

# 锦泓集团（603518.SH）

## 传统服装业务稳健，新消费业务高增长

### 核心观点：

- 公司是国内多品牌时装集团，旗下拥有三大自主品牌。公司旗下品牌 VGRASS 是国内高端女装一线品牌。公司于 2015 年收购南京云锦研究所 100% 股权，并打造了具有中国文化元素的奢侈品牌元先。公司于 2017 年收购中高端新复古学院风格的休闲品牌 Teenie Weenie 的 90% 股权，剩余股权于 2020 年完成收购。
- 公司传统服装业务稳健。短期看，公司 2025 年业绩有望逐季加速，一方面上年同期受消费大环境影响基数走低，另一方面，公司近年持续推进渠道优化，加盟收入占比提升，且长期负债余额减少，利息支出减少。长期看，公司成长空间大，Teenie Weenie 品牌线上渠道有望保持优势，线下渠道加盟店拓展空间大，且债务预计在 2026 年底还清。
- 公司新消费业务高增长。IP 授权业务方面，公司 Teenie Weenie 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，公司近年 IP 资产的开发与商业化变现取得突破性进展，2023 年和 2024 年公司 IP 授权收入同比增长 160.67% 和 88.36%，未来公司将持续加大 IP 资产开发力度，拓展授权业务领域。云锦文创工艺产品业务方面，南京云锦位列中国古代四大名锦之首，在元、明、清三朝均为皇家御用品，公司全资子公司南京云锦研究所是联合国人类非遗南京云锦织造技艺申报主体及传承保护单位，近年依托工艺品、服配饰、文创产品创新，公司云锦收入持续高增长，2023 年和 2024 年公司云锦收入同比增长 120.42%、63.93%，基于国内文化消费产业稳步增长，公司云锦业务前景广阔。
- 盈利预测与投资建议。预计公司 2025-2027 年 EPS 为 0.97、1.20、1.38 元/股。参考可比公司平均 PE，且考虑到公司未来业绩预期，给予公司 2025 年 15 倍 PE，合理价值 14.48 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示。宏观经济波动、行业竞争加剧、外部融资逾期偿还等风险。

### 盈利预测：

| 单位：人民币百万<br>元 | 2023A  | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）     | 4545   | 4395  | 4625  | 4951  | 5329  |
| 增长率（%）        | 16.6%  | -3.3% | 5.2%  | 7.1%  | 7.6%  |
| EBITDA（百万元）   | 807    | 702   | 810   | 877   | 957   |
| 归母净利润（百万元）    | 298    | 306   | 335   | 416   | 480   |
| 增长率（%）        | 316.8% | 2.9%  | 9.5%  | 24.1% | 15.3% |
| EPS（元/股）      | 0.86   | 0.88  | 0.97  | 1.20  | 1.38  |
| 市盈率（P/E）      | 11.69  | 11.10 | 10.10 | 8.14  | 7.06  |
| ROE（%）        | 8.8%   | 8.5%  | 8.5%  | 9.6%  | 10.0% |
| EV/EBITDA     | 5.33   | 5.47  | 4.21  | 3.37  | 2.56  |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

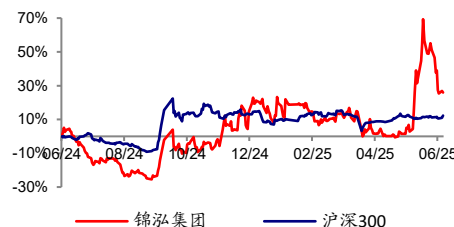
### 买入

|      |            |
|------|------------|
| 当前价格 | 9.96 元     |
| 合理价值 | 14.48 元    |
| 前次评级 | 买入         |
| 报告日期 | 2025-06-30 |

### 基本数据

|                   |             |
|-------------------|-------------|
| 总股本/流通股本（亿股）      | 3.46/3.44   |
| 总市值/流通市值（亿元）      | 33.75/33.55 |
| 一年内最高/最低（元）       | 13.39/6.12  |
| 30 日日均成交量/成交额（亿）  | 0.49/5.57   |
| 近 3 个月/6 个月涨跌幅（%） | 10.91/2.49  |

### 相对市场表现



### 分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

### 相关研究：

- 锦泓集团（603518.SH）：消费大环境承压下公司 2024 年业绩表现稳健 2025-03-30
- 锦泓集团（603518.SH）：公告 2024 年度业绩快报，四季度业绩拐点向上 2025-01-15
- 锦泓集团（603518.SH）：24Q3 业绩进一步承压，24Q4 业绩有望改善 2024-10-31

### 联系人：

董建芳-

dongjianfang@gf.com.cn

## 目录索引

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| 一、锦泓集团：多品牌时装集团，品牌势能向上 .....                     | 6  |
| （一）品牌结构：三大自主品牌，构成立体品牌矩阵 .....                   | 6  |
| （二）业绩回顾：2023 年业绩拐点向上大幅增长，2024 年、2025Q1 稳健 ..... | 10 |
| 二、公司传统服装业务稳健 .....                              | 13 |
| （一）公司 2025 年传统服装业务稳健，业绩逐季改善 .....               | 13 |
| （二）公司传统服装业务未来长期成长空间大 .....                      | 15 |
| 三、公司新消费业务高增长 .....                              | 21 |
| （一）TEENIE WEENIE 品牌 IP 资源丰富，未来成长空间大 .....       | 21 |
| （二）云锦业务依托文创工艺产品业绩实现快速增长 .....                   | 27 |
| 四、盈利预测和投资建议 .....                               | 37 |
| 五、风险提示 .....                                    | 39 |
| （一）宏观经济波动的风险 .....                              | 39 |
| （二）行业竞争加剧的风险 .....                              | 39 |
| （三）外部融资逾期偿还的风险 .....                            | 39 |

## 图表索引

|                                                           |    |
|-----------------------------------------------------------|----|
| 图 1: 公司发展历程 .....                                         | 6  |
| 图 2: 公司旗下品牌及定位 .....                                      | 7  |
| 图 3: 金字塔式立体品牌矩阵 .....                                     | 7  |
| 图 4: 2024 年公司主营业务收入构成 .....                               | 7  |
| 图 5: 2024 年公司分品牌毛利率 .....                                 | 7  |
| 图 6: 2024 年 TEENIE WEENIE 品牌收入构成 .....                    | 8  |
| 图 7: 2024 年 TEENIE WEENIE 品牌收入构成 .....                    | 8  |
| 图 8: 公司近年门店情况 (单位: 家) .....                               | 9  |
| 图 9: 主营业务收入构成 (2024 年) .....                              | 9  |
| 图 10: 直营店、加盟店和线上毛利率 (2024 年、2025Q1) .....                 | 9  |
| 图 11: 公司股权结构 .....                                        | 10 |
| 图 12: 公司近年营业收入及增速 .....                                   | 11 |
| 图 13: 公司近年归母净利润及增速 .....                                  | 11 |
| 图 14: 公司近年毛利率及净利率 .....                                   | 11 |
| 图 15: 公司近年费用率 .....                                       | 11 |
| 图 16: TEENIE WEENIE 营业收入与增速 .....                         | 12 |
| 图 17: VGRASS 营业收入与增速 .....                                | 12 |
| 图 18: 云锦营业收入与增速 .....                                     | 12 |
| 图 19: TEENIE WEENIE 渠道数量 .....                            | 13 |
| 图 20: VGRASS 渠道数量 .....                                   | 13 |
| 图 21: 服装家纺板块营业收入情况 (亿元) .....                             | 13 |
| 图 22: 服装家纺板块净利润 (扣非后归母, 亿元) .....                         | 13 |
| 图 23: 限额以上企业服装鞋帽针纺织品零售额累计增速 .....                         | 14 |
| 图 24: 限额以上企业服装鞋帽针纺织品零售额单季度增速 .....                        | 14 |
| 图 25: 2017-2024 公司直营、加盟、其他收入占比 .....                      | 15 |
| 图 26: 2017-2024 年线上线下收入占比 .....                           | 15 |
| 图 27: 抖音平台 TEENIE WEENIE 官方旗舰店女装销售额排名 .....               | 16 |
| 图 28: 天猫平台女装品类销售额同比增速和 TEENIE WEENIE 官方旗舰店女装销售额同比增速 ..... | 16 |
| 图 29: Teenie Weenie 女装与竞品 2024 年营收对比 (单位: 亿元) .....       | 17 |
| 图 30: Teenie Weenie 男装与竞品 2024 年营收对比 (单位: 亿元) .....       | 17 |
| 图 31: Teenie Weenie 童装与竞品 2024 年营收对比 (单位: 亿元) .....       | 17 |
| 图 32: Teenie Weenie 女装和竞品门店数量 2024 年对比 (家) .....          | 17 |
| 图 33: Teenie Weenie 男装和竞品门店数量 2024 年对比 (家) .....          | 18 |
| 图 34: Teenie Weenie 童装和竞品门店数量 2024 年对比 (家) .....          | 18 |
| 图 35: Teenie Weenie 女装与竞品 2024 年店效对比 (万元) .....           | 18 |
| 图 36: Teenie Weenie 男装与竞品 2022 年店效对比 (万元) .....           | 18 |
| 图 37: Teenie Weenie 童装与竞品 2024 年店效对比 (万元) .....           | 19 |
| 图 38: Teenie Weenie 直营加盟店铺数量和太平鸟对比 (家) .....              | 19 |
| 图 39: 女装市场零售额及增速 (单位: 亿元) .....                           | 20 |

|                                                                 |    |
|-----------------------------------------------------------------|----|
| 图 40: 中高端女装零售额占女装市场比重变动情况.....                                  | 20 |
| 图 41: 高端女装公司主品牌平均店效(百万元) .....                                  | 20 |
| 图 42: 2024 年高端女装公司主品牌直营店和加盟店数量(单位: 家) .....                     | 20 |
| 图 43: 2024 年高端女装公司主品牌直营店和加盟店数量占比 .....                          | 21 |
| 图 44: 2017 年至今 VGRASS 品牌直营店和加盟店数量(单位: 家) .....                  | 21 |
| 图 45: IP 行业产业链 .....                                            | 21 |
| 图 46: 以 GMV 计算的全球 IP 衍生品市场规模(人民币十亿元, 分地区) .....                 | 22 |
| 图 47: 以 GMV 计算的中国 IP 衍生品市场规模(人民币十亿元, 分品类) .....                 | 22 |
| 图 48: TEENIE WEENIE 品牌拥有的 18 只小熊组成的卡通形象.....                    | 23 |
| 图 49: 2021-2024 年公司 IP 授权收入及同比增速 .....                          | 24 |
| 图 50: 2021-2024 年公司 IP 授权业务毛利率 .....                            | 24 |
| 图 51: TeenieWeenie 部分授权店铺历年 GMV(百万元) 及同比增速 .....                | 25 |
| 图 52: 2024 年 44.6% 的受访授权商实现商品零售额增长 .....                        | 27 |
| 图 53: 2024 年 38.8% 的受访授权商有新 IP 投入运营, 其中 64.6% 为卡通动漫类 IP .....   | 27 |
| 图 54: 受访消费者购买授权产品的支出比例对比 .....                                  | 27 |
| 图 55: 2025 年受访消费者在授权产品的支出趋势 .....                               | 27 |
| 图 56: 南京云锦艺术画 .....                                             | 28 |
| 图 57: 元先品牌艺术画(左)、文化礼品(右上)、高端服配饰(右下) .....                       | 29 |
| 图 58: 云锦业务营业收入 .....                                            | 30 |
| 图 59: 云锦业务净利润 .....                                             | 30 |
| 图 60: 云锦业务毛利率 .....                                             | 30 |
| 图 61: 全球文创工艺产品市场的市场规模 .....                                     | 32 |
| 图 62: 中国纤维织物文创工艺产品市场的市场规模 .....                                 | 32 |
| 图 63: 人均可支配收入和人均消费支出 .....                                      | 32 |
| 图 64: 人均教育文娱支出 .....                                            | 32 |
| 图 65: 博物馆文创市场规模 .....                                           | 33 |
| 图 66: 博物馆文创的性别分布 .....                                          | 33 |
| 图 67: 博物馆文创的年龄分布 .....                                          | 33 |
| 图 68: 博物馆文创的城市分布 .....                                          | 34 |
| 图 69: 博物馆文创的购买渠道 .....                                          | 34 |
| 图 70: 2010-2023 年我国文化及相关产业增加值及占 GDP 比重 .....                    | 34 |
| 图 71: 2013-2018 年我国礼品行业市场规模及增长率 .....                           | 34 |
| 图 72: 2024 年云锦、铜师傅、朱炳仁铜线下渠道数量 .....                             | 35 |
| 图 73: 2024 年云锦、铜师傅、朱炳仁铜营业收入(单位: 亿元) .....                       | 35 |
| 图 74: 云锦产品线上(天猫、抖音、京东)销售额(万元) .....                             | 36 |
| 图 75: 云锦产品线上(天猫、抖音、京东)销量(件) .....                               | 36 |
| 图 76: 南京云锦博物馆新馆 .....                                           | 36 |
| 图 76: 云锦博物馆成功获批国家二级博物馆资质 .....                                  | 36 |
| 表 1: 2024 年 TEENIE WEENIE 品牌主要产品吊牌价格(元) .....                   | 8  |
| 表 2: 2024 年 VGRASS 品牌主要产品吊牌价格(元) .....                          | 8  |
| 表 3: Teenie Weenie 和 VGRASS 2024 年至今单季度营业收入等财务状况(单位: 百万元) ..... | 14 |

|                                                           |    |
|-----------------------------------------------------------|----|
| 表 4: 招商银团贷款还款安排 .....                                     | 15 |
| 表 5: 剩余未偿还贷款 (单位: 亿元) .....                               | 15 |
| 表 6: TEENIE WEENIE (男、女、童装) 天猫销售排名 .....                  | 16 |
| 表 7: TeenieWeenie 部分授权店铺名称及经营主体资质情况 .....                 | 24 |
| 表 8: TeenieWeenie 部分授权店铺的平台市占率情况 .....                    | 25 |
| 表 9: 2025 年 5 月天猫平台 TeenieWeenie 部分授权店铺均价 (元) 和同行对比 ..... | 26 |
| 表 10: 不同商业模式对比 .....                                      | 26 |
| 表 11: 云锦产品分类 .....                                        | 29 |
| 表 12: 公司收入关键假设 (单位: 百万元) .....                            | 38 |
| 表 13: 可比公司平均估值 .....                                      | 39 |



## 一、锦泓集团：多品牌时装集团，品牌势能向上

### （一）品牌结构：三大自主品牌，构成立体品牌矩阵

锦泓集团创立于1997年，2014年12月在上交所上市。上市时公司主营业务为高档女装的设计、生产和销售，旗下品牌VGRASS是中国高端女装一线品牌。2015年，公司以自有资金1.35亿元收购南京云锦研究所100%股权，南京云锦是“中国四大名锦”之一，历史上曾为皇家御用贡品，其织造技艺被联合国教科文组织列为“人类非物质文化遗产代表作名录”，之后公司为了传承和发扬传统云锦织造技艺打造了具有中国文化元素特征的高端精品品牌“元先”。2017年，公司以约44.3亿元收购TEENIE WEENIE品牌90%的股权（主要包括TEENIE WEENIE品牌及产品线、位于中国的有形资产、无形资产等，不包括TEENIE WEENIE品牌位于中国大陆之外的有形资产和业务），其中16.42亿元来自招商银行的银团贷款，17.1亿元来自杭州金投的贷款。2020年，公司以3亿元收购了TEENIE WEENIE品牌剩余10%的股权。公司于2022年4月完成债务置换，取得招商银行银团贷款15亿元，借款期限为五年。截至2024年底，该项贷款余额4.50亿元。

图1：公司发展历程



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

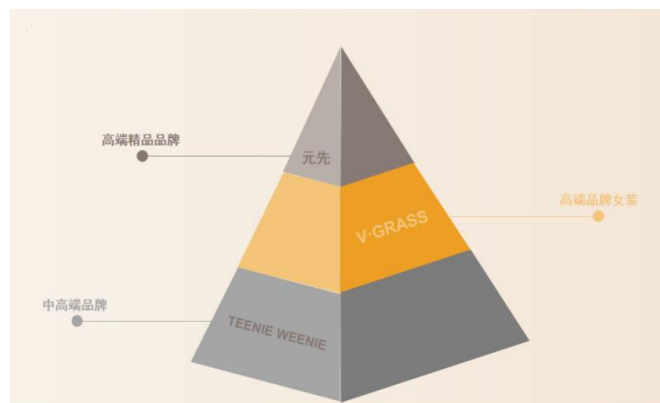
公司旗下主要拥有三个品牌：高端女装领导品牌“VGRASS”、具有中国文化元素特征的高端精品品牌“元先（云锦）”、中高端新复古学院风格的标志性品牌“TEENIE WEENIE”。公司通过以上三大品牌覆盖中、高端服饰、高级定制场合服饰、高端工艺品和国潮文化礼品等产品线，形成金字塔式的立体品牌矩阵布局。公司三大品牌以事业部形式独立运营，在保持独立经营的同事，又形成了相互协调与资源共享的良性竞争生态圈，多品牌模式有助于扩大客户规模，满足客户多样化、个性化的需求，提高长期客户的比例。金字塔式的品牌矩阵有利于公司品牌影响力的提升，增加公司的收入来源，增强公司的抗风险能力和持续盈利能力。

图 2：公司旗下品牌及定位

|               |                                                                                                            |
|---------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| V-GRASS       | 创立于1997年，公司主品牌，高端女装品牌，主要面向25-40岁的高收入、知性低调，追求精致、高雅和生活品质的女性。专注“修身”DNA，秉持“匠心”精神，致力成为国际高端女装市场上的一线品牌。           |
| 元先            | 2015年收购，具有中国文化元素特征的国际奢侈品牌，产品精致、华丽，中国丝织工艺的最高成就之一，2009年被联合国教科文组织列为“人类非物质文化遗产代表作名录”，南京云锦研究所是唯一的云锦非物质文化遗产传承基地。 |
| TEENIE WEENIE | 2017年收购，中高端休闲品牌，主要面向Z世代消费群体及儿童，在经典复古学院风格之外，融入更多潮流设计元素，为顾客提供蕴含学院风、运动休闲的时尚高品质服饰，产品线包括女装、男装、童装、配饰及IP授权产品等。    |

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

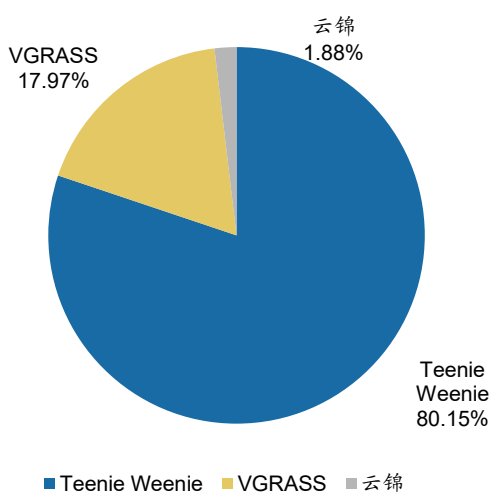
图 3：金字塔式立体品牌矩阵



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

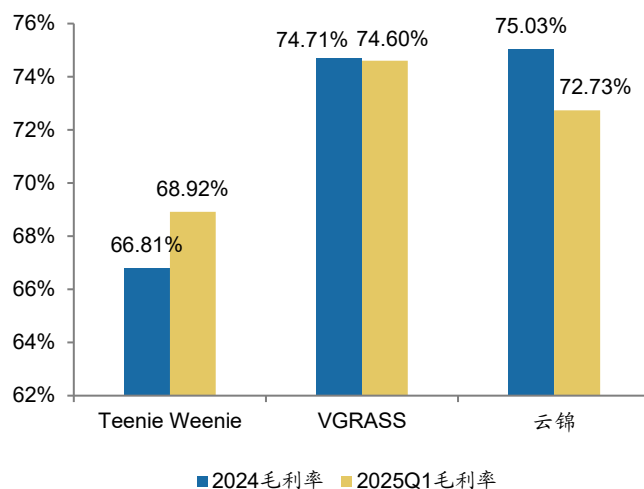
根据公司财报，2024年，公司主营业务收入43.38亿元，其中，TEENIE WEENIE品牌、VGRASS品牌、云锦营业收入分别为34.77、7.80、0.81亿元。VGRASS的定位是高端女装，其毛利率通常高于中高端休闲品牌TEENIE WEENIE。TEENIE WEENIE按品类细分，女装、男装、童装、IP授权占品牌收入的比重分别为65.82%、12.69%、20.52%、0.97%。TEENIE WEENIE女装、男装、童装、IP授权毛利率分别为66.4%、67.1%、66.3%、99.5%。

图 4：2024年公司主营业务收入构成



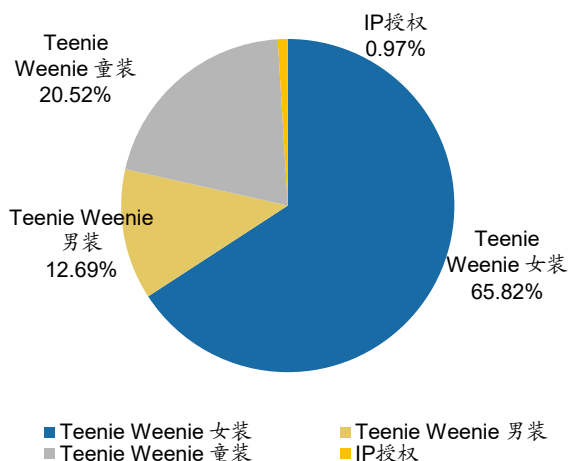
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 5：2024年公司分品牌毛利率



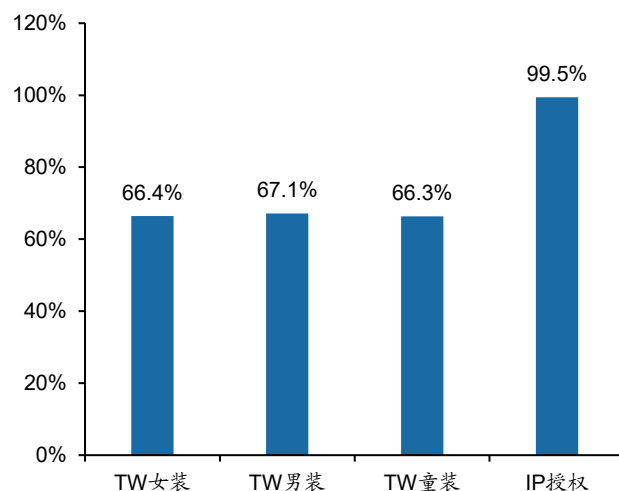
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 6：2024 年 TEENIE WEENIE 品牌收入构成



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 7：2024 年 TEENIE WEENIE 品牌收入构成



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

**主品牌吊牌价格稳定。**2024 年，公司主品牌 TEENIE WEENIE 和 VGRASS 的吊牌价格略有提升，其中，TEENIE WEENIE 女装、男装、童装均价分别为 880 元、915 元、618 元，同比变动 +0.57%、+4.45%、+0.49%，VGRASS 上衣、裙子、外套均价分别为 2728 元、3824 元、5088 元，同比变动 +1.98%、+5.64%、+1.56%。

表 1：2024 年 TEENIE WEENIE 品牌主要产品吊牌价格（元）

| TEENIE WEENIE | 2024 年 | 2023 年 | 变动比例  |
|---------------|--------|--------|-------|
| 女装            | 880    | 875    | 0.57% |
| 男装            | 915    | 876    | 4.45% |
| 童装            | 618    | 615    | 0.49% |

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 2：2024 年 VGRASS 品牌主要产品吊牌价格（元）

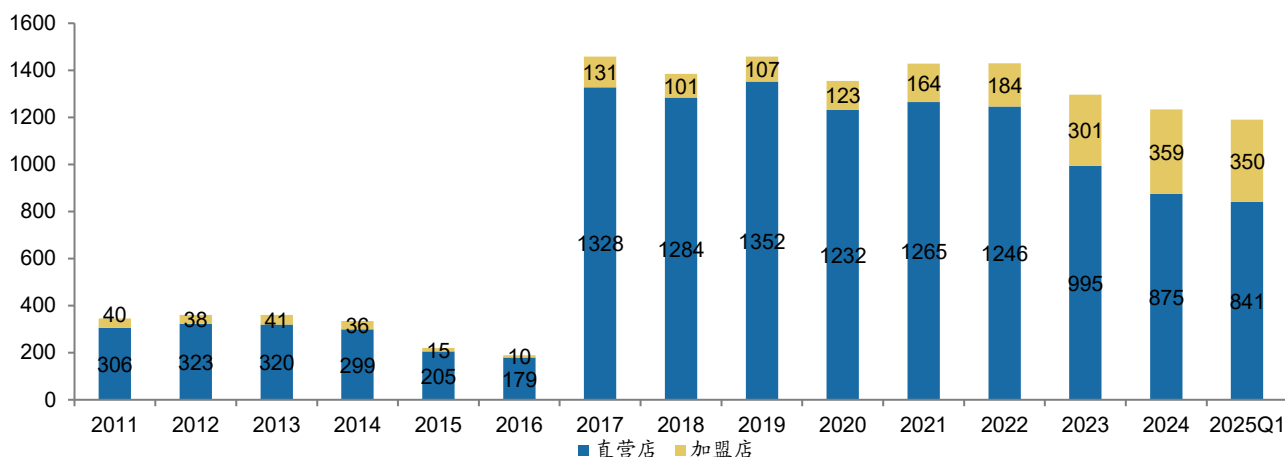
| VGRASS | 2024 年 | 2023 年 | 变动比例  |
|--------|--------|--------|-------|
| 上衣     | 2,728  | 2,675  | 1.98% |
| 裙子     | 3,824  | 3,620  | 5.64% |
| 外套     | 5,088  | 5,010  | 1.56% |

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

**公司渠道以直营模式为主。**2024 年，公司拥有 1234 家门店，直营店 875 家，加盟店 359 家，直营店占比 70.91%。其中，VGRASS 品牌 186 家门店（直营店 137 家，加盟店 49 家），TEENIE WEENIE 品牌 1047 家门店（直营店 737 家，加盟店 310 家），云锦 1 家门店（直营店 1 家）。2024 年，公司直营店营业收入占公司主营业务收入比重为 50.88%。

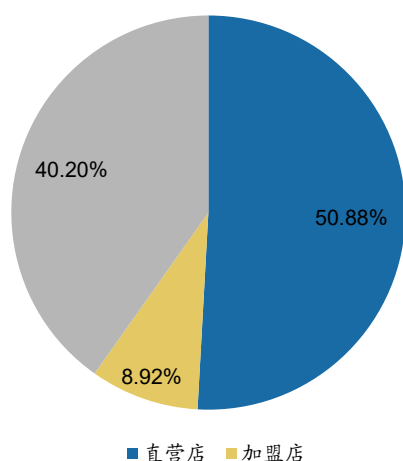


图 8：公司近年门店情况（单位：家）



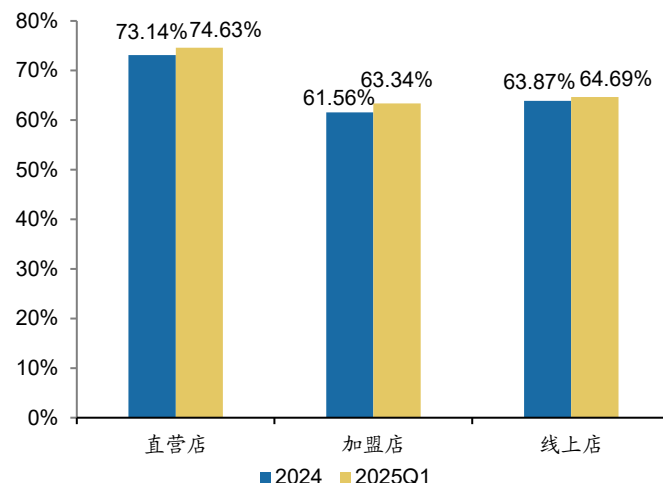
数据来源：公司财报；广发证券发展研究中心

图 9：主营业务收入构成（2024年）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

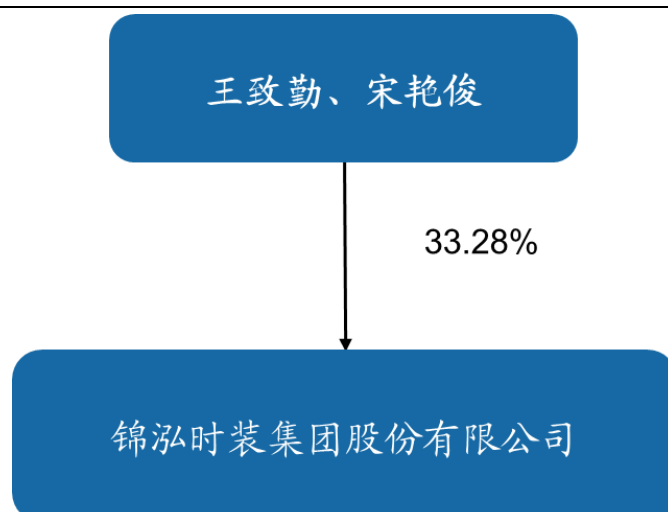
图 10：直营店、加盟店和线上毛利率（2024年、2025Q1）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司实际控制人为王致勤、宋艳俊夫妇。截至 2024 年报，王致勤先生、宋艳俊女士分别持有 18.06%、15.22% 的股权，合计持股 33.28%。其中王致勤先生于 2010 年 3 月至今，任公司董事长兼总经理，宋艳俊女士于 2010 年 3 月至今，任公司董事兼设计总监。

图 11: 公司股权结构



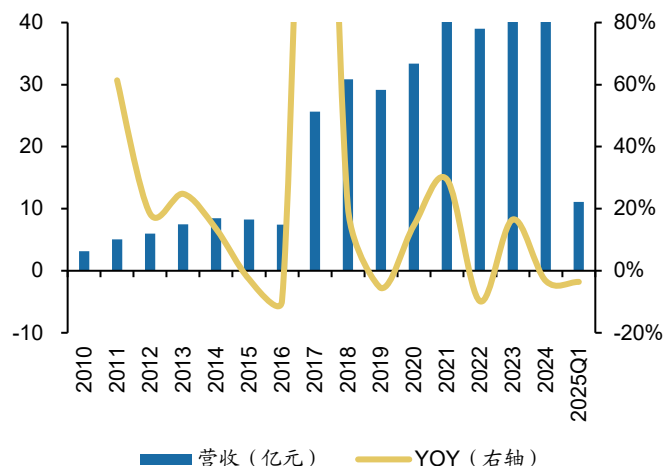
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## （二）业绩回顾：2023 年业绩拐点向上大幅增长，2024 年、2025Q1 稳健

根据公司财报，公司2018、2019、2020、2021、2022、2023、2024、2025Q1营业收入分别为30.86亿元、29.13亿元、33.40亿元、43.24亿元、38.99亿元、45.45亿元、43.95亿元、11.11亿元，同比变动+20.34%、-5.59%、+14.65%、+29.48%、-9.83%、+16.55%、-3.29%、-3.59%。其中，2018年增长主要由于TEENIE WEENIE品牌自2017年3月起并表。2019年下降主要由于TEENIE WEENIE品牌营业收入有高单位数下降。2020年增长主要由于实行新会计准则。2021年增长主要由于TEENIE WEENIE品牌内生增长动力重新焕发，抓住了抖音爆发式增长的风口。2022年下降主要由于受疫情多点频发影响。2023年增长主要由于国内市场需求逐步恢复，线下线上收入增长。2024年微降主要由于受外部消费环境变化等相关因素的影响，公司线上业务稳中有增，线下业务略有下滑。

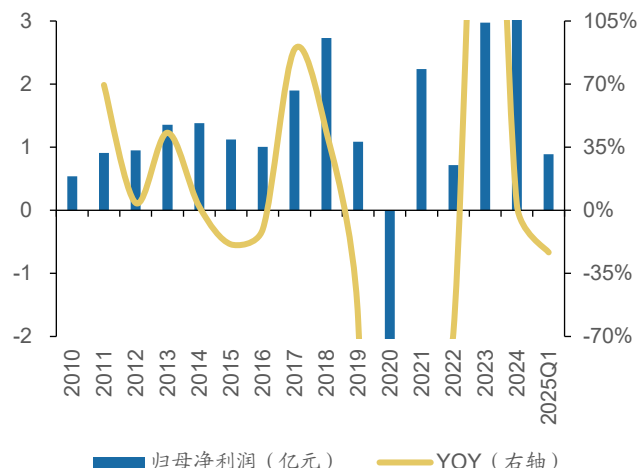
公司2018、2019、2020、2021、2022、2023、2024、2025Q1归母净利润分别为2.73亿元、1.09亿元、-6.24亿元、2.24亿元、0.71亿元、2.98亿元、3.06亿元、0.89亿元，同比变动+43.65%、-60.10%、-672.91%、+135.91%、-68.12%、+316.76%、+2.90%、-23.35%。其中，2019年下降主要由于TEENIE WEENIE品牌营业收入下降；TEENIE WEENIE的电商业务按照男装、女装和童装进行拆分，宣传费用增加；公司将亏损的意大利子公司终止经营，对其店铺装修等资产项目进行报废，对其长期股权投资全额计提减值。2020年下降主要由于公司计提TEENIE WEENIE品牌资产业务商誉和无形资产组减值准备；与衣念（上海）时装贸易公司达成全面和解从而调减应付转让款。2021年增长主要由于TEENIE WEENIE品牌内生增长动力重新焕发，抓住了抖音爆发式增长的风口。2022年下降主要由于受疫情影响公司，归母净利润下降幅度较大。2023年增长主要由于国内市场需求逐步恢复，线下线上收入增长。2024年增长主要由于费用管控加强，长期借款余额减少，利息支出减少。2025Q1下降主要由于“维格转债”到期赎回，影响当期净利润2752.80万元。

图 12: 公司近年营业收入及增速



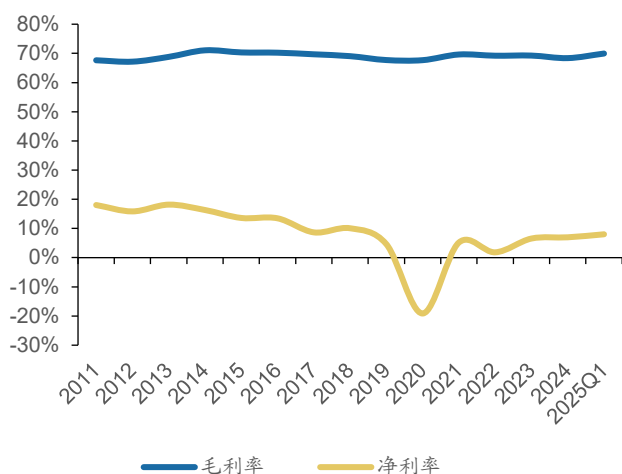
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 13: 公司近年归母净利润及增速



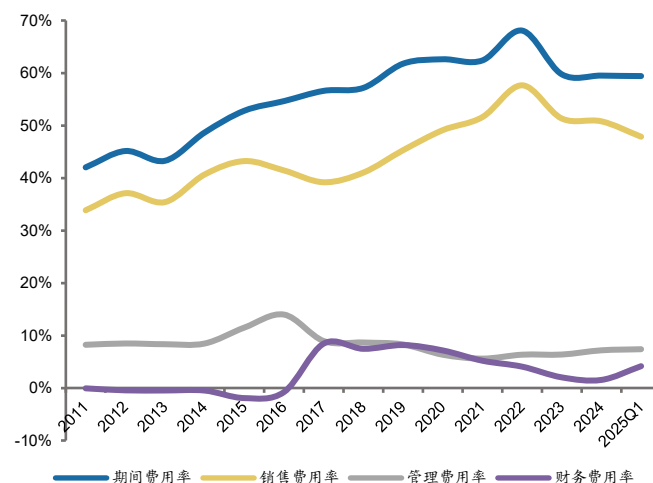
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 14: 公司近年毛利率及净利率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 15: 公司近年费用率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

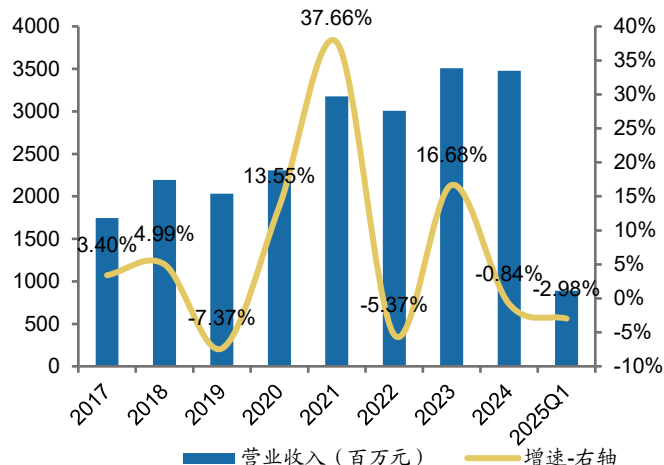
分品牌，TEENIE WEENIE品牌2018、2019、2020、2021、2022、2023、2024、2025Q1营业收入分别为21.93亿元、20.32亿元、23.07亿元、31.76亿元、30.05亿元、35.07亿元、34.77亿元、8.90亿元，同比变动+4.99%、-7.37%、+13.55%、+37.66%、-5.37%、+16.68%、-0.84%、-2.98%。

VGRASS品牌2018、2019、2020、2021、2022、2023、2024、2025Q1营业收入分别为8.62亿元、8.48亿元、10.01亿元、11.14亿元、8.57亿元、9.63亿元、7.80亿元、1.82亿元，同比变动+8.91%、-1.69%、+18.06%、+11.32%、-23.10%、+12.37%、-19.03%、-11.09%。

云锦2018、2019、2020、2021、2022、2023、2024、2025Q1营业收入分别为2316.82万元、2269.29万元、1751.27万元、2170.09万元、2251.95万元、4963.81万元、8136.98万元、2401.57万元，同比变动+5.07%、-2.05%、-22.83%、+23.92%、

