

中高端成人品牌服饰

锦泓集团（603518.SH）

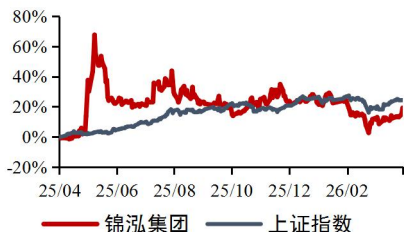
增持-A(首次)

Q1 财务费用大幅下降，IP 授权业务延续高速增长

2026 年 4 月 29 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：常闻，山西证券研究所

市场数据：2026 年 4 月 28 日

收盘价（元/股）:	9.52
年内最高/最低（元/股）:	13.43/8.03
流通 A 股/总股本（亿股）:	3.44/3.45
流通 A 股市值（亿元）:	32.76
总市值（亿元）:	32.88

基础数据：2026 年 3 月 31 日

基本每股收益（元/股）:	0.32
摊薄每股收益（元/股）:	0.32
每股净资产（元/股）:	11.13
净资产收益率（%）:	2.88

资料来源：常闻，山西证券研究所

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

事件描述

公司披露 2025 年年报及 2026Q1 季报，2025 年，公司实现营业收入 42.02 亿元，同比下降 4.39%；实现归母净利润 2.26 亿元，同比下降 26.07%；实现扣非净利润 2.08 亿元，同比下降 25.05%。2026Q1，公司实现营业收入 10.75 亿元，同比下降 3.30%；实现归母净利润 1.11 亿元，同比增长 24.47%；实现扣非净利润 1.07 亿元，同比增长 21.29%。2025 年，公司拟向全体股东每 10 股派发末期股息 2.0 元（含税），派息率达 30.51%。

事件点评

2026Q1，公司营收降幅收窄、业绩恢复增长。拆分季度看，2025Q4，公司实现营收 13.68 亿元，同比下降 7.08%；实现归母净利润 1.12 亿元，同比下降 22.36%；实现扣非净利润 1.02 亿元，同比下降 25.08%。2026Q1，公司实现营业收入 10.75 亿元，同比下降 3.30%；实现归母净利润 1.11 亿元，同比增长 24.47%；实现扣非净利润 1.07 亿元，同比增长 21.29%。

云锦及 IP 授权业务表现亮眼，服装品牌有所承压。分业务看，2025 年，（1）Tennie Weenie 品牌实现营收 33.17 亿元，同比下降 4.60%，占公司营收比重 78.94%；毛利率 66.00%，同比下滑 0.81pct。公司自 2024H2 开始推行线下新店态变革，2025 年 5 月开业的苏州中心旗舰店，在报告期内月平均店效达 223 万元。（2）VGRASS 品牌实现营收 6.85 亿元，同比下降 12.10%，占公司营收比重 16.31%；毛利率 72.67%，同比下滑 2.04pct。（3）云锦实现营收 1.12 亿元，同比增长 37.28%，占公司营收比重 2.66%。毛利率 75.20%，同比提升 0.17pct。分品类看，高端装饰工艺品、服配饰分别占品牌收入的 60%、30%（4）IP 授权业务实现营收 0.57 亿元，同比大幅增长 69.04%，占公司营收比重 1.35%。IP 授权品类包括家纺、家居服、女包、童鞋等品类。2026Q1，Tennie Weenie 品牌、VGRASS 品牌、云锦、IP 授权业务分别实现营收 8.44、1.73、0.31、0.21 亿元，同比增长-5.19%、-4.52%、27.35%、85.78%。

盈利能力小幅承压，Q1 财务费用大幅下降。盈利能力方面，2025 年，销售毛利率为 67.87%，同比下滑 0.76pct；2026Q1，销售毛利率 69.57%，同比下滑 0.67pct。费用率方面，2025 年，公司期间费用率合计 61.23%，同比提升 1.72pct，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别提升 0.47 pct、0.55 pct、0.33pct、0.37pct。2026Q1，公司期间费用率同比 9pct 至 55.63%，主因销售费用率及财务费用率同比分别下滑 1.12pct、3.38pct。综合影响下，2025 年，归母净利率为 5.39%，同比下滑



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

1.58pct；2026Q1，归母净利率为 10.31%，同比提升 2.30pct。存货方面，截至 2026Q1 末，公司存货 11.12 亿元，同比增长 13.77%，存货周转天数为 320 天，同比增加 47 天。经营活动现金流方面，2025 年，公司经营活动现金流净额为 5.29 亿元，同比下降 31.38%；2026Q1，公司经营活动现金流净额为 0.52 亿元，同比下降 67.15%。主要系销售商品及其他经营活动收到的现金同比减少、采购商品及其他经营活动支出增加。

