

锦泓集团 (603518)

证券研究报告
2026年05月07日

财务压力显著减轻, IP 授权及云锦具备较好成长势头

公司发布 26 年一季报

26Q1 公司营收 11 亿, 同减 3%, 归母净利 1.1 亿元同增 24%, 扣非后归母净利 1.1 亿元同增 21%。

26Q1 公司毛利率 69.6%, 同减 0.7pct, 归母净利率 10.3%, 同增 2.3pct。

26Q1 公司 IP 授权营收 0.21 亿元, 同增 86%, 毛利率 99%; 云锦营收 0.31 亿元, 同增 27%, 毛利率 77%。

公司围绕“核心品类和英雄大单品、渠道变革、提质增效”三条主线持续推进结构优化和经营质量提升:

- 1、公司 26Q1 在收入端小幅承压背景下, 利润端与经营质量同步改善。
- 2、IP 授权延续高增长, 继续体现轻资产模式下的高弹性, 为公司利润提供了确定性增量。
- 3、元先品牌延续高质量增长, 收入与利润同步提升, 利润率与店效继续改善。
- 4、VGRASS 品牌 26Q1 扭亏为盈, 出现阶段性改善。
- 5、公司财务费用同比显著下降, 成为 26Q1 净利增长重要贡献来源: 去年同期可转债费用不再发生, 同时并购贷款利息负担继续下降。
- 6、运营效率与资产结构同步优化, 期间费用率与销售费用率双降, 销售费用与存货更趋健康、货币资金较年初增加, 经营底盘更稳, 为后续经营释放空间。

云锦具备较深文化内涵, 未来发展潜力可期

云锦距今已超过 1600 年历史, 在元、明、清三朝均为皇家御用品。云锦织造技艺 2006 年被列入我国首批《国家级非物质文化遗产名录》, 2009 年被联合国教科文组织列入《人类非物质文化遗产代表作名录》。前述历史纵深与皇室御用渊源, 与手工织造技艺及中国优秀丝织文化代表性相结合, 共同为「元先」高端国货精品品牌建设与国际市场拓展, 提供独特文化禀赋与竞争优势。

云锦博物馆隶属于全国唯一的云锦专业研究机构——南京云锦研究所, 为国家二级博物馆、爱国主义教育基地, 面向社会公众免费开放, 承担云锦历史传述、技艺传承及传世品与文物复制品展示等职能。

元先品牌面向包括高净值客群、资深中产及新锐白领等在内的国潮文化爱好者, 以“云锦+”模式开展市场化运营。产品方面, 元先品牌以人类非遗云锦织造技艺与云锦元素为核心, 兼顾艺术性与实用性; 产品体系包括以镜框挂画、卷轴为代表的高端装饰艺术品, 以围巾、马甲、汉服等为代表的高端服配饰; 以及以腰扇、摆件、书签等为代表的博物馆文创产品, 推动中华优秀传统文化进入更广阔的消费市场。在渠道方面, 线下渠道以云锦博物馆展厅为主、部分代销点为辅; 线上渠道已完成在天猫、淘宝、抖音、京东、小红书等平台布局, 线上销售占比超过 50%且持续提升, 全渠道协同触达消费者。

IP 授权业务从验证期进入放量期

公司依托 Teenie Weenie 品牌小熊家族原创 IP, 以轻资产模式持续拓展家纺、家居服、童鞋等生活方式品类, 授权终端零售规模与授权费收入均实现高速增长, 已成为公司利润结构中越来越重要的增量来源。这项业务的逻辑很清晰: 用已被市场验证的 IP 资产, 以较轻投入撬动更宽的品类与更

投资评级

行业	纺织服饰/服装家纺
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	9.89 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	345.35
流通 A 股股本(百万股)	344.07
A 股总市值(百万元)	3,415.53
流通 A 股市值(百万元)	3,402.89
每股净资产(元)	11.13
资产负债率(%)	32.77
一年内最高/最低(元)	13.43/8.03

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 1 《锦泓集团-年报点评报告:IP 授权及云锦成长靓丽》 2026-04-23
- 2 《锦泓集团-季报点评:IP 授权及云锦业务延续高增》 2025-11-24
- 3 《锦泓集团-半年报点评:TW 品牌授权及云锦业务规模快速增长》 2025-09-12

大的规模。

Teenie Weenie 品牌新店态变革取得有效验证

自 2024 年下半年启动以来，品牌概念店、城市旗舰店、奥莱旗舰店等多种新型店态已在核心城市落地，新店态门店在客流与单店产出上明显优于其他店型，可复制的单店模型初步成型，为后续渠道结构优化与拓展提供依据。

调整盈利预测，维持“增持”评级

基于 26Q1 表现，考虑费用结构优化，我们调整盈利预测，预计 26-28 年收入分别为 48/56/65 亿元，归母净利润分别为 3.1/3.6/4.4 亿元（前值为 2.8/3.6/4.5 亿元），EPS 分别为 0.89/1.05/1.26 元；对应 PE 分别为 11/9/8x。

风险提示：行业竞争加剧；财务风险；加盟渠道拓展不及预期。

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,395.28	4,202.33	4,820.04	5,597.43	6,543.33
增长率(%)	(3.29)	(4.39)	14.70	16.13	16.90
EBITDA(百万元)	586.88	490.59	493.11	553.03	637.05
归属母公司净利润(百万元)	306.26	226.41	305.83	363.46	435.36
增长率(%)	2.90	(26.07)	35.08	18.84	19.78
EPS(元/股)	0.88	0.66	0.89	1.05	1.26
市盈率(P/E)	11.20	15.09	11.17	9.40	7.85
市净率(P/B)	0.96	0.92	0.87	0.81	0.75
市销率(P/S)	0.78	0.81	0.71	0.61	0.52
EV/EBITDA	5.85	6.81	6.45	5.62	4.45

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	791.79	286.11	700.25	739.89	999.76
应收票据及应收账款	433.40	346.56	530.04	517.22	692.35
预付账款	40.06	46.54	59.63	58.18	75.73
存货	1,028.46	1,213.04	1,081.69	1,573.99	1,543.09
其他	90.78	181.59	191.97	178.25	216.05
流动资产合计	2,384.49	2,073.84	2,563.58	3,067.53	3,526.97
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	67.94	62.27	56.66	67.72	83.88
在建工程	3.88	20.01	12.77	9.84	9.68
无形资产	1,272.24	1,249.02	1,211.78	1,172.81	1,130.86
其他	2,191.15	2,297.73	2,184.26	2,170.58	2,186.58
非流动资产合计	3,535.21	3,629.04	3,465.46	3,420.95	3,411.00
资产总计	5,919.70	5,702.88	6,029.05	6,488.48	6,937.97
短期借款	360.30	455.01	400.00	350.00	350.00
应付票据及应付账款	606.34	628.47	593.67	841.23	846.84
其他	1,075.42	733.31	975.09	955.80	1,068.39
流动负债合计	2,042.06	1,816.79	1,968.76	2,147.03	2,265.23
长期借款	211.57	67.11	50.00	50.00	50.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	49.88	86.64	67.28	67.93	73.95
非流动负债合计	261.45	153.74	117.28	117.93	123.95
负债合计	2,303.51	1,970.53	2,086.05	2,264.96	2,389.18
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	346.98	345.35	345.35	345.35	345.35
资本公积	2,037.41	2,065.33	2,065.33	2,065.33	2,065.33
留存收益	1,209.56	1,329.09	1,519.35	1,803.58	2,133.17
其他	22.24	(7.42)	12.96	9.26	4.93
股东权益合计	3,616.18	3,732.35	3,943.00	4,223.52	4,548.79
负债和股东权益总计	5,919.70	5,702.88	6,029.05	6,488.48	6,937.97

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	306.26	226.41	305.83	363.46	435.36
折旧摊销	88.73	111.99	36.20	37.96	39.45
财务费用	72.09	80.50	68.78	58.53	54.02
投资损失	0.02	(0.10)	0.65	0.64	0.30
营运资金变动	125.23	(131.05)	76.69	(228.54)	(92.90)
其它	178.57	241.22	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	770.90	528.97	488.15	232.05	436.23
资本支出	28.19	(12.25)	5.46	6.47	7.48
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(106.71)	(186.10)	7.79	(14.24)	(21.27)
投资活动现金流	(78.52)	(198.34)	13.25	(7.76)	(13.79)
债权融资	(183.15)	(452.59)	7.92	(101.70)	(52.48)
股权融资	(97.51)	(3.37)	(95.18)	(82.94)	(110.09)
其他	(153.15)	(380.28)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(433.81)	(836.24)	(87.26)	(184.65)	(162.57)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	258.57	(505.61)	414.14	39.64	259.87

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	4,395.28	4,202.33	4,820.04	5,597.43	6,543.33
营业成本	1,378.62	1,350.04	1,512.28	1,734.36	1,985.85
营业税金及附加	25.76	24.98	28.81	33.48	38.88
销售费用	2,232.62	2,154.31	2,458.22	2,854.69	3,346.91
管理费用	190.23	204.76	221.72	279.87	340.25
研发费用	125.43	135.52	144.60	179.12	229.02
财务费用	67.56	78.55	68.78	58.53	54.02
资产/信用减值损失	(10.45)	26.26	(10.27)	(7.39)	(0.46)
公允价值变动收益	0.00	0.16	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.02)	0.10	(0.65)	(0.64)	(0.30)
其他	36.59	19.39	24.96	28.92	27.47
营业利润	401.18	300.06	399.67	478.27	575.10
营业外收入	2.64	3.41	10.02	5.35	5.36
营业外支出	1.03	2.56	2.34	1.91	1.96
利润总额	402.79	300.91	407.35	481.72	578.50
所得税	96.52	74.50	101.52	118.25	143.13
净利润	306.26	226.41	305.83	363.46	435.36
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	306.26	226.41	305.83	363.46	435.36
每股收益(元)	0.88	0.66	0.89	1.05	1.26

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	-3.29%	-4.39%	14.70%	16.13%	16.90%
营业利润	0.60%	-25.21%	33.20%	19.67%	20.25%
归属于母公司净利润	2.90%	-26.07%	35.08%	18.84%	19.78%
获利能力					
毛利率	68.63%	67.87%	68.63%	69.02%	69.65%
净利率	6.97%	5.39%	6.35%	6.49%	6.65%
ROE	8.47%	6.07%	7.76%	8.61%	9.57%
ROIC	9.63%	7.81%	9.46%	10.93%	12.09%
偿债能力					
资产负债率	38.91%	34.55%	34.60%	34.91%	34.44%
净负债率	11.00%	14.18%	4.86%	2.58%	-3.28%
流动比率	1.17	1.14	1.30	1.43	1.56
速动比率	0.66	0.47	0.75	0.70	0.88
营运能力					
应收账款周转率	10.32	10.78	11.00	10.69	10.82
存货周转率	4.50	3.75	4.20	4.22	4.20
总资产周转率	0.76	0.72	0.82	0.89	0.97
每股指标(元)					
每股收益	0.88	0.66	0.89	1.05	1.26
每股经营现金流	2.22	1.53	1.41	0.67	1.26
每股净资产	10.31	10.81	11.42	12.23	13.17
估值比率					
市盈率	11.20	15.09	11.17	9.40	7.85
市净率	0.96	0.92	0.87	0.81	0.75
EV/EBITDA	5.85	6.81	6.45	5.62	4.45
EV/EBIT	6.10	7.37	6.96	6.04	4.74

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com