

锦泓集团（603518）

2023 年三季报点评：Q3 业绩稳健增长，加盟拓展及费用优化持续推进

买入（维持）

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	3,899	4,448	5,006	5,603
同比	-10%	14%	13%	12%
归属母公司净利润（百万元）	71	278	339	446
同比	-68%	290%	22%	31%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.21	0.80	0.98	1.28
P/E（现价&最新股本摊薄）	46.24	11.87	9.74	7.40

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- **公司公布 2023 年三季报：**2023 前三季度营收 30.96 亿元/yoy+14.39%、归母净利润 1.91 亿元/yoy+165.45%、扣非归母净利 1.65 亿元/yoy+211.69%，净利增速高于收入主要受益于期间费用率下降。分季度看，23Q1/Q2/Q3 营收分别同比 +8.05%/+23.17%/+14.52%、归母净利分别同比 +149.32%/+835.58%/+30.46%、扣非净利分别+148.91%/+234.32%/-12.26%，Q3 扣非净利增速下滑主因 22Q3 有 TW 商标权转让冲回约 0.5 亿元所得税增厚、若仅考虑经营利润同比仍大幅改善，归母增速超扣非主因新增 0.2 亿元政府补贴。
- **单店收入提升带动各品牌 Q3 收入稳步提升。**分品牌看 TW/VG/云锦 23 年前三季度累计同比分别+16%/+8%/+116%、分别占比 77%/22%/1%，单 Q3 收入分别同比+15%/+9%/+79%。单 Q3 TW 仍维持中双位数稳定增长、VG 持续恢复，主要受益于疫后客流回暖，带动线下单店收入提升，门店数量同比分别-11%/-8%；云锦定位高净值人群、目前体量较小、线下渠道仅 1 家门店，基数较低、增速较快。23 年前三季度 TW/VG/云锦毛利率分别为 68%/73%/74%、同比分别-0.24/-0.11/+2.84pct。
- **Q3 线下增速超线上、受益加盟渠道拓展顺利。**23 年前三季度线上/线下累计同比+18%/+12%、分别占比 36%/64%。23Q3 线上/线下同比+8%/+17%，线下中直营/加盟同比分别约为持平/+190%、占线下约 77%/23%，加盟渠道受益于净开店表现较好。截至 23Q3 末公司共 1322 家门店（直营 1032+加盟 290 家）、较 22Q3 净-150 家（直营-268&加盟+118 家）、同比-10.19%（直营-20.6%&加盟+68.6%），加盟渠道拓展顺利。
- **毛利率略下降、费用率下降幅度较大促净利率提升。**1) **毛利率：**23 年前三季度毛利率同比-0.27pct 至 69.20%，分季度看 23Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 69.38%/68.44%/69.71%，呈小幅波动。2) **期间费用率：**23 年前三季度同比-7.90pct 至 60.93%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-5.93/+0.04/+0.07/-2.09pct 至 51.42%/4.29%/2.74%/2.48%。2023Q3 期间费用率同比-8.20pct 至 64.18%，其中销售/财务费用率改善较大、分别同比-6.63/-1.48pct。3) **归母净利率：**结合毛利率、费用率及所得税变动（22Q3TW 商标权转让冲回所得税约 0.5 亿元），2023 年前三季度归母净利率 6.15%/yoy+3.50pct，23Q3 为 4.79%/yoy+0.59pct。4) **存货：**截至 23Q3 末存货 10.68 亿元/yoy+10.32%，存货周转天数同比减少 54 天至 313 天，库存管理效率有所改善。5) **现金流：**23 前三季度经营活动净现金流 4.77 亿元/yoy+259.65%。23Q3 经营活动净现金流 1.00 亿元/yoy+187.61%，截至 23Q3 末账上资金 7.42 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**公司主营中高档品牌服饰，TW 品牌自 17 年收购以来品牌运营梳理见效、在抖音等渠道建立显著优势，并开始拓展下沉市场、提升市场份额。23 年以来受益疫情放开，1-4 月流水恢复较好、增速逐月提升，5-9 月受基数影响流水同比增速有所波动，但 Q4 进入低基数期预计又将呈现较强修复弹性。由于公司直营占比较高，我们预计收入表现与终端流水较为相近，同时债务结构不断优化及经营杠杆下、利润端增速有望超越收入、释放较大利润弹性。我们维持 23-25 年归母净利润预测 2.78/3.39/4.46 亿元、对应 PE 为 12/10/7X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**消费疲软、渠道拓展不及预期、抖音渠道流量红利消退等。

2023 年 10 月 29 日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

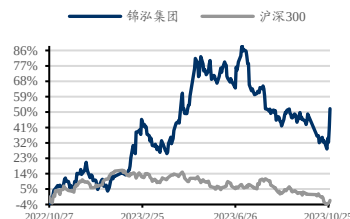
lijie@dwzq.com.cn

研究助理 郝越

执业证书：S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.51
一年最低/最高价	6.07/12.29
市净率(倍)	1.02
流通 A 股市值(百万元)	3,273.53
总市值(百万元)	3,302.03

