

锦泓集团(603518)

报告日期: 2025年05月04日

Q1 短期波动，继续看好渠道提效及创新业务潜力

——锦泓集团点评报告

投资要点

□ 24年波动零售环境下展现韧性，25Q1利润波动主要来自一次性利息费用影响

24全年公司收入44.0亿，同比-3.3%，归母净利3.06亿，同比+2.9%，经营性现金流7.71亿，-17.4%，现金分红比例35%，分品牌来看，TW品牌收入34.8亿元，同比-0.84%，在波动零售环境下保持稳定规模，持续推动渠道提效；VGRASS品牌收入7.8亿，同比-19.3%，作为高端女装品牌仍然承压，云锦保持高速增长，收入8137万元，同比+63.9%

25Q1公司收入11.11亿，同比-3.6%，其中TW品牌收入-3.0%，VG品牌收入-11.1%，云锦品牌收入+5.3%；Q1归母净利8901万，同比-23.4%，利润承压主要与可转债到期兑付利息带来的一次性影响有关（财务费用同比增加2978万元）。

□ 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TW品牌直营门店净减123家至737家，其中新开36家新关159家，加盟门店净增72家至310家，其中新开105家新关33家，继续推动直营提效+加盟占比优化，2024年TW品牌加盟店数量占比从22%提升到30%，线下销售贡献从10%提升至15%。

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、奥莱旗舰店等新店型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，24年新店态月均销售突破40万元，城市旗舰店月均销售额超百万，亦验证多店态协同运营效能提升。

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、上海七宝领展、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。2024年该业务收入3356万元，同比+88%，毛利率达99.5%，2021-2024年收入复合增速达到103.5%，成为公司新增长点。

□ 盈利预测：预计25/26/27年公司收入同比+3.8%/+5.0%/+5.1%至45.6/47.9/50.3亿元，归母净利同比+11.6%/+15.8%/+8.7%至3.4/4.0/4.3亿元，对应PE 8.3/7.2/6.6X，考虑24Q4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)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4395.3	4561.5	4789.7	5033.4
(+/-) (%)	-3.29%	3.78%	5.00%	5.09%
归母净利润	306.3	341.9	395.7	430.3
(+/-) (%)	2.90%	11.63%	15.76%	8.73%
每股收益(元)	0.88	0.99	1.14	1.24
P/E	9.3	8.3	7.2	6.6

资料来源：浙商证券研究所

http://www.stocke.com.cn

投资评级：买入(维持)

分析师：马莉
执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

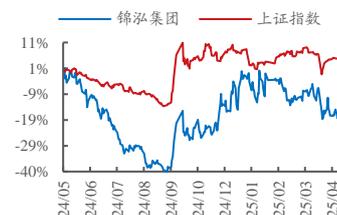
分析师：詹陆雨
执业证书号：S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

研究助理：周敏
zhoumin@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 8.23
总市值(百万元)	2,853.23
总股本(百万股)	346.69

股票走势图



相关报告

- 《亮丽24年业绩，四季度提效成果逐步体现》 2025.01.16
- 《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

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,384	2,019	2,269	2,451
现金	792	375	458	589
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	433	479	529	565
其它应收款	56	60	58	66
存货	40	45	53	57
预付账款	1,028	1,023	1,132	1,134
其他	35	37	39	41
非流动资产	3,535	3,646	3,655	3,666
金融资产类	0	0	0	0
固定资产	68	70	72	74
无形资产	1,272	1,270	1,267	1,265
在建工程	3	3	3	2
其他	2,192	2,303	2,313	2,324
资产总计	5,920	5,665	5,925	6,117
流动负债	2,042	1,632	1,687	1,659
短期借款	360	300	300	300
应付款项	606	538	664	705
预收账款	0	0	0	0
其他	1,075	794	723	654
非流动负债	261	208	139	71
长期借款	212	200	130	60
其他	50	8	9	11
负债合计	2,304	1,840	1,826	1,730
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3,616	3,825	4,098	4,387
负债和股东权益	5,920	5,665	5,925	6,117

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	771	317	406	466
净利润	306	342	396	430
折旧摊销	25	23	23	24
财务费用	72	73	30	23
投资损失	0	1	1	1
营运资金变动	53	(117)	(39)	(7)
其它	315	(5)	(5)	(5)
投资活动现金流	(79)	(342)	277	468
资本支出	79	8	8	8
长期投资	0	0	0	0
其他	(0)	334	(284)	(476)
筹资活动现金流	(434)	(391)	(600)	(802)
短期借款	360	300	300	300
长期借款	212	200	130	60
其他	(1,006)	(891)	(1,030)	(1,162)
现金净增加额	258	(416)	82	132

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,395	4,561	4,790	5,033
营业成本	1,379	1,487	1,563	1,643
营业税金及附加	26	27	29	30
营业费用	2,233	2,264	2,374	2,482
管理费用	190	197	206	216
研发费用	94	98	103	109
财务费用	68	73	30	23
资产减值损失	6	(5)	(5)	(5)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(0)	(1)	(1)	(1)
其他经营收益	37	38	38	38
营业利润	401	456	527	574
营业外收支	2	(0)	0	0
利润总额	403	456	528	574
所得税	97	114	132	143
净利润	306	342	396	430
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	306	342	396	430
EBITDA	683	636	671	716
EPS (最新摊薄)	0.88	0.99	1.14	1.24

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-3.29%	3.78%	5.00%	5.09%
营业利润	0.60%	13.72%	15.57%	8.78%
归属母公司净利润	2.90%	11.63%	15.76%	8.74%
获利能力				
毛利率	68.63%	67.39%	67.37%	67.36%
净利率	6.97%	7.49%	8.26%	8.55%
ROE	8.74%	9.19%	9.99%	10.14%
ROIC	10.78%	10.64%	10.72%	10.94%
偿债能力				
资产负债率	38.91%	32.48%	30.83%	28.28%
净负债比率	67.01%	63.70%	48.10%	44.57%
流动比率	1.36	1.17	1.24	1.35
速动比率	0.70	0.64	0.58	0.64
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.79	0.83	0.84
应收账款周转率	10.32	10.00	9.50	9.20
应付账款周转率	2.63	2.60	2.60	2.40
每股指标(元)				
每股收益	0.88	0.99	1.14	1.24
每股经营现金	2.22	0.91	1.17	1.34
每股净资产	10.42	11.03	11.82	12.66
估值比率				
P/E	9.32	8.35	7.21	6.63
P/B	0.79	0.75	0.70	0.65
EV/EBITDA	5.02	5.27	4.90	4.49

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>