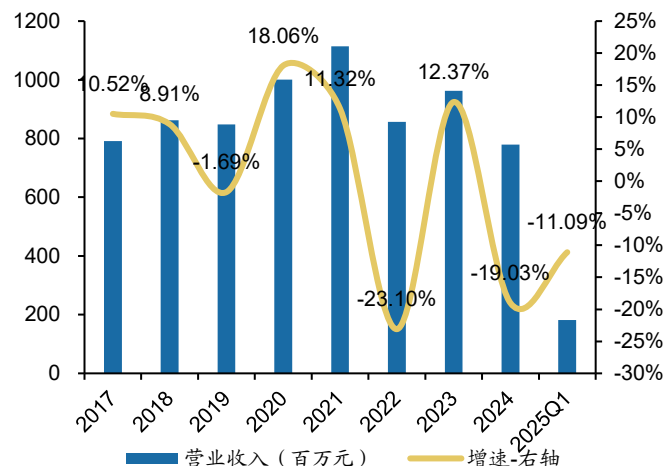
+3.77%、+120.42%、+63.93、+5.32%。

图 16: TEENIE WEENIE营业收入与增速



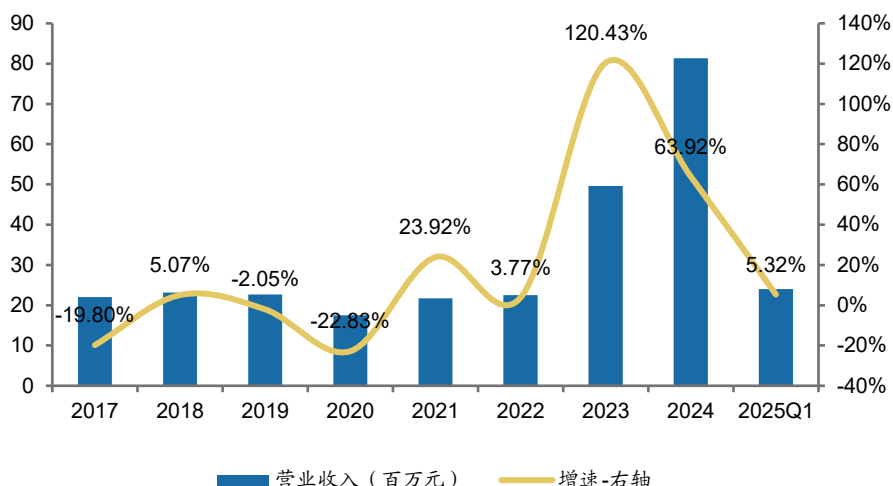
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 17: VGRASS营业收入与增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

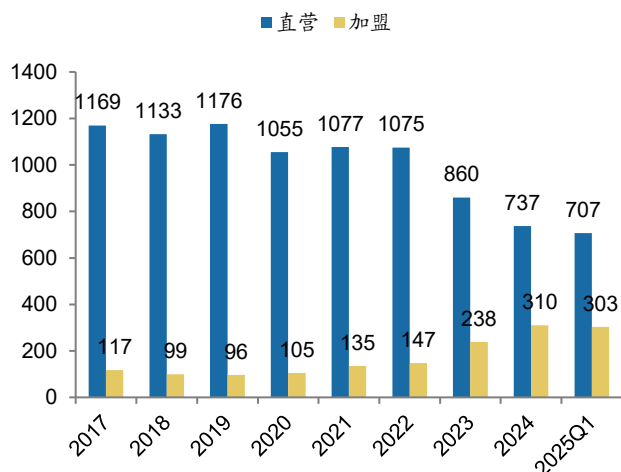
图 18: 云锦营业收入与增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

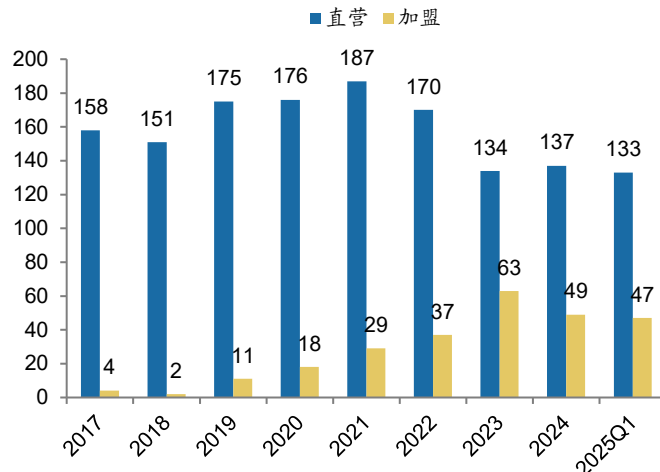
从渠道数量看，TEENIE WEENIE品牌2018、2019、2020、2021、2022、2023、2024、2025Q1净开店-54家、40家、-112家、52家、10家、-124、-51、-37家。VGRASS品牌2018、2019、2020、2021、2022、2023、2024、2025Q1净开店-9家、33家、8家、22家、-9家、-10、-11、-6家，云锦近年门店数量均为1家。

图 19: TEENIE WEENIE渠道数量 (单位: 家)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 20: VGRASS渠道数量 (单位: 家)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

## 二、公司传统服装业务稳健

### (一) 公司 2025 年传统服装业务稳健, 业绩逐季改善

公司2025年传统服装业务开局稳健。根据公司财报, 公司2025Q1营收11.11亿元, 同比下降3.59%, 归母净利润0.89亿元, 同比下降23.35%, 公司一季度“维格转债”到期赎回, 影响当期净利润2752.80万元, 剔除这部分影响, 公司净利润1.17亿元, 同比增长0.36%。参考广发纺织服装团队于2025年5月3日发布的《纺织服装行业2024年报及2025年1季报总结》, 服装家纺板块2025Q1收入下降1.3%, 扣非归母净利润下降14.7%, 公司2025Q1业绩具备韧性。

图 21: 服装家纺板块营业收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 22: 服装家纺板块净利润 (扣非后归母, 亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

看好公司2025年传统服装业务业绩有望逐季改善。首先, 上年同期受消费大环境影响

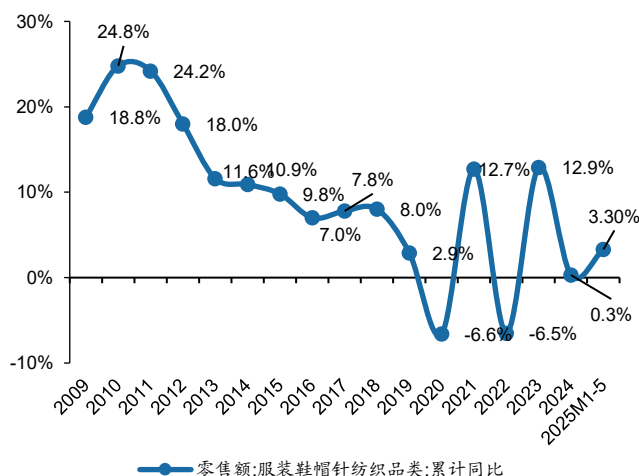
响，公司Teenie Weenie品牌和VGRASS品牌基数在二三季度逐季走低。其次，根据国家统计局统计，2025年一季度限额以上企业服装鞋帽针纺织品零售额同比增长3.4%，4-5月限额以上企业服装鞋帽针纺织品零售额同比增长3.1%，保持稳健。第三，公司自2023年起持续推进渠道优化，关闭低效直营店，推动直营转加盟，预计2025年，公司将继续推进渠道结构优化，提升单店效能。最后，伴随长期负债余额减少，公司利息支出减少。

表3: Teenie Weenie和VGRASS 2024年至今单季度营业收入等财务状况 (单位: 百万元)

| 品牌            | 项目   | 2024Q1  | 2024H1  | 2024Q3  | 2024    | 2025Q1  |
|---------------|------|---------|---------|---------|---------|---------|
| VGRASS        | 营业收入 | 204.33  | 192.99  | 167.50  | 214.81  | 181.681 |
|               | YoY  | -14.22% | -10.72% | -27.74% | -22.35% | -11.09% |
|               | 营业成本 | 52.88   | 44.44   | 44.42   | 55.41   | 46.142  |
|               | 毛利率  | 74.12%  | 76.97%  | 73.48%  | 74.20%  | 74.60%  |
| Teenie Weenie | 营业收入 | 917.66  | 703.96  | 648.76  | 1206.88 | 890.320 |
|               | YoY  | 0.31%   | -0.97%  | -11.68% | 5.28%   | -2.98%  |
|               | 营业成本 | 283.00  | 242.66  | 211.59  | 416.94  | 276.724 |
|               | 毛利率  | 69.16%  | 65.53%  | 67.39%  | 65.45%  | 68.92%  |

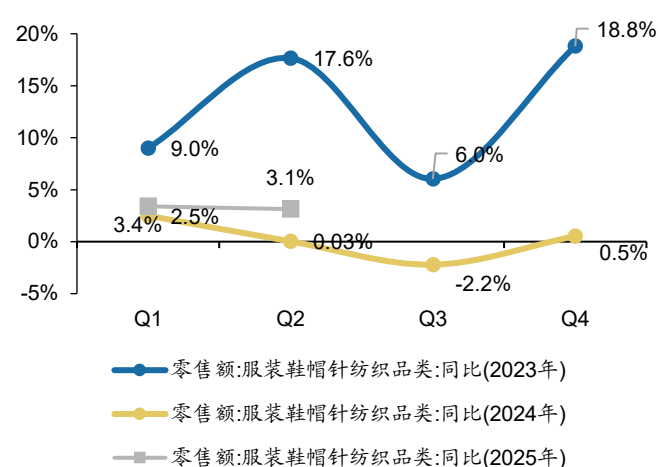
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图23: 限额以上企业服装鞋帽针纺织品零售额累计增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图24: 限额以上企业服装鞋帽针纺织品零售额单季度增速

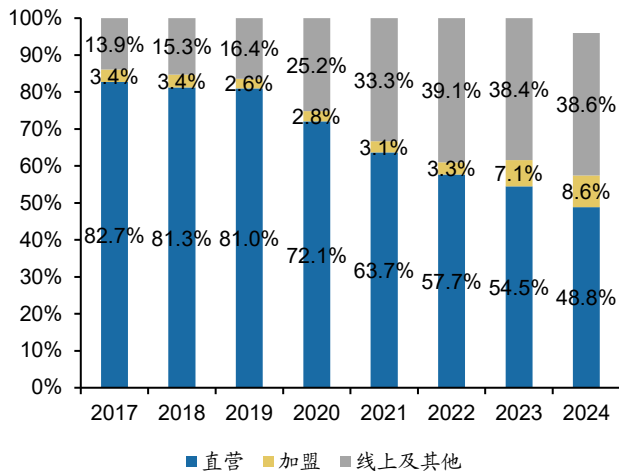


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: (1) 2025年Q2截至5月底; (2) 以上季度同比增速通过过往年度各月份累计同比倒推计算。

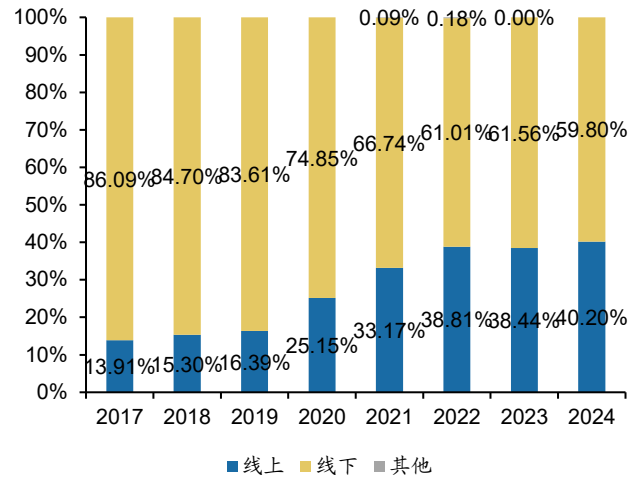


图 25：2017-2024 公司直营、加盟、其他收入占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 26：2017-2024 年线上线下收入占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表4：招商银行贷款还款安排

| 还款日              | 金额（单位：亿元） |
|------------------|-----------|
| 2022 年 6 月 30 日  | 3.00      |
| 2022 年 12 月 31 日 | 1.50      |
| 2023 年 6 月 30 日  | 1.50      |
| 2023 年 12 月 31 日 | 1.50      |
| 2024 年 6 月 30 日  | 1.50      |
| 2024 年 12 月 31 日 | 1.50      |
| 2025 年 6 月 30 日  | 1.5       |
| 2025 年 12 月 31 日 | 0.75      |
| 2026 年 6 月 30 日  | 0.75      |
| 最终到期日            | 1.5       |
| 总计               | 15        |

数据来源：《关于公司与招行银团签订银团贷款合同的公告》；广发证券发展研究中心

表5：剩余未偿还贷款（单位：亿元）

| 时间   | 年底待还款金额 |
|------|---------|
| 2022 | 10.5    |
| 2023 | 7.5     |
| 2024 | 4.5     |
| 2025 | 2.25    |
| 2026 | 0       |

数据来源：《关于公司与招行银团签订银团贷款合同的公告》；广发证券发展研究中心

## （二）公司传统服装业务未来长期成长空间大

### 1. Teenie Weenie品牌线上业务收入有望保持稳健增长

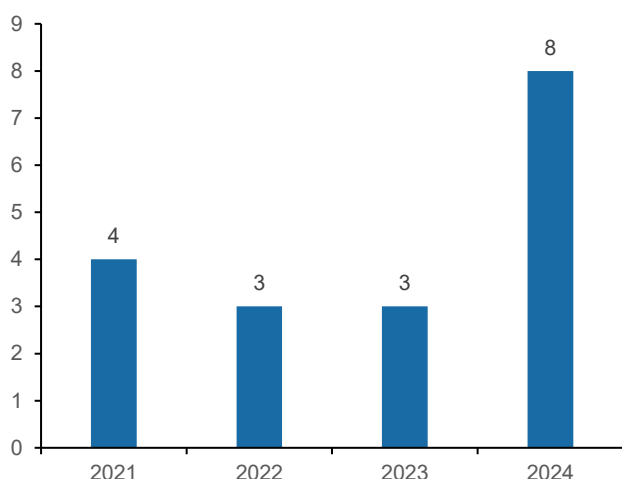
根据久谦，首先，天猫平台，TEENIE WEENIE女装、童装近年销售额排名稳定居前，男装销售额排名不断提升，且以女装为例，TEENIE WEENIE女装销售额近年多数年份跑赢行业。其次，抖音平台，TEENIE WEENIE女装销售额排名同样保持靠前。

表6: TEENIE WEENIE（男、女、童装）天猫销售排名

| 天猫   | 女装 | 儿童服饰 | 男装  |
|------|----|------|-----|
| 2018 | 24 | 105  | 169 |
| 2019 | 25 | 51   | 152 |
| 2020 | 16 | 40   | 137 |
| 2021 | 13 | 31   | 132 |
| 2022 | 8  | 16   | 165 |
| 2023 | 7  | 11   | 79  |
| 2024 | 8  | 12   | 57  |

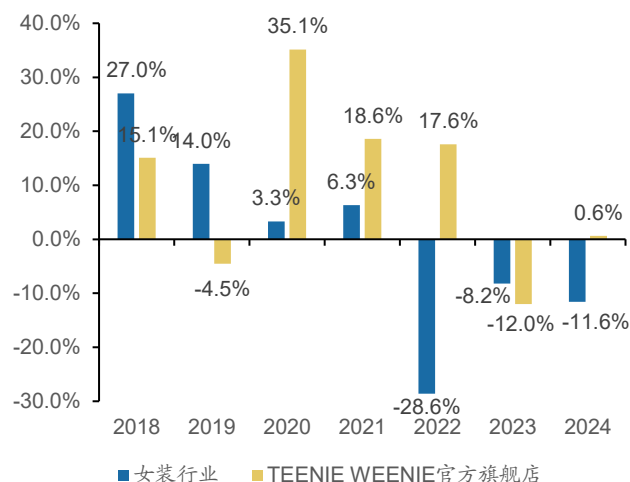
数据来源：久谦咨询，广发证券发展研究中心

图 27: 抖音平台TEENIE WEENIE官方旗舰店女装销售额排名



数据来源：久谦，广发证券发展研究中心

图 28: 天猫平台女装品类销售额同比增速和TEENIE WEENIE官方旗舰店女装销售额同比增速

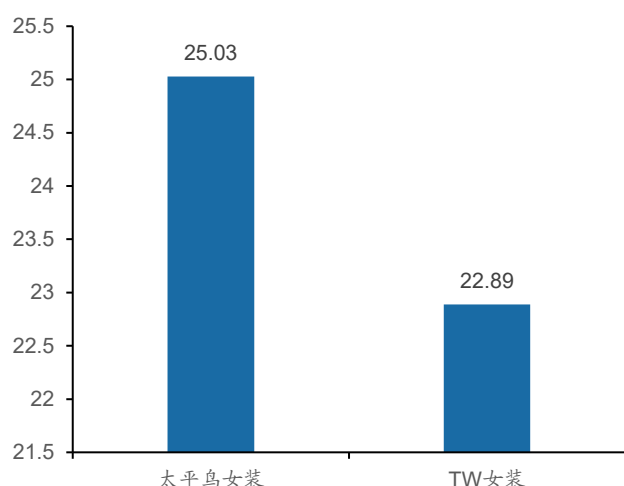


数据来源：久谦，广发证券发展研究中心

## 2. Teenie Weenie品牌线下业务开店空间大，加盟扩展空间广阔

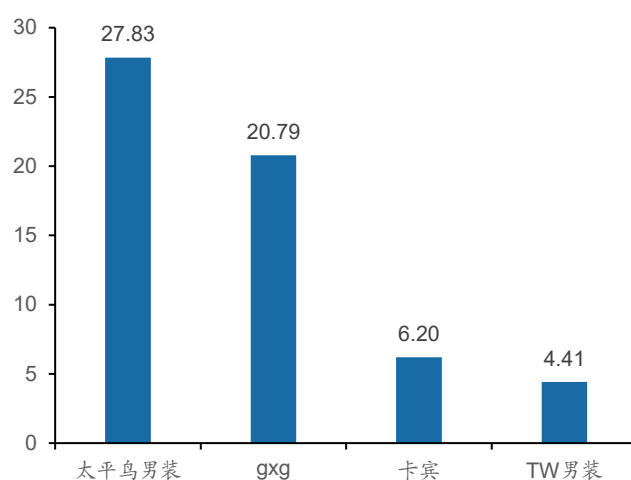
从收入看，TEENIE WEENIE品牌与竞品品牌对比，未来成长空间大。从收入占比看，线下依然是TEENIE WEENIE品牌最主要的收入来源，根据公司财报，2024年公司线下销售的营业收入占主营业务收入比重为59.80%。2024年，按照营收比例估算，Teenie Weenie品牌女装、男装、童装门店数量分别为689家、133家、215家，与竞品品牌相比，未来渠道数量仍有较大拓展空间。从店效看，TEENIE WEENIE品牌2024年店效为332.12万元（含直营，加盟）。

图 29: Teenie Weenie女装与竞品2024年营收对比  
(单位: 亿元)



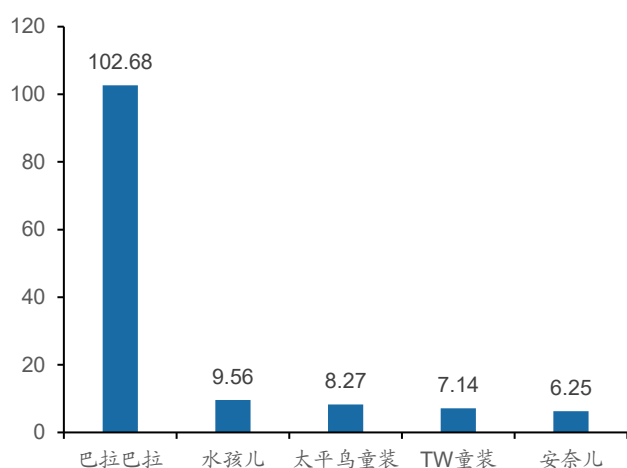
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 30: Teenie Weenie男装与竞品2024年营收对比  
(单位: 亿元)



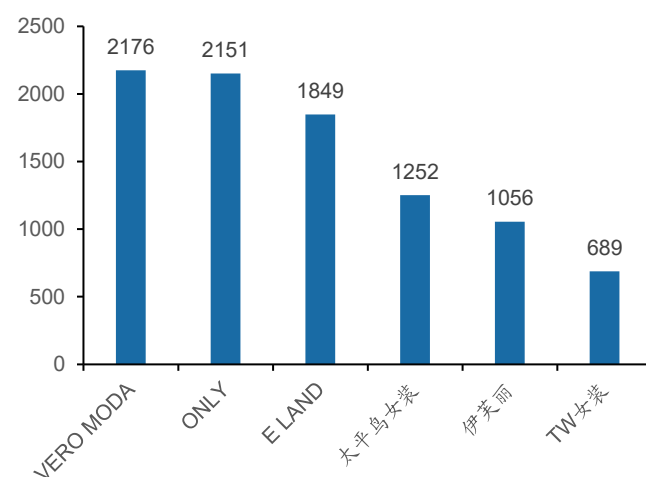
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 31: Teenie Weenie童装与竞品2024年营收对比  
(单位: 亿元)



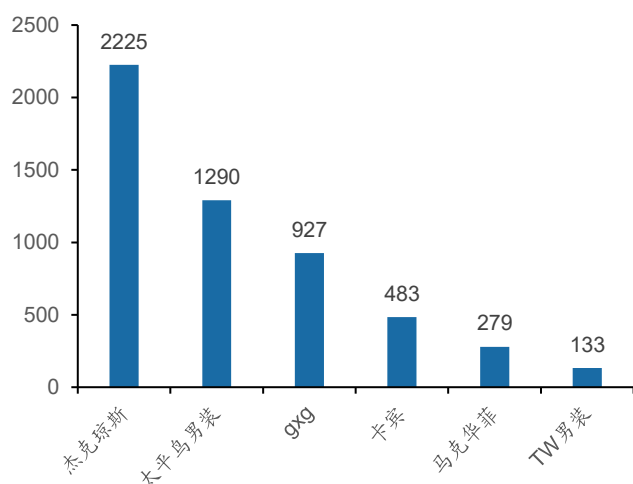
数据来源: 公司财报, 极海品牌监测, 百度地图, 广发证券发展研究中心

图 32: Teenie Weenie女装和竞品门店数量2024年对比 (家)



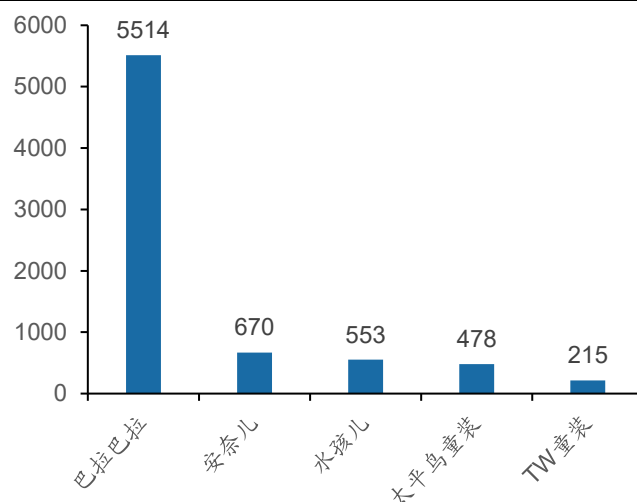
数据来源: 公司财报, 极海品牌监测, 百度地图, 广发证券发展研究中心

图 33: Teenie Weenie男装和竞品门店数量2024年对比 (家)



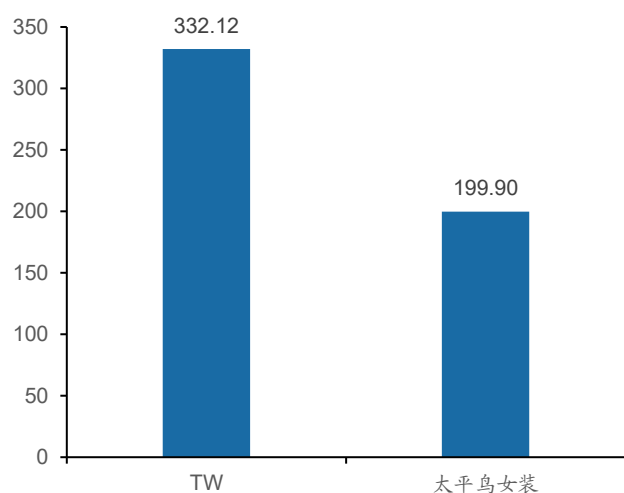
数据来源: 公司财报, 极海品牌监测, 百度地图, 广发证券发展研究中心

图 34: Teenie Weenie童装和竞品门店数量2024年对比 (家)



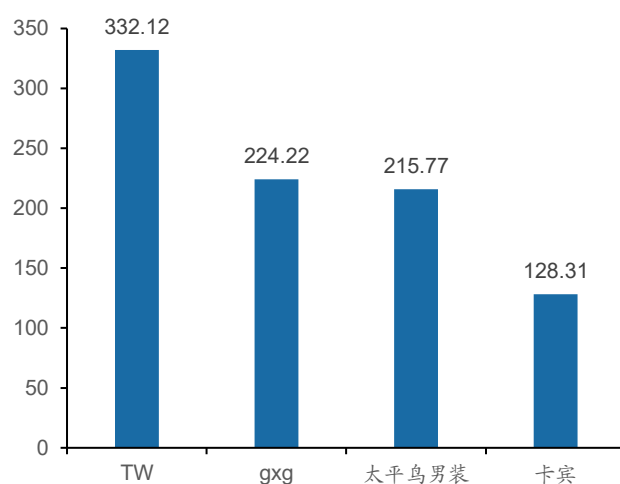
数据来源: 公司财报, 极海品牌监测, 百度地图, 广发证券发展研究中心

图 35: Teenie Weenie女装与竞品2024年店效对比 (万元)



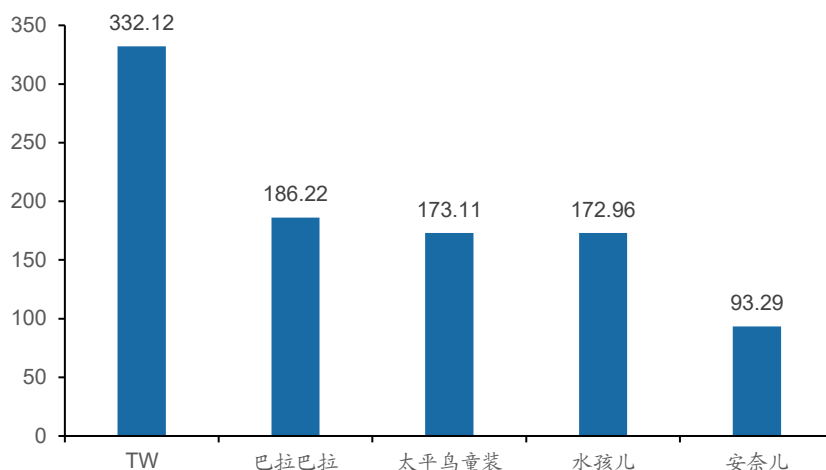
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 36: Teenie Weenie男装与竞品2022年店效对比 (万元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 37: Teenie Weenie童装与竞品2024年店效对比（万元）



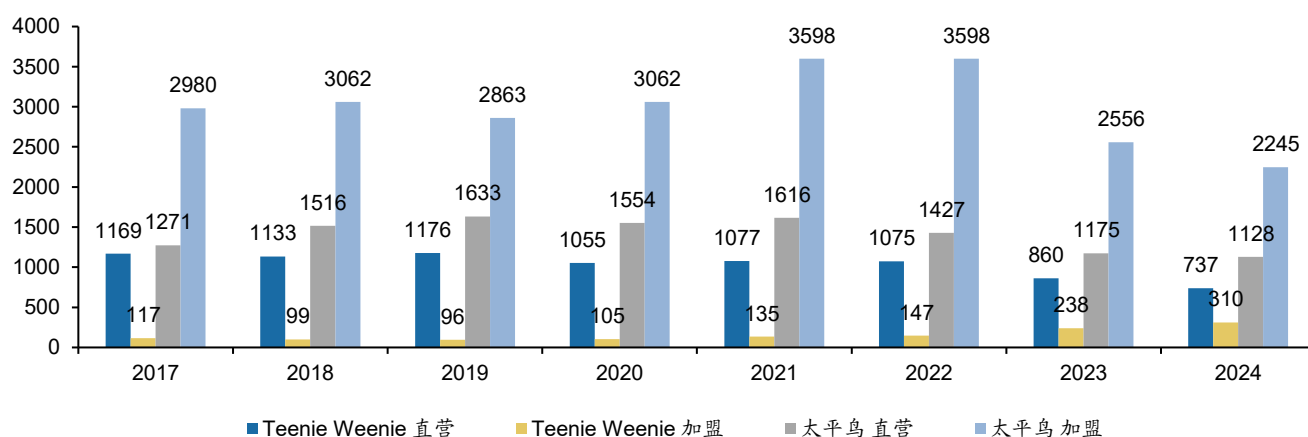
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

未来Teenie Weenie品牌线下门店拓展的空间预计更多来自加盟，或者说渠道下沉。伴随着中国经济的发展和消费升级趋势日益凸显，相较于一、二线城市，下沉市场消费者的日常消费意愿更加旺盛，品牌加盟业务具有较低的费用、较高的利润以及在下沉市场中尚有较大提升空间的认知率，展现出良好的发展潜力。

根据公司财报经营计划，线下加盟方面，Teenie Weenie品牌持续优化在下沉市场的加盟业务渠道拓展与建设。与竞品品牌太平鸟相比，Teenie Weenie品牌加盟店数量低，未来开店空间较大。

除了开店空间大之外，Teenie Weenie未来店效预计有望稳步提升。根据公司财报经营计划，公司将不断提升商品力、品牌力、零售力。

图 38: Teenie Weenie直营加盟店铺数量和太平鸟对比（家）



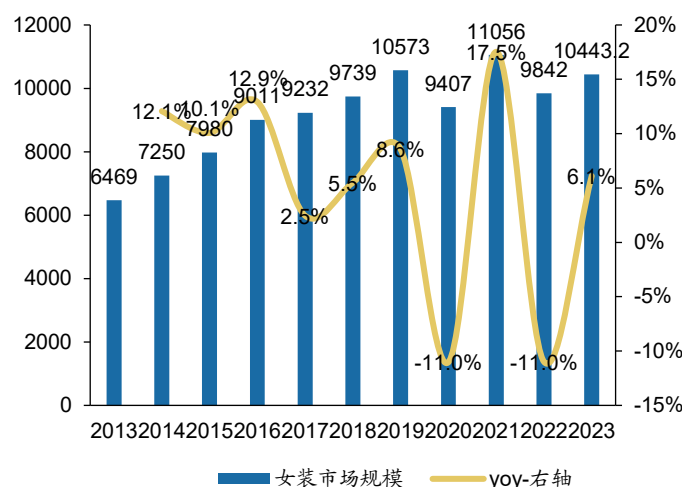
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

### 3. VGRASS品牌店效领先行业，未来渠道拓展空间大拓展空间

高端女装市场空间大，增速稳定。由于女性对高端女装的时尚性、潮流性有较高要

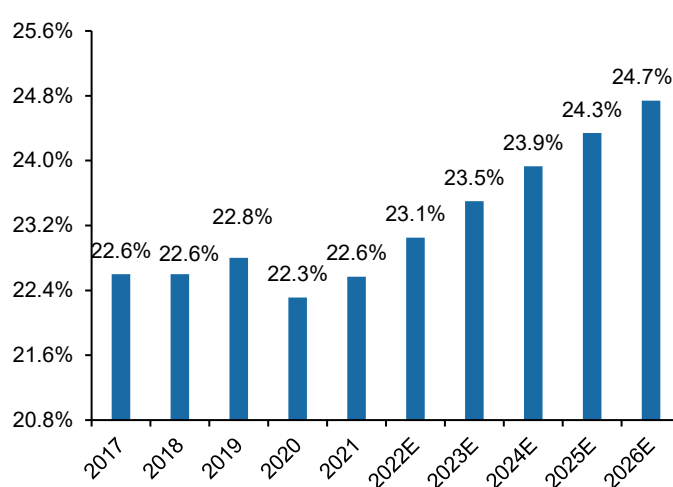
求, 导致行业呈现产品更新快、竞争激烈, 市场格局分散、集中度低的特点。VGRASS品牌是中国高端女装领导品牌, 2018年取得了高端女装综合占有率排名第五的成绩, 2024年在中国报告大厅网发布的2024高端女装品牌排行榜中位列第七。

图 39: 女装市场零售额及增速 (单位: 亿元)



数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

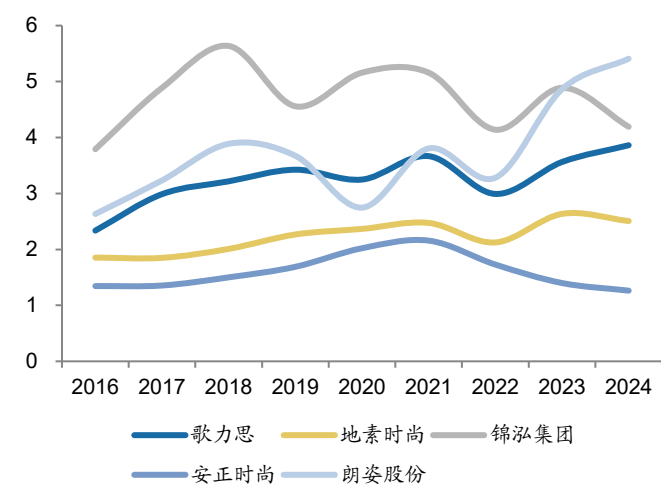
图 40: 中高端女装零售额占女装市场比重变动情况



数据来源: 欣贺股份招股说明书, 广发证券发展研究中心

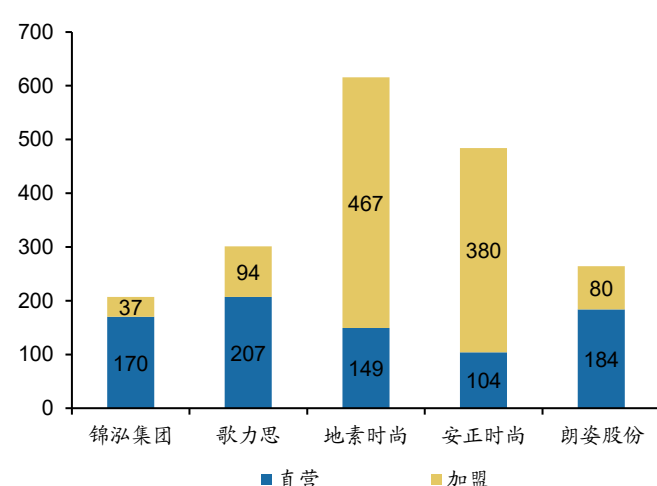
**VGRASS品牌线下门店店效高, 未来开店空间大。**VGRASS品牌2024年平均店效在可比公司主品牌中较高, 但门店数量远低于可比公司主品牌平均门店数量, 未来开店空间大。公司VGRASS品牌以直营店为主, 加盟店为辅。加盟店数量占比远低于可比公司加盟店数量, 因此未来渠道拓展空间主要在加盟。公司近年加大拓展加盟商渠道, 加盟店数量稳步增加, 加盟店数量占比稳步提升, 看好VGRASS品牌线下业务收入稳步增长。

图 41: 高端女装公司主品牌平均店效 (百万元)



数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

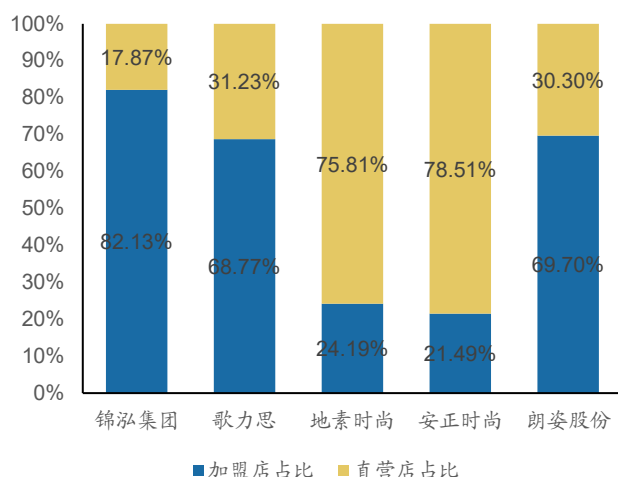
图 42: 2024年高端女装公司主品牌直营店和加盟店数量 (单位: 家)



数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

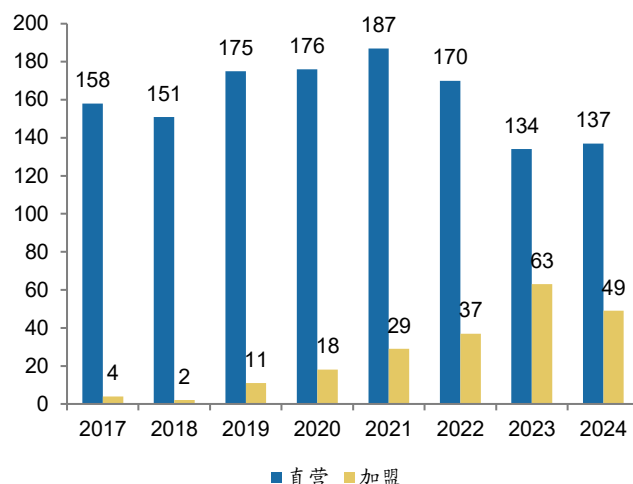


图 43：2024年高端女装公司主品牌直营店和加盟店数量占比



数据来源：公司财报；广发证券发展研究中心

图 44：2017年至今VGRASS品牌直营店和加盟店数量（单位：家）



数据来源：公司财报；广发证券发展研究中心

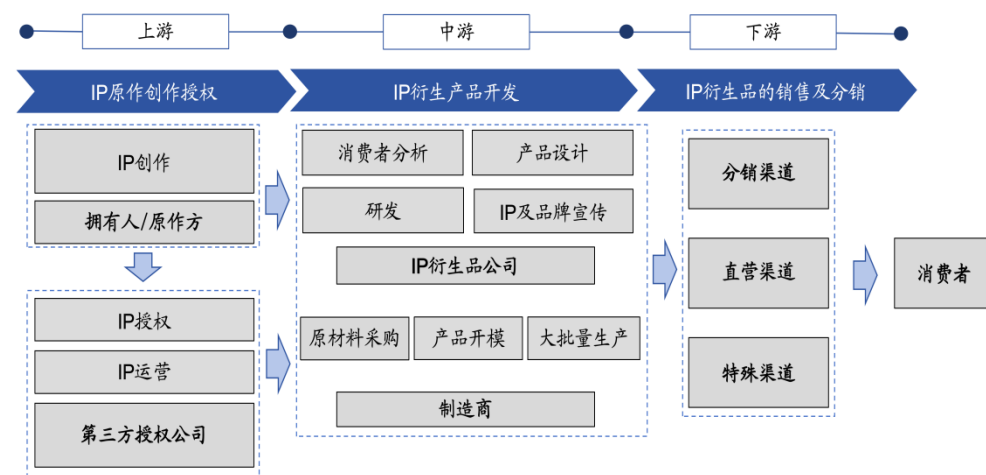
### 三、公司新消费业务高增长

#### （一）Teenie Weenie 品牌 IP 资源丰富，未来成长空间大

##### 1. IP衍生品行业市场规模增速较快，空间广阔

IP衍生品是指基于漫画、小说、影视、动画、游戏、艺术家形象等娱乐作品中的角色、场景、故事情节而生产的实物商品，具体经营模式包括原创IP运营和IP资产授权。IP衍生品能够为粉丝带来更高的情绪价值并进一步建立其与IP原作间的联系，进而丰富人们的精神和娱乐生活。越来越多的消费者选择通过收藏相关产品来表达其对于IP原作的热爱。IP衍生品的主要品类包括IP玩具、IP服装及其他IP衍生品如集换式卡牌、家居用品、日用品等。