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.30
资产负债率(% ,LF)	45.80
总股本(百万股)	347.22
流通 A 股(百万股)	344.22

相关研究

《锦泓集团(603518)：2023 年中报点评：收入增速提升叠加费用控制优秀，盈利大幅改善》

2023-08-16

《锦泓集团(603518)：2022 年报及 2023Q1 业绩点评：22 年 TW 韧性较强，23Q1 盈利能力修复促净利大增》

2023-04-29

表1: 23Q1-3 公司收入分品牌、分渠道拆分

	23Q1-3 收入 (百万元)	收入 YOY	占总营 收比重	门店数 (家)	门店环比净 变动 (较 23H1, 家)	门店同比 净变动 (家)	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
主营业务收入	3080.38	14.5%	100.0%	1,322	-25	-150	69.71%	-0.04pct
分品牌								
TEENIE WEENIE	2360.16	15.5%	76.6%	1,123	-19	-132	68.01%	-0.24pct
VGRASS	686.18	7.7%	22.3%	198	-6	-18	73.48%	-0.11pct
云锦	34.04	115.6%	1.1%	1	0	0	74.46%	+2.84pct
分渠道								
线上	1115.55	18.3%	36.2%	-	-	-	64.57%	-0.83pct
线下	1955.22	11.9%	63.5%	1,322	-25	-150	71.84%	+0.26pct
直营	1703	4.1%	55.3%	1032	-77	-268	-	-
加盟	224	130.1%	7.3%	290	52	118	-	-
其它	9.60	77.7%	0.5%	-	-	-	-	-

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

锦泓集团三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,231	2,701	3,205	3,812	营业总收入	3,899	4,448	5,006	5,603
货币资金及交易性金融资产	590	663	818	1,241	营业成本(含金融类)	1,201	1,368	1,535	1,714
经营性应收款项	389	701	740	937	税金及附加	23	36	40	45
存货	1,143	1,208	1,511	1,478	销售费用	2,249	2,358	2,653	2,911
合同资产	0	0	0	0	管理费用	155	187	193	207
其他流动资产	109	128	136	156	研发费用	92	98	110	118
非流动资产	3,881	3,810	3,778	3,746	财务费用	159	73	71	66
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	7	4	5	6
固定资产及使用权资产	332	263	233	202	投资净收益	(1)	0	0	0
在建工程	3	6	9	12	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,285	1,275	1,265	1,255	减值损失	(22)	(10)	(10)	(10)
商誉	1,825	1,825	1,825	1,825	资产处置收益	2	0	0	0
长期待摊费用	136	142	146	153	营业利润	7	324	399	538
其他非流动资产	299	299	299	299	营业外净收支	25	24	25	19
资产总计	6,112	6,512	6,982	7,558	利润总额	32	348	424	557
流动负债	1,870	1,992	2,123	2,253	减:所得税	(40)	70	85	111
短期借款及一年内到期的非流动负债	904	904	904	904	净利润	71	278	339	446
经营性应付款项	610	682	768	850	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	81	68	77	86	归属母公司净利润	71	278	339	446
其他流动负债	274	338	374	414	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.21	0.80	0.98	1.28
非流动负债	1,151	1,151	1,151	1,151	EBIT	165	412	485	620
长期借款	742	742	742	742	EBITDA	468	566	600	736
应付债券	268	268	268	268	毛利率(%)	69.20	69.25	69.33	69.42
租赁负债	132	132	132	132	归母净利率(%)	1.83	6.25	6.77	7.96
其他非流动负债	9	9	9	9	收入增长率(%)	(9.83)	14.07	12.54	11.94
负债合计	3,021	3,143	3,274	3,404	归母净利润增长率(%)	(68.12)	289.53	21.92	31.49
归属母公司股东权益	3,091	3,369	3,708	4,154					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,091	3,369	3,708	4,154					
负债和股东权益	6,112	6,512	6,982	7,558					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	549	224	495	579	每股净资产(元)	8.79	9.59	10.56	11.85
投资活动现金流	(164)	(60)	(58)	(66)	最新发行在外股份(百万股)	347	347	347	347
筹资活动现金流	(544)	(91)	(91)	(91)	ROIC(%)	7.26	6.24	6.94	8.29
现金净增加额	(159)	73	347	423	ROE-摊薄(%)	2.31	8.26	9.15	10.74
折旧和摊销	304	154	115	116	资产负债率(%)	49.43	48.26	46.89	45.04
资本开支	(164)	(54)	(53)	(59)	P/E(现价&最新股本摊薄)	46.24	11.87	9.74	7.40
营运资本变动	32	(285)	(35)	(65)	P/B(现价)	1.08	0.99	0.90	0.80

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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。

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>