

公司研究

需求疲弱下业绩承压，期待四季度旺季表现

——锦泓集团（603518.SH）2025 年三季报点评

增持（下调）

当前价：9.17 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004

021-52523842

zhujieyu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.46
总市值(亿元):	31.75
一年最低/最高(元):	7.13/13.43
近 3 月换手率:	355.30%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.48	-19.32	-0.11
绝对	-6.71	-4.97	20.86

资料来源：Wind

相关研报

24 年弱市下业绩平稳，产品和渠道转型继续推进、提升盈利能力——锦泓集团（603518.SH）2024 年年报点评（2025-03-30）

Q3 业绩环比走弱，期待终端零售逐步回暖——锦泓集团（603518.SH）2024 年三季报点评（2024-11-01）

要点

事件：

锦泓集团发布 2025 年三季报。公司 2025 年前三季度实现营业收入 28.3 亿元，同比下降 3%，归母净利润 1.1 亿元，同比下降 29.4%，扣非净利润 1.1 亿元，同比下降 25%，EPS（基本）为 0.33 元。

分季度来看，25Q1~Q3 公司单季度收入分别为 11.1/8.8/8.4 亿元，分别同比 -3.6%/-4.6%/-0.6%，归母净利润分别为 0.9/0.2/0 亿元，分别同比 -23.3%/-21.8%/-97.1%。

前三季度利润降幅超过收入，主要系费用率提升、毛利率下降，其中因可转债于今年 1 月到期兑付利息影响净利润 2753 万元、政府补助减少影响净利润 1338 万元，扣除上述非经常性因素后公司净利润同比下降 4.7%。

点评：

TW 品牌收入同比下降 2%，VGRASS 品牌仍有压力，云锦增长 32%表现靓丽

分品牌来看，25 年前三季度 TW 品牌、VGRASS、云锦收入占比（占总收入的比重，下同）分别为 78%/17%/3%，收入分别同比-2.3%/-12.7%/+32.1%。

分渠道来看，公司线上、线下渠道收入占比分别为 37%、61%，收入分别同比增长 -3.6%/-3.6%。

线下门店拆分来看，**线下门店数量方面**，截至 2025 年 9 月末，TW 品牌、VGRASS、云锦线下门店数量分别为 996 家/181 家/1 家，分别较年初-4.9%/-2.7%/持平。**店效方面**，2025 年前三季度 TW 品牌、VGRASS 品牌直营门店老店月平均店效分别同比+3.5%/-5.6%。

毛利率下降、费用率提升，存货和应收账款周转有所放缓

毛利率：25 年前三季度毛利率同比下降 0.6PCT 至 68.6%。分品牌来看，TW 品牌、VGRASS 品牌、云锦品牌毛利率分别为 67.1%/72.7%/75.1%，分别同比 -0.4/-2.2/-0.7PCT；线上、线下渠道毛利率分别为 63.9%/71.1%，分别同比 -0.3/-1.1PCT。分季度来看，25Q1~25Q3 单季度毛利率分别同比 0/-1.1/-1.1PCT 至 70.2%/67.3%/67.8%。

费用率：25 年前三季度期间费用率同比提升 1.4PCT 至 63.4%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 52.6%/4.9%/3.5%/2.4%，分别同比+0.6/-0.1/+0.2/+0.8PCT。其中 25Q1~25Q3 单季度期间费用率分别同比+3/+0.8/-0.1PCT。

其他财务指标：1) 存货 25 年 9 月末同比增加 22.3%至 13 亿元，较年初增加 26.9%，存货周转天数 25 年前三季度为 354 天，同比+55 天。**2) 应收账款** 25 年 9 月末同比增加 1%至 3.1 亿元，较年初减少 27.6%，应收账款周转天数为 36 天，同比+2 天。**3) 资产减值损失**前三季度为 1436 万元、同比增加 130.1%。**4) 经营净现金流**前三季度为 1.4 亿元，同比减少 62.1%。

需求疲弱背景下业绩承压，期待四季度旺季表现

2025 年以来在终端需求较疲弱背景下，公司主要品牌 TW 表现相对平稳、前三季度收入同比下降 2%，云锦品牌表现亮眼、收入增长超过 30%，但 VGRASS 品牌面临一定下滑压力。利润端除了收入增长乏力影响之外，还受到可转债到期影响利息支出、政府补助减少等因素影响，致下滑幅度超过收入。进入 Q4 冬装和电商销售旺

季，我们期待公司收入和利润端迎来提振和环比改善。

考虑到终端需求仍有不确定性，我们下调公司 25~27 年归母净利润预测为 2.7/3.2/3.9 亿元(较前次预测下调 26%/22%/21%)，对应 25/26 年 PE 为 12/10 倍，下调至“增持”评级。

风险提示：终端需求疲软；线下门店拓展不及预期或者费用投入超预期；电商增速放缓或流量成本上升；库存积压；行业竞争加剧；商誉减值风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,545	4,395	4,476	4,812	5,112
营业收入增长率	16.6%	-3.3%	1.8%	7.5%	6.2%
归母净利润（百万元）	298	306	267	324	389
归母净利润增长率	316.8%	2.9%	-12.9%	21.6%	19.9%
EPS（元）	0.86	0.88	0.77	0.94	1.12
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.8%	8.5%	7.1%	8.1%	9.1%
P/E	11	10	12	10	8
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-29

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,545	4,395	4,476	4,812	5,112
营业成本	1,400	1,379	1,409	1,483	1,536
折旧和摊销	23	25	25	29	34
税金及附加	28	26	26	28	30
销售费用	2,334	2,233	2,283	2,454	2,597
管理费用	177	190	192	207	220
研发费用	113	125	125	135	143
财务费用	92	68	97	73	68
投资收益	-2	0	0	0	0
营业利润	399	401	351	427	511
利润总额	402	403	351	427	511
所得税	105	97	84	102	123
净利润	298	306	267	324	389
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	298	306	267	324	389
EPS(元)	0.86	0.88	0.77	0.94	1.12

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	933	771	386	371	444
净利润	298	306	267	324	389
折旧摊销	23	25	25	29	34
净营运资金增加	27	-84	18	116	100
其他	585	524	75	-98	-79
投资活动产生现金流	-67	-79	-80	-90	-80
净资本支出	-67	-79	-80	-90	-80
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-	0	0	0	0
融资活动现金流	-730	-434	-292	-221	-310
股本变化	0	0	-1	0	0
债务净变化	-609	-116	-91	-66	-134
无息负债变化	-140	147	12	57	45
净现金流	136	258	14	61	54

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	69.2%	68.6%	68.5%	69.2%	69.9%
EBITDA 率	14.8%	12.8%	11.2%	11.9%	12.9%
EBIT 率	12.0%	10.8%	10.6%	11.3%	12.2%
税前净利润率	8.9%	9.2%	7.8%	8.9%	10.0%
归母净利润率	6.5%	7.0%	6.0%	6.7%	7.6%
ROA	5.3%	5.2%	4.4%	5.2%	6.1%
ROE (摊薄)	8.8%	8.5%	7.1%	8.1%	9.1%
经营性 ROIC	8.1%	7.5%	7.4%	8.2%	9.2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	40%	39%	37%	36%	33%
流动比率	1.36	1.17	1.23	1.33	1.47
速动比率	0.74	0.66	0.73	0.82	0.94
归母权益/有息债务	2.60	3.04	3.44	3.88	4.75
有形资产/有息债务	1.76	2.19	2.44	2.78	3.38

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	5,662	5,920	5,999	6,216	6,393
货币资金	534	792	806	866	920
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	418	433	512	590	667
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	56	56	40	43	45
存货	924	1,028	976	989	983
其他流动资产	89	75	76	78	80
流动资产合计	2,021	2,384	2,410	2,566	2,696
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	75	68	98	128	156
在建工程	4	3	16	25	33
无形资产	1,276	1,272	1,284	1,305	1,316
商誉	1,825	1,825	1,825	1,825	1,825
其他非流动资产	460	367	366	366	366
非流动资产合计	3,640	3,535	3,590	3,650	3,697
总负债	2,272	2,304	2,224	2,215	2,126
短期借款	140	360	269	203	69
应付账款	440	606	606	638	661
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	904	1,075	1,084	1,092	1,099
流动负债合计	1,484	2,042	1,958	1,933	1,829
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	54	71	86
非流动负债合计	787	261	265	282	297
股东权益	3,390	3,616	3,775	4,001	4,267
股本	347	347	346	346	346
公积金	2,184	2,212	2,213	2,213	2,213
未分配利润	835	1,035	1,194	1,420	1,685
归属母公司权益	3,390	3,616	3,775	4,001	4,267
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	51.3%	50.8%	51.0%	51.0%	50.8%
管理费用率	3.9%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
财务费用率	2.0%	1.5%	2.2%	1.5%	1.3%
研发费用率	2.5%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%
所得税率	26.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.26	0.31	0.29	0.36	0.44
每股经营现金流	2.69	2.22	1.11	1.07	1.28
每股净资产	9.76	10.42	10.91	11.56	12.32
每股销售收入	13.09	12.67	12.93	13.90	14.77

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	11	10	12	10	8
PB	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.4	8.8	8.6	7.4	6.2
股息率	2.8%	3.4%	3.1%	3.9%	4.8%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP