

锦泓集团 (603518.SH) 渠道调整持续推进，看好未来渠道升级下稳步发展

2024年08月20日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

吴晨汐（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

wuchenxi@kysec.cn

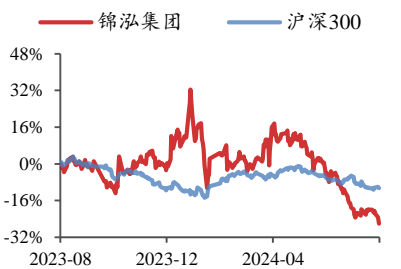
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790122120013

日期	2024/8/20
当前股价(元)	6.60
一年最高最低(元)	12.81/6.51
总市值(亿元)	22.90
流通市值(亿元)	22.66
总股本(亿股)	3.47
流通股本(亿股)	3.43
近3个月换手率(%)	92.43

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《渠道调整持续推进，看好未来稳步发展——公司信息更新报告》-2024.4.28
- 《Q3业绩符合预期，品牌向上态势确立——公司信息更新报告》-2023.11.5
- 《品牌向上势头确立，轻装上阵稳步增长——公司首次覆盖报告》-2023.10.18

● 渠道调整战略稳步推进，看好未来渠道升级下稳步发展，维持“买入”评级

2024H1 公司实现营收 20.78 亿元（同比-1.6%），归母/扣非归母净利润 1.48 亿元（同比+3.1%）/1.40 亿元（同比+4.3%）；其中 2024Q2 实现营收 9.25 亿元（同比-2.0%），归母/扣非归母净利润 0.32 亿元（-22.4%）/0.25 亿元（-21.4%）。由于年初至今闭店下流水短期承压，我们下调 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 3.43/3.92/4.47 亿元（前值为 3.66/4.34/5.02 亿元），对应 EPS 分别为 0.99/1.13/1.29 元，当前股价对应 PE 为 6.7/5.8/5.1 倍，考虑到渠道调整战略稳步推进，看好未来渠道升级下稳步发展，维持“买入”评级。

● 品牌端：TW 稳步调整渠道结构，VGRASS 短期承压，云锦持续高增

VGRASS：2024H1/2024Q2 实现营收 4.0/1.9 亿元，同比-12.6%/-10.7%。分渠道来看，2024H1 直营/加盟/线上分别实现收入 2.9/0.5/0.5 亿元，同比-17.3%/+168.5%/-35.7%，截至 2024H1 末，门店较年初净关 13 家至 184 家，其中直营/加盟分别为 130/54 家，较年初分别-4/-9 家；主要系线上调整定位，线下零售承压所致。**TW**：2024H1/2024Q2 实现营收 16.2/7.0 亿元，同比-0.2%/-1.0%。分渠道来看，2024H1 直营/加盟/线上分别实现收入 7.9/1.2/7.1 亿元，同比-7.5%/+82.8%/+1.0%，截至 2024H1 末，门店较年初净关 23 家至 1075 家，其中直营/加盟分别为 815/260 家，较年初分别-45/+22 家；TW 持续调整渠道结构，看好城市旗舰店、品牌集合店等新店态尝试，以及直播矩阵布局下线上稳中有升。**云锦**：2024H1/2024Q2 实现营收 0.4/0.2 亿元，同比+115.1%/+76.5%，持续高增。

● 毛利率维持稳定&财务费用率下降，盈利能力稳步提升，存货周转持续改善

盈利能力：公司 2024H1 毛利率为 69.42%（同比+0.5pct）；分品牌来看，VGRASS/TW/云锦毛利率为 75.5%/67.6%/76.2%，分别同比+3.7/-0.5/+2.4pct。2024H1 期间费用率 60.1%（同比+0.7pct），其中销售/管理/研发/财务费用率分别+0.2/+1.0/+0.5/-1.0pct。综上 2024H1 归母净利率为 7.1%（同比+0.3pct）。**营运能力**：2024H1 末存货余额为 8.4 亿元（同比-9.0%），存货周转天数为 249 天（同比-34 天）。2024H1 经营活动现金流净额为 3.6 亿元（同比-4.4%）。

● 风险提示：渠道拓展不及预期、抖音渠道费用投放加大。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,899	4,545	4,656	5,096	5,567
YOY(%)	-9.8	16.6	2.4	9.5	9.2
归母净利润(百万元)	71	298	343	392	447
YOY(%)	-68.1	316.8	15.3	14.2	14.0
毛利率(%)	69.2	69.2	69.3	69.5	69.6
净利率(%)	1.8	6.5	7.4	7.7	8.0
ROE(%)	2.3	8.8	9.5	9.8	10.1
EPS(摊薄/元)	0.21	0.86	0.99	1.13	1.29
P/E(倍)	32.1	7.7	6.7	5.8	5.1
P/B(倍)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2231	2021	2252	2359	2666
现金	590	534	547	599	654
应收票据及应收账款	337	418	355	492	433
其他应收款	60	56	72	63	88
预付账款	52	56	55	66	66
存货	1143	924	1189	1106	1391
其他流动资产	50	33	33	33	33
非流动资产	3881	3640	3566	3561	3567
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	85	75	75	81	84
无形资产	1285	1276	1267	1254	1243
其他非流动资产	2511	2289	2225	2226	2240
资产总计	6112	5662	5818	5920	6233
流动负债	1870	1484	1613	1568	1702
短期借款	489	140	322	285	249
应付票据及应付账款	610	440	634	533	737
其他流动负债	770	904	657	749	716
非流动负债	1151	787	560	346	115
长期借款	1010	722	495	281	50
其他非流动负债	141	65	65	65	65
负债合计	3021	2272	2173	1914	1818
少数股东权益	0	0	2	3	4
股本	347	347	347	347	347
资本公积	2020	2025	2025	2025	2025
留存收益	730	994	1271	1566	1876
归属母公司股东权益	3091	3390	3643	4004	4411
负债和股东权益	6112	5662	5818	5920	6233

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	549	933	433	412	445
净利润	71	298	345	392	448
折旧摊销	135	124	80	9	2
财务费用	159	92	82	90	91
投资损失	1	2	1	1	1
营运资金变动	29	72	-65	-69	-83
其他经营现金流	154	345	-11	-12	-13
投资活动现金流	-164	-67	-7	-5	-9
资本支出	165	67	6	4	8
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	1	0	-1	-1	-1
筹资活动现金流	-544	-730	-595	-318	-344
短期借款	461	-349	182	-37	-36
长期借款	752	-288	-227	-214	-231
普通股增加	51	0	0	0	0
资本公积增加	407	6	-0	0	0
其他筹资现金流	-2214	-99	-550	-67	-77
现金净增加额	-159	136	-169	89	92

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3899	4545	4656	5096	5567
营业成本	1201	1400	1431	1555	1692
营业税金及附加	23	28	29	30	34
营业费用	2249	2334	2351	2573	2794
管理费用	155	177	226	240	262
研发费用	92	113	130	143	156
财务费用	159	92	82	90	91
资产减值损失	-17	-17	-13	-18	-19
其他收益	7	37	15	17	19
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	-2	-1	-1	-1
资产处置收益	2	-2	-0	-0	-0
营业利润	7	399	444	511	588
营业外收入	29	5	26	22	21
营业外支出	4	2	4	3	3
利润总额	32	402	467	530	605
所得税	-40	105	122	138	158
净利润	71	298	345	392	448
少数股东损益	0	0	2	1	1
归属母公司净利润	71	298	343	392	447
EBITDA	210	542	551	544	605
EPS(元)	0.21	0.86	0.99	1.13	1.29

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-9.8	16.6	2.4	9.5	9.2
营业利润(%)	-97.5	5568.1	11.4	14.9	15.1
归属于母公司净利润(%)	-68.1	316.8	15.3	14.2	14.0
获利能力					
毛利率(%)	69.2	69.2	69.3	69.5	69.6
净利率(%)	1.8	6.5	7.4	7.7	8.0
ROE(%)	2.3	8.8	9.5	9.8	10.1
ROIC(%)	3.4	6.6	7.4	8.2	8.9
偿债能力					
资产负债率(%)	49.4	40.1	37.3	32.3	29.2
净负债比率(%)	42.9	22.8	14.3	5.8	-1.6
流动比率	1.2	1.4	1.4	1.5	1.6
速动比率	0.5	0.7	0.6	0.7	0.7
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	12.0	12.0	12.0
应付账款周转率	2.1	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.21	0.86	0.99	1.13	1.29
每股经营现金流(最新摊薄)	1.58	2.69	1.25	1.19	1.28
每股净资产(最新摊薄)	8.79	9.66	10.39	11.42	12.60
估值比率					
P/E	32.1	7.7	6.7	5.8	5.1
P/B	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	17.2	5.6	5.1	4.6	3.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn