

锦泓集团（603518）

证券研究报告

2025 年 04 月 01 日

IP 授权业务潜力可期

公司发布 2024 财报

24Q4 公司收入 15 亿同增 2%，归母净利润 1.4 亿同增 35%，扣非后归母净利润 1.4 亿同增 29%。2024 年公司收入 44 亿同减 3%，归母净利润 3 亿同增 3%，扣非后归母净利润 2.8 亿同增 3%。

分品牌看，2024 年 Teenie Weenie 收入 35 亿同减 1%，毛利率 67%同减 1pct。

Vgrass 收入 8 亿同减 19%，毛利率 75%同增 0.3pct。

云锦收入 0.8 亿同增 64%，毛利率 75%同增 1.4pct。

分模式看，直营 22 亿同减 10%，毛利率 73%同减 1.1pct。

加盟收入 4 亿同增 21%，毛利率 62%同增 4.3pct。

其他（线上为主）收入 17 亿同增 0.4%，毛利率 64%同减 0.5pct。

推进 Teenie Weenie 品牌 IP 资产多元开发与商业变现，取得突破性进展

Teenie Weenie 品牌拥有丰富 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。公司通过系统化挖掘与创新运营，将品牌 LOGO、商标使用权及系列故事等核心 IP 元素进行全方位开发，并与相关行业头部供应链及经销商开展战略性授权合作，构建完整 IP 资产授权与变现生态，为公司业绩增长提供新动能。

在 IP 资产开发方面，公司紧跟年轻消费群体的审美趋势，持续迭代小熊家族卡通形象及潮玩设计，并通过系列短视频等新兴传播形式，不断丰富 IP 内容矩阵。同时，公司积极推进跨界联名合作，通过与知名品牌及产品的深度联动，进一步提升 Teenie Weenie 品牌 IP 的市场价值与影响力。

基于大数据分析，公司精准识别与小熊家族生活方式高度契合、深受消费者青睐的品类，与优质供应商及经销商建立授权合作关系，构建 IP 资产品类授权合作矩阵。通过整合与小熊家族生活方式相关的多元化产品，公司为忠实粉丝群体提供更丰富商品选择，实现 IP 资产价值最大化转化。

2024 年 TW 授权的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，2024 年营收同增约 236%，有力印证公司在 IP 授权产品开发与运营方面的战略成效。基于这一成功实践，公司将总结经验，持续加大 IP 资产开发力度，拓展授权业务领域，打造多元化 IP 授权产品矩阵。

重构消费场域，贯通渠道生态

公司通过线下深化店态结构调整与线上内容生态重构实现全域突破，全面增强市场渗透力与运营效能。Teenie Weenie 线下渠道以构建沉浸式场景与多元新店态布局的协同升级为核心，同步推进加盟体系扩容，重塑消费体验，实现从品牌独立精品店向城市多店态组合布局的全面进化。

大零售事业部着力推进渠道立体化改革，将原有独立精品店模式迭代为包括品牌概念店、城市旗舰店、奥莱旗舰店、主线复合店、T.W.R.C 高端店等在内的 11 种新店态矩阵。

公司于上海武康路开设品牌概念店，于武汉开设城市旗舰店、奥莱旗舰店，实现城市多店态集群布局。新型店态凭借沉浸式的场景体验，融合品牌故事馆、IP 周边展陈、咖啡轻食与拍照打卡等多种潮流生活方式与业态，显著提升进店客流与消费黏性，拉动门店店效提升。

新店态月均销售额突破 40 万，城市旗舰店月均销售额超百万，验证多店态协同的运营效能。同步加速扩张的品牌加盟体系，与现有直营渠道形成战略互补，通过优选行业代理商构建健康加盟渠道网络。2024 年加盟店数占

投资评级

行业	纺织服饰/服装家纺
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	8.94 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	347.45
流通 A 股股本(百万股)	344.81
A 股总市值(百万元)	3,106.16
流通 A 股市值(百万元)	3,082.62
每股净资产(元)	10.31
资产负债率(%)	38.91
一年内最高/最低(元)	11.26/6.01

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

- 1 《锦泓集团-公司点评:24Q4 超预期兑现，关注 IP 授权及微信小店增量》 2025-01-17
- 2 《锦泓集团-公司点评:Teenie Weenie 品牌 IP 资产丰富》 2024-12-23
- 3 《锦泓集团-季报点评:强化线上竞争优势》 2024-11-03

比由期初的约 22%提升至 30%，线下销售贡献率由期初约 10%提至约 15%。

调整盈利预测，维持“增持”评级

基于 2024 年盈利表现，我们调整盈利预测，预计 25-27 年 EPS 分别为 1.17 元、1.38 元以及 1.61 元（25-26 年前值为 1.02 元及 1.21 元）。

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,544.93	4,395.28	4,663.39	5,184.76	5,822.49
增长率(%)	16.55	(3.29)	6.10	11.18	12.30
EBITDA(百万元)	645.01	586.88	694.03	768.51	871.50
归属母公司净利润(百万元)	297.62	306.26	406.09	478.16	558.24
增长率(%)	316.76	2.90	32.60	17.75	16.75
EPS(元/股)	0.86	0.88	1.17	1.38	1.61
市盈率(P/E)	10.44	10.14	7.65	6.50	5.56
市净率(P/B)	0.92	0.86	0.73	0.69	0.65
市销率(P/S)	0.68	0.71	0.67	0.60	0.53
EV/EBITDA	5.88	5.85	4.05	2.73	3.03

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	534.18	791.79	1,650.74	2,265.74	1,621.57
应收票据及应收账款	418.49	433.40	465.45	201.78	547.52
预付账款	55.66	40.06	73.96	45.51	87.77
存货	923.57	1,028.46	1,197.08	1,152.06	1,598.52
其他	89.47	90.78	109.96	100.17	124.99
流动资产合计	2,021.36	2,384.49	3,497.19	3,765.26	3,980.36
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	74.79	67.94	78.28	108.03	136.43
在建工程	4.79	3.88	38.33	71.00	72.60
无形资产	1,276.45	1,272.24	1,262.17	1,252.10	1,242.03
其他	2,284.44	2,191.15	2,244.11	2,185.53	2,176.89
非流动资产合计	3,640.47	3,535.21	3,622.88	3,616.65	3,627.95
资产总计	5,661.83	5,919.70	7,120.07	7,381.91	7,608.31
短期借款	140.16	360.30	450.00	400.00	400.00
应付票据及应付账款	440.31	606.34	571.65	660.76	740.25
其他	829.96	1,003.36	907.71	1,032.17	1,042.23
流动负债合计	1,410.44	1,970.00	1,929.36	2,092.92	2,182.48
长期借款	444.91	211.57	650.00	550.00	450.00
应付债券	277.17	0.00	181.71	152.96	111.56
其他	65.33	49.88	85.42	66.88	67.39
非流动负债合计	787.41	261.45	917.13	769.84	628.95
负债合计	2,271.66	2,303.51	2,846.49	2,862.76	2,811.43
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	347.13	346.98	347.45	347.45	347.45
资本公积	2,025.46	2,037.41	2,500.11	2,500.11	2,500.11
留存收益	993.50	1,209.56	1,412.60	1,651.69	1,930.81
其他	24.07	22.24	13.42	19.91	18.52
股东权益合计	3,390.17	3,616.18	4,273.58	4,519.15	4,796.88
负债和股东权益总计	5,661.83	5,919.70	7,120.07	7,381.91	7,608.31

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	297.62	306.26	406.09	478.16	558.24
折旧摊销	123.88	88.73	25.28	27.65	30.07
财务费用	99.63	72.09	106.25	88.73	87.51
投资损失	1.98	0.02	0.90	0.97	0.63
营运资金变动	228.45	125.23	(347.71)	574.89	(785.42)
其它	181.17	178.57	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	932.74	770.90	190.81	1,170.39	(108.97)
资本支出	82.24	28.19	24.46	98.55	49.48
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(149.71)	(106.71)	(85.35)	(179.51)	(100.11)
投资活动现金流	(67.46)	(78.52)	(60.90)	(80.97)	(50.63)
债权融资	(701.23)	(183.15)	477.73	(241.83)	(204.06)
股权融资	(54.23)	(276.07)	251.30	(232.59)	(280.51)
其他	25.78	25.41	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(729.69)	(433.81)	729.03	(474.42)	(484.56)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	135.59	258.57	858.94	615.00	(644.16)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,544.93	4,395.28	4,663.39	5,184.76	5,822.49
营业成本	1,399.93	1,378.62	1,422.34	1,581.35	1,775.86
营业税金及附加	27.92	25.76	20.87	23.33	26.20
销售费用	2,333.51	2,232.62	2,285.06	2,540.53	2,853.02
管理费用	177.16	190.23	163.22	181.47	192.14
研发费用	112.96	125.43	107.26	119.25	133.92
财务费用	92.37	67.56	106.25	88.73	87.51
资产/信用减值损失	(35.09)	(10.45)	(10.00)	(6.00)	(5.71)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.98)	(0.02)	(0.90)	(0.97)	(0.63)
其他	39.38	(15.65)	0.00	0.00	0.00
营业利润	398.78	401.18	547.51	643.14	747.50
营业外收入	5.34	2.64	(7.97)	(7.97)	(7.97)
营业外支出	1.71	1.03	5.20	6.00	5.00
利润总额	402.41	402.79	534.33	629.16	734.53
所得税	104.79	96.52	128.24	151.00	176.29
净利润	297.62	306.26	406.09	478.16	558.24
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	297.62	306.26	406.09	478.16	558.24
每股收益（元）	0.86	0.88	1.17	1.38	1.61

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	16.55%	-3.29%	6.10%	11.18%	12.30%
营业利润	5568.08%	0.60%	36.47%	17.47%	16.23%
归属于母公司净利润	316.76%	2.90%	32.60%	17.75%	16.75%
获利能力					
毛利率	69.20%	68.63%	69.50%	69.50%	69.50%
净利率	6.55%	6.97%	8.71%	9.22%	9.59%
ROE	8.78%	8.47%	9.50%	10.58%	11.64%
ROIC	9.73%	9.63%	13.62%	13.98%	18.06%
偿债能力					
资产负债率	40.12%	38.91%	39.98%	38.78%	36.95%
净负债率	22.74%	11.00%	2.87%	-14.28%	-2.46%
流动比率	1.36	1.17	1.81	1.80	1.82
速动比率	0.74	0.66	1.19	1.25	1.09
营运能力					
应收账款周转率	12.04	10.32	10.38	15.54	15.54
存货周转率	4.40	4.50	4.19	4.41	4.23
总资产周转率	0.77	0.76	0.72	0.72	0.78
每股指标（元）					
每股收益	0.86	0.88	1.17	1.38	1.61
每股经营现金流	2.68	2.22	0.55	3.37	-0.31
每股净资产	9.76	10.41	12.30	13.01	13.81
估值比率					
市盈率	10.44	10.14	7.65	6.50	5.56
市净率	0.92	0.86	0.73	0.69	0.65
EV/EBITDA	5.88	5.85	4.05	2.73	3.03
EV/EBIT	6.10	6.10	4.20	2.83	3.13

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