

# 锦泓集团 (603518)

证券研究报告

2023 年 12 月 26 日

## TW 产品线拓展+渠道改革赋能业绩增长

### TW 产品线强化+渠道改革提升业绩规模

TEENIE WEENIE 定位中高端新复古学院风格，其品牌的上海和首尔研发设计团队聚焦于小熊 IP 形象诠释的新复古学院风定位，深刻洞察消费者在不同生活方式和场景下的核心需求，在与跨界品牌、艺术家的合作中不断创新，拓展和强化产品线，贴近时尚消费人群。

截至 23 年 9 月 30 日 TEENIE WEENIE 拥有直营店 894 家，加盟店 229 家，公司在线下渠道推进有关“渠道、新零售和质量”的三大改革。其中，“**渠道改革**”是针对以原有渠道结构进行加盟转换及新零售线上化，提升加盟店铺及新零售线上业绩占比，以及购物中心和头部奥莱渠道的业绩。“**新零售改革**”是针对线下店铺引入线上化业务模式，以线下店铺为中心进行公域客流的私域转化，全面提升品牌新零售业绩规模。“**质量改革**”是通过转变促销政策，优化新品上市推广宣发，提升了新品业绩占比及综合毛利率。

线上渠道方面，公司持续保持和深化线上渠道的优势，TEENIE WEENIE 品牌在整合线上业务团队的基础上，通过统一业务的视觉基准，整合营销链路的流程，品牌线上业务的竞争力持续提升。截至 2023 年 12 月 26 日，TEENIE WEENIE 抖音官方账号达 205.7 万粉丝，粉丝群体规模较大关注度较高。

### 全链路数智化管理降本增效

公司已基本建立了一个综合信息管理体系，支持各品牌在产品研发、销售、客户、供应链、物流及财务等方面的运营和管理，初步完成了顾客、产品、零售及运营的线上数字化基础设施建设，为公司多品牌的发展提供了有力支持。通过实施 SAP、云仓、WMS 智能仓储等管理系统，公司各品牌实现了在顾客、销售、供应链及财务等方面的数智化管理模式，实现科学流程管控和精细化管理，优化了作业流程，降低运营成本和差错率，有力地支撑了公司多品牌线上线下融合的新零售业务发展。

### 维持盈利预测，维持“买入”评级

公司旗下 TW 不断强化产品定位与风格，营销紧跟市场需求变化；VGRASS 持续迭代升级产品面料与细节设计；线下加速渠道转型，探索新零售模型，同时线上业务的竞争力持续提升。我们预计 23-25 年公司归母净利润分别为 2.83/3.68/4.09 亿元，EPS 分别为 0.81/1.06/1.18 元/股，对应 PE 分别为 13/10/9x。

**风险提示：**宏观经济波动风险，行业竞争风险，财务风险，研发设计风险等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,324.42	3,899.50	4,581.91	5,305.85	6,075.20
增长率(%)	29.48	(9.83)	17.50	15.80	14.50
EBITDA(百万元)	613.79	310.32	589.70	643.28	703.95
归属母公司净利润(百万元)	224.01	71.41	282.91	368.17	409.23
增长率(%)	(135.91)	(68.12)	296.16	30.13	11.15
EPS(元/股)	0.65	0.21	0.81	1.06	1.18
市盈率(P/E)	16.03	50.27	12.69	9.75	8.77
市净率(P/B)	1.40	1.16	0.95	0.88	0.82
市销率(P/S)	0.83	0.92	0.78	0.68	0.59
EV/EBITDA	7.70	9.56	6.92	5.04	5.49

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	纺织服饰/服装家纺
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.34 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	347.22
流通 A 股股本(百万股)	343.45
A 股总市值(百万元)	3,590.25
流通 A 股市值(百万元)	3,551.30
每股净资产(元)	9.30
资产负债率(%)	45.80
一年内最高/最低(元)	12.29/6.47

### 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：聚源数据

### 相关报告

- 《锦泓集团-季报点评:加盟渠道快速拓展，费用优化效果显著》2023-11-06
- 《锦泓集团-半年报点评:TW 构建多渠道融合新零售模式》2023-08-17
- 《锦泓集团-年报点评报告:TW 收入同增 38%快速增长，债务置换优化财务结构》2022-04-21

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	568.26	589.68	921.27	1,909.55	988.69	营业收入	4,324.42	3,899.50	4,581.91	5,305.85	6,075.20
应收票据及应收账款	514.28	336.76	781.54	135.59	914.52	营业成本	1,313.69	1,200.97	1,387.40	1,623.59	1,883.31
预付账款	60.68	52.21	61.37	75.01	88.13	营业税金及附加	24.57	23.24	28.16	32.37	42.34
存货	1,021.80	1,142.65	1,135.74	1,479.50	1,601.43	销售费用	2,231.44	2,248.63	2,336.77	2,705.98	3,098.35
其他	72.36	109.32	95.69	106.22	133.17	管理费用	162.82	155.21	174.11	201.62	236.93
<b>流动资产合计</b>	<b>2,237.39</b>	<b>2,230.62</b>	<b>2,995.61</b>	<b>3,705.87</b>	<b>3,725.95</b>	研发费用	79.47	92.23	100.80	127.34	145.80
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	224.85	158.81	207.63	143.73	143.49
固定资产	87.42	84.51	104.24	143.47	181.39	资产/信用减值损失	(1.46)	(16.53)	(20.00)	(11.00)	(15.84)
在建工程	6.55	3.44	38.06	70.84	72.50	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,278.88	1,285.05	1,275.41	1,265.78	1,256.15	投资净收益	0.00	(0.69)	(0.23)	(0.31)	(0.41)
其他	2,505.03	2,507.91	2,283.37	2,324.96	2,316.30	其他	5.54	30.59	0.46	0.61	0.82
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,877.88</b>	<b>3,880.91</b>	<b>3,701.09</b>	<b>3,805.04</b>	<b>3,826.34</b>	<b>营业利润</b>	<b>283.49</b>	<b>7.04</b>	<b>366.80</b>	<b>481.91</b>	<b>540.41</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,115.28</b>	<b>6,111.53</b>	<b>6,696.71</b>	<b>7,510.92</b>	<b>7,552.29</b>	营业外收入	29.87	28.69	32.81	29.00	29.00
短期借款	28.07	489.15	20.00	20.00	20.00	营业外支出	1.34	4.07	4.14	3.18	3.80
应付票据及应付账款	560.28	610.46	346.97	906.30	623.47	<b>利润总额</b>	<b>312.02</b>	<b>31.66</b>	<b>395.46</b>	<b>507.73</b>	<b>565.61</b>
其他	2,555.23	770.08	1,433.51	1,450.92	1,470.10	所得税	88.00	(39.75)	106.78	137.09	152.72
<b>流动负债合计</b>	<b>3,143.58</b>	<b>1,869.70</b>	<b>1,800.48</b>	<b>2,377.22</b>	<b>2,113.57</b>	<b>净利润</b>	<b>224.01</b>	<b>71.41</b>	<b>288.69</b>	<b>370.64</b>	<b>412.90</b>
长期借款	0.00	742.00	600.00	600.00	600.00	少数股东损益	0.00	0.00	5.77	2.47	3.67
应付债券	258.37	267.95	389.70	305.34	321.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>224.01</b>	<b>71.41</b>	<b>282.91</b>	<b>368.17</b>	<b>409.23</b>
其他	154.82	141.06	103.46	133.11	125.88	每股收益(元)	0.65	0.21	0.81	1.06	1.18
<b>非流动负债合计</b>	<b>413.19</b>	<b>1,151.02</b>	<b>1,093.16</b>	<b>1,038.45</b>	<b>1,046.88</b>						
<b>负债合计</b>	<b>3,556.77</b>	<b>3,020.71</b>	<b>2,893.63</b>	<b>3,415.67</b>	<b>3,160.45</b>						
少数股东权益	0.00	0.00	5.77	8.24	11.91	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
股本	296.63	347.21	347.22	347.22	347.22	<b>成长能力</b>					
资本公积	1,612.92	2,019.54	2,482.26	2,482.26	2,482.26	营业收入	29.48%	-9.83%	17.50%	15.80%	14.50%
留存收益	2,271.63	2,749.67	3,450.08	3,739.78	4,032.71	营业利润	-145.34%	-97.52%	5113.50%	31.38%	12.14%
其他	(1,622.67)	(2,025.60)	(2,482.26)	(2,482.26)	(2,482.26)	归属于母公司净利润	-135.91%	-68.12%	296.16%	30.13%	11.15%
<b>股东权益合计</b>	<b>2,558.51</b>	<b>3,090.82</b>	<b>3,803.07</b>	<b>4,095.24</b>	<b>4,391.84</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,115.28</b>	<b>6,111.53</b>	<b>6,696.71</b>	<b>7,510.92</b>	<b>7,552.29</b>	毛利率	69.62%	69.20%	69.72%	69.40%	69.00%
						净利率	5.18%	1.83%	6.17%	6.94%	6.74%
						ROE	8.76%	2.31%	7.45%	9.01%	9.34%
						ROIC	9.27%	10.09%	11.24%	10.65%	13.36%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	58.16%	49.43%	43.21%	45.48%	41.85%
						净负债率	71.45%	42.84%	24.83%	3.48%	17.11%
						流动比率	0.71	1.19	1.66	1.56	1.76
						速动比率	0.39	0.58	1.03	0.94	1.01
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	8.97	9.16	8.19	11.57	11.57
						存货周转率	4.74	3.60	4.02	4.06	3.94
						总资产周转率	0.74	0.64	0.72	0.75	0.81
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.65	0.21	0.81	1.06	1.18
						每股经营现金流	1.81	1.58	0.65	3.18	-0.86
						每股净资产	7.37	8.90	10.94	11.77	12.61
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	16.03	50.27	12.69	9.75	8.77
						市净率	1.40	1.16	0.95	0.88	0.82
						EV/EBITDA	7.70	9.56	6.92	5.04	5.49
						EV/EBIT	7.97	10.33	7.11	5.18	5.65

  

现金流量表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	224.01	71.41	282.91	368.17	409.23
折旧摊销	95.46	134.55	15.27	17.64	20.05
财务费用	226.17	161.29	207.63	143.73	143.49
投资损失	0.00	0.69	0.23	0.31	0.41
营运资金变动	(81.93)	(108.09)	(287.61)	571.85	(875.49)
其它	165.18	288.86	5.77	2.47	3.67
<b>经营活动现金流</b>	<b>628.90</b>	<b>548.70</b>	<b>224.21</b>	<b>1,104.17</b>	<b>(298.65)</b>
资本支出	(114.59)	36.93	97.61	50.34	57.24
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(9.21)	(201.14)	(157.84)	(130.65)	(107.64)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(123.80)</b>	<b>(164.21)</b>	<b>(60.23)</b>	<b>(80.31)</b>	<b>(50.41)</b>
债权融资	2,396.28	1,913.85	1,865.52	2,052.15	1,740.12
股权融资	162.76	302.09	261.16	(143.73)	(143.49)
其他	(3,286.16)	(2,759.95)	(1,959.08)	(1,943.99)	(2,168.44)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(727.12)</b>	<b>(544.01)</b>	<b>167.60</b>	<b>(35.58)</b>	<b>(571.81)</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>(222.02)</b>	<b>(159.52)</b>	<b>331.59</b>	<b>988.28</b>	<b>(920.86)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com