

锦泓集团（603518）

证券研究报告

2024 年 01 月 16 日

费用优化成效显著，TW 斩获“抖音大奖”并入选“天猫先锋案例”

预计 23Q4 归母净利 0.9-1.2 亿，全年归母净利同增 299%-330%

公司发布业绩预告，预计 23Q4 归母净利 0.94-1.17 亿，扣非归母净利 0.92-1.12 亿，同比均为扭亏；23 全年归母净利预计为 2.85-3.08 亿，同增 299%-330%；扣非归母净利 2.57-2.77 亿，同增 449%-493%。

增长主要系公司紧抓消费复苏良机，持续强化品牌力、商品力、零售力，线上保持较快增长，线下稳定恢复；同时运营质量及效率持续提升，销售费率有效控制，财务费用同比大幅减少。

TW 巩固线上优势，斩获“抖音大奖”并入选“天猫先锋案例”

TW 近日获得“抖音电商金营销奖 2023 年度新品营销大奖”和“2023 天猫超级旗舰年度 TOP20 先锋案例”。TW 在抖音独家首发秋冬学院系列，开新日新品定制礼盒秒售罄；通过发起合拍种草视频的模式提高引流效率；配合“学院风”热点激发搜索流量，同时实现货架场的承接。根据天猫人气指数模型，品牌通过人群破圈，在消费者钱包份额指数上持续表现优异，既为品牌带来更多新增消费者，又实现了核心消费者对品牌的消费提升。

线下推动三大改革，经营质量有望持续优化

线下方面，TW 推进“渠道、新零售和质量”三大改革，包括推进直营转加盟及新零售线上化，提升加盟与新零售线上业绩占比，以及购物中心、头部奥莱业绩；针对线下店引入线上化业务模式，以线下为中心进行公域客流的私域转化；通过转变促销政策、优化新品上市推广宣发，提升新品业绩占比及综合毛利率。

运营质量及效率提升，财务费用持续减少

23 年以来公司加强效率提升及终端费用管控，受益于人员优化、店铺费用减少及销售规模的回升，销售费率同比有所减少；财务方面，公司此前于 22 年成功完成前期并购贷款的债务置换，大幅降低并购贷款余额与利率，规划自 2022/12/31（包含）起至 2025/06/30 期间每半年偿还 1.5 亿金额，负债水平下降且相关利息支出有望持续减少，进一步带动盈利水平提升。

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 年公司归母净利分别为 2.9/3.7/4.2 亿元，EPS 分别为 0.8/1.1/1.2 元/股，对应 PE 分别为 14/11/10x。

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；业绩预告仅为初步测算，具体以公司年报为准。

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	11.66 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)	4,048.58
流通 A 股市值(百万元)	4,004.66
每股净资产(元)	9.30
资产负债率(%)	45.80
一年内最高/最低(元)	12.42/6.69

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

- 1 《锦泓集团-公司点评:TW 产品线拓展+渠道改革赋能业绩增长》2023-12-26
- 2 《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
- 3 《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

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	4,613.10	5,341.97	6,116.56
增长率(%)	29.48	(9.83)	18.30	15.80	14.50
EBITDA(百万元)	613.79	310.32	588.87	642.12	699.32
归属母公司净利润(百万元)	224.01	71.41	288.08	371.24	423.48
增长率(%)	(135.91)	(68.12)	303.39	28.87	14.07
EPS(元/股)	0.65	0.21	0.83	1.07	1.22
市盈率(P/E)	18.07	56.69	14.05	10.91	9.56
市净率(P/B)	1.58	1.31	1.09	1.04	0.99
市销率(P/S)	0.94	1.04	0.88	0.76	0.66
EV/EBITDA	7.70	9.56	7.92	6.07	6.62

