

TW 重焕活力，2021 年业绩扭亏为盈 买入（首次）

2022 年 01 月 30 日

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,340	4,318	5,017	5,832
同比（%）	14.65	29.29	16.18	16.25
归母净利润（百万元）	-624	220	303	358
同比（%）	-672.91	135.26	37.83	18.23
每股收益（元/股）	-2.50	0.74	1.02	1.21
P/E（倍）	—	14.13	10.25	8.67

证券分析师 李婕

执业证号：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

投资要点

■ **主营中高端服装业务。**旗下拥有 TEENIE WEENIE (TW)、VGRASS (VG)、元先三个品牌，分别定位中高端新复古学院风、高端女装、中国文化元素高端精品。基数原因下 2021 年前三季度营收增速逐季放缓，但较疫情前取得较大增长，2021Q1/Q2/Q3 分别同增 78.05%/68.81%/29.37%，较 2019 年同期分别增 55.80%/48.60%/42.68%。公司预计 2021 年归母净利润扭亏为盈至 2.09-2.31 亿元（2020 年-6.24 亿元），主要受益于：①TW 品牌收入和利润大增；②新渠道抖音形成增量收入、线上占比提升；③上年同期因商誉和无形资产减值致亏损。

■ **TW 调整显效，营收增长提速。**公司 2017 年收购 TW，经过四年调整磨合，2021 年 TW 品牌力取得突破性提升、营收增长提速。2021 年前三季度 TW/VGRASS/元先营收分别同比+69.58%/32.98%/40.06%，收入占比分别为 72.6%/26.87%/0.53%、较 2020 年+3.22pct/-3.22pct/持平。分季度看，2021Q1/Q2/Q3，TW 收入分别同比+103.94%/75.72%/34.03%、较 2019 年+64.09%/61.16%/52.95%，VG 收入分别同比+25.74%/56.12%/21.25%、较 2019 年+35.07%/25.36%/23.93%。

■ **新渠道抖音形成增量收入，线上收入占比提升。**2021 年前三季度线上/线下收入分别同比+62.17%/55.65%，收入占比分别为 30.99%/69.01%、较 2020 年分别+5.83pct/-5.83pct。1) 抖音渠道势头迅猛，促线上收入同比增速逐季提升。2021Q1/Q2/Q3 线上收入分别同比+33.08%/78.82%/88.11%，较 2019 年同期分别+251.46%/230.52%/276.51%。2) 受疫情影响，2021Q3 线下营收增速放缓。2021 年 9 月末公司线下门店共 1366 家/yoy-0.44%（TW1160 家+VG205 家+云锦 1 家），2021Q1/Q2/Q3 线下收入分别同比+105.04%/65.42%/11.70%，较 2019 年同期分别+27.93%/18.13%/7.72%。

■ **员工持股计划激励管理层积极性，业绩增长有望持续。**2021 年 8 月推出第一期员工持股计划，参与股票占总股本 0.96%，参与对象为高管张世源、周景平、陶伟民及 13 位核心管理人员。2021-2023 年考核目标分别为：营收不低于 43 亿元、同增不低于 16%、较 2021 年增长不低于 35%，或净利不低于 3 亿元、同增不低于 47%、较 2021 年增长不低于 83%。2021 年我们预计营收完成考核目标，但由于销售费用上升较多拖累净利指标未达成。

■ **债务置换+定增+现金流逐步解决债务问题、降低财务成本。**2017、2020 年公司先后以 44.4 亿、3 亿元收购 TW90%股权和剩余 10%股权。截至 2021 年 10 月，因并购产生的剩余未还债务共 20 亿元（招行 3.9 亿元+杭州金投 16.1 亿元）。公司拟通过债务置换+定增+现金流偿还三种方式逐步降低财务成本、还清债务。公司预计①2022 年 2 月底完成债务置换（2020/11 已向招行申请 15 亿元贷款偿还杭州金投债务）+定增（募集资金 3.3 亿元用于还款），②未来每年以经营性现金流 3 亿元偿还债务。

■ **盈利预测与投资评级：**经过多年磨合调整，TW 品牌终迎向好趋势，2020 年以来对抖音新渠道的精准把握也反映了公司破釜沉舟的决心和良好的渠道管理能力。随着债务问题逐步解决，利息支出对公司业绩的压制得到缓解，我们预计 2021-2023 年归母净利润分别同比+135.3%/+37.8%/+18.2%，对应 PE 分别为 14.1X/10.3X/8.7X，估值较低，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**疫情反复、抖音流量红利减弱、财务费用压力缓解低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.48
一年最低/最高价	4.15/27.70
市净率(倍)	1.28
流通 A 股市值(百万元)	3108.67

基础数据

每股净资产(元)	8.21
资产负债率(%)	55.99
总股本(百万股)	296.63
流通 A 股(百万股)	296.63

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,158	2,947	3,215	3,807	营业收入	3,340	4,318	5,017	5,832
现金	808	1,423	1,149	1,165	减:营业成本	1,080	1,337	1,557	1,814
应收账款	450	355	412	479	营业税金及附加	23	26	30	35
存货	801	605	579	578	营业费用	1,640	2,211	2,584	3,027
其他流动资产	99	565	1,074	1,584	管理费用	145	199	236	280
非流动资产	3,469	3,390	3,317	3,248	研发费用	67	86	100	117
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	239	226	180	168
固定资产	85	97	114	136	资产减值损失	775	18	18	18
在建工程	2	1	1	0	加:投资净收益	0	0	0	0
无形资产	1,280	1,290	1,300	1,310	其他收益	10	13	15	17
其他非流动资产	2,101	2,001	1,901	1,801	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	5,627	6,337	6,531	7,055	营业利润	-625	229	327	392
流动负债	646	1,494	1,686	1,901	加:营业外净收支	33	30	30	30
短期借款	12	12	12	12	利润总额	-592	259	357	422
应付账款	295	366	384	398	减:所得税费用	47	39	53	63
其他流动负债	339	1,116	1,290	1,492	少数股东损益	-16	0	0	0
非流动负债	3,034	2,654	2,354	2,304	归属母公司净利润	-624	220	303	358
长期借款	2,377	1,997	1,697	1,647	EBIT	118	459	510	560
其他非流动负债	657	657	657	657	EBITDA	229	579	633	688
负债合计	3,680	4,149	4,040	4,205	重要财务与估值指标				
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	-2.50	0.74	1.02	1.21
归属母公司股东权益	1,947	2,188	2,491	2,850	每股净资产(元)	7.30	7.38	8.40	9.61
负债和股东权益	5,627	6,337	6,531	7,055	发行在外股份(百万股)	252	297	297	297
					ROIC(%)	2.5%	8.0%	8.9%	9.2%
					ROE(%)	-32.0%	10.1%	12.2%	12.6%
					毛利率(%)	67.7%	69.0%	69.0%	68.9%
					销售净利率(%)	-18.7%	5.1%	6.0%	6.1%
					资产负债率(%)	65.4%	65.5%	61.9%	59.6%
					收入增长率(%)	14.7%	29.3%	16.2%	16.2%
					净利润增长率(%)	-672.9%	135.3%	37.8%	18.2%
					P/E	—	14.13	10.25	8.67
					P/B	0.67	1.42	1.25	1.09
					EV/EBITDA	15.56	7.57	6.88	6.23
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	943	1,710	729	765					
投资活动现金流	-37	-510	-520	-530					
筹资活动现金流	-367	-586	-482	-219					
现金净增加额	539	614	-274	16					
折旧和摊销	111	119	123	128					
资本开支	-54	-10	-20	-30					
营运资本变动	488	1,156	132	121					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>