

锦泓集团（603518.SH） 品牌向上势头确立，轻装上阵稳步增长

2023 年 10 月 18 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

吴晨汐（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

wuchenxi@kysec.cn

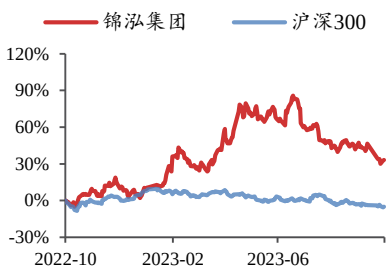
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790122120013

日期	2023/10/17
当前股价(元)	8.46
一年最高最低(元)	12.29/6.03
总市值(亿元)	29.37
流通市值(亿元)	29.12
总股本(亿股)	3.47
流通股本(亿股)	3.44
近 3 个月换手率(%)	81.56

股价走势图



数据来源：聚源

● 品牌向上势头确立，轻装上阵稳步增长，首覆给予“买入”评级

公司旗下 VGRASS 是国内高端女装一线品牌，并以小并大布局 Teenie Weenie，深耕直营渠道多年，疫情期间公司线下业绩承压，积极开拓抖音渠道，凸显经营韧性。考虑到公司疫后内生增长动力释放，债务置换后轻装上阵，股权激励彰显信心；其中 Teenie Weenie 向上势头确立，VGRASS 稳中向好；长期来看，公司成长空间较大，店效和开店均具备提升空间，未来 3-5 年业绩有望稳步增长，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 2.75/3.60/4.45 亿元，对应 EPS 为 0.79/1.04/1.28 元，当前股价对应 PE 为 10.7/8.2/6.6 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 行业趋势：中高端多品牌扩张稳步发展，休闲女装发力新零售和设计焕新

女装市场保持平稳增长，2022 年中国女装市场规模为 9842 亿元，预计 2022-2027 年 CAGR 为 4.7%。休闲女装竞争态势激烈，中高端女装竞争格局占优。（1）**中高端女装**：具备整合资源和运营品牌能力企业有望通过多品牌扩张叠加全渠道布局，持续提升品牌力抢占份额。（2）**休闲女装**：通过数字化新零售体系搭建和设计焕新，应对渠道变革和消费主力切换，持续抢占海外品牌份额。

● Teenie Weenie：多渠道共同发力，业绩向上趋势确立

Teenie Weenie 基于复古学院风 DNA，在产品端不断创新拓宽品类和场景，迎合年轻潮流趋势；在渠道端，通过高效的内容电商和线下门店运营，并发力加盟渠道，业绩向上趋势确立。（1）**线上渠道**：在抖音服装大盘增速放缓的情况下，Teenie Weenie 把握抖音经营机制，布局细分自播矩阵和完善货架场，高效运营凸显品牌影响力。（2）**线下渠道**：公司调整线下拓展策略，针对下沉市场，将区域内已有直营店转让给加盟商继续经营，并且积极推进加盟商门店开拓。通过测算，我们预计门店数有望达到 1920 家，还有约 68% 的开店空间，其中直营和加盟门店占比有望调整至 1:1；同时，运营恢复叠加新零售赋能线下门店业绩，店效具备提升空间，直营和加盟收入占比有望调整至 7:3。

● VGRASS：线下经营稳步恢复，线上拓展逐步推进

在产品端，VGRASS 从云锦汲取灵感，融合非遗手工艺和传统文化设计，打造东方美学高端女装；在渠道端，公司线下运营能力较强，成熟门店店效高于同行，仍具备开店空间；线上具备成功运营经验，将助力 VGRASS 快速复制开拓。

● 风险提示：渠道拓展不及预期、抖音渠道费用投放加大。

财务摘要

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,324	3,899	4,515	5,212	5,857
YOY(%)	29.5	-9.8	15.8	15.4	12.4
归母净利润(百万元)	224	71	275	360	445
YOY(%)	135.9	-68.1	285.3	30.7	23.7
毛利率(%)	69.6	69.2	68.6	68.6	68.6
净利率(%)	5.2	1.8	6.1	6.9	7.6
ROE(%)	8.8	2.3	8.7	9.9	10.9
EPS(摊薄/元)	0.65	0.21	0.79	1.04	1.28
P/E(倍)	13.1	41.1	10.7	8.2	6.6
P/B(倍)	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7

和估值指标

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 锦泓集团：轻装上阵稳步发展，股权激励彰显龙头信心.....	4
1.1、 历史回顾：以小并大布局品牌，轻装上阵稳步发展.....	4
1.2、 股权结构：股权结构稳定，股权激励充分彰显信心.....	5
1.3、 财务表现：疫情期间盈利能力受损，2023H1 业绩稳步改善.....	5
2、 女装：中高端多品牌扩张稳发展，休闲女装发力新零售.....	7
2.1、 行业规模：线下消费复苏催化，中高端女装占比持续提升.....	7
2.2、 竞争格局：中高端女装竞争占优稳步发展，休闲女装竞争激烈.....	8
2.3、 行业趋势：中高端女装多品牌&渠道扩张，休闲女装发力新零售.....	9
2.3.1、 中高端女装：多品牌扩张&全渠道布局，持续提升品牌力推动增长.....	9
2.3.2、 休闲女装：数字化新零售&设计焕新赋能业绩，持续抢占海外品牌份额.....	11
3、 Teenie Weenie：多渠道共同发力，业绩向上趋势确立.....	12
3.1、 产品端：不断创新拓宽品类和场景，迎合年轻潮流趋势.....	12
3.2、 渠道端：内容电商运营高效，新零售赋能&加盟发力打开成长空间.....	12
3.2.1、 线上渠道：高效运营凸显品牌影响力，抖音平台市占率有望持续提升.....	13
3.2.2、 线下渠道：新零售赋能线下门店业绩，发力加盟打开开店空间.....	14
4、 VGRASS：线下经营稳步恢复，线上拓展逐步推进.....	15
5、 盈利预测与投资建议.....	17
5.1、 关键假设.....	17
5.2、 盈利预测与估值.....	18
6、 风险提示.....	19
附：财务预测摘要.....	20

图表目录

图 1： 公司以小并大布局品牌，轻装上阵稳步发展.....	4
图 2： 股权结构稳定，王致勤夫妇合计控股 33.26%.....	5
图 3： 2023H1 消费复苏下收入增速转正.....	6
图 4： 2023H1 净利润大幅同增 302.56%.....	6
图 5： 以 TEENIE WEENIE 为主，疫后恢复增长态势.....	6
图 6： 线下渠道同店店效提升带动收入增长.....	6
图 7： 毛利率维持稳定，2023H1 净利率大幅回升.....	7
图 8： 控费叠加财务费用减少带动期间费用率下降.....	7
图 9： 公司库存逐步恢复至健康态势.....	7
图 10： 经营性净现金流提升，经营质量改善.....	7
图 11： 女装市场规模呈现平稳增长态势.....	8
图 12： 中高端女装市场规模占比持续提升.....	8
图 13： 女装 CR5 低于运动装、男装、童装.....	8
图 14： 对标海外，中国女装集中度具备提升空间.....	8
图 15： 中高端女装竞争态势良好，休闲女装竞争格局激烈.....	9
图 16： 中高端女装品牌通过多品牌战略，持续提升产品力和品牌力.....	10
图 17： 中国中高端女装线上销售占比逐年提升.....	11
图 18： 各龙头企业疫情期间线上业务加速增长.....	11

图 19: 通过数字化新零售&设计焕新, 休闲女装赋能业绩.....	11
图 20: Teenie Weenie 不断创新拓宽品类和场景, 迎合年轻潮流趋势	12
图 21: 线上渠道持续高增, 线下渠道稳健增长.....	13
图 22: 疫情催化下, 线上业务占比快速提升.....	13
图 23: 直播电商市场规模持续增长至 35000 亿元.....	13
图 24: 成熟品类如服装鞋包增速低于大盘.....	13
图 25: Teenie Weenie 把握抖音经营机制, 高效运营凸显品牌影响力	14
图 26: 门店数量呈下降态势, 其中加盟门店占比提升	14
图 27: 直营渠道贡献主要线下销售收入	14
图 28: Teenie Weenie 开店空间和目标月店效分别为 1920 家/27.5 万元	15
图 29: VRAGSS 设计融合非遗传统手工艺和东方美学.....	16
图 30: 直营渠道贡献主要收入, 线上销售贡献率提升.....	16
图 31: 门店数量呈下降态势, 其中加盟门店占比提升.....	16
表 1: 公司旗下三大品牌形成了金字塔式的立体品牌矩阵.....	4
表 2: 股权激励充分彰显信心	5
表 3: 公司运营优势助力渠道扩张, VGRASS 线上线下具备成长空间	17
表 4: 预计公司 2023-2025 年分别实现归母净利润 2.75/3.60/4.45 亿元 (单位: 亿元)	17
表 5: 预计锦泓集团归母净利润复合增速较高, 估值水平仍具备提升空间	18

1、锦泓集团：轻装上阵稳步发展，股权激励彰显龙头信心

公司于2003年成立，2017年完成了对TEENIE WEENIE的收购，目前公司旗下共有三个品牌，中高端品牌TEENIE WEENIE、高端品牌VGRASS和奢侈品牌云锦，三大品牌协调共享、优势互补，形成了金字塔式的立体品牌矩阵。

表1：公司旗下三大品牌形成了金字塔式的立体品牌矩阵

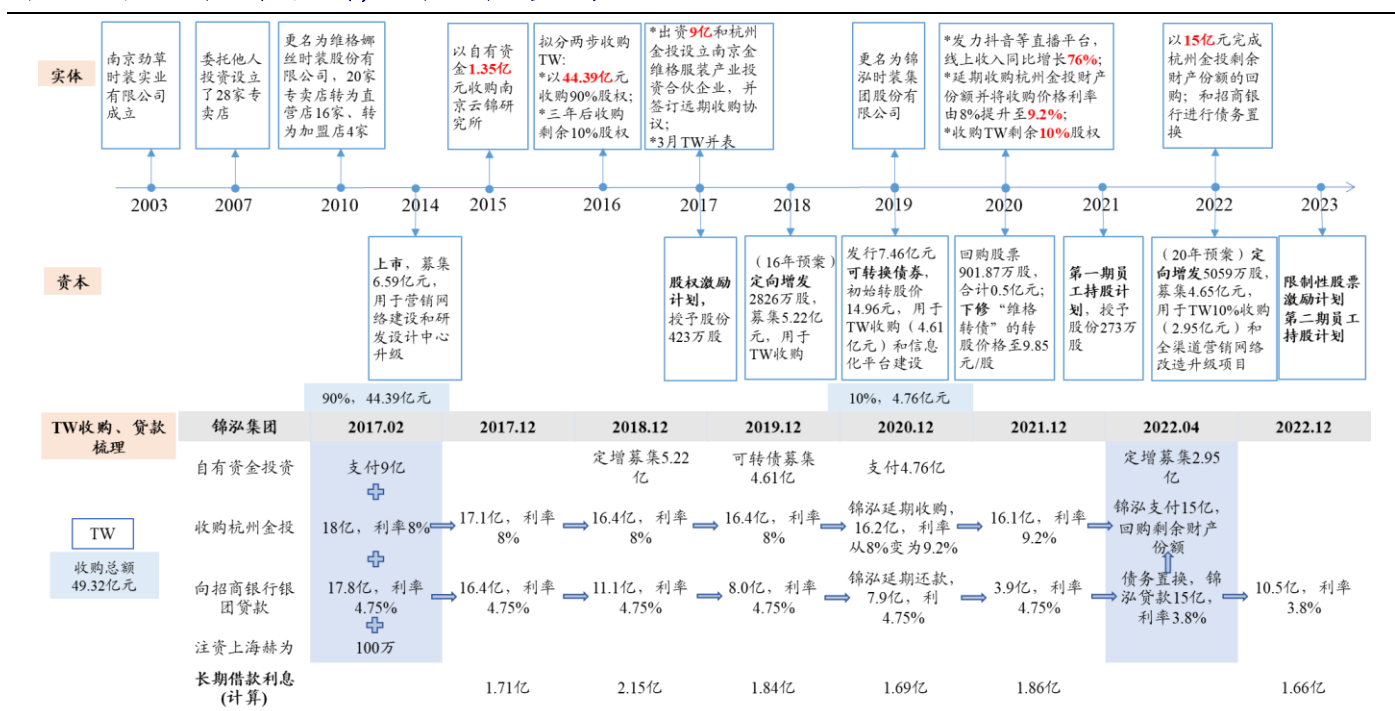
品牌	成立/收购时间	定位	风格	服装价格带	门店数
元先	2015	高端精品品牌	中国文化精品	50000+	云锦博物馆
VGRASS	1997	高端女装领导品牌	东方织造时尚美学	500-20000	207
TEENIE WEENIE	1997/2017	中高端品牌	新复古学院风格	200-3000	1222

资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.1、历史回顾：以小并大布局品牌，轻装上阵稳步发展

公司以小并大布局品牌，轻装上阵稳步发展。过去20年，锦泓集团经历了三个阶段：一是初创发展期（2003-2014年）：2003年公司成立，逐步构建营销网络，后于2014年成功上市。二是布局品牌期（2015-2020年）：公司于2015年收购南京云锦研究所，于2016年开始收购TW，2017年锦泓集团、杭州金投、上海赫为分别出资9亿元/18亿元/100万元共同设立南京金维格合伙企业，并向招商银行银团贷款17.8亿元，收购TW90%的股权，于2020年收购TW剩余10%股权，完成三大品牌布局。在此期间，公司通过定向增发、可转债合计募资12.78亿元用于TW收购，并每年向杭州金投和招商银行银团以8%/4.75%的利率还款。三是稳步发展期（2021年至今）：2020年公司延期收购，杭州金投还款利率提升至9.2%；2022年公司进行债务置换，以招商银行利率3.8%的15亿元借款置换杭州金投利率9.2%的15亿元借款，大幅降低债务利率，预计2023年用于TW收购的长期借款利息支出将大幅减少至0.4亿元，轻装上阵于2023年发布股票激励和员工持股计划，进入稳步发展阶段。

图1：公司以小并大布局品牌，轻装上阵稳步发展

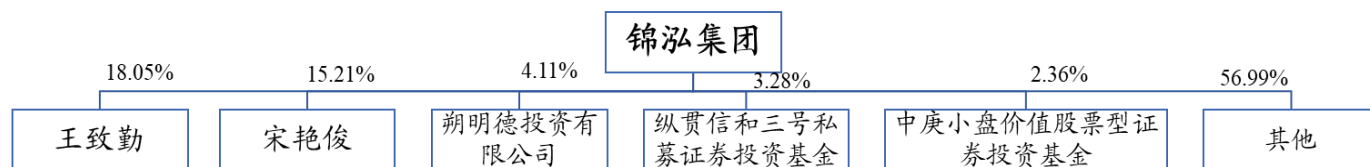


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、股权结构：股权结构稳定，股权激励充分彰显信心

股权结构稳定，王致勤夫妇合计控股 33.26%。截止 2023Q1 末，王致勤及妻子宋艳俊合计控股 33.26%，股权较为稳定。公司管理层具有丰富的行业经验并在公司任职近 30 年。

图2：股权结构稳定，王致勤夫妇合计控股 33.26%



资料来源：公司公告、开源证券研究所

股权激励和员工持股计划充分，彰显公司快速发展信心。2017 年发布股权激励计划和 2021 年发布第一期员工持股计划，覆盖 100 多名员工和高管，从目标达成情况来看，2017、2018、2021 年均达成考核目标，2023 年发布限制性股票激励计划和第二期员工持股计划，本次激励对象分别为 60/31 名，授予股份占比合计 1.92%，考核 2023-2025 年的业绩，其中业绩考核目标 A 解除限售系数为 100%，2023-2025 年净利润不低于 2.07/3.06/4.46 亿元，同比+189.9%/47.8%/45.8%；业绩考核目标 B 解除限售系数为 60%，2023 年净利润不低于 1.77 亿元，同比+147.9%。

表2：股权激励充分彰显信心

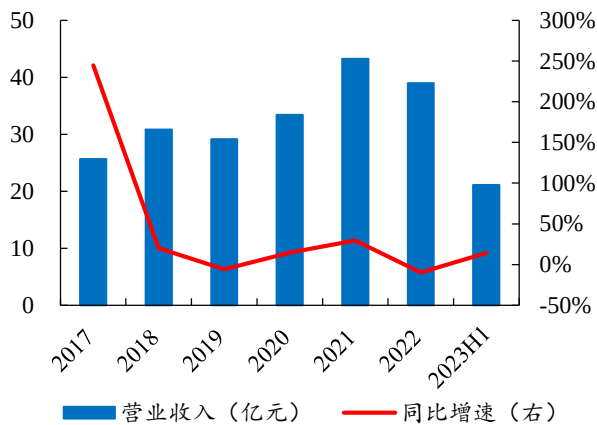
计划名称	激励对象	授予股份数	每股价格	占比	业绩考核目标及历史完成情况	
2017 年股权激励计划	125 名	423 万股	13.13 元	2.86%	2017-2019 年扣非归母净利润不低于 0.87/1.16/1.38 亿元， 同比+20%/33.3%/18.8%	2017、2018 年达成
第一期员工持股计划（2021）	16 名	273 万股	5.6 元	0.96%	2021-2023 年净利润不低于 3/4.41/5.49 亿元，同比 +148.1%/47.0%/24.5%；或者营收不低于 43/49.88/58.05 亿 元，同比+28.7%/16.0%/16.4%	2021 年达成
2023 年股票激励计划	60 名	306 万股	4.36 元	0.88%	目标 A 解除限售系数 100% 2023-2025 年净利润不低于 2.07/3.06/4.46 亿元，同比 +189.9%/47.8%/45.8%	目标 B 解除限售系数 60% 2023 年净利润不低于 1.77 亿元， 同比+147.9%
第二期员工持股计划（2023）	31 名	360 万股	4.36 元	1.04%		

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、财务表现：疫情期间盈利能力受损，2023H1 业绩稳步改善

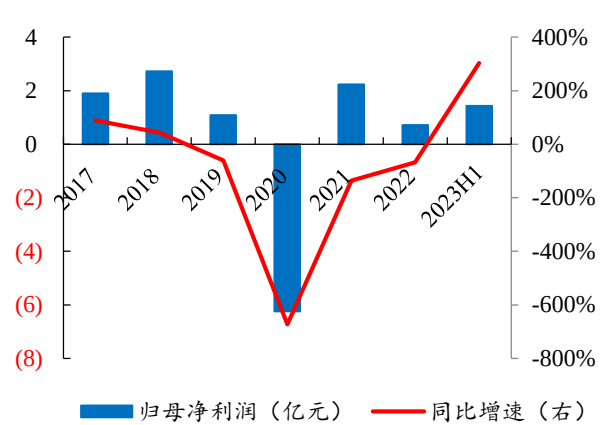
疫情期间利润端承压，2023 年业绩稳步改善。公司营业收入从 2017 年的 25.64 亿元增长至 2022 年的 33.40 亿元，FY2019-2022CAGR 达 8.75%；净利润从 2017 年的 1.90 亿元减少至 2022 年的 0.71 亿元，2020 年亏损主要系 TW 业绩不达标带来 4.7 亿元商誉减值所致；2023H1 营收/净利润分别实现 21.11/1.43 亿元，分别同比增长 14.33%/302.56%，消费场景修复下客流和销售复苏，收入增速转正，净利润大幅增长。

图3：2023H1 消费复苏下收入增速转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023H1 净利润大幅同增 302.56%