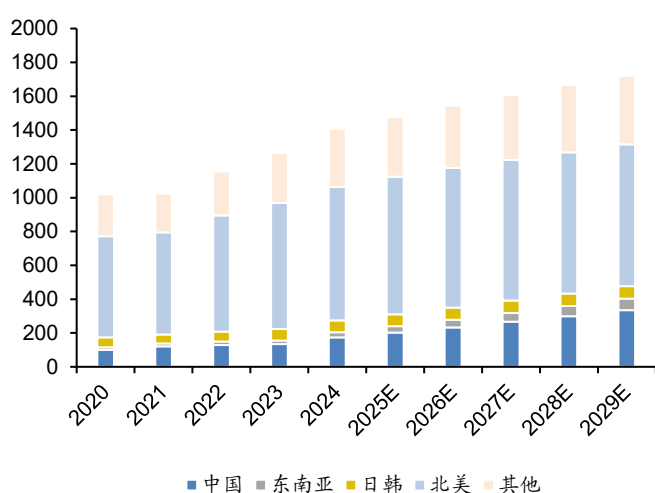
图 45：IP行业产业链



数据来源：乐自天成招股书，灼识咨询，广发证券发展研究中心

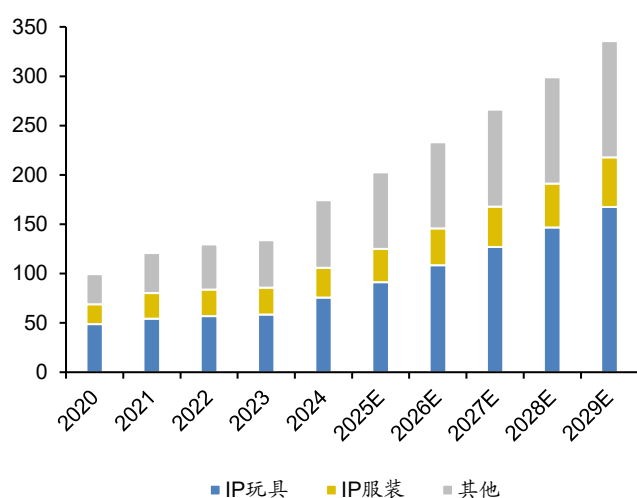
**IP衍生品行业市场规模增速较快，空间广阔。**在文化娱乐产业蓬勃发展的带动下，IP作品及IP衍生品的消费者群体不断扩大；另外，消费者需求日益多元化，带动IP衍生产品更加丰富。根据乐自天成招股书，以GMV计，全球IP衍生品的市场规模从2020年的人民币10205亿元增长至2024年的人民币14056亿元，2020年至2024年期间的复合年增长率为8.3%，灼识咨询预计全球IP衍生品的市场规模有望于2029年进一步增长至人民币17204亿元，灼识咨询预计全球IP衍生品的市场规模2024年至2029年期间的复合年增长率为4.1%；中国IP衍生品的市场规模从2020年的人民币994亿元增长至2024年的人民币1742亿元，复合年增长率为15.1%，灼识咨询预计中国IP衍生品的市场规模将进一步在2029年达到人民币3357亿元，灼识咨询预计中国IP衍生品的市场规模2024年至2029年期间的复合年增长率为14.0%。

图 46：以GMV计算的全球IP衍生品市场规模（人民币十亿元，分地区）



数据来源：乐自天成招股书，灼识咨询，广发证券发展研究中心

图 47：以GMV计算的中国IP衍生品市场规模（人民币十亿元，分品类）



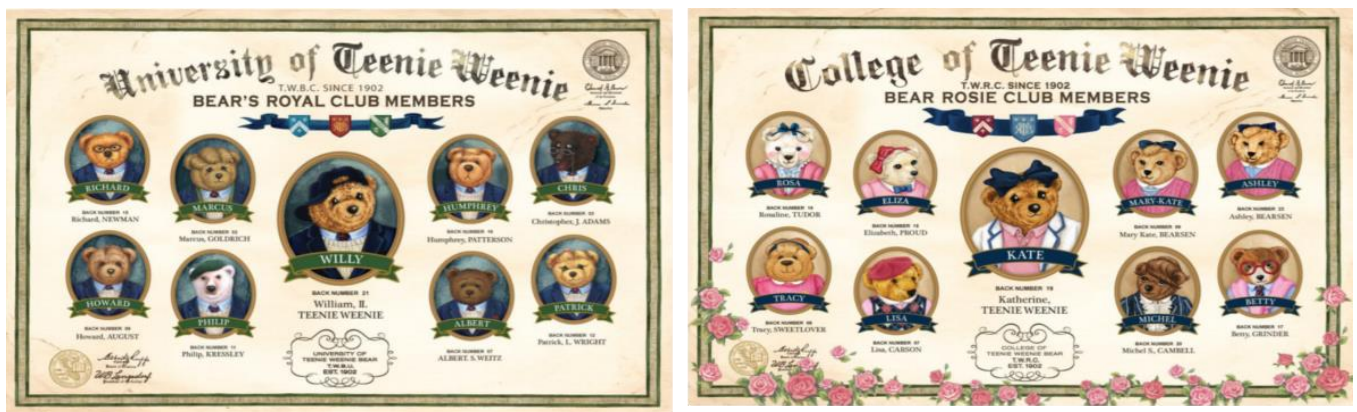
数据来源：乐自天成招股书，灼识咨询，广发证券发展研究中心

## 2. TEENIE WEENIE品牌拥有丰富的IP资产，具体运营方式包括原创IP运营和IP资产授权

TEENIE WEENIE品牌拥有以William和Katherine为代表的18只拟人化、个性鲜明的小熊角色卡通形象，是品牌的核心IP资产，在年轻消费者群体中拥有广泛的品牌认知和影响力；每只小熊都有自己的故事和性格特点，品牌以独特的卡通形象及家族故事为创作蓝本，历经多年发展，形成了完整且吸引人的品牌故事，品牌LOGO及商标具有极高的辨识度和商业价值。

TEENIEWEENIE品牌IP相关业务具体运营方式包括原创IP运营和IP资产授权，根据中商产业研究院，（1）原创IP运营是指运营者原创一个有影响力的作品，并以原创作品为基础，运用相应资源尽可能地开发原创作品的其他可获利的产品形式，通过多种媒介平台广泛传播，以实现IP商业价值的最大化；（2）IP授权是指知识产权持有人（通常是企业或个人）将其知识产权授予他人使用的过程。IP授权方通常会获得两类收益：一次性支付的版权金、参与对商品销售流水/利润的分成，IP授权方通常获得终端流水10%以内的分成。

图 48: TEENIE WEENIE品牌拥有的18只小熊组成的卡通形象



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

### 3. 公司IP授权业务近年高增长，看好TEENIE WEENIE未来原创IP运营及IP资产授权业务具备较大成长空间

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，构建了完整的IP资产授权与变现生态，为公司业绩增长提供了新动能。

**(1) 原创IP运营：**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TeenieWeenie品牌IP的市场价值与影响力。Teenie Weenie品牌锁定Z世代时尚知识分子核心客群，以新复古学院风格为核心，通过小熊家族IP与多品类产品线的协同开发，将新复古学院风从单一服饰品类拓展至生活方式领域。

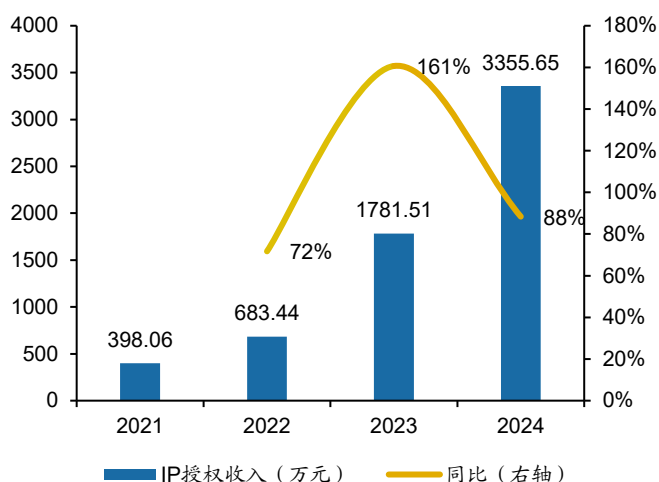
在原创IP运营方面，Teenie Weenie构建了服装行业内差异化的“IP开发-场景化落地-情感化交互”生态体系。小熊家族通过18个拟人化角色构建的叙事宇宙，以其独特的世界观和角色关系网络为核心，不仅可依托漫画、短视频等跨媒介内容深化用户情感共鸣，更可将IP元素系统性注入产品设计。IPD（集成产品开发）流程在此发挥关键作用，设计团队基于消费者场景调研，将IP元素精准匹配至不同产品线——童装采用萌趣立体绣工艺，女装通过提花面料呈现IP暗纹，男装则以徽章设计传递学院精神。这种“IP人格化+场景产品化”策略，使小熊家族IP超越单纯形象，进化为承载品牌价值的超级符号。

此外，2024年，公司结合小熊IP，线下渠道透过新店态构建多元化消费场景，上海武康路的Teenie Weenie品牌概念店融合品牌历史文化故事、TWCafe咖啡轻食、IP主题展陈拍照及冬季人工造雪区打卡，打造Z世代社交消费新地标；线上渠道创新“大秀即直播”模式，将九月学院风主题秀场与直播间实时联动，通过明星、主播与模特的精彩演绎、场景化产品讲解，构建沉浸式消费场域，单场吸引超25万观众并带动关联品类销量增长。品牌代言人赵露思女士深度参与品牌主题营销活动及武汉汉街

城市旗舰店开幕仪式，开启品牌20周年“Find The Genius In You”的主题并为大家提供穿搭新灵感，系统构建Teenie Weenie品牌在Z世代客群中的心智占位。

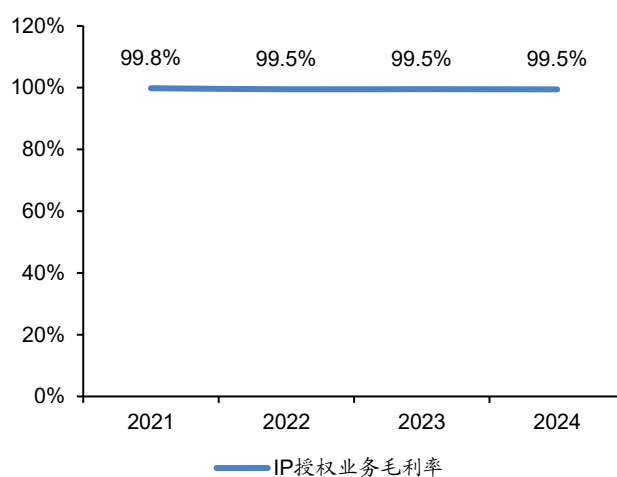
**(2) IP资产授权：**2020年公司成立IP授权事业部，推行IP资产授权经营模式。通过对IP卡通形象、品牌商标使用权等进行授权，联合自有及外部供应链、经销商，向客户提供除服饰产品之外的其他IP周边产品，实现公司新业务增长点拓展。2024年，基于大数据分析，公司精准识别与小熊家族生活方式高度契合、深受消费者青睐的品类，与优质供应商及经销商建立授权合作关系，构建了IP资产品类授权合作矩阵。通过整合与小熊家族生活方式相关的多元化产品，公司为忠实粉丝群体提供了更丰富的商品选择，实现了IP资产价值的最大化转化。2024年，公司深入推进Teenie Weenie品牌IP资产的多元化开发与商业化变现，取得了突破性进展。其中，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年家纺项目营收同比增长约236%，创下历史新高，有力印证了公司在IP授权产品开发与运营方面的战略成效。

图 49：2021-2024年公司IP授权收入及同比增速



数据来源：公司财报；广发证券发展研究中心

图 50：2021-2024年公司IP授权业务毛利率



数据来源：公司财报；广发证券发展研究中心

根据久谦数据，Teenie Weenie线上授权业务部分店铺2024年以来于天猫和京东平台均实现高增长，从市占率占比来看，市占率于平台该品类占比均低于0.5%，具备提升潜力。

表7：Teenie Weenie部分授权店铺名称及经营主体资质情况

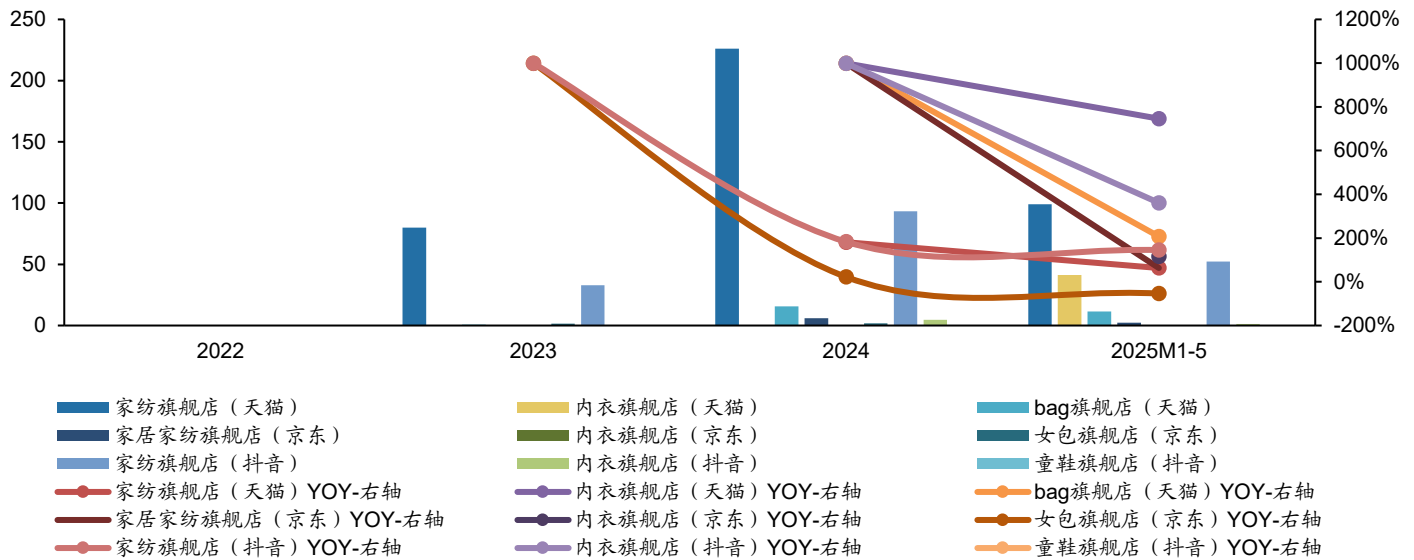
| 平台 | 店铺名称                  | 经营主体名称          |
|----|-----------------------|-----------------|
| 天猫 | Teenie Weenie 家纺旗舰店   | 南通忆阑珊纺织品有限公司    |
|    | Teenie Weenie 内衣旗舰店   | 义乌市寻来科技有限公司     |
|    | Teenie Weenie 童鞋旗舰店   | 厦门亿俏电子商务有限公司    |
|    | Teenie Weeniebag 旗舰店  | 广州浩悦信息技术有限公司    |
| 京东 | Teenie Weenie 家居家纺旗舰店 | 南通梦到晨家纺有限公司     |
|    | Teenie Weenie 内衣旗舰店   | 义乌市名飞泰武信息科技有限公司 |
|    | Teenie Weenie 童鞋旗舰店   | 厦门亿俏电子商务有限公司    |
|    | Teenie Weenie 女包旗舰店   | 广州东进电子科技有限公司    |



|    |                     |              |
|----|---------------------|--------------|
| 抖音 | Teenie Weenie 家纺旗舰店 | 南通忆澜珊纺织品有限公司 |
|    | Teenie Weenie 内衣旗舰店 | 义乌市寻来科技有限公司  |
|    | Teenie Weenie 童鞋旗舰店 | 厦门亿俏电子商务有限公司 |

数据来源：淘宝，京东，抖音，广发证券发展研究中心

图 51: Teenie Weenie部分授权店铺历年GMV（百万元）及同比增速



数据来源：久谦，广发证券发展研究中心

表8: Teenie Weenie部分授权店铺的平台市占率情况

|             | 2022  | 2023  | 2024  | 2025M1-5 |
|-------------|-------|-------|-------|----------|
| 家纺旗舰店（天猫）   |       | 0.11% | 0.29% | 0.32%    |
| 内衣旗舰店（天猫）   |       |       | 0.02% | 0.04%    |
| bag旗舰店（天猫）  |       | 0.00% | 0.03% | 0.06%    |
| 家居家纺旗舰店（京东） |       | 0.00% | 0.04% | 0.03%    |
| 内衣旗舰店（京东）   |       |       | 0.00% | 0.00%    |
| 女包旗舰店（京东）   | 0.00% | 0.00% | 0.01% | 0.00%    |

数据来源：久谦，广发证券发展研究中心

根据久谦数据，以内衣和家纺品类为例，从2025年5月的天猫平台数据看，Teenie Weenie品牌对应授权店铺均价和部分可比知名品牌横向对比，均价处于中档水平。

表9：2025年5月天猫平台Teenie Weenie部分授权店铺均价（元）和同行对比

| 内衣 |                     |           |          |          |          |
|----|---------------------|-----------|----------|----------|----------|
| 店铺 | Teenie Weenie 内衣旗舰店 | 都市丽人官方旗舰店 | 曼妮芬官方旗舰店 | 南极人万派专卖店 | 爱慕官方旗舰店  |
| 均价 | 123                 | 62        | 149      | 42       | 251      |
| 家纺 |                     |           |          |          |          |
| 店铺 | Teenie Weenie 家纺旗舰店 | 水星旗舰店     | 富安娜官方旗舰店 | 罗莱官方旗舰店  | 南极人家纺旗舰店 |
| 均价 | 269                 | 274       | 336      | 453      | 102      |

数据来源：久谦，广发证券发展研究中心

对于品牌授权方而言，品牌授权模式具有“轻资产、高毛利、快周转”的特点，无需公司自己生产销售和备货。品牌授权与特许经营和品牌加盟二者之间最大的区别在于，品牌授权的自由度更高，它不需要统一的标准化经营模式。品牌授权行业门槛较高，关系纽带主要是品牌，同时跨行业的授权企业向品牌授权方支付相应费用，便能得到某一品牌的使用权，优势是可操作性强。

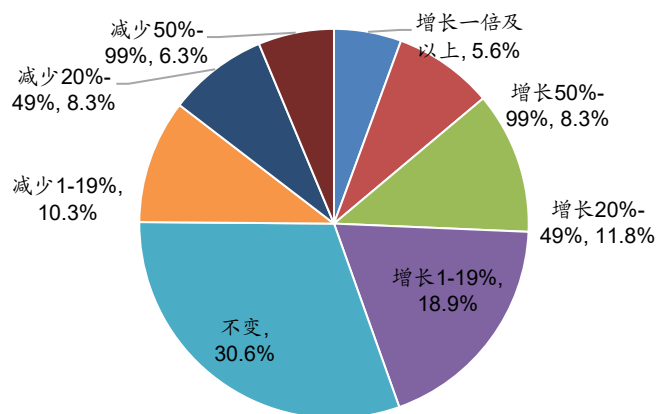
表10：不同商业模式对比

|      | 品牌授权  | 特许经营      | 品牌加盟      |
|------|-------|-----------|-----------|
| 门槛   | 较高    | 较高        | 最低        |
| 关系纽带 | 品牌    | 统一经营模式    | 统一经营模式    |
| 自由度  | 较大    | 较低        | 较低        |
| 业务   | 可跨行业  | 不可跨行业     | 不可跨行业     |
| 优势   | 可操作性强 | 合法权益有更好保障 | 合法权益有更好保障 |

数据来源：前瞻经济学人，华律网，广发证券发展研究中心

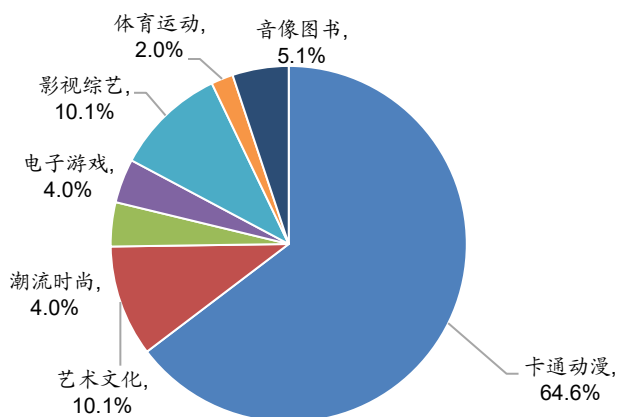
根据中国玩具和婴童用品协会《2025中国品牌授权行业发展白皮书》，2024年，授权商品零售额实现增长的企业占比为44.6%；2024年，38.8%的受访授权商有新IP投入运营，其中64.6%为卡通动漫类IP。被授权行业和授权形式呈多元化发展，玩具游艺受“谷子热”影响增长迅速。2024年商品授权业务中，玩具游艺、服装饰品和食品饮料位居前三，总占比为46.5%；2024年，50.4%购买授权商品的受访消费者为IP爱好者，其中因喜欢IP购买占比25.9%。22.6%的IP爱好者愿意将10%-20%的可支配收入用于购买授权产品，受访消费者中，IP爱好者对同一IP忠诚度高，15.2%的IP爱好者喜欢同一个IP超过5年；2025年，63.4%的受访消费者计划增加授权产品购买预算。

图 52：2024年44.6%的受访授权商实现商品零售额增长



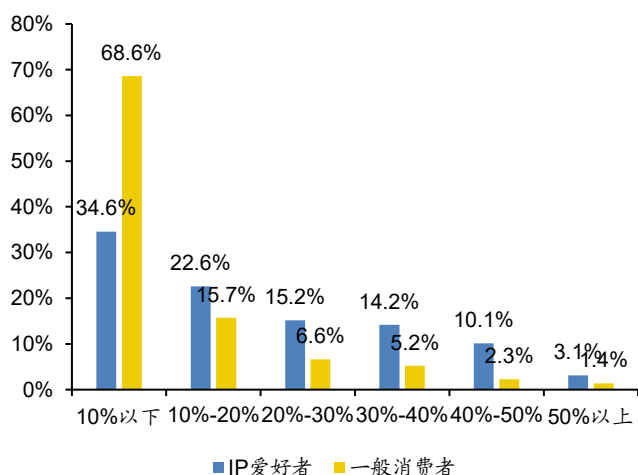
数据来源：《2025 中国品牌授权行业发展白皮书》，广发证券发展研究中心

图 53：2024年38.8%的受访授权商有新IP投入运营，其中64.6%为卡通动漫类IP



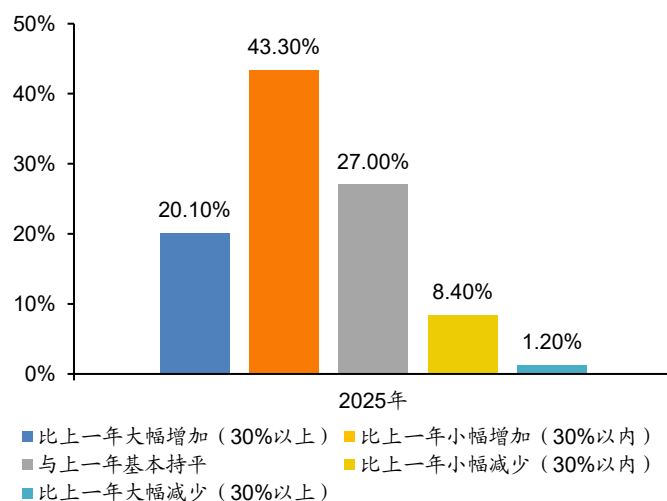
数据来源：《2025 中国品牌授权行业发展白皮书》，广发证券发展研究中心

图 54：受访消费者购买授权产品的支出比例对比



数据来源：《2025 中国品牌授权行业发展白皮书》，广发证券发展研究中心

图 55：2025年受访消费者在授权产品的支出趋势



数据来源：《2025 中国品牌授权行业发展白皮书》，广发证券发展研究中心

## （二）云锦业务依托文创工艺产品业绩实现快速增长

### 1. 南京云锦：四大名锦之首，世界和国家双料非遗

在古代丝织物中，“锦”是代表最高技术水准的织物。南京云锦产生于六朝时期，距今有近1,600年的历史，在元、明、清三朝均为皇家御用品，因其绚丽多姿，美如天上云霞而得名。在清代，专供皇宫的南京云锦由曹雪芹家族三代人担任要职的江宁织造府制造，江宁织造的织造机房也造就了中国云锦工艺的巅峰与辉煌。

南京云锦集历代织锦工艺艺术之大成，与成都蜀锦、苏州宋锦、广西壮锦并称“中



国四大名锦”，位列中国古代四大名锦之首，是中国优秀传统文化的杰出代表。云锦织造技艺已被联合国教科文组织列入《人类非物质文化遗产代表作名录》，同时也是我国首批《国家级非物质文化遗产名录》之一。到了现代，南京云锦也能够走在国际时尚、艺术领域的最前线。在国际时尚舞台，南京云锦携手知名高级定制设计师劳伦斯·许在巴黎高级定制时装周惊艳亮相，并在米兰世博会上以多套融合当代时尚艺术元素的高级定制云锦礼服参与其中；在卢浮宫中法建交60周年巴黎展上，大师典藏系列《海屋朝鹤》艺术作品以博物馆级工艺呈现传统文化精髓。

云锦因其具有悠久的历史、被中国皇室御用、手工织造，能够代表中国优秀丝织文化等关键要素，具有成为中华民族国货精品、走向国际市场的强大潜力。

## 2. 公司云锦业务进入高速发展期

2015年，公司（当时名为“维格娜丝”）以1.35亿元收购南京云锦研究所股份有限公司的全部股份，期望通过业务整合，运用其品牌运营经验，促进南京云锦与现代时尚的结合，实现优势互补，助力公司品牌的提高并走向国际市场。

南京云锦研究所于1957年经江苏省政府批准建立，是新中国第一家工艺美术类研究所，也是全国唯一一家集研究、传承、生产、销售、博物馆展览为一体的云锦专业研究机构，专业从事云锦技艺的传承保护。

南京云锦博物馆与南京云锦研究所有限公司同属一套班子管理。馆内荟萃了南京云锦研究所自1957年成立后，所复制的从战国到明清以来最具代表性的云锦精品实物资料及近年来精心复制的我国历代珍贵丝织文物，是一处独具文化内涵和古代科技知识的民族文化遗产。

图 56：南京云锦艺术画



数据来源：南京云锦博物馆、广发证券发展研究中心

元先品牌是公司2015年全资收购南京云锦研究所之后，为传承和发扬人类非遗云锦织造技艺，而打造的具有中国文化元素特征的高端精品品牌。

元先品牌聚焦高知人群，包括精英人群、资深中产和新锐白领，依托人类非遗云锦织造技艺，聚焦中式美学高端装饰艺术品赛道。通过文物复刻与国际展陈确立行业权威地位，涵盖高端装饰艺术品、服饰及博物馆文创产品线，并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，成为中国本土文化符号在奢侈品领域稀缺性价值的重要补充。以南京云锦研究所天猫旗舰店为例，工艺品315个

SKU，占比70.31%；文创周边34个SKU，占比7.59%；服配饰99个SKU，占比22.10%。

表11：云锦产品分类

| 品牌   | 品类   | 产品                   |
|------|------|----------------------|
| 元先品牌 | 工艺品  | 小幅摆件、中幅挂画、大幅挂画、卷轴挂画  |
|      | 文创周边 | 冰箱贴、杯垫、地毯、书签、抱枕、扑克牌等 |
|      | 服配饰  | 马面裙、马甲、团扇、领带、围巾等     |

数据来源：公司年报；云锦博物馆淘宝官方直营店；广发证券发展研究中心

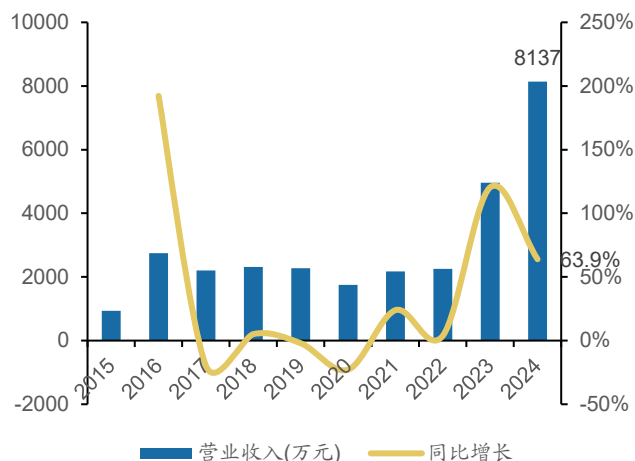
图 57：元先品牌艺术画（左）、文化礼品（右上）、高端服配饰（右下）



数据来源：云锦博物馆淘宝官方直营店；广发证券发展研究中心

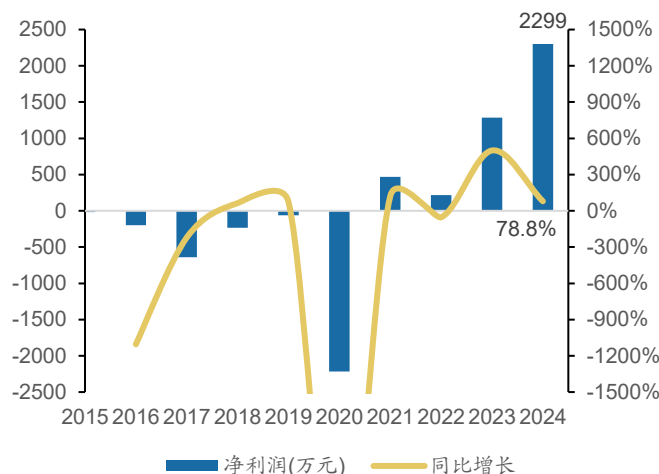
**公司云锦业务近年进入高速发展期。**根据公司财报，云锦业务2015-2024年营收的CAGR为27.10%。公司云锦业务数据最早可追溯至2015年。2015年由于公司下半年才收购云锦研究所开始经营云锦业务，云锦产品营收只有941万元。2016-2019年公司在探索云锦品牌建设，营收有一定下滑但整体变化不大。2020年，由于云锦产品销售依赖南京云锦博物馆为主的单一传统零售业务渠道，线下销售渠道受到新冠疫情的冲击，导致营收同比减少22.8%。2021-2022年随着公司线上渠道转型的逐步推进，营收恢复疫情前的水平。2022-2024年云锦业务营收CAGR为90.09%。2023年，公司抓住国内旅游市场复苏的契机，通过布局热门景点与话题、联动南京文旅资源、网络众筹营销、跨界网游、IP品牌联名等方式推广元先品牌，带动线下直营店和线上淘宝、抖音旗舰店销售，实现了营收120.4%的同比增长。2024年虽缺少旅游市场复苏的宏观环境红利，但公司通过深度布局抖音、B站、小红书等内容平台，继续利用线上渠道进行品牌市场推广，使云锦业务营收达到8137万元，同比增加63.9%，保持高速增长。

图 58：云锦业务营业收入



数据来源：公司年报；WIND；广发证券发展研究中心

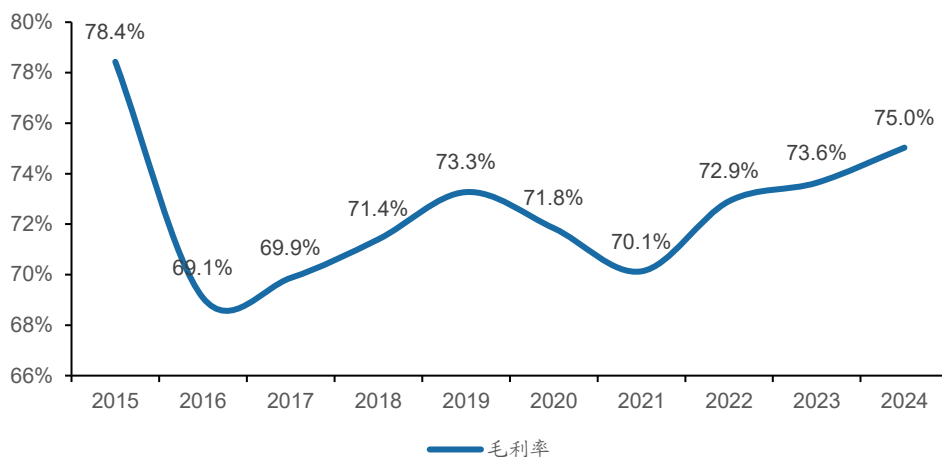
图 59：云锦业务净利润



数据来源：公司年报；WIND；广发证券发展研究中心

公司云锦业务毛利率近年保持上升趋势，主要系：(1)2020-2021年由于疫情冲击各类成本上升，从2022年开始随着经济环境逐渐稳定，成本回落，毛利率逐渐恢复疫情前水平。(2) 元先品牌以“文物溯源+匠人 传承”为核心，联合权威机构建立产品认证体系，通过权威媒体宣传提升品牌溢价。(3) 近年云锦业务折率预计有所提升。

图 60：云锦业务毛利率



数据来源：公司年报；WIND；广发证券发展研究中心

### 3. 公司云锦业务的发展历程

**探索期：公司开始云锦品牌建设（2015-2019年）。**根据公司年报，公司于2015年下半年收购了南京云锦研究所股份有限公司的全部股份，设立“吉祥云锦”品牌。2018年，公司将云锦品牌更名为“元先”，定位于文物复制、艺术品、嫁衣服饰产品条线，计划结合公司时尚产业的优势资源，将云锦文化与现代时尚和艺术相结合，持续探索和推动云锦产品创新，将南京云锦打造成具备中国文化元素的国际知名一线奢侈品牌。

**转型期：公司在疫情冲击下开始探索线上销售渠道（2020-2022年）。**根据公司年报，2020年公司面对突如其来的新冠疫情冲击，即使调整战略并积极转型线上销售，于天猫平台开设了“云先旗舰店”。同时，产品线变更为高端工艺品、高级定制场合服饰、国潮文创礼品等。2022年，通过搭建线上营销团队与电商平台业务团队，突破了原有以南京云锦博物馆为主的单一传统零售业务渠道，大幅提升线上业务收入占比。同时，公司根据渠道不同对云锦商品进行策略划分，包括旗舰店主攻艺术品，To B 领域主攻伴手礼市场，线上主攻工艺品与服饰文创等等。

**腾飞期：公司透过多元化呈现方式进行品牌市场推广（2023至今）。**根据公司年报，2022-2024年云锦业务营收CAGR为90.09%。2023年元先品牌紧抓旅游市场复苏趋势，布局热门景点与话题，联动南京文旅资源，通过网络众筹营销、跨界网游、IP品牌联名等方式向不同圈层的用户进行品牌市场推广。2024年深度布局抖音、B站、小红书等内容平台，将云锦工艺转化为直播、短视频等年轻化表达形式，同步借助人民日报“党建引领老字号”案例入选、中国品牌论坛主题演讲等权威背书，提高品牌溢价和知名度。另外，基于对家居装饰、高端礼赠等消费场景的调研分析，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。

#### 4.全球文创工艺产品未来将进入加速增长阶段，国内呈现稳步增长态势

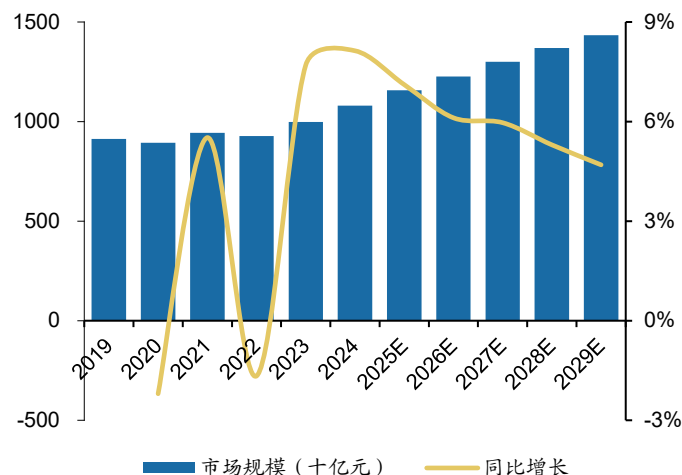
根据杭州铜师傅文创的招股书，文创产业以文化资源开发为核心，通过融合历史、艺术与科技等元素，创造兼具文化内涵、美学价值与商业价值的产品和服务。文创产业在保护文化遗产的同时，对推动当代社会创新发展具有关键作用。

从2019年到2024年，全球文创工艺产品市场规模由9135亿元增长至10796亿元，年复合增长率为3.4%；展望2024年至2029年，增速将进一步加快，预计在2029年达到14335亿元，年复合增长率达5.8%。这一趋势主要得益于消费者对手工制品、本地化生产和文化设计的重视，电商平台与社交媒体降低了市场准入门槛，同时可持续发展和匠心工艺的关注推动了市场需求多元化并提供了更广阔的行业发展空间

2019年至2029年，国内文创工艺产品市场从2019年的2869亿元增长至2029年的预计4647亿元，复合年均增长4.9%。所有材质中，纤维织物等材质保持相对平稳或温和的增长态势，从2019年的878亿元增长至2029年的1081亿元，复合年均增长2.1%，期间虽然在2020年和2022年出现同比下降，自2023年起逐步回升。

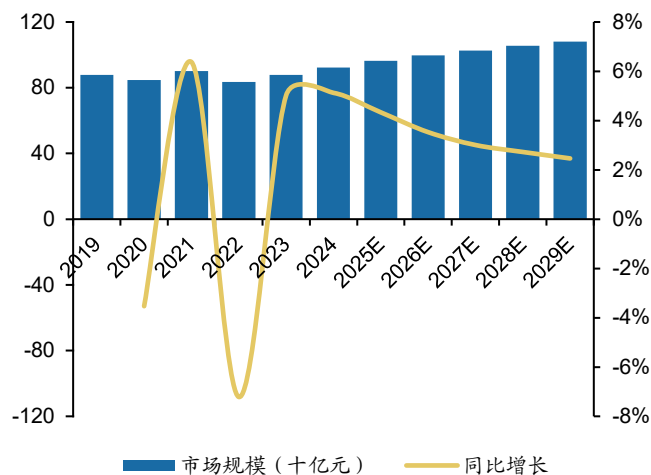


图 61：全球文创工艺产品市场的市场规模



数据来源：铜师傅招股书，弗若斯特沙利文，广发证券发展研究中心

图 62：中国纤维织物文创工艺产品市场的市场规模

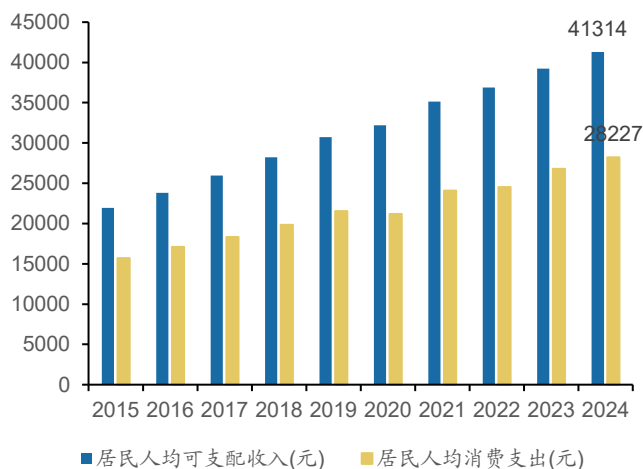


数据来源：铜师傅招股书，弗若斯特沙利文，广发证券发展研究中心

## 5.国内博物馆文创市场发展显著

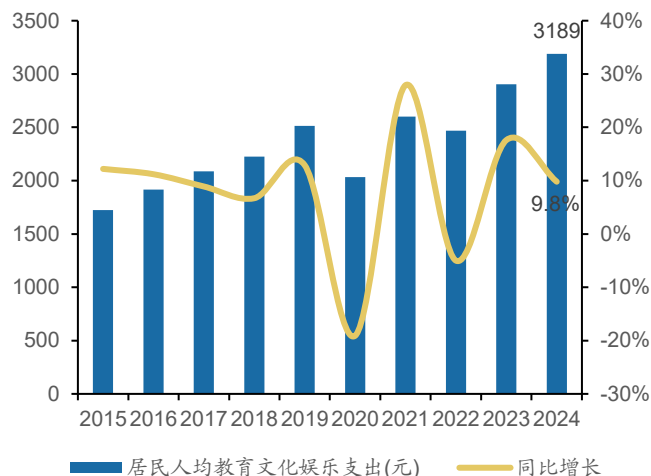
根据MobTech研究院，博物馆文创是结合博物馆的馆藏资源和现代创意思维的产物，其兼具文化、艺术、地域、纪念、科技及实用六大特征。博物馆文创市场规模从2014年的16.41亿元增长至2019年的77.87亿元，复合年均增长36.54%。博物馆文创市场规模高增长，主要得益于：（1）国家近年出台了一系列促进博物馆商业化的相关政策；（2）国内居民人均可支配收入稳步提升，对于教育文化娱乐的支出持续增长；（3）节假日博物馆游火爆，带动文创产品热销，2024年暑期“博物馆”搜索热度环比增长64%，国庆假期全国博物馆接待观众总计7488万人次，同比增长13.5%；（4）越来越多的博物馆在线上平台开设旗舰店，拓宽了销售渠道，并且推出了众多爆款产品。

图 63：人均可支配收入和人均消费支出



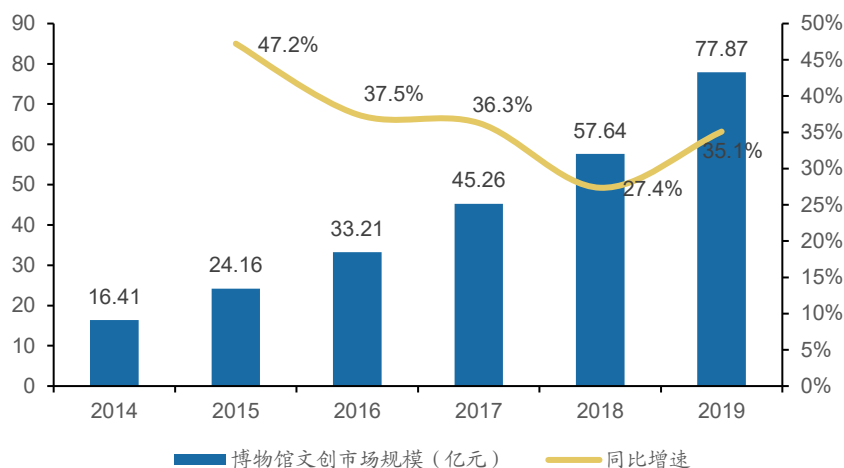
数据来源：国家统计局；广发证券发展研究中心

图 64：人均教育文娱支出



数据来源：国家统计局；广发证券发展研究中心

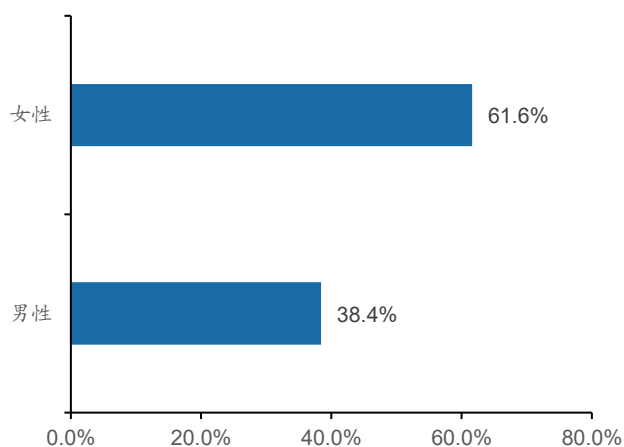
图 65: 博物馆文创市场规模



数据来源: 智研咨询; 广发证券发展研究中心

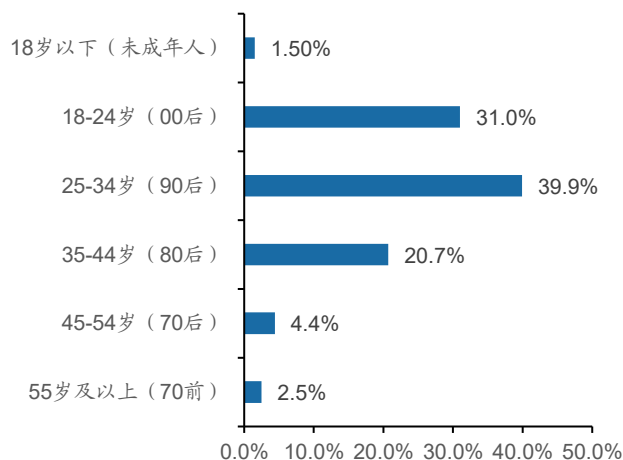
**00后、90后是博物馆文创的主要消费群，且购买首选线下渠道。**根据MobTech研究院，从性别看，博物馆文创的消费人群主要为女性，占比61.6%，从年龄看，00后、90后占比较高，分别为31.0%、39.9%，从城市看，一线城市消费人群较多，占比27.1%，从渠道看，线下店铺是主要的购买渠道。

图 66: 博物馆文创的性别分布



数据来源: Mob 研究院; 广发证券发展研究中心

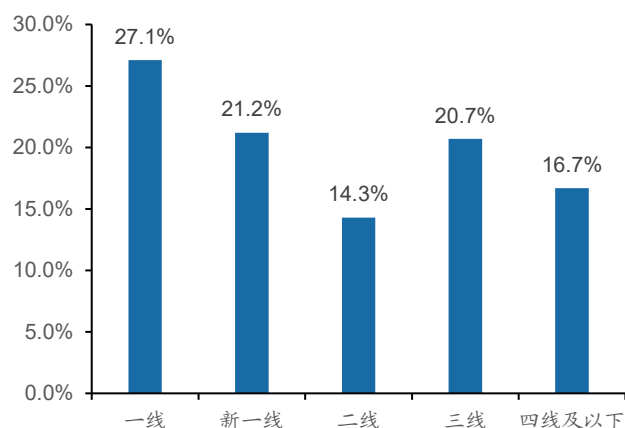
图 67: 博物馆文创的年龄分布



数据来源: Mob 研究院; 广发证券发展研究中心

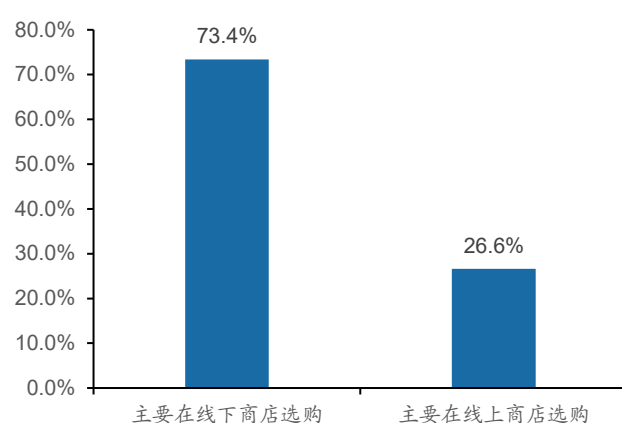


图 68: 博物馆文创的城市分布



数据来源: Mob 研究院, 广发证券发展研究中心

图 69: 博物馆文创的购买渠道



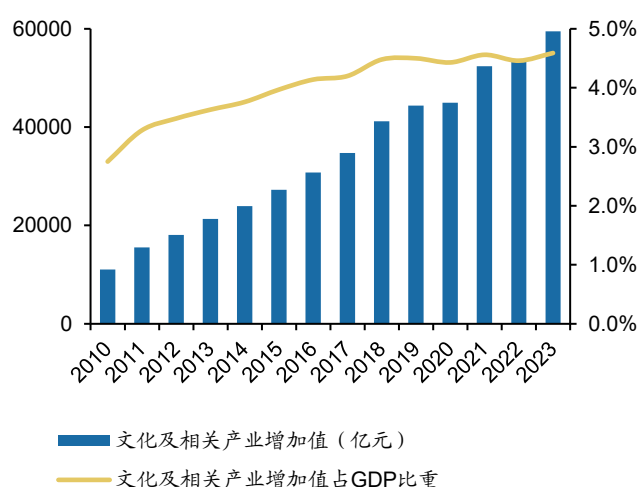
数据来源: Mob 研究院, 广发证券发展研究中心

## 6.国内文化及相关产业增长显著, 礼品行业快速增长

2010至2023年我国文化及相关产业增加值显著增长, 年均复合增长率约为4.59%。到2023年, 该产业的增加值达到了59,464亿元。公司将云锦与中国传统文化相结合, 创新性地开发了包括发簪、围巾、压襟等具有文化属性的产品, 根据国家统计局颁布的《文化及相关产业分类(2018)》, 公司部分文化属性产品属于“抽纱刺绣工艺品”范畴。

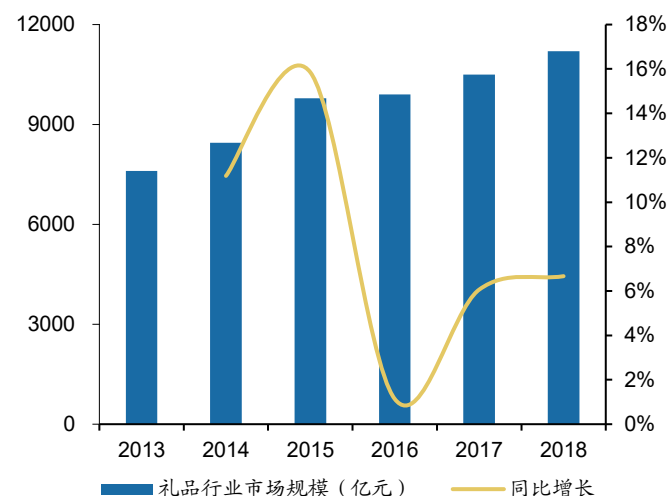
**礼品行业稳步增长。**2013至2018年数据显示, 我国礼品行业市场规模从7600亿元增长至12000亿元, 年均复合增长率为7.72%, 市场需求逐步扩大, 行业稳定性较强。云锦作为中国传统工艺之一, 已经被广泛应用于礼品市场。

图 70: 2010-2023 年我国文化及相关产业增加值及占 GDP 比重



数据来源: 国家统计局; 广发证券发展研究中心

图 71: 2013-2018 年我国礼品行业市场规模及增长率

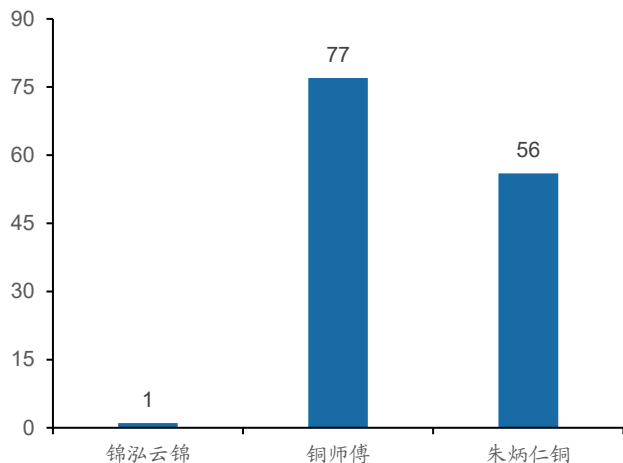


数据来源: 全国工商联礼品商会统计数据; 广发证券发展研究中心

## 7. 公司云锦业务未来发展空间大

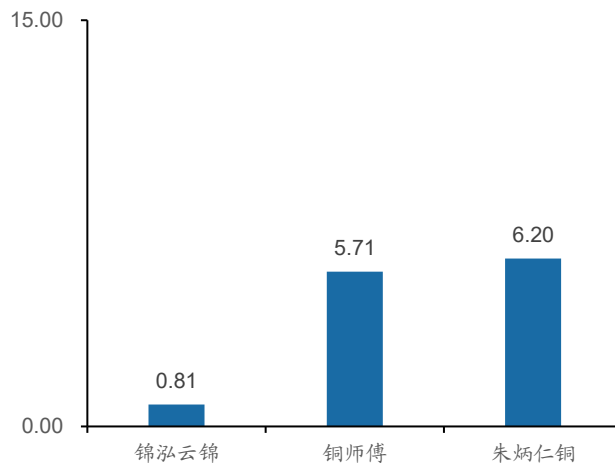
从收入看，公司云锦业务产品主要以装饰艺术画纤维织物工艺品为主，对比金属材料文创工艺产品的铜师傅和朱炳仁铜，公司工艺品业务收入未来成长空间大。

图 72：2024年云锦、铜师傅、朱炳仁铜线下渠道数量



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 73：2024年云锦、铜师傅、朱炳仁铜营业收入（单位：亿元）



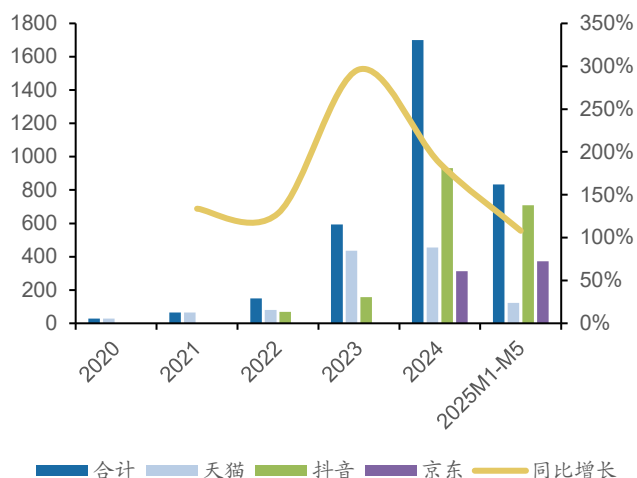
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

渠道方面，线下，公司云锦业务目前仅1家直营店，铜师傅和朱炳仁铜2024年门店数量分别为77家和56家。此外，根据建邺播报，2025年初，南京云锦城在江东商贸区核心地块拔地而起，南京云锦博物馆新馆坐落于此，即将开幕。未来这里不仅将系统展示云锦的千年工艺，还将推动其与现代设计、科技跨界合作，如开发数字化沉浸式体验、高端定制服饰等，成为新兴崛起的文商旅融合创新地标。

线上，根据公司年报，2023年元先品牌在原有基础上持续搭建线上营销及淘宝平台团队，突破了单一传统零售渠道，线上业务大幅增长，2024年元先品牌线上渠道在夯实主流电商平台运营的基础上，借助拓展分销及达人合作等方式触达更多目标客群，推动业绩显著提升，线上业务销售额同比提升约169%，线上销售占比从期初的约27%提升至期末的约44%。在淘宝、京东等货架电商平台，元先品牌产品销售热度持续攀升；在抖音、小红书等内容电商阵地，元先品牌通过短视频深度拆解工艺细节与直播场景化演绎，精准链接传统文化与目标客群，实现文化与商业的双向赋能。同时，元先品牌通过拓展达人分销矩阵，以KOC（关键意见消费者）测评种草与私域社群运营为核心支点，构建“内容触达-需求验证-销售转化”的闭环链路，推动精准营销与高效转化的深度融合，进一步夯实元先品牌在电商生态中的竞争优势。根据久谦，元先品牌在天猫、抖音、京东平台上保持高速增长，2020-2024年天猫、抖音、京东合计销售额CAGR为179.10%。2020年元先品牌为进行线上渠道转型，于天猫平台开设“云先旗舰店”，2022年增加“南京云锦研究所”抖音旗舰店，2024年在京东平台上增设“南京历代云锦博物馆旗舰店”。2023年天猫、抖音平台云锦合计销售额同比增长296.2%，合计销量增长139.6%，2024年天猫、抖音、京东平台合计销售额同比增长186.7%，合计销量增长111.0%，主要系元先品牌自2023年起采用了有效的营销策略，并积极布局包括抖音在内的内容平台，使2023-2024年抖音平台销售额同比增长129.4%、493.5%，显著推动了整体

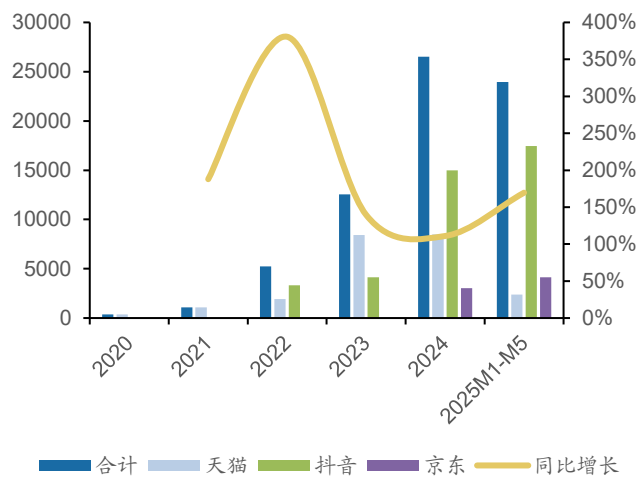
销售额的增加。2025年1-5月继续保持高增长，天猫、抖音、京东平台合计销售额同比增加108.0%，销量同比增加169.6%。

图 74：云锦产品线上(天猫、抖音、京东)销售额（万元）



数据来源：公司年报；WIND；广发证券发展研究中心

图 75：云锦产品线上(天猫、抖音、京东)销量（件）



数据来源：公司年报；WIND；广发证券发展研究中心

品牌方面，云锦技艺已被联合国教科文组织认定为非物质文化遗产，云锦研究所是这项技艺的授予单位和传承单位。除南京云锦研究所之外的其他云锦制造企业无法使用“云锦研究所”“非遗传承单位”等具有官方权威性的称谓进行宣传，因此市场认可度较低，竞争力有限。另外，2024年元先品牌通过亮相法国艺术展等15场高规格展览并接受央视专题报道，南京云锦博物馆获批国家二级博物馆资质、与中国工艺美术学会达成深度合作，增加了行业权威认证，全面提升市场说服力，促进品牌势能提升。

图 76：南京云锦博物馆新馆



数据来源：建邺播报，广发证券发展研究中心

图 77：云锦博物馆成功获批国家二级博物馆资质



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

技术方面，南京云锦研究所是国内唯一的云锦专业研究机构，深耕云锦非遗技艺传承与现代化演绎。一方面，云锦技艺技术壁垒让南京云锦研究所生产的云锦产品能够较好地复现古代云锦纹样，产品具有独特性。基于南京云锦研究所核心技术，技

术团队深入研究故宫博物院、湖南省博物院、敦煌研究院等馆藏文物精髓，成功复刻明代万历皇帝袈服龙纹等国宝级文物精髓，建立云锦纹样数据库。在此基础上，通过数码提花技术突破性应用，实现云锦纹样的超高清再现与生产，使千年技艺应用于现代家居装饰画、高端服饰等消费场景。另一方面，该技术壁垒赋予了云锦研究所高新技术企业身份，使公司每年可按15%的优惠税率缴纳企业所得税，为公司带来了实际收益。

## 四、盈利预测和投资建议

我们对公司的盈利做出如下假设：

**Teenie Weenie品牌：** 预计2025-2027年营业收入分别为36.22亿元、37.87亿元、39.60亿元，同比增长5.16%、4.57%、4.57%。其中电商业务预计2025-2027年营业收入分别为16.92亿元、17.77亿元、18.66亿元，同比增长5.00%、5.00%、5.00%，主要基于公司线上重点构建抖音差异化销售矩阵，优化货品组合，拓展新兴平台，有望实现兴趣电商和货架电商协同增长。线下业务预计2025-2027年营业收入分别为19.29亿元、20.11亿元、20.94亿元，同比增长5.31%、4.20%、4.19%。其中，预计直营门店数量分别为707家、677家、647家，主要基于直营推进转加盟，且持续打造城市多店态组合，预计直营店效分别为221万元、232万元、243万元，同比增长5.00%、5.00%、5.00%，主要基于伴随产品力、渠道力、品牌力、影响力提升，预计店效提升；预计加盟门店数量分别为360家、410家、460家，主要基于直营推进转加盟，且公司加盟店拓展空间大，预计加盟店效分别为103万元、108万元、113万元，同比增长12%、5%、5%，主要基于Teenie Weenie品牌持续优化在下沉市场的加盟业务渠道拓展与建设。毛利率方面，预计2025-2027年，分别为66.49%、66.49%、66.49%，主要基于虽然加盟收入占比预计提升，但公司对折扣力度有所控制。

**VGRASS品牌：** 预计2025-2027年营业收入分别为8.10亿元、8.56亿元、9.04亿元，同比增长3.87%、5.66%、5.68%，其中电商业务预计2025-2027年营业收入分别为1.06亿元、1.17亿元、1.29亿元，同比增长10.00%、10.00%、10.00%，主要基于VGRASS品牌通过天猫平台的货品结构优化、视觉形象升级与营销策略调整，进一步提升品牌高端调性与市场认知度，针对抖音渠道，深化货品规划与主题化营销联动，提升抖音渠道的销售转化与品牌影响力。线下业务预计2025-2027年营业收入分别为7.14亿元、7.62亿元、8.12亿元，同比增长4.59%、6.60%、6.58%，其中，预计直营门店数量保持稳定为137家，预计直营店效分别为436万元、457万元、480万元，同比增长3.00%、5.00%、5.00%，主要基于伴随产品力、渠道力、品牌力、影响力提升，预计店效提升；预计加盟门店数量分别为54家、59家、64家，预计加盟店效分别为218万元、229万元、240万元，主要基于VGRASS品牌持续优化在下沉市场的加盟业务渠道拓展与建设。毛利率方面，预计2025-2027年分别为74.71%、74.71%、74.71%，保持稳定。

**IP授权：** 预计2025-2027年营业收入分别为0.60亿元、1.03亿元、1.54亿元，同比增长80%、70%、50%，主要基于公司持续加大IP资产开发力度，拓展授权业务领域。毛利率方面，预计2025-2027年分别为99.50%、99.50%、99.50%，保持稳定。

**云锦：** 预计2025-2027年营业收入分别为1.22亿元、1.83亿元、2.75亿元，同比增长50%、50%、50%，主要基于高端工艺品及服配饰行业景气度高，元先品牌聚焦非



遗，线下增强云锦博物馆沉浸式体验，线上强化云锦产品价值场景化呈现。毛利率方面，预计2025-2027年分别为75.03%、75.03%、75.03%，保持稳定。

期间费用率：预计2025-2027年公司销售费用率分别为50.30%、50.00%、49.70%，主要基于伴随直营店效提升，加盟收入占比提升，略有下降。管理费用率分别为4.33%、4.33%、4.33%，保持稳定。

所得税率：预计2025-2027年公司所得税率保持稳定。

综上，我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为3.35/4.16/4.80亿元，YoY+9.54%/+24.06%/+15.34%，EPS为0.97元/股、1.20元/股、1.38元/股。目前股价对应2025年市盈率估值约10倍，参考可比公司平均估值，且考虑到公司未来业绩增速预期，给予公司2025年15倍市盈率，合理价值14.48元/股，维持公司“买入”评级。

**表 12：公司收入关键假设（单位：百万元）**

|               | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Teenie Weenie | 3488.73 | 3443.70 | 3621.54 | 3787.18 | 3960.34 |
| YOY           | 16.08%  | -1.29%  | 5.16%   | 4.57%   | 4.57%   |
| 电商            | 1579.89 | 1611.49 | 1692.06 | 1776.67 | 1865.50 |
| YOY           | 16.68%  | 2.00%   | 5.00%   | 5.00%   | 5.00%   |
| 线下            | 1908.84 | 1832.21 | 1929.48 | 2010.52 | 2094.84 |
| YOY           | 15.59%  | -4.01%  | 5.31%   | 4.20%   | 4.19%   |
| 毛利率           | 67.59%  | 66.49%  | 66.49%  | 66.49%  | 66.49%  |
| VGRASS        | 962.82  | 779.63  | 820.68  | 878.46  | 940.23  |
| YOY           | 12.37%  | -19.03% | 5.26%   | 7.04%   | 7.03%   |
| 电商            | 148.68  | 96.64   | 106.31  | 116.94  | 128.63  |
| YOY           | 5.00%   | -35.00% | 10.00%  | 10.00%  | 10.00%  |
| 线下            | 814.15  | 682.99  | 714.37  | 761.52  | 811.61  |
| YOY           | 16.22%  | -16.11% | 4.59%   | 6.60%   | 6.58%   |
| 毛利率           | 74.46%  | 74.71%  | 74.71%  | 74.71%  | 74.71%  |
| IP 授权         | 17.82   | 33.56   | 60.40   | 102.68  | 154.02  |
| YOY           | 160.67% | 88.36%  | 80.00%  | 70.00%  | 50.00%  |
| 毛利率           | 99.52%  | 99.45%  | 99.50%  | 99.50%  | 99.50%  |
| 吉祥云锦          | 49.64   | 81.37   | 122.05  | 183.08  | 274.62  |
| YOY           | 120.42% | 63.93%  | 50.00%  | 50.00%  | 50.00%  |
| 毛利率           | 73.64%  | 75.03%  | 75.03%  | 75.03%  | 75.03%  |

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

表 13：可比公司平均估值

| 公司   | 代码        | 最新价格<br>(元) | 每股收益 (元) |       |       |       | 市盈率   |       |       |       |
|------|-----------|-------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |           | 2025/6/27   | 2023A    | 2024A | 2025E | 2026E | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E |
| 太平鸟  | 603877.SH | 14.52       | 0.90     | 0.55  | 0.83  | 1.01  | 16.13 | 26.40 | 17.51 | 14.44 |
| 地素时尚 | 603587.SH | 12.34       | 1.04     | 0.65  | 0.70  | 0.77  | 11.87 | 18.98 | 17.62 | 16.10 |
| 森马服饰 | 002563.SZ | 5.36        | 0.42     | 0.42  | 0.45  | 0.51  | 12.76 | 12.76 | 11.79 | 10.61 |
| 歌力思  | 603808.SH | 7.97        | 0.29     | -0.85 | 0.50  | 0.65  | 18.48 | -6.31 | 10.77 | 8.25  |
|      | 最大值       |             |          |       |       |       | 18.48 | 26.40 | 17.62 | 16.10 |
|      | 最小值       |             |          |       |       |       | 11.87 | -6.31 | 10.77 | 8.25  |
|      | 平均数       |             |          |       |       |       | 14.81 | 12.96 | 14.42 | 12.35 |
|      | 调整后平均     |             |          |       |       |       | 14.45 | 15.87 | 14.65 | 12.52 |

资料来源：wind，广发证券发展研究中心；盈利预测来自 wind 一致预期

## 五、风险提示

### （一）宏观经济波动的风险

如果中国经济政策和形势发生重大变化，消费者预期收入减少，可能导致服饰消费频次降低和消费金额减少，从而影响公司的经营业绩和财务状况。

### （二）行业竞争加剧的风险

中高端和高端女装行业竞争激烈，如果公司不能采取有效措施，积极应对行业竞争，则可能面临市占率下降，业绩下降的风险。

### （三）外部融资逾期偿还的风险

公司并购Teenie Weenie品牌资产和业务，前期以自有资金和外部融资先行支付交易对价。后公司又与相关融资方签署债务延期协议，但如果未来筹措偿还外部融资的措施不能有效实施、或者经营业绩出现重大波动，可能导致外部融资逾期不能归还的风险。



## 资产负债表

单位：百万元

| 至 12 月 31 日    | 2023A        | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>2,021</b> | <b>2,384</b> | <b>2,569</b> | <b>3,121</b> | <b>3,747</b> |
| 货币资金           | 534          | 792          | 895          | 1,345        | 1,854        |
| 应收及预付          | 474          | 473          | 498          | 533          | 573          |
| 存货             | 924          | 1,028        | 1,082        | 1,146        | 1,218        |
| 其他流动资产         | 89           | 91           | 94           | 98           | 103          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>3,640</b> | <b>3,535</b> | <b>3,428</b> | <b>3,320</b> | <b>3,210</b> |
| 长期股权投资         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 75           | 68           | 77           | 86           | 95           |
| 在建工程           | 5            | 4            | 4            | 4            | 4            |
| 无形资产           | 1,276        | 1,272        | 1,268        | 1,264        | 1,260        |
| 其他长期资产         | 2,284        | 2,191        | 2,079        | 1,966        | 1,852        |
| <b>资产总计</b>    | <b>5,662</b> | <b>5,920</b> | <b>5,997</b> | <b>6,441</b> | <b>6,957</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>1,484</b> | <b>2,042</b> | <b>1,782</b> | <b>1,839</b> | <b>1,909</b> |
| 短期借款           | 140          | 360          | 315          | 310          | 310          |
| 应付及预收          | 440          | 606          | 639          | 676          | 719          |
| 其他流动负债         | 904          | 1,075        | 828          | 853          | 880          |
| <b>非流动负债</b>   | <b>787</b>   | <b>261</b>   | <b>261</b>   | <b>261</b>   | <b>261</b>   |
| 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           | 50           | 50           | 50           |
| <b>负债合计</b>    | <b>2,272</b> | <b>2,304</b> | <b>2,044</b> | <b>2,100</b> | <b>2,170</b> |
| 股本             | 347          | 347          | 347          | 347          | 347          |
| 资本公积           | 2,025        | 2,037        | 2,037        | 2,037        | 2,037        |
| 留存收益           | 994          | 1,210        | 1,546        | 1,934        | 2,380        |
| 归属母公司股东权益      | 3,390        | 3,616        | 3,953        | 4,341        | 4,787        |
| 少数股东权益         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>5,662</b> | <b>5,920</b> | <b>5,997</b> | <b>6,441</b> | <b>6,957</b> |

## 现金流量表

单位：百万元

| 至 12 月 31 日    | 2023A       | 2024A       | 2025E       | 2026E        | 2027E        |
|----------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>933</b>  | <b>771</b>  | <b>655</b>  | <b>724</b>   | <b>783</b>   |
| 净利润            | 298         | 306         | 335         | 416          | 480          |
| 折旧摊销           | 314         | 259         | 322         | 323          | 324          |
| 营运资金变动         | 83          | 64          | -43         | -58          | -67          |
| 其它             | 238         | 142         | 41          | 43           | 46           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-67</b>  | <b>-79</b>  | <b>-215</b> | <b>-215</b>  | <b>-215</b>  |
| 资本支出           | -67         | -79         | -215        | -215         | -215         |
| 投资变动           | 0           | 0           | 0           | 0            | 0            |
| 其他             | 0           | 0           | 0           | 0            | 0            |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-730</b> | <b>-434</b> | <b>-338</b> | <b>-60</b>   | <b>-60</b>   |
| 银行借款           | 140         | 415         | -45         | -5           | 0            |
| 股权融资           | 0           | 0           | 0           | 0            | 0            |
| 其他             | -870        | -849        | -293        | -55          | -60          |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>136</b>  | <b>258</b>  | <b>103</b>  | <b>450</b>   | <b>509</b>   |
| <b>期初现金余额</b>  | <b>398</b>  | <b>534</b>  | <b>792</b>  | <b>895</b>   | <b>1,345</b> |
| <b>期末现金余额</b>  | <b>534</b>  | <b>792</b>  | <b>895</b>  | <b>1,345</b> | <b>1,854</b> |

## 主要财务比率

| 至 12 月 31 日     | 2023A   | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |         |       |       |       |       |
| 营业收入            | 16.6%   | -3.3% | 5.2%  | 7.1%  | 7.6%  |
| 营业利润            | 5,568.1 | 0.6%  | 9.5%  | 24.2% | 15.4% |
| 归母净利润           | 316.8%  | 2.9%  | 9.5%  | 24.1% | 15.3% |
| <b>获利能力</b>     |         |       |       |       |       |
| 毛利率             | 69.2%   | 68.6% | 68.6% | 68.9% | 69.3% |
| 净利率             | 6.5%    | 7.0%  | 7.3%  | 8.4%  | 9.0%  |
| ROE             | 8.8%    | 8.5%  | 8.5%  | 9.6%  | 10.0% |
| ROIC            | 7.7%    | 6.9%  | 7.6%  | 8.0%  | 8.4%  |
| <b>偿债能力</b>     |         |       |       |       |       |
| 资产负债率           | 40.1%   | 38.9% | 34.1% | 32.6% | 31.2% |
| 净负债比率           | 67.0%   | 63.7% | 51.7% | 48.4% | 45.3% |
| 流动比率            | 1.36    | 1.17  | 1.44  | 1.70  | 1.96  |
| 速动比率            | 0.70    | 0.64  | 0.81  | 1.05  | 1.30  |
| <b>营运能力</b>     |         |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.80    | 0.74  | 0.77  | 0.77  | 0.77  |
| 应收账款周转率         | 10.86   | 10.14 | 10.14 | 10.14 | 10.14 |
| 存货周转率           | 4.92    | 4.27  | 4.27  | 4.32  | 4.38  |
| <b>每股指标 (元)</b> |         |       |       |       |       |
| 每股收益            | 0.86    | 0.88  | 0.97  | 1.20  | 1.38  |
| 每股经营现金流         | 2.69    | 2.22  | 1.89  | 2.09  | 2.25  |
| 每股净资产           | 9.77    | 10.42 | 11.38 | 12.49 | 13.78 |
| <b>估值比率</b>     |         |       |       |       |       |
| P/E             | 11.69   | 11.10 | 10.10 | 8.14  | 7.06  |
| P/B             | 1.03    | 0.94  | 0.86  | 0.78  | 0.71  |
| EV/EBITDA       | 5.33    | 5.47  | 4.21  | 3.37  | 2.56  |

## 利润表

单位：百万元

| 至 12 月 31 日     | 2023A       | 2024A       | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>4545</b> | <b>4395</b> | <b>4625</b> | <b>4951</b> | <b>5329</b> |
| 营业成本            | 1400        | 1379        | 1452        | 1538        | 1634        |
| 营业税金及附加         | 28          | 26          | 27          | 29          | 31          |
| 销售费用            | 2334        | 2233        | 2326        | 2476        | 2648        |
| 管理费用            | 177         | 190         | 200         | 214         | 231         |
| 研发费用            | 113         | 125         | 132         | 141         | 152         |
| 财务费用            | 92          | 68          | 70          | 30          | 25          |
| 资产减值损失          | -17         | 6           | -17         | -20         | -22         |
| 公允价值变动收益        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 投资净收益           | -2          | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>营业利润</b>     | <b>399</b>  | <b>401</b>  | <b>439</b>  | <b>545</b>  | <b>629</b>  |
| 营业外收支           | 4           | 2           | 2           | 2           | 2           |
| <b>利润总额</b>     | <b>402</b>  | <b>403</b>  | <b>441</b>  | <b>547</b>  | <b>631</b>  |
| 所得税             | 105         | 97          | 106         | 131         | 151         |
| <b>净利润</b>      | <b>298</b>  | <b>306</b>  | <b>335</b>  | <b>416</b>  | <b>480</b>  |
| 少数股东损益          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>298</b>  | <b>306</b>  | <b>335</b>  | <b>416</b>  | <b>480</b>  |
| EBITDA          | 807         | 702         | 810         | 877         | 957         |
| EPS (元)         | 0.86        | 0.88        | 0.97        | 1.20        | 1.38        |

## 广发纺织服装行业研究小组

廖韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

李咏红：资深分析师，上海交通大学会计硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

董建芳：高级研究员，对外经济贸易大学金融硕士，2023年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                           | 深圳市                             | 北京市                         | 上海市                              | 香港                    |
|------|-------------------------------|---------------------------------|-----------------------------|----------------------------------|-----------------------|
| 地址   | 广州市天河区马场路<br>26号广发证券大厦<br>47楼 | 深圳市福田区益田路<br>6001号太平金融大厦<br>31层 | 北京市西城区月坛北<br>街2号月坛大厦18<br>层 | 上海市浦东新区南泉<br>北路429号泰康保险<br>大厦37楼 | 香港湾仔骆克道81<br>号广发大厦27楼 |
| 邮政编码 | 510627                        | 518026                          | 100045                      | 200120                           | -                     |
| 客服邮箱 | gfhqyf@gf.com.cn              |                                 |                             |                                  |                       |

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。