投资建议

➤ 2025 年，公司两大女装品牌表现有所承压，基本符合行业趋势，线下新店态布局持续推进，带动店效改善；IP 授权业务延续高速增长，云锦在营收快速增长的基础上，盈利能力同步提升。进入 2026Q1 季度，公司营收降幅收窄，受益于财务费用压力大幅减轻，季度净利润同比增长 20%以上，表现突出。预计公司 2026-2028 年归母净利润为 3.14、3.40、3.74 亿元，4 月 28 日收盘价，对应 2026-2028 年 PE 为 10.5/9.7/8.8 倍，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

风险提示

- 女装品牌经营持续承压的风险：国内消费者信心处于弱复苏进程，女装品牌经营或面临营收承压风险。
- 行业竞争加剧的风险：若行业竞争加剧，公司费用可能大幅增加。
- 线下门店拓展不及预期：公司面临线下加盟及直营门店扩张不及预期的风险。

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,395	4,202	4,423	4,666	4,920
YoY(%)	-3.3	-4.4	5.2	5.5	5.5
净利润(百万元)	306	226	314	340	374
YoY(%)	2.9	-26.1	38.9	8.1	9.8
毛利率(%)	68.6	67.9	68.0	68.2	68.4
EPS(摊薄/元)	0.89	0.66	0.91	0.98	1.08
ROE(%)	8.5	6.1	7.8	7.9	8.1
P/E(倍)	10.7	14.5	10.5	9.7	8.8
P/B(倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
净利率(%)	7.0	5.4	7.1	7.3	7.6

资料来源：常闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2384	2074	2719	2858	3060
现金	792	286	906	966	1039
应收票据及应收账款	433	347	492	383	545
预付账款	40	47	51	49	56
存货	1028	1213	1136	1329	1255
其他流动资产	91	182	134	130	166
非流动资产	3535	3629	3511	3467	3457
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	68	62	61	59	55
无形资产	1272	1249	1232	1214	1194
其他非流动资产	2195	2318	2217	2194	2208
资产总计	5920	5703	6230	6325	6516
流动负债	2042	1817	2062	1896	1778
短期借款	360	455	1057	692	729
应付票据及应付账款	606	628	494	738	515
其他流动负债	1075	733	512	466	534
非流动负债	261	154	121	108	101
长期借款	212	67	54	40	27
其他非流动负债	50	87	67	68	74
负债合计	2304	1971	2183	2004	1879
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	347	345	345	345	345
资本公积	2037	2065	2065	2065	2065
留存收益	1210	1329	1439	1558	1689
归属母公司股东权益	3616	3732	4047	4321	4637
负债和股东权益	5920	5703	6230	6325	6516

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	771	529	293	529	129
净利润	306	226	314	340	374
折旧摊销	89	112	104	21	16
财务费用	68	79	32	26	14
投资损失	0	-0	1	0	0
营运资金变动	53	-93	-148	128	-273
其他经营现金流	255	206	-10	14	-2
投资活动现金流	-79	-198	71	1	-14
筹资活动现金流	-434	-836	-482	-45	-73
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.89	0.66	0.91	0.98	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	2.23	1.53	0.85	1.53	0.37
每股净资产(最新摊薄)	10.36	10.81	11.72	12.51	13.43

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	4395	4202	4423	4666	4920
营业成本	1379	1350	1415	1485	1556
营业税金及附加	26	25	26	28	29
营业费用	2233	2154	2233	2356	2485
管理费用	190	205	203	221	230
研发费用	125	136	134	146	152
财务费用	68	79	32	26	14
资产减值损失	-10	26	9	19	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	-1	-0	-0
营业利润	401	300	416	450	495
营业外收入	3	3	4	3	3
营业外支出	1	3	2	2	2
利润总额	403	301	418	452	496
所得税	97	75	103	112	123
税后利润	306	226	314	340	374
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	306	226	314	340	374
EBITDA	504	436	552	499	526

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-3.3	-4.4	5.2	5.5	5.5
营业利润(%)	0.6	-25.2	38.6	8.3	9.9
归属于母公司净利润(%)	2.9	-26.1	38.9	8.1	9.8
获利能力					
毛利率(%)	68.6	67.9	68.0	68.2	68.4
净利率(%)	7.0	5.4	7.1	7.3	7.6
ROE(%)	8.5	6.1	7.8	7.9	8.1
ROIC(%)	6.5	5.3	6.4	7.0	7.0
偿债能力					
资产负债率(%)	38.9	34.6	35.0	31.7	28.8
流动比率	1.2	1.1	1.3	1.5	1.7
速动比率	0.6	0.4	0.7	0.8	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	10.3	10.8	10.5	10.7	10.6
应付账款周转率	2.6	2.2	2.5	2.4	2.5
估值比率					
P/E	10.7	14.5	10.5	9.7	8.8
P/B		0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	7.4	8.8	6.4	6.2	5.8

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