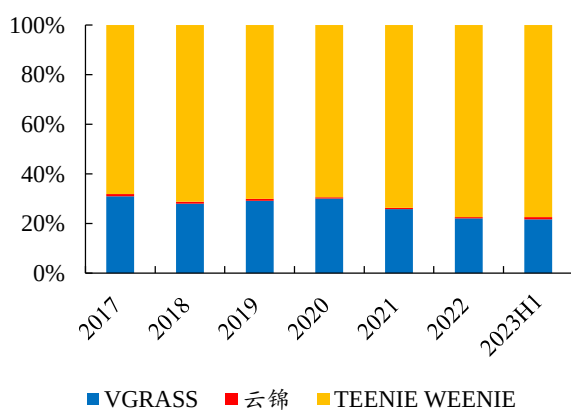


数据来源：Wind、开源证券研究所

分品牌看，以 TEENIE WEENIE 为主，疫后各品牌恢复增长态势。2022 年 TEENIE WEENIE/VGRASS/云锦分别同比变动-5.4%/-23.1%/+3.8%，疫情期间 TEENIE WEENIE 具备韧性，收入占比保持 75%以上；2023H1 TEENIE WEENIE/VGRASS/云锦分别实现营收 16.26/4.54/0.20 亿元，同比增长 15.6%/6.9%/163.4%，2023 年消费场景修复下客流和销售复苏，疫后各品牌恢复增长态势。

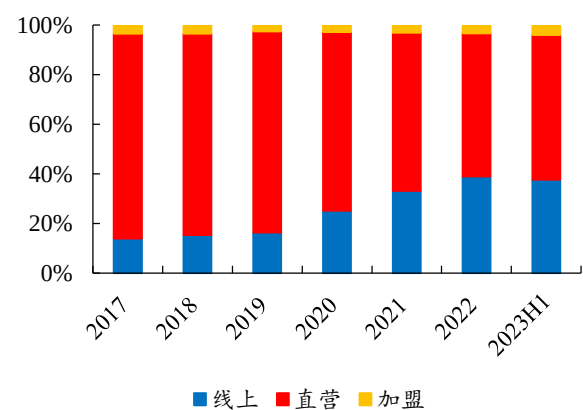
分渠道看，线下渠道同店店效增长带动收入增长，线上渠道占比提升。2022 年线下直营/线下加盟/线上渠道分别同比变动-18.4%/-3.3%/+5.6%，疫情期间线上渠道逆势增长；2023H1 线下直营/线下加盟/线上渠道分别实现营收 12.22/0.84/7.88 亿元，同比增长 6.7%/71.4%/22.8%，TEENIE WEENIE/VGRASS 线下渠道同店店效分别同比增长 19.5%/16.0%，线上渠道销售占比从 2017 年的 13.9%持续提升至 2023H1 的 37.3%。

图5：以 TEENIE WEENIE 为主，疫后恢复增长态势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：线下渠道同店店效提升带动收入增长

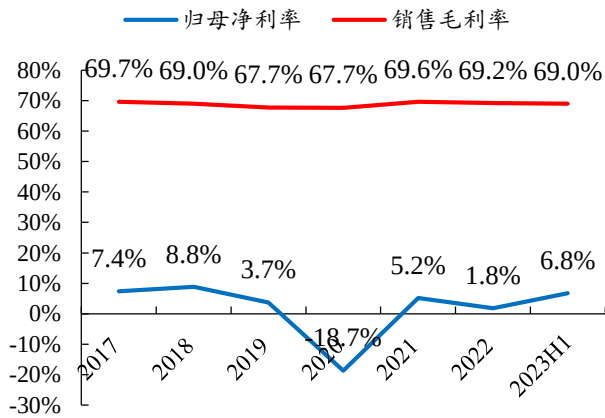


数据来源：公司公告、开源证券研究所

疫情扰动下，盈利能力短期承压，2023H1 控费效果显著。(1) 毛利率：公司毛利率总体维持稳定，毛利率维持在 69%左右的水平。(2) 费用率：公司控费效果显著，2022 年期间费用率为 68.08%，同比提升 5.7pct，主要系疫情期间部分刚性费用导致销售费用率同比提升 6.1pct，而债务置换带动财务费用率下降抵消部分影响；

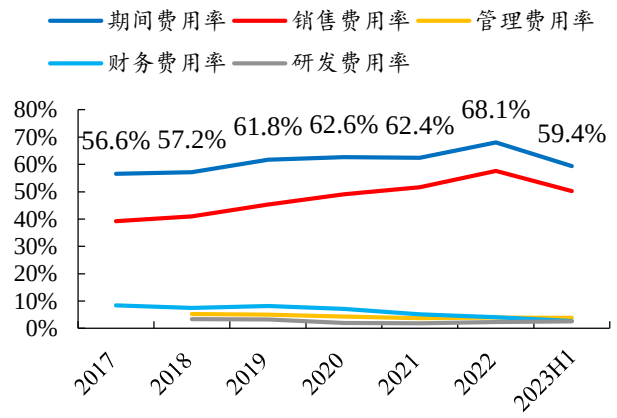
2023H1 期间费用率为 59.41%，同比下降 7.8pct，主要系公司管控折扣和促销活动带动销售费用率同比下降 5.6pct，叠加财务费用率持续下降 2.4pct 所致。**(3) 净利率：**公司净利率大幅回升，2022 年净利率承压下降 3.3pct 至 1.83%，2023H1 大幅回升 4.9pct 至 6.79%。

图7：毛利率维持稳定，2023H1 净利率大幅回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

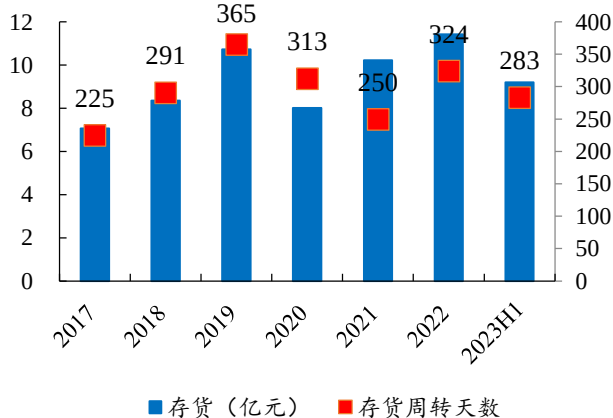
图8：控费叠加财务费用减少带动期间费用率下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

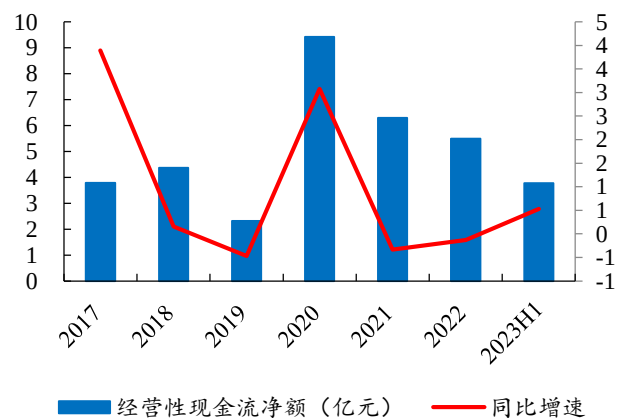
公司营运能力良好，疫后逐步恢复健康态势。**(1) 存货：**疫后公司库存逐步恢复至健康态势，2023H1 末存货规模为 9.20 亿元，同比减少 4.94%，环比减少 19.5%；**(2) 存货周转天数：**2023H1 存货周转天数为 283 天，同比减少 33 天，环比减少 41 天。**(3) 经营性净现金流：**2023H1 经营性净现金流为 3.77 亿元，同比增加 52.78%。

图9：公司库存逐步恢复至健康态势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：经营性净现金流提升，经营质量改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

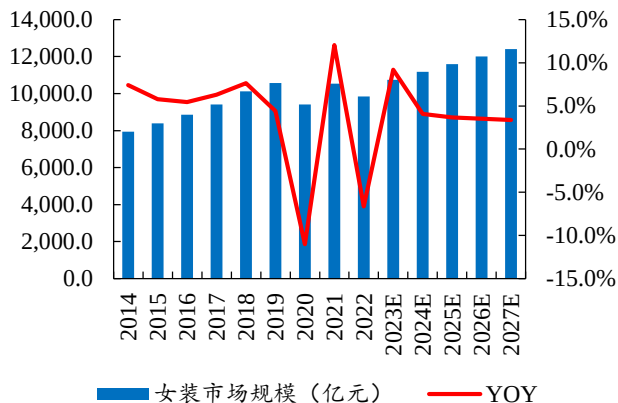
2、女装：中高端多品牌扩张稳发展，休闲女装发力新零售

2.1、行业规模：线下消费复苏催化，中高端女装占比持续提升

女装市场平稳增长，休闲女装占比最大，中高端女装占比持续提升。根据 Euromonitor 统计，2022 年中国女装市场规模为 9842 亿元，2017-2022 年 CAGR 为 0.9%，预计 2022-2027 年 CAGR 为 4.7%，保持平稳增长；随着我国居民消费支出持续增加，开始追求品质与品牌，中高端女装市场规模占比从 2014 年的 22.2%持续提升至 2022 年的 23.2%，经过测算，2022 年中高端女装市场规模为 2283 亿元，2017-2022

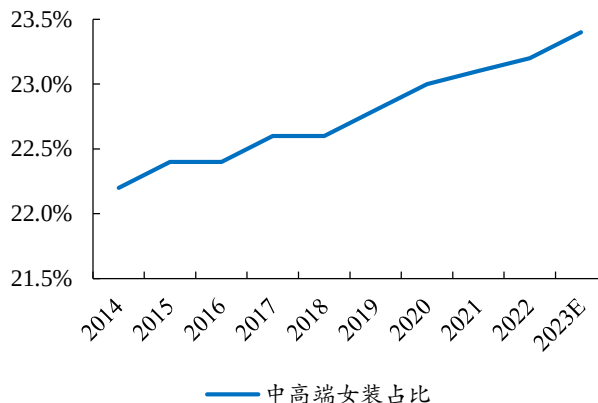
年 CAGR 为 1.4%；疫后线下客流恢复将进一步带动中高端女装市场持续增长，预计 2023 年中高端女装规模占比将提升至 23.4%。而休闲服饰仍然是女装市场内规模最大的子板块，占比达到 66.58%。

图11：女装市场规模呈现平稳增长态势



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图12：中高端女装市场规模占比持续提升

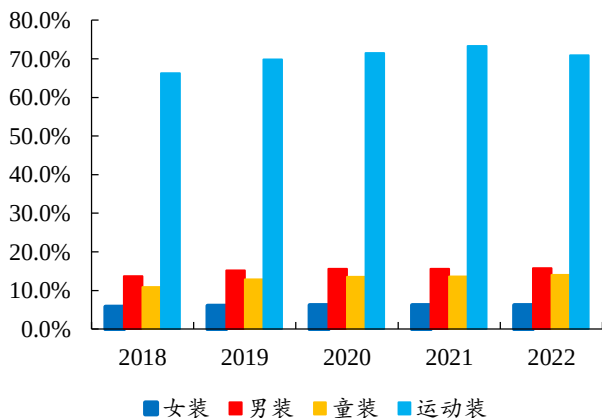


数据来源：Euromonitor、Mob 研究院、开源证券研究所

2.2、竞争格局：中高端女装竞争占优稳步发展，休闲女装竞争激烈

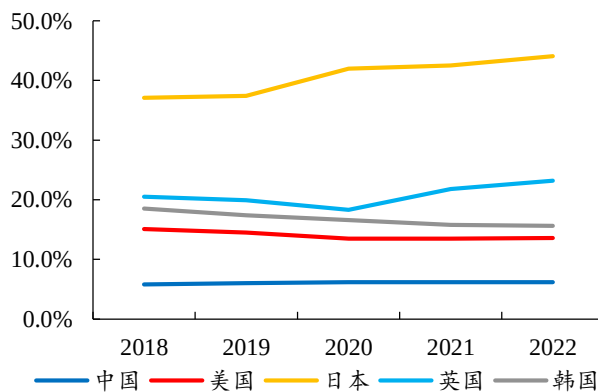
女装竞争格局较为分散，对标海外具备提升空间。由于女性服装需求追求差异化、多元化，女装分化出了较多不同风格定位的细分市场，竞争格局较为分散，女装 CR5 低于运动装、男装、童装；2022 年女装 CR5 为 6.2%，较 2018 年提升 0.4pct；而运动装/男装/童装 CR5 分别为 70.9%/15.8%/14.0%，较 2018 年分别提升 4.6/2.1/3.1pct。女装集中度提升相对缓慢，但对标海外，日本/韩国/英国/美国的女装 CR5 分别为 44.1%/15.6%/23.2%/13.6%，中国女装集中度仍然具备提升空间。

图13：女装 CR5 低于运动装、男装、童装



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图14：对标海外，中国女装集中度具备提升空间

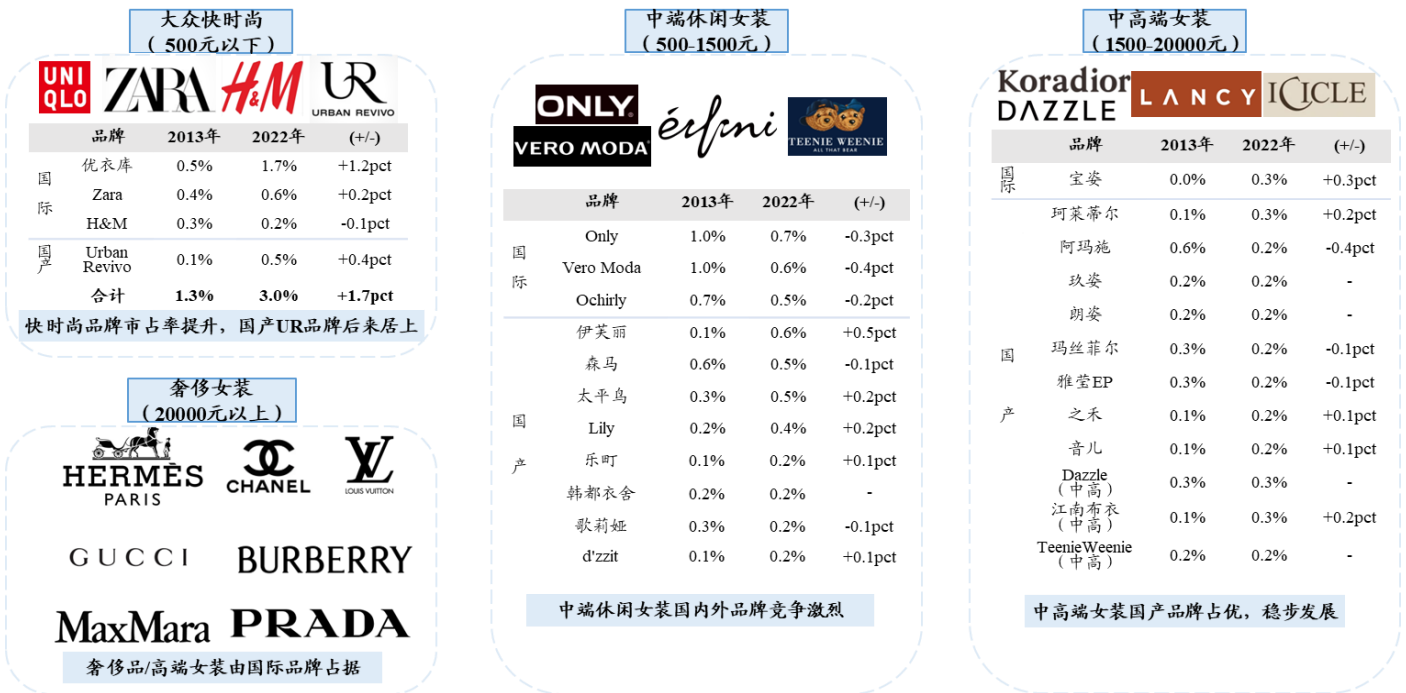


数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

中高端女装竞争格局占优，休闲女装竞争格局激烈。除去运动户外品牌，市占率前五品牌分别为优衣库、Only、Vero Moda、Zara、伊芙丽。女装主要分为四大类，分别是快时尚大众、中端休闲、中高端、奢侈女装，（1）奢侈女装：主要由国际品牌占据，国产品牌较难进入；（2）快时尚：几大龙头竞争较为激烈，优衣库、Zara、UR 市占率提升较快，2022 年市占率提升至 1.7%/0.6%/0.5%，特别是国产品牌 UR 后来居上超过 H&M；（3）中端休闲女装：市占率排名前 30 的女装品牌中 50%的品

牌定位中高端，国际品牌 Only、Vero Moda 市占率逐年下降，从 2013 年的 1.0%/1.0% 下降至 0.7%/0.6%；而国产品牌竞争同样激烈；**(4) 中高端女装**：主要以国产品牌竞争为主，竞争格局占优，且随着品牌势能提升、多品牌布局，各公司稳步发展，市占率呈提升态势。

图15：中高端女装竞争态势良好，休闲女装竞争格局激烈



资料来源：公司公告、欧睿国际、开源证券研究所

2.3、行业趋势：中高端女装多品牌&渠道扩张，休闲女装发力新零售

2.3.1、中高端女装：多品牌扩张&全渠道布局，持续提升品牌力推动增长

中高端女装品牌通过多品牌战略，持续提升产品力和品牌力，并布局全渠道，共同推动收入增长。

(1) 多品牌扩张：为追求差异化、个性化，单品牌通常具备自身风格特色，把握某一细分消费人群，较难满足消费者多元化需求并全面覆盖不同年龄段，而特定的消费人群和风格特色也在一定程度上限制了该品牌的成长空间，各公司主品牌的营收规模普遍在 8-10 亿元左右，仅赢家时尚的 Korador 和地素时尚的 Dazzle 营收规模超过 12 亿元。因此，多品牌战略是高端女装公司持续扩张的重要策略之一，或选择收购海外品牌，或选择培育新品牌，通过不同品牌来拓宽风格和价格带以覆盖更多消费群体。

自有品牌培育方面，赢家时尚、地素时尚、安正时尚孵化自有品牌较多，其中发展较好的是地素时尚的 d'zzit，2022 年营收规模接近 9 亿，销售占比达 37.2%；培育 4-5 年的新品牌规模普遍不超过 2 亿元，甚至出现近五年负增长的情况；一些培育 10 年以上的自有品牌规模也仅为 2-4 亿元左右，我们认为新品牌较难培育成功，品牌培育和发展需要较长时间，这需要公司具备较强的品牌运营和设计能力，也侧面反映出中高端女装的进入门槛较高。

因此，一部分公司选择收购海外成熟品牌进行扩张，其中锦泓集团、赢家时尚、

歌力思均带来较快增长，TeenieWeenie、CADIDL、Laurèl、IRO Paris 等新收购品牌规模接近主品牌且近五年复合增速高于主品牌，此类品牌具备一定的客群基础和品牌认知度，能够快速拓展公司品牌矩阵，提升品牌力和产品力，扩大公司客群和规模，但是同样面临较高的收购成本和债务压力，需要公司具备快速整合和运营能力，以便在收购后及时调整品牌贡献业绩。所以，具备整合资源和运营品牌能力的成熟企业有望通过多品牌扩张，持续提升产品力和品牌力，抢占市场份额。

图16：中高端女装品牌通过多品牌战略，持续提升产品力和品牌力

公司 (中占率2022年/vs2013年)	锦泓集团 (0.3%/+0.2pct)	赢家时尚 (0.3%/+0.2pct)	地素时尚 (0.5%/+0.1pct)	朗姿股份 (0.2%/+0.0pct)	歌力思 (0.1%/+0.0pct)	安正时尚 (0.2%/+0.3pct)
品牌	VGRASS	Koradior	DAZZLE	LANCY	ELLASSAY	JZ
创立时间	1997年	2007年	2005年	2000年	1996年	2001年
定位	优雅/25-35岁	优雅/30-45岁	简约/25-40岁	商务/25-45岁	通勤/35-45岁	优雅/35-45岁
市占率 (22vs13)	0.1%/+0.1pct	0.3%/+0.2pct	0.3%/+0.0pct	0.2%/+0.0pct	0.1%/+0.0pct	0.2%/+0.0pct
价格带	600-8000元	2000元-40000元	800元-2500元	1000元-15000元	3000元-7000元	10000元-10000元
最新门店数(家)	204	726	616	317	300	473
22年营收	8.57亿元	19.77亿元	13.09亿元	10.93亿元	8.89亿元	8.37亿元
占比	22.06%	34.91%	54.67%	71.19%	37.59%	37.17%
近五年CAGR	1.59%	6.01%	2.88%	8.48%	-1.58%	-2.21%

品牌	元先	TeenieWeenie	CADIDL	NAERSI	NAERSI LING	NEXY.CO	MOJO S.PHINE	m.tsubomi	Laurèl	Ed Hardy	IRO Paris	Self-portrait	MOISSAC	alloy&lugh
创立时间	2015年	2017&2020年	16&21年	2019年	2019年	2019年	2003年	2019年	2015年	2016年	17&19年	2019年	2014年	2019年
收购/投资成本	1.35亿元(100%)	49.3亿元(100%)	16年0.77亿元(65%)+21年(35%)	24亿港元(100%)			代运营	出资设立山南明贴(60%)	1118万欧元(100%)	2.96亿元(80%)	17年7900万元(57%)+19年8950万欧元(43%)	3000万元(50%)	1000万元(100%)	3620万元(51%)+2550万元
定位	传统文化	学院风	优雅	简约	简约	简约	优雅	简约	商务	潮流	休闲	休闲	简约	童装
最新门店数(家)	1	1142	158	460	95	211	28	26	82	99	105	45	86	101
22年营收	0.23亿元	30.05亿元	3.49亿元	12.4亿元	4.07亿元	7.85亿元	1.02亿元	0.35亿元	2.37亿元	2.99亿元	6.61亿元	2.79亿元	1.17亿元	1.00亿元222
占比	0.58%	77.36%	6.16%	21.84%	7.18%	13.86%	6.63%	2.28%	10.01%	12.67%	27.95%	11.78%	5.21%	4.42%
近五年CAGR	0.42%	11.50%	15.10%				0.63%		19.33%	-7.24%	10.86%		27.12%	

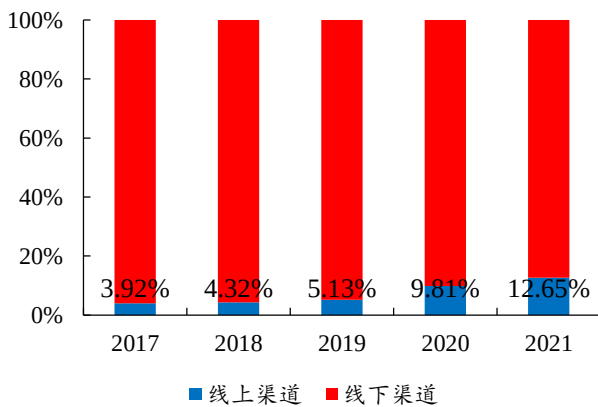
品牌	La Koradior	Koradior	ELSE WHERE	FUUNNY FEELN	DM	d'zzit	RAZZLE	LIME	LIME FLARE	IMM	ANZHENG
创立时间	2012年	2014年	2019年	2010年	2011年	2017年	2006年			2008年	2012年
定位	优雅	优雅	年轻	优雅	潮流	男装	商务			简约	运动休闲
最新门店数(家)	44	182	104	30	463	14	148			76	32
22年营收	3.46亿元	4.42亿元	1.21亿元	1.64亿元	8.91亿元	0.30亿元	2.98亿元			1.85亿元	0.49亿元
占比	6.11%	7.80%	2.14%	6.86%	37.22%	1.25%	19.44%			8.22%	2.17%
近五年CAGR	16.70%	8.68%		2.06%	6.83%	61.90%	5.26%			-2.87%	-8.14%

资料来源：各公司公告、欧睿国际、开源证券研究所

(2) 全渠道融合：作为目前的消费主力人群，Z世代消费特征呈现消费全面线上化和全渠道购物趋势，根据麦肯锡调查显示，在影响Z世代购买决策的因素中，线上口碑占据重要位置，其中44%的Z世代认为网络博主、网红的意见是影响购买的三大因素之一，55%的Z世代将品牌官方社交账号作为重要信息来源。在消费服装时，近40%的Z世代消费者会进行去门店看实物，然后线上下单的消费行为。

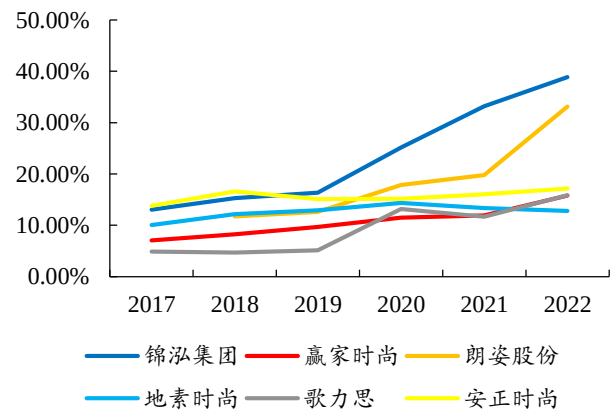
为迎合其线上消费习惯和个性化表达，中高端女装品牌开始全渠道布局，进行数字化转型，2021年中高端女装线上占比已提升至12.65%。一方面，各公司布局抖音等兴趣电商，发力线上业务，疫情期间线上业务加速增长，部分公司线上销售占比已经超过30%；另一方面，各公司通过全渠道会员管理、私域运营等新零售模式进行线上线下融合，重视消费者消费体验和品牌价值构建，助力品牌可持续发展。

图17：中国中高端女装线上销售占比逐年提升



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图18：各龙头企业疫情期间线上业务加速增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

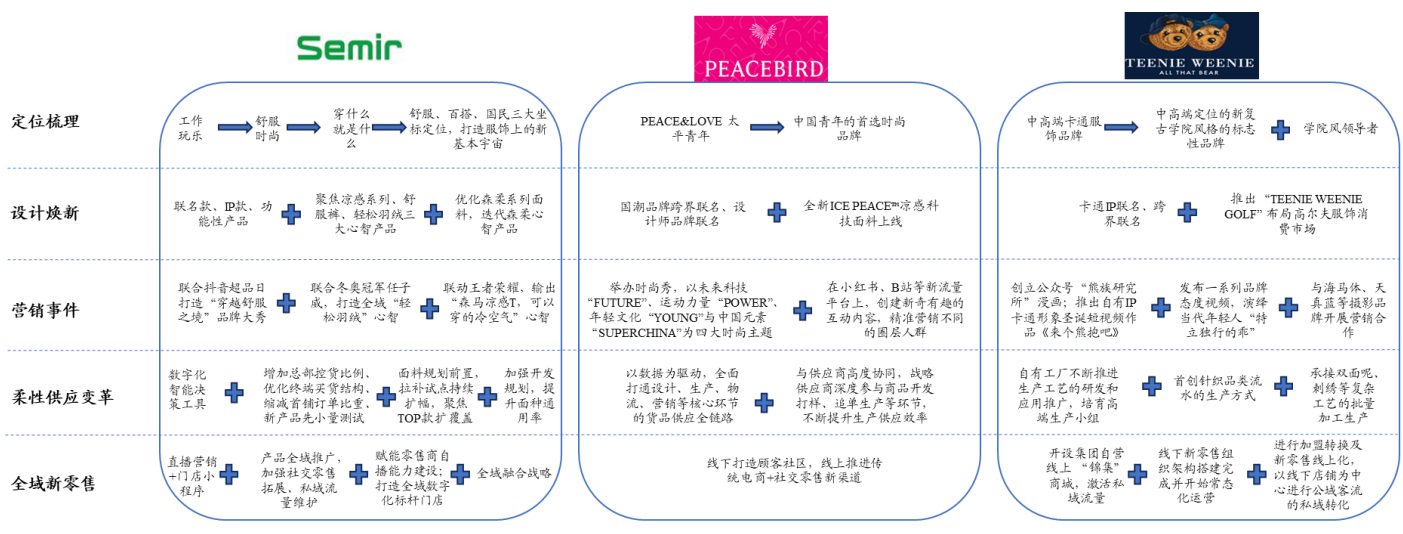
2.3.2、休闲女装：数字化新零售&设计焕新赋能业绩，持续抢占海外品牌份额

休闲女装品牌通过数字化新零售体系搭建和设计焕新，应对渠道变革和消费主力切换，持续抢占海外品牌份额。

(1) 数字化新零售：作为目前的消费主力人群，Z世代消费特征呈现消费全面线上化和全渠道购物趋势，各品牌公司为把握全域运营带来的增量机会，纷纷进行全域新零售布局，推进直播平台的营销运营，并搭建数字化体系有效赋能线下门店，开展小程序、O2O 等新零售业务。同时，基于数字化体系搭建，各公司积极推进柔性供应链改革，发挥快反优势并有效管理库存。

(2) 设计焕新：在人货场重新构建的基础上，各公司重新梳理品牌定位，聚焦核心客户群体的喜好，发挥品牌自身特色基因，推出 IP 联名、国潮跨界联名等迎合年轻消费偏好，并聚焦自身特色面料和设计打造品牌心智品类，如森马打造“森系心智产品”，太平鸟聚焦凉感科技面料和国潮设计、Teenie Weenie 聚焦学院风设计和卡通潮流。

