

# 锦泓集团 (603518)

证券研究报告  
2024年06月07日

## 线下拓展多重接触点，线上发展直播矩阵

### 公司发布年报及一季报

24Q1 收入 11.5 亿，同减 1.2%，归母净利 1.2 亿，同增 13.2%；23A 收入 45.5 亿，同增 16.6%；归母净利 3.0 亿，同增 316.8%；23Q4 收入 14.5 亿，同增 21.5%；归母净利 1.1 亿，相较于 22Q4 扭亏为盈。

23A 收入增长主要系国内市场需求逐步恢复，线下线上收入同步增长。归母净利高增主要系财务费用大幅减少及销售费用管控效果显著，其中财务费用较上年减少 0.7 亿元，同减 41.8%，主要系银团借款余额减少，利息支出因此减少。

24Q1 财务费用 0.16 亿元，同减 42%，延续降费趋势，主要系公司短期借款规模缩小且借款利息降低，同时公司优化了借款结构，降低银团借款规模，利息支出大幅减少。

### 23A 毛利率 69.2%，同比持平；24Q1 毛利率 70.2%，同增 0.8pct。

公司 2023 年拟派发现金红利 0.9 亿元（含税），分红率 30.3%。

分品牌看，23 年 TW/VG/云锦收入分别同比+16.7%/+12.4%/+120.4%，分别占比 78%/21%/1%，毛利率分别为 67.8%/74.5%/73.6%，同比 -0.2%/+1.1%/+0.7pct。

24Q1 TW/VG/云锦收入分别同比 +0.3%/-14.2%/+165.6%，分别占比 80%/18%/2%。

分渠道看，23 年线上/线下收入分别同比+15.0%/+17.2%，分别占比 38%/62%。其中线下分门店类型看，直营/加盟收入分别同比+9.9%/+150.7%，分别占比 54%/7%。加盟快速增长主要系公司对 TW 采取现有直营门店转加盟的策略，加速了加盟渠道的扩张。截至 23 年末 TW 直营/加盟门店数分别为 860/238 家、分别同比-215/+91 家。

24Q1 线上/直营/加盟收入分别同比-1.56%/-8.7%/+125.62%，线上、直营收入呈小幅下滑态势，加盟收入保持高增，收入结构持续优化。

### 线下线上共同发力，提升全渠道零售力

公司在线下渠道不断拓展与顾客的多重接触点，通过新零售模式和复合体验店提升顾客线下购物体验。线上渠道继续巩固和拓展在各平台的已有优势，加强双自播模式构建品牌直播间矩阵。

Teenie Weenie 品牌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”是针对原有渠道结构进行直营转加盟及新零售变革，提升加盟店铺及新零售业绩占比，提升购物中心和头部奥莱渠道的业绩。“新零售变革”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，提升线下业务业绩规模。“质量改革”是通过转变促销政策，优化新品上市推广宣发，来提升新品业绩占比及综合毛利率。

线上渠道方面，TeenieWeenie 电商事业部继续巩固现有优势，优化业务流程，提升品牌视觉效果，同时积极构建品牌自播矩阵。品牌线上业务继续保持较快增长，男装和童装线上业务呈现加速增长。同时各品牌在不同的线上平台的行业排名也在稳步提升。VGRASS 品牌零售中心持续升级私域营销和严控新品折扣，经由招募和孵化新零售人才，通过图片、视频及直播等方式来展示产品、传播品牌故事及场景穿搭方案，使得顾客离店销售业绩同比较快增长。元先品牌云锦事业部结合外部市场洞察及自身资源，优化门店组织架构与人才梯队，推行门店零售业务变革，提升线下渠道销售能力及业绩；线上渠道方面，在原有基础上持续搭建线上营销及淘宝平台团队，突破了单一传统零售渠道，线上业务大幅增长。

### 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	8.96 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	347.08
流通 A 股股本(百万股)	343.47
A 股总市值(百万元)	3,109.85
流通 A 股市值(百万元)	3,077.49
每股净资产(元)	10.00
资产负债率(%)	37.29
一年内最高/最低(元)	12.81/7.63

### 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-公司点评:费用优化成效显现, TW 斩获“抖音大奖”并入选“天猫先锋案例”》2024-01-16
- 《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
- 《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

### 提升线下单店业绩，加快拓展加盟渠道

公司旗下各品牌凭借多年在时尚零售行业的资源积累，已经建立起了强大的线下销售渠道网络优势。在国内一线城市、省会城市以及二、三线城市的核心商圈，公司的品牌在高端百货和购物中心占据了优势位置。各品牌根据自身定位，在全国各城市相应定位的百货商场、购物中心和奥特莱斯渠道进行布局调整。在延续品牌历史优势渠道布局的基础上，近年来公司逐步调整直营店铺高端购物中心和高端百货的结构，23 年重点是提升各品牌直营店铺的单店业绩。