资料来源：wind，天风证券研究所

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	1,274.09	2,031.62	898.72	营业收入	4,324.42	3,899.50	4,613.10	5,341.97	6,116.56
应收票据及应收账款	514.28	336.76	789.15	134.22	923.04	营业成本	1,313.69	1,200.97	1,396.85	1,634.64	1,896.13
预付账款	60.68	52.21	62.15	75.16	89.09	营业税金及附加	24.57	23.24	28.35	32.59	42.62
存货	1,021.80	1,142.65	1,151.25	1,481.79	1,620.12	销售费用	2,231.44	2,248.63	2,357.30	2,729.75	3,128.62
其他	72.36	109.32	96.58	106.34	134.25	管理费用	162.82	155.21	175.30	202.99	238.55
流动资产合计	2,237.39	2,230.62	3,373.22	3,829.13	3,665.21	研发费用	79.47	92.23	101.49	128.21	146.80
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	141.76	124.37
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
非流动资产合计	3,877.88	3,880.91	3,701.09	3,805.04	3,826.34	营业利润	283.49	7.04	365.96	482.73	554.90
资产总计	6,115.28	6,111.53	7,074.31	7,634.17	7,491.55	营业外收入	29.87	28.69	32.81	29.00	29.00
短期借款	28.07	489.15	450.00	400.00	400.00	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	353.49	908.31	631.87	利润总额	312.02	31.66	394.63	508.54	580.11
其他	2,555.23	770.08	1,424.02	1,448.14	1,461.80	所得税	88.00	(39.75)	106.55	137.31	156.63
流动负债合计	3,143.58	1,869.70	2,227.51	2,756.45	2,493.67	净利润	224.01	71.41	288.08	371.24	423.48
长期借款	0.00	742.00	650.00	550.00	450.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	258.37	267.95	389.70	305.34	321.00	归属于母公司净利润	224.01	71.41	288.08	371.24	423.48
其他	154.82	141.06	103.46	133.11	125.88	每股收益（元）	0.65	0.21	0.83	1.07	1.22
非流动负债合计	413.19	1,151.02	1,143.16	988.45	896.88						
负债合计	3,556.77	3,020.71	3,370.67	3,744.91	3,390.55						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
股本	296.63	347.21	347.22	347.22	347.22	成长能力					
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%	18.30%	15.80%	14.50%
留存收益	2,271.63	2,749.67	3,356.43	3,542.05	3,753.79	营业利润	-145.34%	-97.52%	5101.61%	31.91%	14.95%
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%	303.39%	28.87%	14.07%
股东权益合计	2,558.51	3,090.82	3,703.65	3,889.27	4,101.01	获利能力					
负债和股东权益总计	6,115.28	6,111.53	7,074.31	7,634.17	7,491.55	毛利率	69.62%	69.20%	69.72%	69.40%	69.00%
						净利率	5.18%	1.83%	6.24%	6.95%	6.92%
						ROE	8.76%	2.31%	7.78%	9.55%	10.33%
						ROIC	9.27%	10.09%	11.22%	10.56%	13.26%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	58.16%	49.43%	47.65%	49.05%	45.26%
净利润	224.01	71.41	288.08	371.24	423.48	净负债率	71.45%	42.84%	28.93%	9.01%	26.13%
折旧摊销	95.46	134.55	15.27	17.64	20.05	流动比率	0.71	1.19	1.51	1.39	1.47
财务费用	226.17	161.29	207.63	141.76	124.37	速动比率	0.39	0.58	1.00	0.85	0.82
投资损失	0.00	0.69	0.23	0.31	0.41	营运能力					
营运资金变动	(81.93)	(108.09)	(315.37)	597.65	(902.67)	应收账款周转率	8.97	9.16	8.19	11.57	11.57
其它	165.18	288.86	0.00	(0.00)	(0.00)	存货周转率	4.74	3.60	4.02	4.06	3.94
经营活动现金流	628.90	548.70	195.84	1,128.59	(334.36)	总资产周转率	0.74	0.64	0.70	0.73	0.81
资本支出	(114.59)	36.93	97.61	50.34	57.24	每股指标（元）					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.65	0.21	0.83	1.07	1.22
其他	(9.21)	(201.14)	(157.84)	(130.65)	(107.64)	每股经营现金流	1.81	1.58	0.56	3.25	-0.96
投资活动现金流	(123.80)	(164.21)	(60.23)	(80.31)	(50.41)	每股净资产	7.37	8.90	10.67	11.20	11.81
债权融资	2,396.28	1,913.85	2,345.52	2,382.15	1,970.12	估值比率					
股权融资	162.76	302.09	261.16	(141.76)	(124.37)	市盈率	18.07	56.69	14.05	10.91	9.56
其他	(3,286.16)	(2,759.95)	(2,057.89)	(2,531.14)	(2,593.88)	市净率	1.58	1.31	1.09	1.04	0.99
筹资活动现金流	(727.12)	(544.01)	548.79	(290.75)	(748.13)	EV/EBITDA	7.70	9.56	7.92	6.07	6.62
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	7.97	10.33	8.13	6.24	6.81
现金净增加额	(222.02)	(159.52)	684.40	757.53	(1,132.90)						

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	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com