

公司研究

24年弱市下业绩平稳，产品和渠道转型继续推进、提升盈利能力

——锦泓集团（603518.SH）2024年年报点评

买入（维持）

当前价：9.13元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004

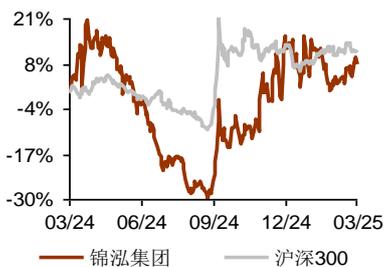
021-52523842

zhujieyu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.47
总市值(亿元):	31.72
一年最低/最高(元):	6.01/11.00
近3月换手率:	230.02%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.17	-5.49	-7.41
绝对	2.82	-7.59	3.26

资料来源：Wind

相关研报

Q3业绩环比走弱，期待终端零售逐步回暖——锦泓集团（603518.SH）2024年三季报点评（2024-11-01）

23年业绩增长亮眼、净利率如期提升，24年期待渠道结构继续优化——锦泓集团（603518.SH）2023年年报及2024年一季度报点评（2024-04-27）

要点

事件：

24年收入、归母净利润同比-3.3%/+2.9%，不利环境下业绩表现平稳

锦泓集团发布2024年年报。公司24年实现营业收入44.0亿元、同比小幅下滑3.3%，归母净利润3.1亿元、同比增长2.9%，扣非净利润2.8亿元、同比增长2.8%，EPS为0.89元，拟每股派发现金红利0.13元（含税），年度派息率为35.0%。

24年外部需求相对较弱背景下，公司收入小幅下滑而利润实现小幅增长，显示经营情况平稳、品牌粘性和抗风险能力相对突出。分季度来看，24Q1~Q4公司单季度收入分别同比-1.2%/-2.0%/-14.2%/+1.6%，归母净利润分别同比+13.2%/-22.4%/-70.6%/+35.0%。

点评：

24年TW品牌收入略降1%、维格娜丝下滑、云锦实现高增长，加盟渠道占比提升

分品牌来看，24年TW品牌、维格娜丝、云锦收入占比（占总收入的比重，下同）分别为79%/18%/2%，收入同比增速分别为-0.8%/-19.0%/+63.9%，云锦品牌收入增速较快。TW品牌再按品类拆分，24年女装、男装、童装占TW品牌收入比例分别为66%/13%/21%，收入分别-7.0%/+15.8%/+10.2%，显示扩品类战略顺利推进。另外，24年IP授权业务实现销售收入3356万元、同比增长88.4%。

分渠道来看，24年公司线上、线下渠道收入占比分别为40%、59%，收入分别同比增长+0.4%/-6.7%。线下渠道分门店类型来看，直营、加盟门店收入占比分别为50%/9%，占比分别-4.0PCT、+1.8PCT，收入分别同比-10.4%/+21.1%。

线下门店数量方面，截至2024年末，TW品牌、维格娜丝、云锦线下门店数量分别为1047家/186家/1家，分别较年初-4.6%/-5.6%/持平；**分门店类型来看**，TW品牌直营、加盟门店数分别为737家/310家，较年初-14.3%/+30.3%，直营转加盟推进（年内转53家）；维格娜丝直营、加盟门店数分别为137家/49家，较年初+2.2%/-22.2%。

店效方面，2024年TW品牌、维格娜丝品牌月平均店效分别同比-4.4%/-6.6%，连续开业12个月以上门店店效分别同比+0.4%/-4.4%。

毛利率、费用率均同比下降，存货周转加快、应收账款周转放缓

毛利率：24年毛利率为68.6%、同比略降0.6PCT。**分品牌来看**，TW品牌、维格娜丝、云锦24年毛利率分别为66.8%/74.7%/75.0%，分别同比-1.0/+0.3/+1.4PCT，其中TW品牌毛利率下降主要为加盟渠道占比提升影响；**分渠道来看**，直营、加盟、线上24年毛利率分别为73.1%/61.6%/63.9%，分别同比-1.1/+4.3/-0.5PCT。**分季度来看**，24Q1~Q4单季度毛利率分别为70.2%/68.4%/68.9%/67.4%，分别同比+0.8/+0/-0.8/-1.8PCT。

