

603518.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 10.25

板块评级: 强于大市

锦泓集团

经营提效+财务费用优化, 盈利水平持续提升

公司于2024年4月25日公布2023年年报&2024年一季度报, 2023年营收同增16.55%至45.45亿元, 归母净利润同增316.76%至2.98亿元。2024Q1营收同降1.24%至11.53亿元, 归母净利润同增13.19%至1.16亿元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- TW、VG持续提效, 云锦增长亮眼。**2023年公司营收同增16.55%至45.45亿元, 归母净利润同增316.76%至2.98亿元, 扣非净利润同增478.23%至2.70亿元, 保持快速增长。**分品牌看**, TW全年收入达到35.07亿元, 同比增长16.68%, 期间TW从人群和场景两方面扩充面向新中产人群的产品线。同时, 针对休闲通勤场景的差异化需求开发新商品系列, 给顾客提供“成套穿搭、跨场景穿搭”的解决方案。公司为促进加盟渠道扩张推行“直营转加盟”策略, 截至24Q1末TW直营渠道为848家, 较23年初减少227家; 加盟渠道为241家, 较23年初增加94家, 加盟渠道占比提升。**VG**全年营收为9.63亿元, 同增12.37%, VG品牌24Q1末渠道数量为188家, 较23年初减少19家, VG品牌23年平均月店效为32.39万元, 同增13.59%, 经营持续提效。**云锦**全年实现收入4964万元, 同增120.42%, 云锦推行门店零售业务变革, 提升线下渠道业绩, 同时线上业务实现突破。**分渠道看**, 线上方面, 公司全年线上收入为17.37亿元, 同增15.02%, 线下收入为27.82亿元, 同比增长17.16%。
- 24Q1天气影响流水, 经营质量维持提升趋势。**2024Q1营收同降1.24%至11.53亿元, 归母净利润同增13.19%至1.16亿元。其中TW/VG/云锦营收分别为9.18/2.04/0.23亿元, 同比+0.31%/-14.22%/+165.58%。年初天气较冷对春装销售形成一定影响, 但公司聚焦经营质量提升, TW/VG直营老店月平均店效同增1.14%/5.84%, 云锦维持高增趋势, 有望打造公司第三成长曲线。
- 运营提效推动盈利水平提升, 财务费用负担进一步减轻。**23全年/24Q1毛利率同比0.0/+0.82pct至69.20%/70.20%, 毛利率在公司加盟占比提升背景下仍保持优化, 体现出公司渠道提效的良好效果。公司费用率基本平稳, 23全年/24Q1财务费用率同降2.04/1.03pct至2.03%/1.43%, 财务成本压力进一步减小, 23全年/24Q1净利率同增4.72/1.28pct至6.55%/10.07%, 24Q1存货周转天数同比下降38天至230天。Q1经营性现金流量净额为2.68亿元, 同比增长30.07%, 存货、现金流情况良好。
- 双品牌全渠道协同发展, 负债优化释放利润弹性, 未来稳健增长可期。**公司多品牌全渠道发展良好, TW品牌立足IP优势, 线上精细化运营, 线下零售渠道持续变革, 进一步优化直营与加盟渠道结构, 打造旗舰店和品牌集合店。同时, 借助新零售赋能购物中心, 提升线下零售力。VG品牌重视自主研发, 单店质量较高, 线上线下渠道拓展空间较大。公司通过债务重组、主业经营及资本市场融资等方式降低资产负债率, 提升盈利能力。

估值

- 当前股本下, 考虑到内需恢复仍有不确定性, 我们下调2025年EPS, 预计公司2024-2026年EPS分别为1.07/1.24/1.39元, 对应市盈率为10/8/7倍。维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

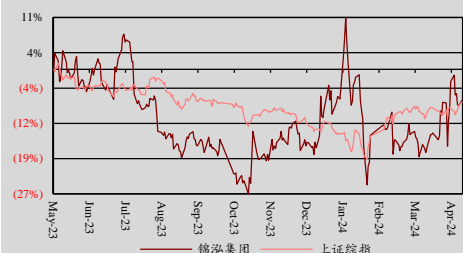
- 行业竞争加剧、线下渠道拓展不及预期、商誉减值风险

投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	3,899	4,545	5,068	5,679	6,235
增长率(%)	(9.8)	16.6	11.5	12.1	9.8
归母净利润(人民币 百万)	71	298	371	429	481
增长率(%)	(68.1)	316.8	24.5	15.9	12.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.21	0.86	1.07	1.24	1.39
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.07	1.34	-
调整幅度(%)	-	-	0.0	(7.8)	-
市盈率(倍)	49.8	12.0	9.6	8.3	7.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(3.3)	12.3	(5.5)	1.6
相对上证综指	(8.4)	9.9	(13.5)	7.9

发行股数(百万)	347.08
流通股(百万)	343.47
总市值(人民币 百万)	3,557.58
3个月日均交易额(人民币 百万)	127.91
主要股东	
王致勤	18.05

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2024年4月29日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