同时，公司积极发展加盟业务，加快在相对偏远地区和城市加盟渠道的布局，旨在打造一个综合性强大的线下营销网络体系。23 年，Teenie Weenie 品牌成功构建了轻资产运营的线下零售体系。面对当前宏观经济环境中不稳定因素增多，公司坚定推进渠道改革，实现了在线下门店数量同比下降的情况下营业收入及利润的逆势增长。这一经营成果得益于两方面的努力：**一方面，公司采取现有直营门店转加盟的策略，加速了加盟渠道的扩张**，并探索出集团内部的加盟转换经营评价机制和流程标准，为进一步的渠道结构调整打下了坚实的基础；另一方面，公司优化了资源投入方向，关闭了低效门店，减少了利润损失，从而为机会渠道的大力发展提供了更广阔的空间。

### 调整盈利预测，维持“买入”评级

公司三大自有品牌：Teenie Weenie、VGRASS、元先，覆盖了中高端和高端产品线，形成了金字塔式的立体品牌矩阵布局。短期来看，23 年公司优化借款结构，盈利水平显著提升，24 年 Q1 延续趋势。长期来看，随着直营转加盟的稳步推进及线上业务的持续放量，未来公司盈利水平有望进一步提升。鉴于此，我们调整盈利预测，预计公司 24-26 年归母净利润分别为 3.77/4.48/5.2 亿元（24-25 年前值分别为 3.7/4.2 亿元），EPS 分别为 1.1/1.3/1.5 元/股，对应 PE 分别为 8/7/6X。

**风险提示：**行业竞争加剧、财务风险、加盟渠道拓展不及预期。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,899.50	4,544.93	5,094.87	5,664.47	6,254.14
增长率(%)	(9.83)	16.55	12.10	11.18	10.41
EBITDA(百万元)	310.32	645.01	671.93	727.77	812.87
归属母公司净利润(百万元)	71.41	297.62	377.21	448.22	520.42
增长率(%)	(68.12)	316.76	26.74	18.83	16.11
EPS(元/股)	0.21	0.86	1.09	1.29	1.50
市盈率(P/E)	43.55	10.45	8.24	6.94	5.98
市净率(P/B)	1.01	0.92	0.77	0.73	0.69
市销率(P/S)	0.80	0.68	0.61	0.55	0.50
EV/EBITDA	9.56	5.88	4.88	3.49	3.83

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	589.68	534.18	1,696.99	1,930.85	1,355.33	营业收入	3,899.50	4,544.93	5,094.87	5,664.47	6,254.14
应收票据及应收账款	336.76	418.49	612.94	180.46	695.53	营业成本	1,200.97	1,399.93	1,530.50	1,684.05	1,841.85
预付账款	52.21	55.66	70.45	71.83	77.94	营业税金及附加	23.24	27.92	24.96	34.55	41.37
存货	1,142.65	923.57	1,456.91	1,256.40	1,628.89	销售费用	2,248.63	2,333.51	2,603.48	2,894.55	3,199.00
其他	109.32	89.47	112.59	113.95	125.53	管理费用	155.21	177.16	193.60	215.25	243.91
<b>流动资产合计</b>	<b>2,230.62</b>	<b>2,021.36</b>	<b>3,949.87</b>	<b>3,553.50</b>	<b>3,883.21</b>	研发费用	92.23	112.96	104.95	135.95	150.10
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	158.81	92.37	158.68	122.22	106.44
固定资产	84.51	74.79	95.19	134.84	173.04	资产/信用减值损失	(16.53)	(17.10)	(20.00)	(11.00)	(16.03)
在建工程	3.44	4.79	38.88	71.33	72.80	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,285.05	1,276.45	1,266.52	1,256.58	1,246.65	投资净收益	(0.69)	(1.98)	(0.89)	(1.19)	(1.35)
其他	2,507.91	2,284.44	2,314.27	2,298.29	2,273.72	其他	30.59	21.40	1.78	2.38	2.71
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,880.91</b>	<b>3,640.47</b>	<b>3,714.85</b>	<b>3,761.04</b>	<b>3,766.21</b>	<b>营业利润</b>	<b>7.04</b>	<b>398.78</b>	<b>497.80</b>	<b>587.72</b>	<b>686.17</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,111.53</b>	<b>5,661.83</b>	<b>7,664.73</b>	<b>7,314.54</b>	<b>7,649.42</b>	营业外收入	28.69	5.34	21.30	29.00	29.00
短期借款	489.15	140.16	450.00	400.00	400.00	营业外支出	4.07	1.71	2.37	2.72	2.26
应付票据及应付账款	610.46	440.31	771.97	641.23	821.10	<b>利润总额</b>	<b>31.66</b>	<b>402.41</b>	<b>516.73</b>	<b>614.01</b>	<b>712.91</b>
其他	770.08	903.78	1,387.15	1,101.90	1,106.41	所得税	(39.75)	104.79	139.52	165.78	192.48
<b>流动负债合计</b>	<b>1,869.70</b>	<b>1,484.25</b>	<b>2,609.12</b>	<b>2,143.13</b>	<b>2,327.51</b>	<b>净利润</b>	<b>71.41</b>	<b>297.62</b>	<b>377.21</b>	<b>448.22</b>	<b>520.42</b>
长期借款	742.00	444.91	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	267.95	277.17	267.83	270.98	272.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>71.41</b>	<b>297.62</b>	<b>377.21</b>	<b>448.22</b>	<b>520.42</b>
其他	141.06	65.33	120.40	108.93	98.22	每股收益(元)	0.21	0.86	1.09	1.29	1.50
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,151.02</b>	<b>787.41</b>	<b>1,038.23</b>	<b>929.92</b>	<b>820.22</b>						
<b>负债合计</b>	<b>3,020.71</b>	<b>2,271.66</b>	<b>3,647.35</b>	<b>3,073.05</b>	<b>3,147.72</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
股本	347.21	347.13	347.08	347.08	347.08	营业收入	-9.83%	16.55%	12.10%	11.18%	10.41%
资本公积	2,019.54	2,025.46	2,488.18	2,488.18	2,488.18	营业利润	-97.52%	5568.08%	24.83%	18.06%	16.75%
留存收益	2,749.67	3,018.97	3,670.29	3,894.41	4,154.62	归属于母公司净利润	-68.12%	316.76%	26.74%	18.83%	16.11%
其他	(2,025.60)	(2,001.40)	(2,488.18)	(2,488.18)	(2,488.18)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,090.82</b>	<b>3,390.17</b>	<b>4,017.38</b>	<b>4,241.49</b>	<b>4,501.70</b>	毛利率	69.20%	69.20%	69.96%	70.27%	70.55%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,111.53</b>	<b>5,661.83</b>	<b>7,664.73</b>	<b>7,314.54</b>	<b>7,649.42</b>	净利率	1.83%	6.55%	7.40%	7.91%	8.32%
						ROE	2.31%	8.78%	9.39%	10.57%	11.56%
						ROIC	10.09%	9.73%	12.95%	12.37%	15.75%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	49.43%	40.12%	47.59%	42.01%	41.15%
净利润	71.41	297.62	377.21	448.22	520.42	净负债率	42.84%	22.74%	16.43%	-2.22%	9.98%
折旧摊销	134.55	123.88	15.45	17.83	20.26	流动比率	1.19	1.36	1.51	1.66	1.67
财务费用	161.29	99.63	158.68	122.22	106.44	速动比率	0.58	0.74	0.96	1.07	0.97
投资损失	0.69	1.98	0.89	1.19	1.35	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(108.09)	221.07	(471.80)	592.34	(773.93)	应收账款周转率	9.16	12.04	9.88	14.28	14.28
其它	288.86	188.55	0.00	0.00	(0.00)	存货周转率	3.60	4.40	4.28	4.18	4.34
<b>经营活动现金流</b>	<b>548.70</b>	<b>932.74</b>	<b>80.44</b>	<b>1,181.80</b>	<b>(125.46)</b>	总资产周转率	0.64	0.77	0.76	0.76	0.84
资本支出	36.93	82.24	4.92	91.47	60.71	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.21	0.86	1.09	1.29	1.50
其他	(201.14)	(149.71)	(65.82)	(172.66)	(112.07)	每股经营现金流	1.58	2.69	0.23	3.40	-0.36
<b>投资活动现金流</b>	<b>(164.21)</b>	<b>(67.46)</b>	<b>(60.89)</b>	<b>(81.19)</b>	<b>(51.35)</b>	每股净资产	8.91	9.77	11.57	12.22	12.97
债权融资	1,913.85	1,304.99	2,356.94	1,836.52	1,804.46	<b>估值比率</b>					
股权融资	302.09	(56.40)	279.93	(122.22)	(106.44)	市盈率	43.55	10.45	8.24	6.94	5.98
其他	(2,759.95)	(1,978.28)	(1,493.60)	(2,581.06)	(2,096.73)	市净率	1.01	0.92	0.77	0.73	0.69
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(544.01)</b>	<b>(729.69)</b>	<b>1,143.27</b>	<b>(866.75)</b>	<b>(398.71)</b>	EV/EBITDA	9.56	5.88	4.88	3.49	3.83
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	10.33	6.10	5.00	3.58	3.92
<b>现金净增加额</b>	<b>(159.52)</b>	<b>135.59</b>	<b>1,162.82</b>	<b>233.86</b>	<b>(575.52)</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