图19：通过数字化新零售&设计焕新，休闲女装赋能业绩



资料来源：各公司公告、开源证券研究所

3、Teenie Weenie：多渠道共同发力，业绩向上趋势确立

3.1、产品端：不断创新拓宽品类和场景，迎合年轻潮流趋势

Teenie Weenie 不断创新拓宽品类和场景，迎合年轻潮流趋势。TW 品牌拥有上海、首尔两大研发设计团队，在保留经典复古学院风 DNA 的基础上，融入更多潮流元素，拓宽产品场景，以学院风为基础，逐步拓宽至商务通勤、户外运动、休闲等场景，并持续推出与跨界品牌及艺术家的联名系列、T.W.GIRL、高尔夫系列等，拓宽并强化产品线，迎合年轻潮流趋势；此外，于 2022 年 7 月推出鞋履品类，进一步拓宽品类。

图20：Teenie Weenie 不断创新拓宽品类和场景，迎合年轻潮流趋势

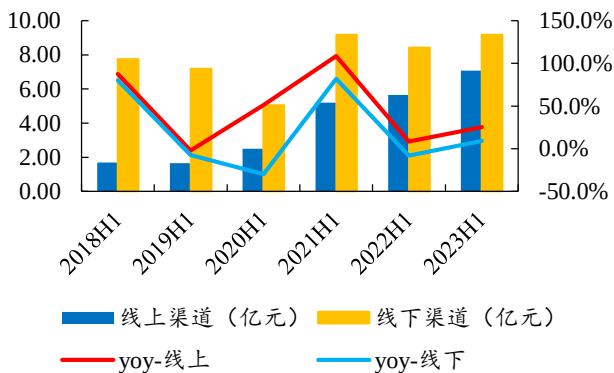


资料来源：Teenie Weenie 淘宝官方旗舰店、开源证券研究所

3.2、渠道端：内容电商运营高效，新零售赋能&加盟发力打开成长空间

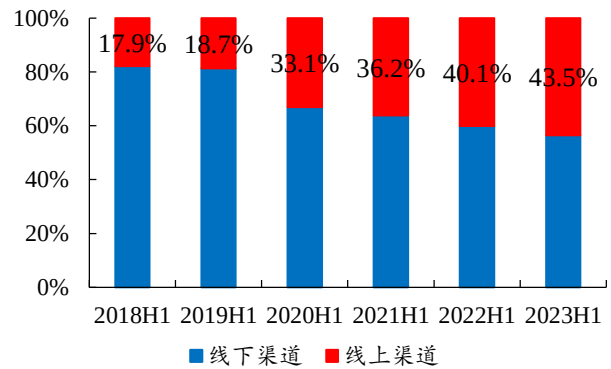
线上业务持续高增，线下业务稳健增长。随着 Z 世代成为消费主力，在 Z 世代消费全面线上化和全渠道购物的趋势下，公司发力线上业务并取得高速增长，同时积极推进多渠道融合的新零售模式，将线下体验与线上社交融合，增强与客户的黏性和互动。2018 以来，Teenie Weenie 线上渠道销售持续高增，线下渠道稳健增长，2018H1-2023H1 线上/线下渠道 CAGR 分别为 33.2%/3.4%；2023H1 Teenie Weenie 品牌线上渠道实现销售 7.08 亿元，同比增长 25.4%，线下渠道实现销售 9.18 亿元，同比增长 9.0%，线上占比从 2018H1 的 17.9%逐步提升至 2023H1 的 43.5%。

图21：线上渠道持续高增，线下渠道稳健增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：疫情催化下，线上业务占比快速提升

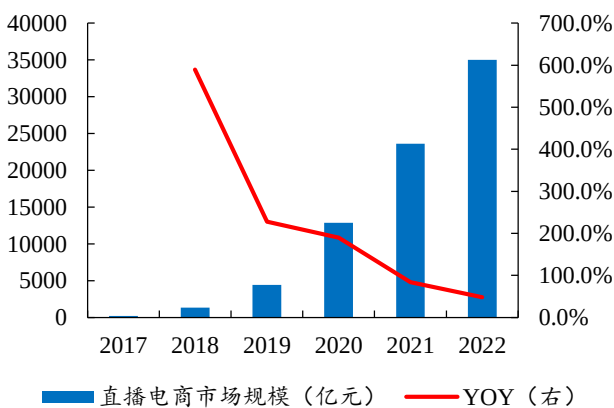


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2.1、线上渠道：高效运营凸显品牌影响力，抖音平台市占率有望持续提升

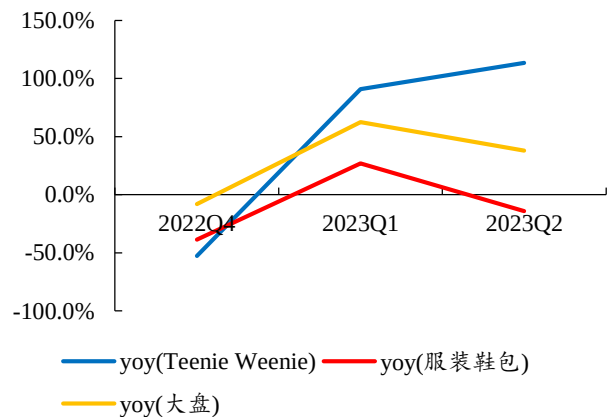
直播电商市场规模放缓，成熟品类增速低于大盘。兴趣电商平台将“搜索式消费”转向“发现式消费”，依靠场景化内容释放潜在需求，2022年直播电商市场规模持续增长至35000亿元，同比增长48.2%，随着业态发展成熟、覆盖逐步到位，未来大盘增速预计逐年放缓。根据飞瓜数据统计，2023H1市场份额最大的仍然是服饰内衣，占比31.3%，但由于抖音用户的平台消费习惯逐渐养成，催生更多消费需求，成熟品类的增速逐步放缓，如服装内衣、美妆等占比较大的品类呈现份额下降趋势。根据久谦中台统计，2022Q4以来三个季度服装鞋包的增速均低于抖音大盘增速，而Teenie Weenie在2023年以来把握抖音机制变化趋势，增速远超大盘。

图23：直播电商市场规模持续增长至35000亿元



数据来源：网经社、开源证券研究所

图24：成熟品类如服装鞋包增速低于大盘



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

Teenie Weenie把握抖音经营机制，高效运营凸显品牌影响力。公司2020年捕捉到兴趣电商的流量红利，开始布局抖音渠道，搭建产品类型细分自播矩阵，截止2023年9月，官方旗舰店账号粉丝量已经接近200万，抖音期间带货榜居于服装品类榜首；并布局十几个细分品类自播账号。2022年抖音经营体系升级，由原先的货找人的“FACT+”升级为内容场和货架场双场共振的“FACT+S”，公司一方面，深度布局自播矩阵，基于粉丝基础掌握流量主动权和品牌优势；另一方面，建设货架中心场，精准投放商品卡，并积极参与抖音商场活动，最终达到双场共振的效果。公司凭借丰富内容及营销活动、多品类自播账号布局、完善货架场搭建，将进一步积累更多粉丝并提升转化率，抖音平台市占率有望持续提升。

图25: Teenie Weenie 把握抖音经营机制，高效运营凸显品牌影响力

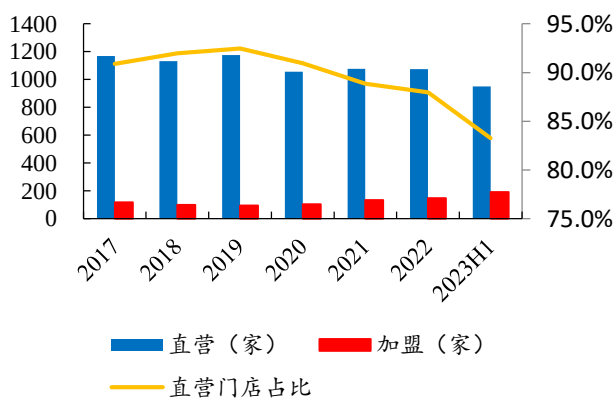


资料来源：抖音 APP、《抖音电商：2023 抖音电商全域飞轮 FACT+S 经营实战白皮书》、开源证券研究所

3.2.2、线下渠道：新零售赋能线下门店业绩，发力加盟打开开店空间

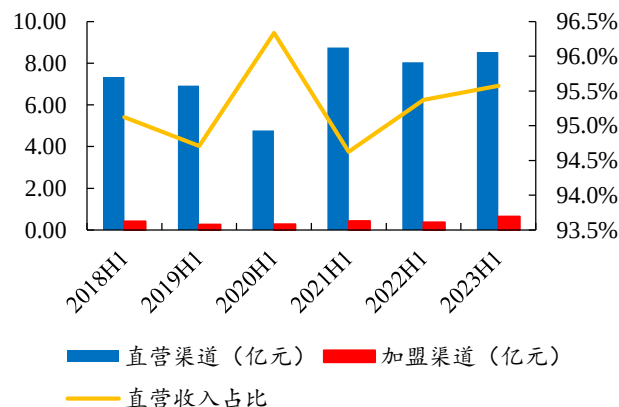
公司以直营门店为主，直营渠道收入占比超 95%。截止 2023H1，Teenie Weenie 线下门店共 1142 家，较年初净减少 80 家，其中直营/加盟门店分别为 951/191 家，较年初分别变动-124/+44 家；2023H1 直营/加盟渠道分别贡献收入 8.54/0.64 亿元，直营渠道收入占比超 95%。

图26: 门店数量呈下降态势，其中加盟门店占比提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图27: 直营渠道贡献主要线下销售收入



