

2025 年 03 月 26 日

Q4 费用率下降明显，云锦和 IP 授权业务共振

锦泓集团(603518)

评级:	买入	股票代码:	603518
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	11.26/6.01
目标价格:		总市值(亿)	33.35
最新收盘价:	9.6	自由流通市值(亿)	33.10
		自由流通股数(百万)	344.81

事件概述

2024 年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 43.95/3.06/2.78/7.71 亿元，同比增长-3.29%/2.90%/2.77%/-17.35%，我们分析，收入下降主要由于线上受抖音策略调整影响、线下客流减少，但利润端好于收入端主要由财务费用下降、云锦和 IP 授权业务三部分贡献。经营性现金流高于净利主要由于应付增加及折旧影响。

单季来看，24Q4 收入/归母净利/扣非归母净利为 14.73/1.45/1.36 亿元，同比增长 1.65%/35.03%/29.09%，Q4 单季净利增幅高于收入主要由于销售和管理费用率下降、营业外收入占比提升、资产+信用减值损失下降。

2024 年公司拟每 10 股派发现金红利 3.1 元，分红率 35%，股息率为 3.2%。

公司公告终止向特定对象发行股票事项。

分析判断：

Teenie Weenie 男装和童装双位数增长、女装下滑，整体持平，主要受抖音影响；TW 加盟净增 72 家、店数/线下收入占比提升至 30%/15%。（1）分品牌来看，2024 年 TW/VG/云锦收入 34.77/7.80/0.81 亿元，同比增长-0.84%/-19.03%/63.93%。进一步拆分来看，24 年 TW 直营/加盟店数分别为 737/310 家、同比增长-14%/30%、净增-123/72 家，主要由于 TW 品牌进行直营转加盟，其中 24 上半年直营/加盟分别开-45/22 家，下半年分别开-78/50 家；VG 直营/加盟店数分别为 137/49 家、净增 3/-14 家、同比增长 2.2%/-22.2%，其中 24 上半年直营/加盟分别开-4/-9 家，下半年分别开 7/-5 家。（2）分渠道来看，线上/直营/加盟收入分别为 17.44/22.07/3.87 亿元，同比增长 0.4%/-10.4%/21.1%，拆分上下半年来看：24 上半年线上/直营/加盟收入分别同比增长-0.4%/-9.4%/103.1%，24 下半年线上/直营/加盟收入分别同比增长 1.0%/-11.3%/-8.0%。24 年总店数由 1296 净减 62 家至 1234 家，同比下降 4.8%，其中直营/加盟增加-120/58 家至 875/359 家、同比增长-12.1%/19.3%。2024 年直营店效/加盟单店出货分别为 252/108 万元，同比增长 1.9%/1.5%；12 个月以上 TW/VG 月店效 15.37/64.57 万元，同比持平/-4%。（3）分地区来看，华东和西南为主要地区，核心地区华东增长 3.03%，东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南分别实现收入 2.12/2.46/11.35/2.00/2.25/2.19/3.56 亿元，同比增长-13.8%/-20.4%/3.0%/-9.9%/-7.3%/-10.9%/-14.5%。（4）2024 年公司 IP 授权收入为 0.34 亿元，同比 88.36%；家纺及家居服品类表现尤为突出，特别是家纺项目实现跨越式增长、营收同比增长约 236%。

控费有进展，销售费用减少 1 亿元（集中在 Q4）、财务费用减少 2400 万元。（1）24 年毛利率/归母净利率为 68.6%/7.0%，同比增长-0.6/0.4PCT。分品牌来看，VG/云锦/TW 毛利率分别为 74.71%/75.03%/66.81%、同比增加 0.26/1.39/-0.95PCT。分渠道来看，线上/直营/加盟毛利率分别为 63.87%/73.14%/61.56%、同比提升-0.49/-1.11/4.3PCT。销售/管理/研发/财务费用率分别为 50.8%/4.3%/2.9%/1.5%，同比提升-0.5/0.4/0.4/-0.5PCT，销售费用率下降主要由于公司加强费率管控；管理费用率、研发费用率提升主要由于员工薪酬增加。财务费用下降 2481 万元至 6756 万元、财务费用率下降主要由于长期借款余额减少 2.3 亿至 2.1 亿以及债务置换。其他收益/收入同比增加 0.1PCT；资产+信用减值损失/收入同比下降 0.5PCT；所得税/收入同比下降 0.1PCT。（3）24Q4 毛利率/归母净利率为 67.4%/9.8%，同比增加-1.8/2.4PCT，毛利率下降而净利率提升主要来自销售和管理费用率下降、营业外收入占比提升。销售/管理/研发/财务费用率分别为 48.3%/2.9%/1.9%/1.5%，同比增加-2.9/-0.2/0.0/0.4PCT。其他收益+投资收益/收入占比同比下降 1.9PCT，信

用+资产减值损失/收入同比下降 1.7PCT，资产处置收益/收入同比提升 0.2PCT，营业外收入/收入同比增长 2.1PCT，所得税/收入同比增长 0.7PCT。

存货有所增加。2024 年公司存货为 10.28 亿元，同比增加 11.4%，存货/收入为 23.4%，存货周转天数 255 天，同比减少 11 天。应收账款为 4.33 亿元、同比增长 3.6%，应收账款周转天数为 35 天、同比减少 5 天，应付账款为 6.06 亿元，同比增加 37.7%，应付账款周转天数为 137 天，同比增加 2 天。