纺织服装: 服装家纺

证券分析师: 杨雨钦

(8610)66229231

yuqin.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523070003

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,899	4,545	5,068	5,679	6,235
营业收入	3,899	4,545	5,068	5,679	6,235
营业成本	1,201	1,400	1,551	1,721	1,874
营业税金及附加	23	28	31	35	38
销售费用	2,249	2,334	2,605	2,916	3,180
管理费用	155	177	193	210	224
研发费用	92	113	126	141	155
财务费用	159	92	58	78	103
其他收益	7	37	37	37	37
资产减值损失	(17)	(17)	(32)	(24)	(38)
信用减值损失	(5)	(18)	(8)	(9)	(9)
资产处置收益	2	(2)	(2)	(2)	(2)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	7	399	497	577	647
营业外收入	29	5	5	5	5
营业外支出	4	2	2	2	2
利润总额	32	402	501	581	650
所得税	(40)	105	130	151	169
净利润	71	298	371	429	481
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	71	298	371	429	481
EBITDA	399	722	884	859	921
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.21	0.86	1.07	1.24	1.39

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,231	2,021	2,909	3,030	3,924
货币资金	590	534	596	1,086	1,204
应收账款	337	418	361	450	416
应收票据	0	0	0	0	0
存货	1,143	924	1,748	1,301	2,052
预付账款	52	56	74	79	98
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	109	89	131	115	155
非流动资产	3,881	3,640	3,619	3,694	3,791
长期投资	0	0	1	2	3
固定资产	85	75	168	248	322
无形资产	1,285	1,276	1,276	1,275	1,274
其他长期资产	2,511	2,289	2,174	2,169	2,192
资产合计	6,112	5,662	6,529	6,725	7,715
流动负债	1,870	1,484	2,184	2,176	2,941
短期借款	489	140	388	647	992
应付账款	610	440	982	596	1,122
其他流动负债	770	904	815	933	828
非流动负债	1,151	787	769	758	744
长期借款	742	445	431	418	405
其他长期负债	409	342	338	340	339
负债合计	3,021	2,272	2,954	2,934	3,685
股本	347	347	347	347	347
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3,091	3,390	3,575	3,790	4,031
负债和股东权益合计	6,112	5,662	6,529	6,725	7,715

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	71	298	371	429	481
折旧摊销	241	263	362	236	204
营运资金变动	(12)	89	(374)	101	(355)
其他	248	283	62	82	107
经营活动现金流	549	933	420	849	437
资本支出	(165)	(67)	(330)	(300)	(290)
投资变动	0	0	(11)	(11)	(11)
其他	1	0	(4)	(4)	(4)
投资活动现金流	(164)	(67)	(345)	(315)	(305)
银行借款	1,203	(646)	234	(172)	278
股权融资	110	47	(185)	(215)	(240)
其他	(1,857)	(130)	(62)	(76)	(104)
筹资活动现金流	(544)	(730)	(13)	(462)	(66)
净现金流	(160)	136	61	72	65

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(9.8)	16.6	11.5	12.1	9.8
营业利润增长率(%)	(97.5)	5,568.1	24.7	16.0	12.1
归属于母公司净利润增长率(%)	(68.1)	316.8	24.5	15.9	12.0
息税前利润增长率(%)	(68.6)	191.2	13.9	19.2	15.2
息税折旧前利润增长率(%)	(42.8)	80.9	22.5	(2.9)	7.2
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(68.1)	316.8	24.5	15.9	12.0
获利能力					
息税前利润率(%)	4.0	10.1	10.3	11.0	11.5
营业利润率(%)	0.2	8.8	9.8	10.2	10.4
毛利率(%)	69.2	69.2	69.4	69.7	69.9
归母净利润率(%)	1.8	6.5	7.3	7.6	7.7
ROE(%)	2.3	8.8	10.4	11.3	11.9
ROIC(%)	8.3	9.4	9.8	11.8	12.3
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.4	0.5	0.4	0.5
净负债权益比	0.5	0.2	0.3	0.2	0.2
流动比率	1.2	1.4	1.3	1.4	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	9.2	12.0	13.0	14.0	14.4
应付账款周转率	6.7	8.7	7.1	7.2	7.3
费用率					
销售费用率(%)	57.7	51.3	51.4	51.4	51.0
管理费用率(%)	4.0	3.9	3.8	3.7	3.6
研发费用率(%)	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5
财务费用率(%)	4.1	2.0	1.1	1.4	1.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.2	0.9	1.1	1.2	1.4
每股经营现金流(最新摊薄)	1.6	2.7	1.2	2.4	1.3
每股净资产(最新摊薄)	8.9	9.8	10.3	10.9	11.6
每股股息	0.1	0.3	0.5	0.6	0.7
估值比率					
P/E(最新摊薄)	49.8	12.0	9.6	8.3	7.4
P/B(最新摊薄)	1.2	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	8.8	5.1	4.4	4.3	4.2
价格/现金流(倍)	6.5	3.8	8.5	4.2	8.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371