费用率：24年期间费用率同比下降0.2PCT至59.5%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为50.8%/4.3%/2.9%/1.5%，分别同比-0.5/+0.4/+0.4/-0.5PCT，销售费用率下降显示公司加强费率管控、销售费用总额同比减少约1亿元，管理费用率上升系公司职工薪酬费用增加。从单季度来看，24Q4销售/管理/研发/财务费用率分别同比-2.9/-0.2/+0/+0.4PCT，四季度销售旺季中公司销售费用控制良好。

其他财务指标: 1) **存货** 24 年末同比 23 年末增加 11.4%至 10.3 亿元, 存货周转天数为 255 天、同比减少 11 天。2) **应收账款** 24 年末同比增长 3.6%至 4.3 亿元, 应收账款周转天数为 35 天、同比增加 5 天。3) 24 年**经营净现金流**为 7.7 亿元、同比减少 17.4%, 主要为采购商品等现金支出增加。

25 年期待产品和渠道转型推进、促进高质量增长和盈利能力提升

2024 年占公司收入主导的 TW 品牌表现平稳, 但结构性存在亮点。产品端, TW 在户外冲锋衣、童装、男装等品类发力、构建新增长点, 同时, 围绕不同年龄层次、不同场景与品类需求将产品进一步细分为女装休闲社交、女装休闲通勤、男装休闲社交三大矩阵, 并面向新中产推出休闲通勤高端产品线 T.W.R.C (Teenie Weenie Royal Club); 渠道端, 推出并继续打造"城市多店态组合"标杆模型, 在活力城市布局品牌概念店、城市旗舰店、品牌复合店和单品牌精品店等多店态组合矩阵, 通过明星落地活动与城市广告刷新品牌认知; 同步推进新零售型店铺建设, 整合线上线下流量, 形成直营正价店、加盟店、直营奥莱店三足鼎立的渠道结构; 线上重点构建抖音差异化销售矩阵, 针对细分人群变化优化货品组合与视觉内容, 同步拓展得物、小红书等新兴平台, 实现兴趣电商与货架电商协同增长。

高增长业务方面, 元先品牌 24 年销售收入增速超过 60%、实现高增长, 重点布局家居装饰艺术画、文化礼品和高端服饰配饰三大业务板块, 将非遗工艺与现代设计深度融合; 24 年 IP 授权业务实现 3000 多万销售收入, 未来有望继续发挥 TW 品牌的 IP 积累优势, 快速增长并且贡献高利润率。

我们期待公司持续推进产品和零售端改革、促进销售和利润的健康增长; TW 品牌在扩品类、新业态等方面存在亮点, 另外元先品牌、IP 授权等业务实现高增。同时公司加强费用管控, 以及渠道结构的进一步优化、加盟渠道占比提升, 有望促进盈利能力持续提升。我们上调公司 25~26 年归母净利润预测为 3.6/4.2 亿元 (较前次预测上调 11%/11%), 新增 27 年归母净利润预测 4.9 亿元, 按最新股本计算, 对应 25~27 年 EPS 分别为 1.04/1.20/1.41 元, 对应 25 年 PE 为 9 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 终端需求疲软; 线下门店拓展不及预期或者费用投入超预期; 库存积压; 行业竞争加剧; 电商增速放缓或流量成本上升; 商誉减值风险。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	4,545	4,395	4,845	5,319	5,745
营业收入增长率	16.55%	-3.29%	10.22%	9.79%	8.00%
归母净利润 (百万元)	298	306	360	416	491
归母净利润增长率	316.76%	2.90%	17.50%	15.72%	18.01%
EPS (元)	0.86	0.88	1.04	1.20	1.41
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.78%	8.47%	9.30%	10.03%	10.96%
P/E	11	10	9	8	6
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7