投资建议

我们分析，TW 在抖音扶持设计师小品牌、性价比白牌策略未变的情况下线上可能仍有压力；但（1）品牌拓新店型（公司目前推出 11 种店型，新店态月均销售额突破 40 万元，城市旗舰店月均销售额超百万元）、拓产品线（面向新中产推出休闲通勤高端产品线 T.W.R.C）、拓加盟有助于净利率提升仍在持续；（2）品牌拥有丰富的 IP 资产储备，包括 18 只拟人化、个性鲜明的卡通小熊形象及其背后的小熊家族故事体系，公司开展微信小店和淘宝送礼功能，授权业务有望继续较快增长；（3）云锦有望继续受益新中式风潮，带来利润增量；（4）财务费用仍有下降空间；（5）长期来看，公司店效及净利率仍有较大改善空间。

维持 25/26 年收入预测 48.50/53.70 亿元，新增 27 年收入预测 59.17 亿元；维持 25/26 年归母净利预测 3.51/4.00 亿元，新增 27 年归母净利润预测 4.66 亿元；对应维持 25/26 年 EPS 预测 1.01/1.15 元，新增 27 年 EPS 预测 1.34 元，2025 年 3 月 26 日收盘价 9.6 元对应 25/26/27 年 PE 分别为 9.5/8.3/7.2X，维持“买入”评级。

风险提示

费用率居高不下风险、加盟开店低于预期风险、店效提升低于预期风险、系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,899	4,545	4,850	5,370	5,917
YoY (%)	-9.8%	16.6%	10.3%	10.7%	10.2%
归母净利润(百万元)	71	298	351	400	466
YoY (%)	-68.1%	316.8%	14.6%	13.8%	16.6%
毛利率 (%)	69.2%	69.2%	69.0%	69.3%	69.5%
每股收益 (元)	0.25	0.87	1.01	1.15	1.34
ROE	2.3%	8.8%	9.7%	11.0%	12.9%
市盈率	40.56	11.66	9.49	8.34	7.15

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：李佳妮

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,395	4,850	5,370	5,917	净利润	306	351	400	466
YoY (%)	-3.3%	10.3%	10.7%	10.2%	折旧和摊销	259	10	10	11
营业成本	1,379	1,502	1,647	1,803	营运资金变动	64	-134	-17	-25
营业税金及附加	26	32	35	38	经营活动现金流	771	268	429	487
销售费用	2,233	2,485	2,744	3,005	资本开支	-79	16	18	20
管理费用	190	189	209	231	投资	0	0	0	0
财务费用	68	33	28	24	投资活动现金流	-79	16	18	20
研发费用	125	121	150	166	股权募资	0	422	0	0
资产减值损失	6	-10	-11	-13	债务募资	-80	-718	-20	-22
投资收益	0	0	0	0	筹资活动现金流	-434	-331	-48	-47
营业利润	401	466	532	621	现金净流量	258	-47	399	460
营业外收支	2	21	23	26	主要财务指标				
利润总额	403	488	555	647	成长能力 (%)				
所得税	97	137	155	181	营业收入增长率	-3.3%	10.3%	10.7%	10.2%
净利润	306	351	400	466	净利润增长率	2.9%	14.6%	13.8%	16.6%
归属于母公司净利润	306	351	400	466	盈利能力 (%)				
YoY (%)	2.9%	14.6%	13.8%	16.6%	毛利率	68.6%	69.0%	69.3%	69.5%
每股收益	0.89	1.01	1.15	1.34	净利率	7.0%	7.2%	7.4%	7.9%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	5.2%	6.4%	6.7%	7.1%
货币资金	792	670	1,069	1,528	净资产收益率 ROE	8.5%	9.7%	11.0%	12.9%
预付款项	40	60	58	54	偿债能力 (%)				
存货	1,028	1,019	1,117	1,222	流动比率	1.17	1.40	1.63	1.88
其他流动资产	524	616	604	596	速动比率	0.64	0.64	0.86	1.09
流动资产合计	2,384	2,366	2,847	3,400	现金比率	0.39	0.20	0.45	0.71
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	38.9%	20.4%	20.0%	19.6%
固定资产	68	63	58	54	经营效率 (%)				
无形资产	1,272	1,272	1,272	1,272	总资产周转率	0.74	0.88	0.90	0.91
非流动资产合计	3,535	3,530	3,526	3,521	每股指标 (元)				
资产合计	5,920	5,896	6,373	6,922	每股收益	0.89	1.01	1.15	1.34
短期借款	360	360	350	340	每股净资产	10.42	10.42	10.42	10.42
应付账款及票据	606	617	677	741	每股经营现金流	2.22	0.77	1.23	1.40
其他流动负债	1,075	443	480	520	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,042	1,420	1,507	1,601	估值分析				
长期借款	212	112	102	90	PE	10.79	9.49	8.34	7.15
其他长期负债	50	50	50	50	PB	0.94	0.92	0.92	0.92
非流动负债合计	261	161	151	140					
负债合计	2,304	1,582	1,658	1,741					
股本	347	347	347	347					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	3,616	4,314	4,714	5,181					
负债和股东权益合计	5,920	5,896	6,373	6,922					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。