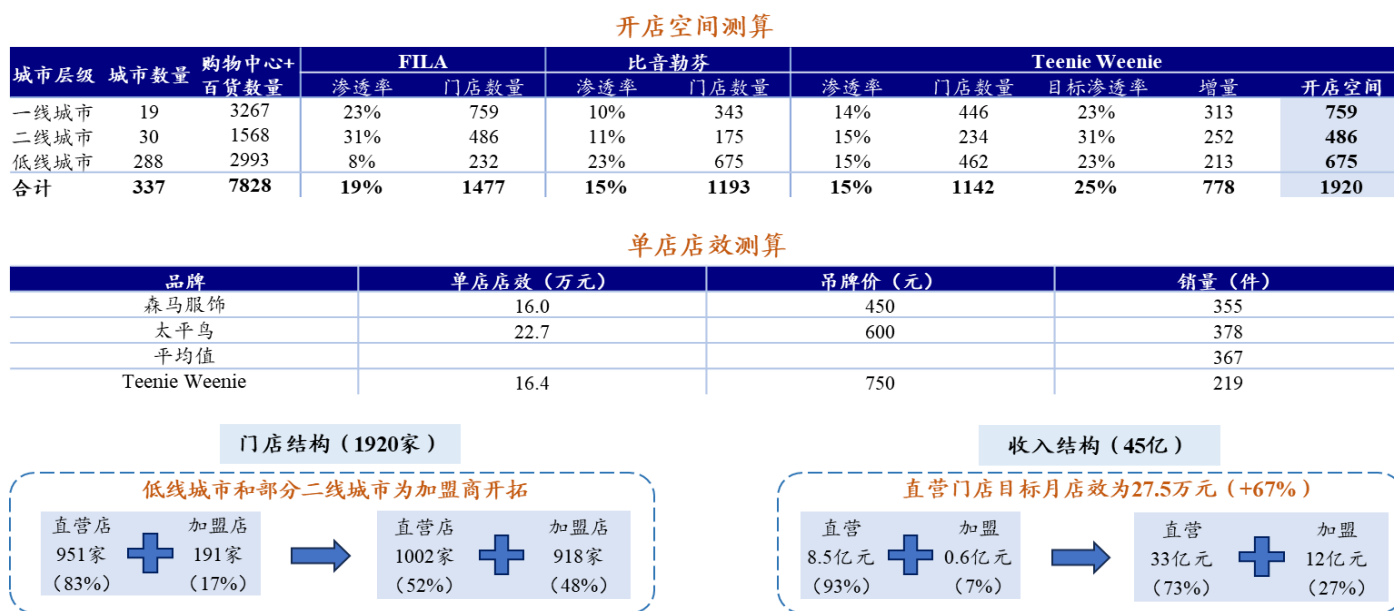
数据来源：久谦中台、开源证券研究所

基于公司平稳发展的考量，公司调整线下拓展策略，发力加盟下沉。针对下沉市场，将区域内已有直营店转让给加盟商继续经营，并且积极推进加盟商门店开拓。一方面，有效提升直营渠道经营效率，集中资源和精力提升重点城市直营门店店效；

另一方面，放开加盟快速开拓下沉市场，加盟商对于当地的商业和客群更为了解，配合公司完善的营销和会员系统，将快速打开下沉市场。根据各级城市的商业体数量并参照选址相似、定位中高端的 FILA 和比音勒芬的门店数量进行测算，我们预计 **Teenie Weenie** 的门店数有望达到 **1920 家**，还有约 **68%** 的开店空间，其中直营和加盟门店占比有望调整至 1:1。

运营恢复叠加新零售赋能线下门店业绩，店效具备提升空间。2022 年 TEENIE WEENIE 直营门店的月均店效仅 14.48 万元，较 2019H1 月均店效 16.02 万元下跌 9.6%，主要系疫情期间客流受损叠加门店运营承压所致。2023 年以来，公司通过重新装修、优化商品陈列、导购服务质量等举措，发挥原有的运营优势，提升进店率和转化率。同时，公司积极推进多渠道融合的新零售运营模式，通过线上直播、私域运营等多触点策略，增加客户粘性和互动，赋能线下门店业绩。对比同样发力全渠道新零售的森马和太平鸟，TEENIE WEENIE 门店店效具备提升空间，有望达到 27.5 万元/月，其中直营和加盟收入占比有望调整至 7:3。

图28: Teenie Weenie 开店空间和目标月店效分别为 1920 家/27.5 万元



资料来源：赢商大数据、大众点评、公司公告、锦泓官方小程序、比音勒芬&FILA 官网、开源证券研究所

4、VGRASS：线下经营稳步恢复，线上拓展逐步推进

品牌间协同发挥设计优势，打造东方美学高端女装。公司在韩国首尔、中国上海和南京设有国际化设计团队，自主研发设计能力持续提升。VGRASS 从云锦织物中汲取灵感，融合非遗传统手工艺，如棒槌蕾丝、南京云锦、苏绣、丝绸、剪纸等非遗传统手工艺；并聚焦中国传统文化价值和精神内容输出，如串枝牡丹莲、端午节“众子”、春节“鱼”悦等东方元素图案，与知名舞者张洁钰&王琦之、花样滑冰运动员于小雨合作展现女性力量等，坚持打造具有东方美学的高端女装，具备文化底蕴。

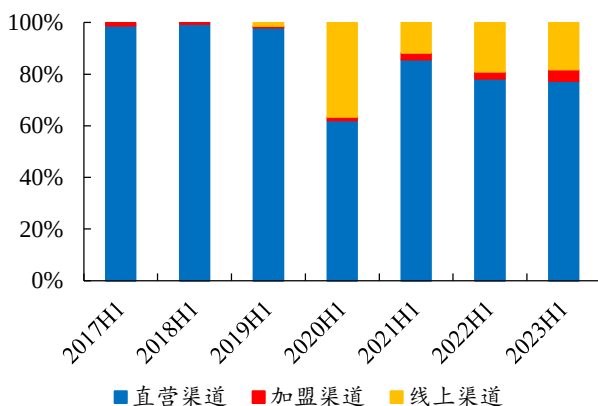
图29：VRAGSS 设计融合非遗传统手工艺和东方美学



资料来源：VGRASS 官方公众号、开源证券研究所

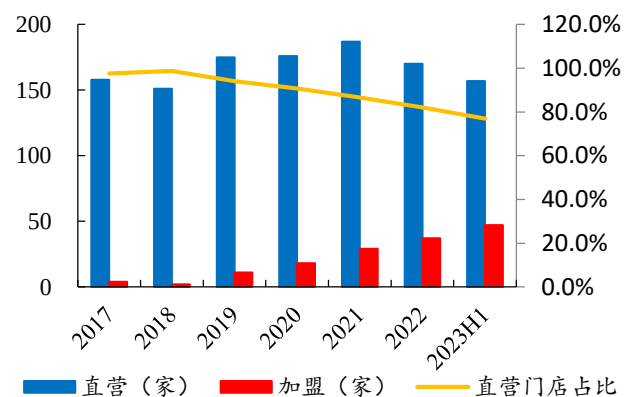
线上销售贡献率提升，线下业务稳步恢复。VGRASS 品牌 2019H1-2023H1 线上/线下渠道 CAGR 分别为-0.9%/102.1%；VGRASS 品牌 2023H1 线上渠道实现销售 0.83 亿元，同比增长 2.1%，线下渠道实现销售 3.71 亿元，同比增长 8.0%，线上占比逐步提升至 18.2%，线下业务稳步恢复。公司以直营门店为主，加盟扩张速度较快。截止 2023H1，VGRASS 线下门店共 204 家，较年初净减少 3 家，其中直营/加盟门店分别为 157/47 家，较年初分别变动-13/+10 家；2023H1 直营/加盟渠道分别贡献收入 3.52/0.20 亿元，同比增长 5.8%/73.5%，直营渠道保持稳健增长，贡献收入占比较高，加盟渠道扩张速度较快。

图30：直营渠道贡献主要收入，线上销售贡献率提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图31：门店数量呈下降态势，其中加盟门店占比提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司运营优势助力渠道扩张，VGRASS 线上线下具备成长空间。(1) 线下渠道：门店运营能力较强，店效高于同行。2023H1 VGRASS 老店平均月店效为 40.65 万元，均高于同行公司主品牌水平，线下门店运营能力较强；而从吊牌价来看，VGRASS 吊牌价区间为 600-8000 元，Koradior、Lancy、JZ 等高端女装品牌最高价在 10000-40000 元之间，VGRASS 仍具备提升空间。从门店数量来看，截止 2023H1，VGRASS 的门店数为 204 家；对比同行主品牌门店数普遍在 300-700 家之间，公司具有较大开店空间。**(2) 线上渠道：**公司具备成功线上运营经验，线上业务有望维持较快增速。2023H1 VGRASS 线上化率达 18.25%，对比同行，线上化率已经处于中上水平。公司具备成功线上运营经验，将助力 VGRASS 进行线上快速开拓，带动线上渠道快速增长。

表3：公司运营优势助力渠道扩张，VGRASS 线上线下具备成长空间

公司	旗下主品牌	价格带（元）	店效（万元/月）	门店数	线上占比
锦泓集团	VGRASS	600-8000	40.65	204	18.25%
赢家时尚	Koradior	2000-40000	25.87	726	13.88%
朗姿股份	Lancy	1000-15000	36.62	294	37.33%
地素时尚	Dazzle	800-2500	35.41	616	12.79%
歌力思	Ellassay	3000-7000	26.51	300	14.21%
安正时尚	JZ	1000-10000	15.48	473	54.30%

