

锦泓集团(603518)

报告日期: 2025 年 01 月 15 日

亮丽 24 年业绩，四季度提效成果逐步体现

——锦泓集团点评报告

投资要点

□ 公司披露 24 业绩快报，表现亮丽，顺利完成股权激励目标。

预计 24 全年公司收入 44.0 亿，同比-3.3%，营业利润 4.05 亿，同比+1.5%，归母净利润 3.07 亿，同比+3.0%，股权激励考核目标为 3.06 亿（扣除股份支付费用前归母净利润），公司超额完成激励目标。

24Q4：单季度利润表现超预期。预计 Q4 单季度公司收入 14.7 亿，同比+1.6%，我们预计增长主要来自 TW 品牌，VG 品牌等有一定压力；预计 Q4 公司营业利润 1.93 亿，同比+12.6%，我们预计营业利润率提升来自：1）折扣控制带来毛利率改善；2）关闭直营低效店带来的正向杠杆；3）债务负担减轻带来的财务费用节约。Q4 归母净利润 1.45 亿，同比+35.7%。

□ TeenieWeenie 作为中高端学院风休闲服装品牌，多管齐下带动线下提效，结合 IP 授权业务高增，有望驱动未来盈利能力释放

1）直营门店结构调整继续：2023 年以来公司持续推动直营渠道提效，包括关闭低效门店及直营转加盟，该举措在 2024 年得到持续，24 年前三季度 TW 品牌直营门店净减 104 家至 756 家，其中新开 33 家新关 137 家（其中包含 53 家直营转加盟门店），加盟门店净增 66 家至 304 家，继续推动直营提效&加盟占比优化。

2）店态矩阵刷新有望带来客流提振：公司在新开店决策上非常重视核心城市核心商圈，通过符合城市地标和人群特色的概念店、旗舰店、复合店、奥莱旗舰店等新业态提升客流及零售表现，以 9/22 新开首家城市旗舰店武汉汉街店为例，男女童全线产品呈现、高端线 T.W.R.C 首发、TW CAFÉ 入驻，并在汉街街区、地铁站设置打卡点及代言人同款城市限定产品，亦在汉街昭君广场推出牛角扣博物馆 POP-UP 宣传经典产品元素，带动品牌关注度提升。包括近期开业的上海武康路、成都万象城旗舰店，也凭借特色地标互动和周边产品吸引大量消费者打卡驻足，带动品牌声量提升。

3）品类拓宽带动客群拓展：24 年 9 月公司推出高端线 T.W.R.C，围绕都市日常通勤场景提供常春藤风格的高质感穿搭，并在武汉楚河汉街、上海七宝镇展、南京金鹰、无锡八佰伴开出专属门店，进一步拓展公司客户群体，迎合中高端通勤需求。

4）IP 授权业务有望成为 TW 品牌新增长点：TeenieWeenie 品牌 2020 年成立 IP 授权事业部，围绕旗下 18 只小熊 IP 资产进行开发培育，在包括家纺、时尚配饰、家居服、时尚小家电、露营飞盘等品类与头部供应商及经销商进行合作与授权经营，满足年轻客群尤其是熊粉的多样生活场景衍生品需求。2021-2023 年 IP 授权业务收入增长 CAGR 达 112%，2024H1 该业务收入 1407 万元，同比+118%，毛利率达 99.5%，成为公司新成长点。

□ 盈利预测：预计 24/25/26 年公司收入同比-3.3%/+5.3%/+5.3%至 44.0/46.3/48.7 亿元，归母净利润同比+3.1%/+15.1%/+13.7%至 3.1/3.5/4.0 亿元，对应 PE 10.4/9.0/8.0X，考虑 Q4 以来消费促进政策下线下客流改善以及公司多管齐下的线下提效举措，看好后续单店效率提升带来的利润弹性，叠加 IP 授权及云先业务的快速成长，维持“买入”评级。

□ 风险提示：消费力不及预期，新品类推广不及预期

财务摘要

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4544.9	4395.2	4626.0	4872.3
(+/-) (%)	16.55%	-3.30%	5.25%	5.32%
归母净利润	297.6	306.7	353.2	401.5
(+/-) (%)	316.76%	3.05%	15.15%	13.69%
每股收益(元)	0.86	0.88	1.02	1.16
P/E	10.7	10.4	9.0	8.0

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(维持)

