

2026年04月21日

云锦和 IP 授权业务延续高增长

锦泓集团 (603518)

评级:		股票代码:	603518
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	13.43/7.31
目标价格:		总市值(亿)	31.29
最新收盘价:	9.06	自由流通市值(亿)	20.71
		自由流通股数(百万)	229

事件概述

2025 年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 42.02/2.26/2.08/5.29 亿元，同比增长-4.39%/-26.07%/-25.05%/-31.39%，业绩略低于我们此前预期，主要由于：1) VGRASS 品牌由盈转亏（上年盈利约 1538 万元，本期亏损约 3597 万元，同比减少约 5135 万元）；2) 可转债到期兑付产生一次性补偿性利息，合计影响净利润约 2752.80 万元；3) 部分政府补助延期到账，减少当期净利润约 1194.83 万元；剔除上述影响后归母净利约为 3.02 亿元，同比基本持平。我们分析，收入下降主要受消费环境偏弱、VG 品牌调整及 TW 线上渠道影响；利润降幅高于收入主要因 VG 品牌亏损、可转债到期产生一次性利息支出以及部分政府补助延期到账。经营性现金流高于净利主要由于折旧增加。

单季来看，25Q4 收入/归母净利/扣非归母净利为 13.68/1.12/1.02 亿元，同比下降 7%/22%/25%。Q4 单季净利降幅高于收入主要由于毛利率下降、管理费用率提升。

2025 年公司拟每 10 股派发现金红利 2.00 元（含税），分红率 30.51%，股息率 2.2%。公司可转债已全额兑付，并购贷款余额降至 2.25 亿元，财务结构进一步优化。

分析判断：

新店态店效理想带动直营店效提升，加盟延续净开店但单店出货下滑。（1）分品牌来看，2025 年 TW/VG/云锦收入 33.17/6.85/1.12 亿元，同比增长-4.60%/-12.10%/37.28%。TW 品牌收入下滑主要受女装（-8.22%）拖累，男装/童装增长-1.64%/+1.72%。VG 品牌仍处调整期，收入降幅扩大；云锦（元先）品牌延续高增长态势，博物馆新馆计划于 2026 年下半年开业，有望进一步打开增长空间。进一步拆分门店，25 年 TW 直营/加盟店数分别为 649/333 家，同比净增-88/+23 家；VG 直营/加盟店数分别为 132/44 家，同比净增-5/-5 家，渠道仍在收缩。新店态变革取得有效验证，51 家新店态店铺平均年店效超 700 万元（2024 年平均店效 168 万元），苏州中心旗舰店月平均店效达 223 万元，可复制单店模型初步成型。（2）分渠道来看，线上/直营/加盟收入分别为 16.26/20.47/3.84 亿元，同比增长-6.74%/-7.25%/-0.79%，线上受平台竞争及流量结构调整影响降幅最大。25 年总店数净减 75 家至 1159 家，同比下降 6%，其中直营/加盟分别净增-93/+18 家（同比-11%/5%）。2025 年直营店效/加盟单店出货约为 262/102 万元，同比提升 4%/-6%；根据年报，连续开业 12 个月以上 TW/VG 月店效分别为 13.75/27.29 万元，同比下降 1.86%/9.81%。（3）分地区来看，华东仍为第一大市场、相对稳健，东北、华北、华南降幅较大：华东收入 10.81 亿元，同比-1.81%；东北/华北/华南/华中/西北/西南收入分别为 1.88/2.22/1.72/2.17/2.11/3.38 亿元，同比-11.35%/-9.78%/-14.05%/-3.43%/-3.46%/-5.04%。

IP 授权业务从验证期进入了放量期。IP 授权业务表现亮眼，收入 0.57 亿元，同比增长 69.04%，终端零售额（GSV）约 9.77 亿元，同比增长 64%；家纺、家居服、童鞋等品类持续放量，其中家纺品类在“双十一”期间于抖音、天猫等平台类目榜单中位居前列。

25 年净利率降幅高于毛利率主要由于四项费用率提升。（1）25 年毛利率/归母净利率为 67.87%/5.39%，同比-0.76/-1.58PCT，毛利率下滑主要来自 VG 和加盟：VG/云锦/TW 毛利率分别为 72.67%/75.20%/66.00%，同比-2.04/+0.17/-0.81PCT；线上/直营/加盟毛利率分别为 62.68%/71.82%/58.61%，同比-1.19/-1.32/-2.95PCT。销售/管理/研发/财务费用率分别为 51.26%/4.87%/3.23%/1.87%，同比+0.46/+0.54/+0.33/+0.38PCT。销售费用下降、但收入下降导致费率提升，管理费用率提升主要来自职工薪酬，研发费用率提升主要因新 SAP 系统摊销；财务费用率上升主要因可转债到期兑付产生一次性补偿性利息，

合计影响净利润约 2753 万元，若剔除该因素，财务费用同比有所改善。其他收益/收入同比下降 0.45PCT（主要因政府补助延期）；资产+信用减值损失/收入同比下降 0.23PCT（减值损失减少）；所得税/收入同比上升 0.37PCT。（2）25Q4 毛利率/归母净利率为 66.3%/8.2%，同比-1.1/-1.7PCT。净利率降幅高于毛利率主要由于管理费用率提升 1.9PCT，但信用减值损失冲回贡献 1.2PCT。

存货有所增加，应收应付变动反映渠道资金压力。2025 年末公司存货为 12.13 亿元，同比增加 18%，存货/收入为 29%，存货周转天数约 299 天，同比增加约 44 天；从库龄结构看，1 年以内存货占比 75.88%，同比下降约 5.5pct；1-2 年占比 21.02%，同比上升约 6.8pct，库龄略有延长但整体可控；存货跌价准备计提比例 4.05%（5111 万元/12.64 亿元），处于合理水平。应收账款为 3.47 亿元，同比-20%，应收账款周转天数约 33 天，同比减少 1 天。应付账款周转天数约 164 天，同比增加 28 天。

投资建议

我们分析，（1）25 年存在一次性费用影响，如 Q1 的可转债财务费用增加 3500 万、影响利润 2752 万；管理费用中存在战略投入、咨询费用、信息系统投入等；26 年有望迎来更大利润弹性。（2）TW 变化在于线下新店型（城市旗舰店、奥莱店）+聚焦核心产品带动店效提升。（3）IP 授权和云锦业务高增长有望延续，来自 IP 授权拓品类、云锦线上渠道快速增长。

调整盈利预测，下调 26/27 收入从 45.10/46.97 至 44.54/46.50 亿元，调整 26/27 归母净利从 3.50/4.06 至 3.50/4.20 亿元，调整 26/27EPS 从 1.01/1.17 至 1.01/1.32 元，新增 28 年收入预测 48.93 亿元，新增 28 年归母净利润预测 5.07 亿元，新增 28 年 EPS 预测 1.54 元，2026 年 4 月 21 日收盘价 9.06 元对应 26/27/28 年 PE 分别为 8.91/7.42/6.15X，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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,395	4,202	4,454	4,650	4,893
YoY (%)	-3.3%	-4.4%	6.0%	4.4%	5.2%
归母净利润(百万元)	306	226	350	420	507
YoY (%)	2.9%	-26.1%	55.0%	20.0%	21.0%
毛利率 (%)	68.6%	67.9%	67.9%	68.2%	68.4%
每股收益 (元)	0.89	0.66	1.01	1.32	1.54
ROE	8.5%	6.1%	9.5%	11.1%	13.0%
市盈率	10.18	13.73	8.91	7.42	6.15

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：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	4,202	4,454	4,650	4,893	净利润	226	390	457	534
YoY (%)	-4.4%	6.0%	4.4%	5.2%	折旧和摊销	357	8	8	7
营业成本	1,350	1,431	1,480	1,547	营运资金变动	-99		47	34
营业税金及附加	25	29	30	32	经营活动现金流	529	478	556	610
销售费用	2,154	2,328	2,296	2,373	资本开支	-129	30	33	37
管理费用	205	15	114	80	投资	-70	0	0	0
财务费用	79	88	64	56	投资活动现金流	-198	30	33	37
研发费用	136	50	62	97	股权募资	0	2,383	0	0
资产减值损失	15	-10	-11	-13	债务募资	-413	-393	-20	-22
投资收益	0	0	0	0	筹资活动现金流	-836	1,901	-91	-85
营业利润	300	520	611	716	现金净流量	-506	2,409	499	561
营业外收支	1	21	23	26	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
利润总额	301	541	634	741	成长能力 (%)				
所得税	75	152	178	208	营业收入增长率	-4.4%	6.0%	4.4%	5.2%
净利润	226	390	457	534	净利润增长率	-26.1%	72.1%	17.2%	16.9%
归属于母公司净利润	226	390	457	534	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-26.1%	72.1%	17.2%	16.9%	毛利率	67.9%	67.9%	68.2%	68.4%
每股收益	0.66	1.12	1.32	1.54	净利率	5.4%	8.7%	9.8%	10.9%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	总资产收益率 ROA	4.0%	4.9%	5.4%	5.9%
货币资金	286	2,695	3,193	3,754	净资产收益率 ROE	6.1%	9.5%	11.1%	13.0%
预付款项	47	57	52	46	偿债能力 (%)				
存货	1,213	971	1,003	1,047	流动比率	1.14	1.14	1.15	1.17
其他流动资产	528	698	660	635	速动比率	0.45	0.88	0.91	0.93
流动资产合计	2,074	4,420	4,908	5,483	现金比率	0.16	0.70	0.75	0.80
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	34.6%	48.9%	50.5%	52.2%
固定资产	62	45	27	9	经营效率 (%)				
无形资产	1,249	1,249	1,249	1,249	总资产周转率	0.74	0.55	0.55	0.54
非流动资产合计	3,629	3,612	3,594	3,576	每股指标 (元)				
资产合计	5,703	8,032	8,502	9,059	每股收益	0.66	1.12	1.32	1.54
短期借款	455	2,854	3,301	3,825	每股净资产	10.81	11.83	11.83	11.83
应付账款及票据	628	491	482	508	每股经营现金流	1.53	1.38	1.60	1.76
其他流动负债	733	431	444	461	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,817	3,776	4,227	4,794	估值分析				
长期借款	67	64	83	73	PE	13.73	8.07	6.89	5.89
其他长期负债	87	87	87	87	PB	0.90	0.77	0.77	0.77
非流动负债合计	154	151	170	160					
负债合计	1,971	3,926	4,397	4,954					
股本	345	345	345	345					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	3,732	4,106	4,106	4,106					
负债和股东权益合计	5,703	8,032	8,502	9,059					

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。