

2025年08月28日

上半年存在财务费用一次性影响，IP 授权业务高增

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:	13.43/6.01
目标价格:		总市值(亿)	35.83
最新收盘价:	10.35	自由流通市值(亿)	35.61
		自由流通股数(百万)	344.05

事件概述

2025H1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 19.94/1.14/1.09/1.98 亿元，同比下降 4.04%/23.03%/21.71%/45.23%，其中 25Q2 收入/归母净利/扣非归母净利为 8.82/0.25/0.21 亿元，同比增长-4.61%/-21.84%/-15.69%。上半年存在可转债最后一期利息支付影响利润 2752 万及政府补助减少 481 万影响，剔除影响后净利为 1.46 亿元、仅下降 1%；进一步剔除减值冲回影响后，净利为 1.3 亿、同比下降 7%。经营性现金流高于净利主要由于应收减少、折旧摊销、财务费用、存货减少影响。

分析判断:

TW 加盟净开店、直营新开城市形象店带动店效提升。我们分析，(1) TW 在核心渠道抖音流量策略转变承压后，目前主要：1) 在渠道上做直营转加盟（上半年直营/加盟-51/+5 家至 686/315 家）、2) 直营开城市形象店（根据半年报，新开 16 家店月均销售额 39.87 万元、显著好于老店 16.72 万元水平，甚至高于 VGRASS 老店 33.81 万元的水平）、3) 聚焦核心品类开发产品（在原有女装休闲社交、休闲通勤、男装休闲社交以及 TWRC 高端产品线基础上，进一步拓展品牌产品矩阵布局，推出面向 15-24 岁容群的新兴少女风格子品牌 Bearnova）等动作。(2) VG 继续承压，上半年收入 3.51 亿元，同比下降 11.57%。VG 直营/加盟店数分别为 133/48 家、上半年净关 4/1 家、同比增长 2.3%/-11.1%。(3) 分渠道来看，线上/直营/加盟收入分别为 7.39/10.45/1.80 亿元，同比增长-5.92%/-5.60%/5.89%，拆分季度来看：25Q2 线上/直营/加盟收入分别同比增长-4.05%/-7.75%/3.39%。25H1 总店数由 1234 净减 51 家至 1183 家，同比下降 6.11%，其中直营/加盟同比增加-126/49 家至 820/363 家、同比增长-13.32%/15.61%。2025H1 直营店效/加盟单店出货分别为 127/49 万元，同比增长 9%/-8%。

云锦和 IP 授权延续高增长。(1) 云锦收入/净利/净利率为 0.52/0.15 亿元/29%，同比增长 21%/53.8%/6.0PCT。云锦 Q2 增速好于 Q1，上半年有望进一步加速增长；此外，云锦上半年加大了研发投入、营销投入、还有小微到期的税率影响。目前云锦产品主要包括高端艺术品、高端服配饰、文创产品。(2) IP 授权收入为 0.23 亿元，同比 62%；家纺及家居服收入分别为 0.17/0.04 亿元，GSV 同比增长 36%/222%，即将推出毛绒玩具和儿童内衣。

TW 毛利率降幅好于整体，净利率降幅高于毛利率主要由于销售、研发、财务费用率提升、其他收益占比下降。(1) 25H1 毛利率/归母净利率为 69.0%/5.7%，同比下降 0.46/1.4PCT。分品牌来看，VG/云锦/TW 毛利率分别为 73.58%/74.94%/67.27%、同比下降 1.93/1.27/0.31PCT；分渠道来看，线上/线下毛利率分别为 64.01%/71.37%，同比增加 0.11/-1.24PCT。净利率降幅高于毛利率主要由于销售费用率提升 0.7PCT、研发费用率提升 0.4PCT、财务费用率提升 1.3PCT、其他收益占比下降 0.3PCT。(2) 25Q2 毛利率/归母净利率为 67.3%/2.8%，同比下降 1.11/0.62PCT，净利率降幅低于毛利率主要由于管理费用率下降 0.7PCT、财务费用率下降 0.4PCT、减值冲回 2PCT。

存货及存货周转天数增加。2025H1 年公司存货为 10.03 亿元，同比增加 19.73%，存货/收入为 50.3%，存货周转天数 295 天，同比增加 46 天。应收账款为 2.47 亿元、同比增长-14.29%，应收账款周转天数为 31 天、同比持平，应付账款为 4.04 亿元，同比增加 25.29%，应付账款周转天数为 147 天，同比增加 39 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、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）IP 授权业务有望受益于拓品类、维持高增速。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，下半年收入增速有望快于上半年，带来利润增量；（4）费用率仍有下降空间；（5）长期来看，公司店效及净利率仍有较大改善空间。

考虑 TW 线上及线下均有压力，调整盈利预测，下调 25-27 年收入预测 48.50/53.70/59.17 亿元至 43.96/45.48/47.67 亿元；调整 25-27 年归母净利预测 3.51/4.00/4.66 亿元至 3.01/4.04/4.71 亿元；对应调整 25-27 年 EPS 预测 1.01/1.15/1.34 元至 0.87/1.16/1.36 元，2025 年 8 月 28 日收盘价 10.35 元对应 25/26/27 年 PE 分别为 12/9/8X，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	4,396	4,548	4,767
YoY (%)	-9.8%	16.6%	0.0%	3.5%	4.8%
归母净利润(百万元)	71	298	301	404	471
YoY (%)	-68.1%	316.8%	-1.8%	34.4%	16.5%
毛利率 (%)	69.2%	69.2%	69.0%	69.3%	69.5%
每股收益 (元)	0.25	0.87	0.87	1.16	1.36
ROE	2.3%	8.8%	7.6%	10.2%	11.9%
市盈率	40.56	11.66	11.94	8.88	7.63

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)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,395	4,396	4,548	4,767	净利润	306	301	404	471
YoY (%)	-3.3%	0.0%	3.5%	4.8%	折旧和摊销	259	10	10	11
营业成本	1,379	1,361	1,395	1,452	营运资金变动	64	-68	23	2
营业税金及附加	26	29	30	31	经营活动现金流	771	327	508	551
销售费用	2,233	2,229	2,193	2,251	资本开支	-79	16	18	20
管理费用	190	171	177	186	投资	0	0	0	0
财务费用	68	77	62	54	投资活动现金流	-79	16	18	20
研发费用	125	110	127	133	股权募资	0	347	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	-450	-83	-79
营业利润	401	397	538	629	现金净流量	258	-107	442	492
营业外收支	2	21	23	26	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	403	418	561	654	成长能力 (%)				
所得税	97	117	157	183	营业收入增长率	-3.3%	0.0%	3.5%	4.8%
净利润	306	301	404	471	净利润增长率	2.9%	-1.8%	34.4%	16.5%
归属于母公司净利润	306	301	404	471	盈利能力 (%)				
YoY (%)	2.9%	-1.8%	34.4%	16.5%	毛利率	68.6%	69.0%	69.3%	69.5%
每股收益	0.89	0.87	1.16	1.36	净利率	7.0%	6.8%	8.9%	9.9%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	5.2%	5.2%	6.6%	7.1%
货币资金	792	685	1,128	1,619	净资产收益率 ROE	8.5%	7.6%	10.2%	11.9%
预付款项	40	54	49	44	偿债能力 (%)				
存货	1,028	923	944	982	流动比率	1.17	1.67	1.96	2.28
其他流动资产	524	560	514	483	速动比率	0.64	0.94	1.22	1.53
流动资产合计	2,384	2,223	2,635	3,128	现金比率	0.39	0.52	0.84	1.18
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	38.9%	25.9%	24.2%	22.7%
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	0.76	0.74	0.72
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	5,753	6,161	6,649	每股收益	0.89	0.87	1.16	1.36
短期借款	360	360	350	340	每股净资产	10.42	11.39	11.39	11.39
应付账款及票据	606	559	573	597	每股经营现金流	2.22	0.94	1.46	1.59
其他流动负债	1,075	408	417	433	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,042	1,328	1,341	1,370	估值分析				
长期借款	212	112	102	90	PE	11.63	11.94	8.88	7.63
其他长期负债	50	50	50	50	PB	0.94	0.84	0.84	0.84
非流动负债合计	261	161	151	140					
负债合计	2,304	1,489	1,492	1,510					
股本	347	347	347	347					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	3,616	4,300	4,685	5,117					
负债和股东权益合计	5,920	5,753	6,161	6,649					

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。