分析师：马莉

执业证书号：S1230520070002

mali@stocke.com.cn

分析师：詹陆雨

执业证书号：S1230520070005

zhanluyu@stocke.com.cn

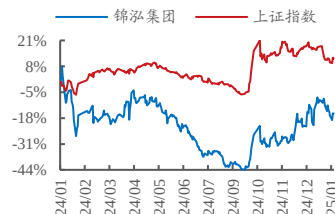
研究助理：周敏

zhoumin@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥9.21
总市值(百万元)	3,195.67
总股本(百万股)	346.98

股票走势图



相关报告

- 《渠道提效持续推进，IP 授权贡献新增长点》2024.12.29
- 《费用刚性拖累短期业绩，期待流水改善》2024.11.03
- 《经营表现稳健，回购彰显发展信心》2024.07.21

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,021	1,629	1,752	1,886
现金	534	179	233	360
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	418	419	422	425
其它应收款	56	53	64	57
存货	56	49	54	56
预付账款	924	876	924	932
其他	33	52	55	57
非流动资产	3,640	3,735	3,736	3,747
金融资产类	0	0	0	0
固定资产	75	87	90	93
无形资产	1,276	1,276	1,276	1,276
在建工程	4	3	2	2
其他	2,285	2,368	2,366	2,375
资产总计	5,662	5,363	5,488	5,633
流动负债	1,484	1,746	1,607	1,455
短期借款	140	200	300	300
应付款项	440	363	395	411
预收账款	0	0	0	0
其他	904	1,182	912	744
非流动负债	787	139	140	142
长期借款	445	130	130	130
其他	342	9	10	12
负债合计	2,272	1,885	1,748	1,596
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3,390	3,479	3,740	4,037
负债和股东权益	5,662	5,363	5,488	5,633

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	933	360	373	451
净利润	298	307	353	402
折旧摊销	23	23	23	23
财务费用	100	60	40	23
投资损失	2	0	1	1
营运资金变动	72	(20)	(33)	12
其它	438	(10)	(10)	(10)
投资活动现金流	(67)	15	644	847
资本支出	67	193	8	8
长期投资	0	0	0	0
其他	(0)	(208)	(652)	(855)
筹资活动现金流	(730)	(730)	(962)	(1,171)
短期借款	140	200	300	300
长期借款	445	130	130	130
其他	(1,315)	(1,060)	(1,392)	(1,601)
现金净增加额	136	(355)	54	126

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,545	4,395	4,626	4,872
营业成本	1,400	1,363	1,441	1,531
营业税金及附加	28	26	28	29
营业费用	2,334	2,300	2,395	2,487
管理费用	177	169	173	182
研发费用	93	92	97	102
财务费用	92	60	40	23
资产减值损失	(17)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(2)	(0)	(1)	(1)
其他经营收益	37	8	8	8
营业利润	399	403	470	534
营业外收支	4	14	1	1
利润总额	402	417	471	535
所得税	105	111	118	134
净利润	298	307	353	402
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	298	307	353	402
EBITDA	758	586	640	695
EPS（最新摊薄）	0.86	0.88	1.02	1.16

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	16.55%	-3.30%	5.25%	5.32%
营业利润	5568.08%	1.13%	16.64%	13.61%
归属母公司净利润	316.76%	3.05%	15.15%	13.69%
获利能力				
毛利率	69.20%	68.99%	68.86%	68.57%
净利率	6.55%	6.98%	7.63%	8.24%
ROE	9.18%	9.34%	9.78%	10.33%
ROIC	11.03%	10.88%	11.10%	11.28%
偿债能力				
资产负债率	40.12%	35.14%	31.84%	28.34%
净负债比率	97.73%	67.01%	54.18%	46.72%
流动比率	1.19	1.36	0.93	1.09
速动比率	0.55	0.70	0.40	0.48
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.77	0.85	0.88
应收账款周转率	12.04	10.50	11.00	11.50
应付账款周转率	2.66	2.80	3.80	3.80
每股指标(元)				
每股收益	0.86	0.88	1.02	1.16
每股经营现金	2.69	1.04	1.07	1.30
每股净资产	9.77	10.02	10.77	11.63
估值比率				
P/E	11.61	10.42	9.05	7.96
P/B	1.02	0.92	0.85	0.79
EV/EBITDA	5.69	6.01	5.67	5.22

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>