

# 锦泓集团 (603518)

证券研究报告  
2021年08月27日

## 发布员工持股规划未来3年发展节奏，绑定核心高管巩固发展动能

本次员工持股涉及 273 万股，员工购买价 5.6 元/股

本员工持股计划股份来源为公司回购专用账户的锦泓集团 A 股普通股股票，合计不超过 273.10 万股，占总 0.96%；员工持股计划购买价格为 5.6 元/股（8 月 26 日收盘价为 15.9 元/股）。

员工持股计划参加对象为对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用和影响的公司（含下属子公司）高级管理人员及其他核心管理人员，总人数不超过 20 人，其中高级管理人员为 3 人

### 公司业绩考核目标或规划未来3年发展承诺

本员工持股计划的存续期 48 个月，员工持股计划所获标的股票分三期归属，归属时点分别为自公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起满 12 个月、24 个月、36 个月，最长锁定期为 36 个月，每期归属的标的股票比例分别为 30%、30%、40%。

**第一批归属：2021 年净利不低于 3 亿，或 2021 年营收不低于 43 亿；**

**第二批归属：以 2021 年净利为基数，2022 年净利增长不低于 47%（即不低于 4.4 亿）或以 2021 年营收为基数，2022 年营收增长不低于 16%。**

**第三批归属：以 2021 年净利为基数，2023 年净利增长不低于 83%（即较 22 年增长不低于 24%，即 5.5 亿）；或以 2021 年营收为基数，2023 年营收增长不低于 35%（即较 22 年增长不低于 16%）。**

本次员工持股计划将有效调动员工发展积极性，充分发挥抖音新渠道、线下经营效率优化以及未来品牌授权业务发展，利于中长期健康发展。公司近两年快速发展得益于新销售渠道的机会把握及品牌运营重塑等，均离不开核心高管团队努力，本次发布员工持股计划，我们认为有利于进一步绑定核心人才，激发干劲，借助发展契机加快 TW 品牌力提升及运营改善。

### 维持盈利预测，给予买入评级

公司主业为中高端服装的设计研发、生产制造、品牌营销及终端销售，旗下拥有多个自有品牌，包括：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；中国高端女装领导品牌 VGRASS 等。我们预计 21-23 年归母净利润分别为 3.6/4.8/6.0 亿，对应 EPS 分别为 1.3/1.7/2.1 元，对应 P/E 分别为 12.5/9.4/7.5X。

**风险提示：**人工成本提升，经营不及预期，市场竞争激烈，员工持股计划的实施尚存在不确定性

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	4,201.87	5,279.54	6,400.92
增长率(%)	(5.59)	14.65	25.81	25.65	21.24
EBITDA(百万元)	515.35	1,247.34	759.40	849.38	1,003.26
净利润(百万元)	108.87	(623.75)	360.47	480.85	602.44
增长率(%)	(60.10)	(672.91)	(157.79)	33.40	25.29
EPS(元/股)	0.38	(2.20)	1.27	1.70	2.13
市盈率(P/E)	41.41	(7.23)	12.51	9.38	7.48
市净率(P/B)	1.74	2.32	2.00	1.65	1.36
市销率(P/S)	1.55	1.35	1.07	0.85	0.70
EV/EBITDA	8.10	2.64	8.54	7.46	6.08

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（维持评级）
当前价格	15.93 元
目标价格	元

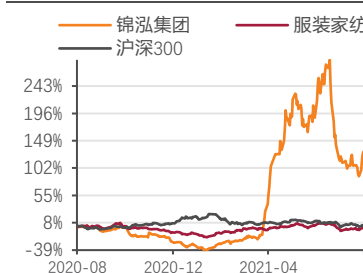
### 基本数据

A 股总股本(百万股)	283.03
流通 A 股股本(百万股)	283.03
A 股总市值(百万元)	4,508.59
流通 A 股市值(百万元)	4,508.59
每股净资产(元)	8.01
资产负债率(%)	56.76
一年内最高/最低(元)	27.70/4.15

### 作者

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

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《锦泓集团-半年报点评:TW 延续高增，线上发力线下优化，品牌力逐步改善》2021-08-18
- 《锦泓集团-首次覆盖报告:电商激活成长，产品升级改善，品牌打开空间》2021-07-08

## 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	369.08	582.37	512.07
应收票据及应收账款	522.40	449.68	959.84	495.51	1,268.95
预付账款	42.16	39.33	55.49	66.19	79.94
存货	1,073.22	801.43	1,512.70	1,471.71	2,053.77
其他	69.31	59.33	98.79	102.38	126.11
<b>流动资产合计</b>	<b>2,491.65</b>	<b>2,158.15</b>	<b>2,995.89</b>	<b>2,718.16</b>	<b>4,040.84</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>6,399.98</b>	<b>6,200.92</b>	<b>7,559.41</b>
短期借款	118.26	12.00	0.00	0.00	554.48
应付票据及应付账款	185.29	294.71	188.20	438.18	347.92
其他	2,649.68	339.19	2,095.09	1,316.61	2,124.85
<b>流动负债合计</b>	<b>2,953.24</b>	<b>645.90</b>	<b>2,283.29</b>	<b>1,754.79</b>	<b>3,027.25</b>
长期借款	492.62	2,377.06	1,379.47	1,039.41	502.69
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>1,816.03</b>	<b>1,614.67</b>	<b>1,059.04</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,077.81</b>	<b>3,680.22</b>	<b>4,099.32</b>	<b>3,369.46</b>	<b>4,086.30</b>
少数股东权益	277.52	0.00	43.40	101.37	153.98
股本	252.38	252.42	283.03	283.03	283.03
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	1,974.22	2,447.06	3,036.11
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>2,300.66</b>	<b>2,831.46</b>	<b>3,473.12</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,944.91</b>	<b>5,627.10</b>	<b>6,399.98</b>	<b>6,200.92</b>	<b>7,559.41</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	134.56	(639.25)	360.47	480.85	602.44
折旧摊销	125.02	111.10	13.49	15.83	18.24
财务费用	248.46	248.18	302.85	192.93	165.23
投资损失	0.00	0.00	(50.00)	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	(275.76)	523.98	(136.82)	(275.12)	(323.44)
其它	(1.10)	698.58	45.69	58.95	53.80
<b>经营活动现金流</b>	<b>231.18</b>	<b>942.59</b>	<b>535.66</b>	<b>423.44</b>	<b>466.26</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	2,465.28	2,487.16	2,130.24
股权融资	(133.11)	(258.18)	(334.93)	(192.93)	(165.23)
其他	(3,101.81)	(3,183.05)	(3,095.01)	(2,474.27)	(2,501.74)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(52.27)</b>	<b>(366.52)</b>	<b>(964.66)</b>	<b>(180.05)</b>	<b>(536.73)</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>(439.30)</b>	<b>213.29</b>	<b>(70.30)</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>4,201.87</b>	<b>5,279.54</b>	<b>6,400.92</b>
营业成本	940.68	1,079.58	1,289.98	1,610.26	1,952.28
营业税金及附加	17.60	22.70	25.21	35.90	43.53
营业费用	1,319.37	1,640.26	1,907.65	2,428.59	2,944.42
管理费用	146.83	145.10	180.68	232.30	281.64
研发费用	94.97	66.76	92.44	168.95	224.03
财务费用	238.42	239.23	302.85	192.93	165.23
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>443.07</b>	<b>640.61</b>	<b>819.79</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	5.00	16.00	18.00
<b>利润总额</b>	<b>159.76</b>	<b>(592.46)</b>	<b>475.03</b>	<b>666.42</b>	<b>841.33</b>
所得税	25.19	46.79	68.88	126.62	185.09
<b>净利润</b>	<b>134.56</b>	<b>(639.25)</b>	<b>406.15</b>	<b>539.80</b>	<b>656.24</b>
少数股东损益	25.69	(15.50)	45.69	58.95	53.80
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>108.87</b>	<b>(623.75)</b>	<b>360.47</b>	<b>480.85</b>	<b>602.44</b>
每股收益(元)	0.38	(2.20)	1.27	1.70	2.13

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%	25.81%	25.65%	21.24%
营业利润	-68.38%	-578.13%	-170.86%	44.58%	27.97%
归属于母公司净利润	-60.10%	-672.91%	-157.79%	33.40%	25.29%
<b>获利能力</b>					
毛利率	67.71%	67.68%	69.30%	69.50%	69.50%
净利率	3.74%	-18.68%	8.58%	9.11%	9.41%
ROE	4.20%	-32.04%	15.97%	17.61%	18.15%
ROIC	6.54%	-8.37%	16.20%	15.95%	16.86%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	58.72%	65.40%	64.05%	54.34%	54.06%
净负债率	83.64%	116.41%	91.11%	67.27%	46.59%
流动比率	0.84	3.34	1.31	1.55	1.33
速动比率	0.48	2.10	0.65	0.71	0.66
<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	3.63	3.54	3.63
总资产周转率	0.43	0.53	0.70	0.84	0.93
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.38	-2.20	1.27	1.70	2.13
每股经营现金流	0.82	3.33	1.89	1.50	1.65
每股净资产	9.15	6.88	7.98	9.65	11.73
<b>估值比率</b>					
市盈率	41.41	-7.23	12.51	9.38	7.48
市净率	1.74	2.32	2.00	1.65	1.36
EV/EBITDA	8.10	2.64	8.54	7.46	6.08
EV/EBIT	8.41	2.68	8.69	7.60	6.19

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