资料来源：公司公告、天猫官方旗舰店、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

收入端：（1）Teenie Weenie：线下渠道：我们预计 2023-2025 年每年分别净拓 -31/+115/+120 家门店，增量主要由加盟渠道贡献，部分直营门店转给加盟商；未来随着新店爬坡、老店运营优势逐步释放叠加新零售赋能，2023-2025 年直营平均店效预计分别增长 8%/12%/7%，线下收入分别增长 15%/16%/13%，其中加盟渠道收入占比持续提升。线上渠道：有望保持龙头运营优势，预计 2023-2025 年线上收入增长分别为 15%/15%/12%。**（2）VGRASS：**线下渠道：我们预计 2023-2025 年每年分别净开 10/25/30 家门店；2023-2025 年直营平均店效预计分别增长 34%/9%/1%，线下收入分别增长 17%/15%/10%。线上渠道：公司成功线上运营经验助力 VGRASS 线上渠道扩张，预计 2023-2025 年线上收入增长分别为 8%/8%/8%。**（3）云锦：**将云锦和现代艺术融合，开发推出定制服饰、高端工艺品、文创礼品等多类产品，预计 2023-2025 年收入增长分别为 80%/60%/60%。

成本端：各渠道毛利率总体保持稳定，但由于偏低毛利率的加盟业务的占比提升，综合毛利率逐年小幅降低，预计 2023-2025 年公司综合毛利率分别为 68.9%/68.9%/68.9%。

费用端：随着加盟业务收入占比提升，叠加直营店效提升，公司销售费用率稳步下降，2023-2025 年销售费用率分别为 50.5%/49.5%/48.5%，管理费用率分别为 3.45%/3.45%/3.48%；公司 2022 年进行债务置换，长期贷款利率从 9.2%下降至 3.8%，预计 2023-2025 年用于 TW 收购的长期借款利息支出将大幅减少，财务费用率将逐步下降至 3.6%左右。

表4：预计公司 2023-2025 年分别实现归母净利润 2.75/3.60/4.45 亿元（单位：亿元）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	43.12	38.85	44.94	51.88	58.28
YOY	29.48%	-9.83%	15.69%	15.43%	12.34%
Teenie Weenie	31.76	30.05	34.69	40.01	44.97
YOY	37.66%	-5.37%	15.43%	15.33%	12.40%
毛利率(%)	68.16%	67.97%	68.03%	67.94%	67.94%
线下收入	19.41	16.75	19.21	22.20	25.03
YOY	16.20%	-13.74%	14.69%	15.60%	12.72%
线上收入	12.35	15.97	17.88	19.89	21.75

YOY	94.00%	9.06%	15.00%	15.00%	12.00%
VGRASS	11.14	8.57	9.85	11.22	12.27
YOY	11.32%	-23.10%	14.90%	13.97%	9.37%
毛利率(%)	73.99%	73.41%	71.79%	71.96%	71.85%
线下收入	9.19	6.93	8.08	9.31	10.21
YOY	14.70%	-24.55%	16.54%	15.27%	9.66%
线上收入	1.96	1.64	1.77	1.91	2.06
YOY	-2.20%	-16.28%	8.00%	8.00%	8.00%
云锦	0.22	0.23	0.41	0.65	1.04
YOY	23.92%	3.77%	80.00%	60.00%	60.00%
毛利率(%)	70.13%	72.91%	73.86%	73.86%	73.86%
毛利(亿元)	30.11	26.99	30.97	35.73	40.14
YOY	33.20%	-10.37%	14.76%	15.39%	12.32%
综合毛利率(%)	69.83%	69.46%	68.91%	68.88%	68.87%
YOY	1.95%	-0.36%	-0.56%	-0.02%	-0.01%
销售费用率	51.60%	57.66%	50.50%	49.50%	48.50%
管理费用率	3.77%	3.98%	3.45%	3.45%	3.48%
财务费用率	5.20%	4.07%	3.55%	3.68%	3.56%
研发费用率	1.84%	2.37%	2.40%	2.40%	2.40%
归母净利润(亿元)	2.24	0.71	2.75	3.60	4.45
YOY	-135.91%	-68.12%	285.26%	30.67%	23.68%
归母净利率	5.18%	1.83%	6.12%	6.93%	7.63%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

5.2、盈利预测与估值

我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 44.94/51.88/58.28 亿元，同比增长 15.69%/15.43%/12.34%，归母净利润分别为 2.75/3.60/4.45 亿元，同比增长 285.26%/30.67%/23.68%，对应 EPS 为 0.79/1.04/1.28 元，当前股价对应 PE 为 10.7/8.2/6.6 倍。

我们选取了同行的比音勒芬、太平鸟、森马服饰、赢家时尚、歌力思作为可比公司，公司 2023-2025 年估值水平低于可比公司平均值，而 2023-2025 年归母净利润 CAGR 为 27.13%，与可比公司平均水平相近，估值水平仍具备一定的提升空间。考虑到公司疫后内生增长动力释放，债务置换后轻装上阵；其中 Teenie Weenie 向上势头确立，VGRASS 稳中向好；长期来看，公司成长空间较大，店效和开店均具备提升空间，未来 3-5 年业绩有望稳步增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

表5：预计锦泓集团归母净利润复合增速较高，估值水平仍具备提升空间

公司名称	收盘价(元)		EPS			PE				归母净利润 2023-2025CAGR
	2023/10/17	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
比音勒芬	33.29	1.27	1.67	2.06	2.46	20.09	19.91	16.20	13.55	21.23%
太平鸟	17.66	0.39	1.27	1.55	1.90	47.43	13.90	11.39	9.28	22.41%
森马服饰	6.07	0.24	0.40	0.49	0.58	22.16	15.23	12.39	10.46	20.67%
赢家时尚	13.73	0.56	1.09	1.30	1.50	18.42	12.40	10.37	9.00	17.39%
歌力思	11.98	0.06	0.81	1.07	1.31	164.23	14.80	11.22	9.14	27.23%

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

收盘价(元)		EPS				PE				归母净利润
公司名称	2023/10/17	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2023-2025CAGR
平均						54.47	15.25	12.31	10.28	21.79%
锦泓集团	8.46	0.21	0.79	1.04	1.28	32.57	10.68	8.17	6.61	27.13%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：比音勒芬、太平鸟、森马服饰盈利预测来源于开源证券研究所，其他来源于 Wind 一致预期）

6、风险提示

渠道拓展不及预期、抖音渠道费用投放加大。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2237	2231	2298	2531	2907
现金	568	590	683	788	886
应收票据及应收账款	514	337	0	0	0
其他应收款	58	60	76	81	96
预付账款	61	52	78	72	97
存货	1022	1143	1411	1540	1779
其他流动资产	15	50	50	50	50
非流动资产	3878	3881	3803	3819	3821
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	87	85	99	113	119
无形资产	1279	1285	1281	1279	1276
其他非流动资产	2512	2511	2423	2427	2425
资产总计	6115	6112	6102	6350	6728
流动负债	3144	1870	1940	2168	2440
短期借款	28	489	1183	1432	1643
应付票据及应付账款	560	610	0	0	0
其他流动负债	2555	770	757	735	797
非流动负债	413	1151	814	478	141
长期借款	258	1010	673	337	0
其他非流动负债	155	141	141	141	141
负债合计	3557	3021	2755	2645	2581
少数股东权益	0	0	16	23	31
股本	297	347	347	347	347
资本公积	1613	2020	2020	2020	2020
留存收益	659	730	986	1297	1663
归属母公司股东权益	2559	3091	3331	3682	4116
负债和股东权益	6115	6112	6102	6350	6728

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	629	549	60	433	473
净利润	224	71	291	367	453
折旧摊销	95	135	126	22	28
财务费用	225	159	160	192	209
投资损失	0	1	0	0	0
营运资金变动	13	29	-513	-140	-207
其他经营现金流	71	154	-4	-9	-10
投资活动现金流	-124	-164	-51	-39	-30
资本支出	124	165	49	38	29
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	1	-3	-0	-1
筹资活动现金流	-727	-544	-610	-538	-556
短期借款	16	461	694	249	210
长期借款	-2761	752	-337	-337	-337
普通股增加	44	51	0	0	0
资本公积增加	416	407	-0	0	0
其他筹资现金流	1558	-2214	-967	-450	-430
现金净增加额	-223	-159	-601	-144	-113

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4324	3899	4515	5212	5857
营业成本	1314	1201	1417	1638	1842
营业税金及附加	25	23	28	32	35
营业费用	2231	2249	2280	2580	2841
管理费用	163	155	156	180	204
研发费用	79	92	108	125	141
财务费用	225	159	160	192	209
资产减值损失	-1	-17	0	0	0
其他收益	7	7	6	8	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-1	-0	-0	-0
资产处置收益	-0	2	-2	-0	-0
营业利润	283	7	376	482	603
营业外收入	30	29	37	34	32
营业外支出	1	4	8	5	5
利润总额	312	32	405	511	631
所得税	88	-40	114	144	178
净利润	224	71	291	367	453
少数股东损益	0	0	16	7	8
归属母公司净利润	224	71	275	360	445
EBITDA	399	210	565	584	715
EPS(元)	0.65	0.21	0.79	1.04	1.28

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	29.5	-9.8	15.8	15.4	12.4
营业利润(%)	145.3	-97.5	5247.9	28.1	25.1
归属于母公司净利润(%)	135.9	-68.1	285.3	30.7	23.7
获利能力					
毛利率(%)	69.6	69.2	68.6	68.6	68.6
净利率(%)	5.2	1.8	6.1	6.9	7.6
ROE(%)	8.8	2.3	8.7	9.9	10.9
ROIC(%)	4.4	3.4	5.7	7.0	8.1
偿债能力					
资产负债率(%)	58.2	49.4	45.1	41.7	38.4
净负债比率(%)	71.5	42.9	45.2	35.6	26.4
流动比率	0.7	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	9.0	9.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.1	2.1	4.6	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.21	0.79	1.04	1.28
每股经营现金流(最新摊薄)	1.81	1.58	0.17	1.25	1.36
每股净资产(最新摊薄)	7.25	8.79	9.48	10.49	11.74
估值比率					
P/E	13.1	41.1	10.7	8.2	6.6
P/B	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	12.0	20.3	7.9	7.3	5.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn