

锦泓集团(603518)

报告日期: 2025 年 09 月 15 日

旗舰店战略下持续投放, IP 授权、云锦构建第二成长曲线

——锦泓集团点评报告

投资要点

- 公司发布 25 中报, 25H1 实现收入 19.9 亿元, 同比-4%, 归母净利润 1.1 亿元, 同比-23%; 单 Q2 实现收入 8.8 亿元, 同比-5%, 归母净利润 2472 万元, 同比-22%。25H1 零售环境疲软下收入略承压, 可转债到期利息费用增加以及政府补助减少致利润波动, 新开旗舰店店效大幅提升, IP 授权业务和云锦快速增长, 短期波动不改中长期向好趋势。
- **Teenie Weenie 男装童装逆势增长, 新开旗舰店表现领先**
 25H1 Teenie Weenie 实现收入 15.6 亿元, 同比-3.8%, 毛利率同比-0.3pct 至 67.3%, 其中 TW 女装、男装、童装收入分别同比-7.6%、+4.4%、+1.7%至 10.1、1.9、3.3 亿元, 男装和童装在消费疲软环境下逆势增长, 彰显韧性。分渠道来看, 25H1 年 Teenie Weenie 直营、加盟收入分别-6.7%、+30.6%至 7.4、1.5 亿元, 新开、老直营门店月销售额分别为 39.9、16.7 万元, 分别同比+217.2%、+7.2%, 新开优质直营旗舰店店效大幅提升, 品牌势能向上。25H1 直营店同比净关 129 家至 686 家, 加盟店同比净开 55 家至 315 家, 直营转加盟下持续业务结构。
- **VGRASS 产品设计汲取云锦文化灵感, 旗舰店策略卓有成效**
 25H1 VGRASS 实现收入 3.5 亿元, 同比-11.6%, 毛利率同比-1.9pct 至 73.6%, 其中 VGRASS 直营、加盟收入分别同比-2.9%、-48.3%至 2.8、0.3 亿元, 加盟下滑较多主要系零售疲软加盟关店较多, 25H1 直营店同比净开 3 家至 133 家, 加盟店同比净关 6 家至 48 家, 直营新开门店店效大幅提升, 老店受客流不及预期略有下滑, 新开、老直营门店月销售额分别为 26.4、33.8 万元, 分别同比+270.0%、-7.0%。
- **IP 授权业务和云锦快速增长, 构筑第二增长曲线**
 25H1 Teenie Weenie IP 授权业务和云锦收入分别同比+62.0%、21.0%至 2279、5157 万元, 毛利率分别-0.1pct、-1.3pct 至 99.4%、74.9%, IP 授权业务高速增长, 产品线丰富至家纺、家居服、女包和童鞋四大品类, 并以轻资产运营模式实现超高利润率, 未来有望成为公司业绩增长新引擎; 云锦织造于 2006 年被列入我国首批国家级非物质文化遗产, 受益于传统文化审美之风, 近年来保持快速增长态势。
- **毛利率波动系倍率调整, 旗舰店战略持续投放**
 25Q2 毛利率/销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别-1.1pct/+1.4pct/-0.7pct/+0.5pct/-0.4pct 至 67.3%/55.4%/4.7%/4.0%/1.4%, 预计毛利率略有下降系公司降低加价倍率以提供更好的质价比、以及加盟收入占比提升结构性因素, 销售费用率上升主要系公司积极开优质旗舰大店, 以及负向经营杠杆, 25Q2 营业利润率/归母净利率分别-0.5pct/-0.6pct 至 3.5%/2.8%, 零售疲软下公司逆势开设旗舰大店致短期利润率波动, 但有利于公司中长期高质量发展。
- **盈利预测及估值**
 预计 25-27 年公司收入分别为 44.0/46.4/48.9 亿元, 同比+0.1%/5.5%/5.3%, 归母净利润分别为 2.9/3.3/3.6 亿元, 同比-5.3%/+12.5%/+10.4%, 截止 2025/9/15 市值对应 PE 为 12/11/10X。公司旗舰店战略下新开直营店店效大幅提升, 看好后续单店效率提升带来的利润弹性, 叠加 IP 授权及云锦业务的快速成长, 维持“买入”评级。
- **风险提示: 终端消费不及预期; 消费者偏好变化**

投资评级: 买入(维持)

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

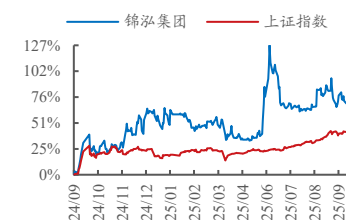
分析师: 詹陆雨
 执业证书号: S1230520070005
 zhanluyu@stocke.com.cn

分析师: 周敏
 执业证书号: S1230525080004
 zhoumin@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 10.01
总市值(百万元)	3,465.46
总股本(百万股)	346.20

股票走势图



相关报告

- 1 《Q1 短期波动, 继续看好渠道提效及创新业务潜力》 2025.05.05
- 2 《亮丽 24 年业绩, 四季度提效成果逐步体现》 2025.01.16
- 3 《渠道提效持续推进, IP 授权贡献新增增长点》 2024.12.29

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4395.3	4400.3	4643.1	4889.6
(+/-) (%)	-3.29%	0.12%	5.52%	5.31%
归母净利润	306.3	290.1	326.2	360.1
(+/-) (%)	2.90%	-5.27%	12.45%	10.39%
每股收益(元)	0.88	0.84	0.94	1.04
P/E	11.3	11.9	10.6	9.6

资料来源：浙商证券研究所

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	2,141	2,220	2,569
现金	792	456	485	762
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	433	405	480	452
其它应收款	56	56	59	60
预付账款	40	64	46	65
存货	1,028	1,124	1,112	1,189
其他	35	37	39	41
非流动资产	3,535	3,550	3,555	3,545
金融资产类	0	0	0	0
固定资产	68	70	72	74
无形资产	1,272	1,272	1,272	1,272
在建工程	3	2	1	1
其他	2,192	2,205	2,209	2,198
资产总计	5,920	5,691	5,774	6,115
流动负债	2,042	1,779	1,625	1,704
短期借款	360	300	300	301
应付款项	606	604	621	668
预收账款	0	0	0	0
其他	1,075	875	704	735
非流动负债	261	138	139	142
长期借款	212	130	130	131
其他	50	8	9	11
负债合计	2,304	1,917	1,764	1,845
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3,616	3,774	4,010	4,270
负债和股东权益	5,920	5,691	5,774	6,115

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	771	427	495	518
净利润	306	290	326	360
折旧摊销	25	23	23	24
财务费用	72	81	51	36
投资损失	0	1	1	1
营运资金变动	53	(93)	(30)	0
其它	315	126	123	97
投资活动现金流	(79)	(372)	102	519
资本支出	79	7	7	8
长期投资	0	0	0	0
其他	(0)	365	(109)	(527)
筹资活动现金流	(434)	(391)	(568)	(760)
短期借款	360	300	300	301
长期借款	212	130	130	131
其他	(1006)	(821)	(998)	(1192)
现金净增加额	258	(335)	29	277

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4395	4400	4643	4890
营业成本	1379	1453	1531	1610
营业税金及附加	26	26	28	29
营业费用	2233	2205	2326	2447
管理费用	190	183	190	198
研发费用	125	113	124	130
财务费用	68	81	51	36
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	37	37	37
营业利润	401	382	435	480
营业外收支	2	(0)	0	0
利润总额	403	382	435	480
所得税	97	92	109	120
净利润	306	290	326	360
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	306	290	326	360
EBITDA	683	646	680	718
EPS（最新摊薄）	0.88	0.84	0.94	1.04

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-3.29%	0.12%	5.52%	5.31%
营业利润	0.60%	-4.75%	13.73%	10.44%
归属母公司净利润	2.90%	-5.27%	12.45%	10.39%
获利能力				
毛利率	68.63%	66.99%	67.02%	67.06%
净利率	6.97%	6.59%	7.03%	7.37%
ROE	8.74%	7.85%	8.38%	8.70%
ROIC	10.78%	10.13%	10.06%	10.11%
偿债能力				
资产负债率	38.91%	33.69%	30.55%	30.18%
净负债比率	67.01%	63.70%	50.80%	44.00%
流动比率	1.36	1.17	1.20	1.37
速动比率	0.70	0.64	0.54	0.65
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.76	0.81	0.82
应收账款周转率	10.32	10.50	10.50	10.50
应付账款周转率	2.63	2.40	2.50	2.50
每股指标(元)				
每股收益	0.88	0.84	0.94	1.04
每股经营现金	2.22	1.23	1.43	0.00
每股净资产	10.42	10.88	11.56	12.31
估值比率				
P/E	11.32	11.95	10.62	9.62
P/B	0.96	0.92	0.86	0.81
EV/EBITDA	5.92	6.03	5.73	5.43

资料来源：浙商证券

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>