

# 锦泓集团 (603518)

## 2023 年报及 2024 年一季报点评: 积极推动渠道结构优化, 经营质量稳步提升

买入 (维持)

2024 年 04 月 30 日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	3,900	4,545	5,067	5,621	6,187
同比 (%)	(9.83)	16.55	11.48	10.94	10.07
归母净利润 (百万元)	71.41	297.62	373.02	433.54	504.81
同比 (%)	(68.12)	316.76	25.33	16.23	16.44
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.21	0.86	1.07	1.25	1.45
P/E (现价&最新摊薄)	50.64	12.15	9.70	8.34	7.16

### 投资要点

■ 公司公布 2023 年报及 2024 年一季报: 1) 2023 年: 营收 45.45 亿元/yoy+16.55%, 归母净利润 2.98 亿元/yoy+316.76%。收入在疫情放开后恢复增长; 归母净利润大增, 主要受益于销售和财务费用率下降。2) 2024Q1: 营收 11.53 亿元/yoy-1.24%, 归母净利润 1.16 亿元/yoy+13.19%, 收入端略微下降, 利润端高速增长主要得益于毛利率的小幅提升及财务费用进一步降低。

■ 23 年 TW 收入双位数增长, 直营转加盟战略顺利推进。1) 分品牌看, 23 年 TW/VG/云锦收入分别同比+16.7%/+7.9%/+114.4%, 收入分别占比 78%/21%/1%, 毛利率分别为 67.76%/74.46%/73.64%、同比 -0.21/+1.05/+0.74pct, 毛利率变动主因综合折率变动。截止 23 年末 TW/VG 店铺数量分别为 1098/197 家, 分别同比-124/-10 家, 公司积极推动店铺结构优化与转加盟策略, 23 年 TW 平均月店效 14.6 万元/yoy+1.23%, VG 平均月店效 32.3 万元/yoy+13.59%。2) 分渠道看, 23 年线上/线下收入分别同比+15.02%/+17.16%、收入占比分别为 38%/62%。线下分模式看, 直营/加盟收入分别同比+9.9%/+150.7%, 加盟高增主因 23 年 TW 和 VG 均有部分店铺从直营转为加盟, 截至 23 年末直营/加盟门店数分别为 995/301 家、分别同比-251/+117 家。

■ 24Q1TW 继续优化渠道结构, 收入表现平稳。1) 分品牌, 24Q1TW/VG/云锦收入分别同比+0.31%/-14.22%/+165.58%、收入分别占比 78%/21%/1%, 截至 24Q1 末 TW/VG 店铺数量分别为 1089/177 家, 分别同比-97/-18 家, 进一步优化渠道结构; 2) 分渠道, 24Q1 线上/直营/加盟收入分别同比-1.56%/-8.7%/+125.62%, 线上、直营收入小幅下滑, 加盟保持快速增长。

■ 24Q1 毛利率略增、财务费用率下降, 存货及现金流状况改善, 整体经营质量持续优化。1) 毛利率: 24Q1 同比+0.82pct 至 70.2%, 主要来自 VG 和云锦综合折扣提升带动毛利率提升; 2) 费用率: 24Q1 期间费用率同比-0.08pct 至 56.39%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.55/+1.05/+0.45/-1.03pct, 财务费用率进一步降低源于业绩增长、现金流恢复、银行贷款余额减少。3) 归母净利率: 24Q1 同比+1.28pct 至 10.07%。4) 存货: 截至 24Q1 末存货 8.3 亿元/yoy-15.9%, 存货周转天数同比缩短 38 天至 268 天, 存货周转明显改善。5) 现金流: 24Q1 经营性现金流净额 2.68 亿元/yoy+30%, 截至 24Q1 末货币资金 6.4 亿元。

■ 盈利预测与投资评级: 公司主营中高档品牌服饰, 23 年在疫情放开+公司梳理调整渠道结构带动下, 业绩如期大幅反弹, 同时库存与债务结构显著优化, 24Q1 在基数恢复及消费偏弱环境下营收小幅下滑、但利润率进一步改善, 同时存货及现金流状况进一步好转, 经营质量稳步提升。考虑公司近年推动转加盟渠道策略成效较好, 未来有望进一步释放利润弹性, 我们将 24-25 年归母净利润预测值从 3.39/4.46 上调至 3.73/4.34 亿元, 增加 26 年预测值 5.05 亿元, 对应 24-26 年 PE 分别为 10/8/7X, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 消费疲软、渠道结构调整效果不及预期等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	10.42
一年最低/最高价	7.63/12.81
市净率(倍)	1.04
流通 A 股市值(百万元)	3,578.95
总市值(百万元)	3,616.59