注: 按最新股本计算

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025-03-28

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,545	4,395	4,845	5,319	5,745
营业成本	1,400	1,379	1,514	1,653	1,760
折旧和摊销	23	25	37	41	44
税金及附加	28	26	28	31	34
销售费用	2,334	2,233	2,447	2,673	2,872
管理费用	177	190	208	229	247
研发费用	113	125	136	149	161
财务费用	92	68	57	48	38
投资收益	-2	0	0	0	0
营业利润	399	401	473	548	646
利润总额	402	403	473	548	646
所得税	105	97	113	131	155
净利润	298	306	360	416	491
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	298	306	360	416	491
EPS(元)	0.86	0.88	1.04	1.20	1.41

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	933	771	379	415	497
净利润	298	306	360	416	491
折旧摊销	23	25	37	41	44
净营运资金增加	27	-84	156	176	153
其他	585	524	-174	-217	-191
投资活动产生现金流	-67	-79	-80	-90	-80
净资本支出	-67	-79	-80	-90	-80
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-	0	0	0	0
融资活动现金流	-730	-434	-219	-240	-341
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-609	-116	-76	-82	-166
无息负债变化	-140	147	87	99	79
净现金流	136	258	80	85	77

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	69.2%	68.6%	68.7%	68.9%	69.4%
EBITDA 率	14.8%	12.8%	12.4%	12.8%	13.6%
EBIT 率	12.0%	10.8%	11.7%	12.1%	12.8%
税前净利润率	8.9%	9.2%	9.8%	10.3%	11.2%
归母净利润率	6.5%	7.0%	7.4%	7.8%	8.6%
ROA	5.3%	5.2%	5.8%	6.4%	7.3%
ROE (摊薄)	8.8%	8.5%	9.3%	10.0%	11.0%
经营性 ROIC	8.1%	7.5%	8.6%	9.4%	10.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	40%	39%	37%	36%	33%
流动比率	1.36	1.17	1.28	1.41	1.60
速动比率	0.74	0.66	0.76	0.86	1.00
归母权益/有息债务	2.60	3.04	3.48	4.03	5.19
有形资产/有息债务	1.76	2.19	2.57	3.05	3.91

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	5,662	5,920	6,182	6,482	6,729
货币资金	534	792	872	957	1,034
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	418	433	554	652	750
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	56	56	43	47	51
存货	924	1,028	1,056	1,115	1,144
其他流动资产	89	75	79	83	86
流动资产合计	2,021	2,384	2,604	2,855	3,065
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	75	68	98	128	156
在建工程	4	3	16	25	33
无形资产	1,276	1,272	1,279	1,296	1,303
商誉	1,825	1,825	1,825	1,825	1,825
其他非流动资产	460	367	359	352	346
非流动资产合计	3,640	3,535	3,578	3,628	3,663
总负债	2,272	2,304	2,314	2,331	2,244
短期借款	140	360	284	202	36
应付账款	440	606	651	711	757
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	904	1,075	1,095	1,110	1,122
流动负债合计	1,484	2,042	2,030	2,023	1,915
长期借款	445	212	212	212	212
应付债券	277	0	0	0	0
其他非流动负债	65	50	72	96	117
非流动负债合计	787	261	284	308	329
股东权益	3,390	3,616	3,868	4,152	4,485
股本	347	347	347	347	347
公积金	2,184	2,212	2,212	2,212	2,212
未分配利润	835	1,035	1,287	1,570	1,904
归属母公司权益	3,390	3,616	3,868	4,152	4,485
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	51.3%	50.8%	50.5%	50.3%	50.0%
管理费用率	3.9%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
财务费用率	2.0%	1.5%	1.2%	0.9%	0.7%
研发费用率	2.5%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%
所得税率	26%	24%	24%	24%	24%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.26	0.31	0.38	0.46	0.55
每股经营现金流	2.69	2.22	1.09	1.19	1.43
每股净资产	9.76	10.42	11.13	11.95	12.91
每股销售收入	13.09	12.67	13.94	15.31	16.53

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	11	10	9	8	6
PB	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.3	8.7	7.1	6.2	5.2
股息率	2.8%	3.4%	4.2%	5.0%	6.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP