
营业外支出	19.63	7.01	2.00	15.00	8.00
<b>利润总额</b>	<b>159.76</b>	<b>(592.46)</b>	<b>530.80</b>	<b>721.43</b>	<b>949.95</b>
所得税	25.19	46.79	76.97	137.07	208.99
<b>净利润</b>	<b>134.56</b>	<b>(639.25)</b>	<b>453.84</b>	<b>584.36</b>	<b>740.96</b>
少数股东损益	25.69	(15.50)	51.05	63.82	60.75
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>108.87</b>	<b>(623.75)</b>	<b>402.79</b>	<b>520.54</b>	<b>680.22</b>
每股收益(元)	0.38	(2.19)	1.41	1.82	2.38

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-5.59%	14.65%	30.11%	28.27%	25.96%
营业利润	-68.38%	-578.13%	-179.29%	40.09%	32.22%
归属于母公司净利润	-60.10%	-672.91%	-164.58%	29.23%	30.68%
<b>获利能力</b>					
毛利率	67.71%	67.68%	69.90%	69.80%	69.80%
净利率	3.74%	-18.68%	9.27%	9.34%	9.69%
ROE	4.20%	-32.04%	17.51%	18.51%	19.56%
ROIC	6.54%	-8.37%	17.38%	16.79%	18.38%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	58.72%	65.40%	63.85%	54.09%	54.23%
净负债率	83.64%	116.41%	89.80%	64.60%	45.69%
流动比率	0.84	3.34	1.34	1.58	1.40
速动比率	0.48	2.10	0.67	0.72	0.69
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.45	6.87	5.96	7.26	7.26
存货周转率	3.05	3.56	3.70	3.57	3.67
总资产周转率	0.43	0.53	0.72	0.87	0.98
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.38	-2.19	1.41	1.82	2.38
每股经营现金流	0.81	3.30	1.84	1.60	1.44
每股净资产	9.07	6.82	8.06	9.85	12.18
<b>估值比率</b>					
市盈率	62.76	-10.96	16.96	13.13	10.05
市净率	2.64	3.51	2.97	2.43	1.97
EV/EBITDA	8.10	2.64	10.84	9.56	7.65
EV/EBIT	8.41	2.68	11.03	9.73	7.77

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com