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	10.00
资产负债率(%LF)	37.29
总股本(百万股)	347.08
流通 A 股(百万股)	343.47

### 相关研究

《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》

2023-10-29

《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

锦泓集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>2,021</b>	<b>2,571</b>	<b>3,029</b>	<b>3,584</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4,545</b>	<b>5,067</b>	<b>5,621</b>	<b>6,187</b>
货币资金及交易性金融资产	534	658	1,188	1,304	营业成本(含金融类)	1,400	1,558	1,720	1,883
经营性应收款项	474	483	575	591	税金及附加	28	30	34	37
存货	924	1,322	1,153	1,557	销售费用	2,334	2,609	2,895	3,186
合同资产	0	0	0	0	管理费用	177	203	219	235
其他流动资产	89	108	113	132	研发费用	113	127	141	155
<b>非流动资产</b>	<b>3,640</b>	<b>3,570</b>	<b>3,537</b>	<b>3,505</b>	财务费用	92	39	30	14
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	37	5	6	6
固定资产及使用权资产	260	191	161	129	投资净收益	(2)	0	0	0
在建工程	5	8	11	14	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,276	1,266	1,256	1,246	减值损失	(35)	(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	73	79	83	90	<b>营业利润</b>	<b>399</b>	<b>496</b>	<b>578</b>	<b>673</b>
其他非流动资产	201	201	201	201	营业外净收支	4	8	8	9
<b>资产总计</b>	<b>5,662</b>	<b>6,141</b>	<b>6,566</b>	<b>7,089</b>	<b>利润总额</b>	<b>402</b>	<b>504</b>	<b>586</b>	<b>682</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,484</b>	<b>1,691</b>	<b>1,783</b>	<b>1,901</b>	减:所得税	105	131	152	177
短期借款及一年内到期的非流动负债	583	583	583	583	<b>净利润</b>	<b>298</b>	<b>373</b>	<b>434</b>	<b>505</b>
经营性应付款项	440	598	644	716	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	74	78	86	94	<b>归属母公司净利润</b>	<b>298</b>	<b>373</b>	<b>434</b>	<b>505</b>
其他流动负债	387	432	470	508	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.86	1.07	1.25	1.45
非流动负债	787	687	587	487	EBIT	495	550	623	702
长期借款	445	345	245	145	EBITDA	809	704	738	818
应付债券	277	277	277	277	毛利率(%)	69.20	69.25	69.40	69.56
租赁负债	57	57	57	57	归母净利率(%)	6.55	7.36	7.71	8.16
其他非流动负债	8	8	8	8	收入增长率(%)	16.55	11.48	10.94	10.07
<b>负债合计</b>	<b>2,272</b>	<b>2,378</b>	<b>2,370</b>	<b>2,388</b>	归母净利润增长率(%)	316.76	25.33	16.23	16.44
归属母公司股东权益	3,390	3,763	4,196	4,701					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,390</b>	<b>3,763</b>	<b>4,196</b>	<b>4,701</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,662</b>	<b>6,141</b>	<b>6,566</b>	<b>7,089</b>					

  

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	933	349	748	329	每股净资产(元)	9.65	10.72	11.97	13.43
投资活动现金流	(67)	(76)	(75)	(76)	最新发行在外股份(百万股)	347	347	347	347
筹资活动现金流	(730)	(150)	(143)	(137)	ROIC(%)	7.41	8.32	8.88	9.34
现金净增加额	136	124	530	116	ROE-摊薄(%)	8.78	9.91	10.33	10.74
折旧和摊销	314	154	115	116	资产负债率(%)	40.12	38.73	36.10	33.69
资本开支	(67)	(70)	(70)	(69)	P/E (现价&最新股本摊薄)	12.15	9.70	8.34	7.16
营运资本变动	83	(229)	154	(331)	P/B (现价)	1.08	0.97	0.87	0.78

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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>