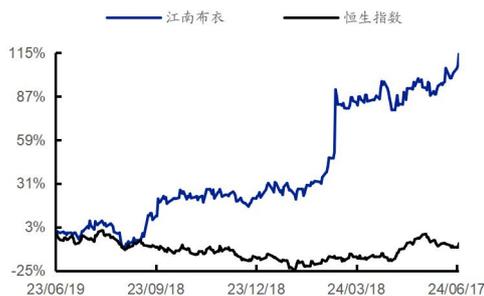


研究所:
 证券分析师: 马川琪 S0350523050001
 macq@ghzq.com.cn
 联系人: 廖小慧 S0350122080035
 liaoxh@ghzq.com.cn

高分红+稳定成长的设计师品牌时尚集团

——江南布衣 (03306) 公司研究

最近一年走势



相对恒生指数表现

2024/06/19

表现	1M	3M	12M
江南布衣	11.4%	18.5%	114.8%
恒生指数	-5.7%	11.5%	-7.4%

市场数据

2024/06/19

当前价格 (港元)	16.20
52周价格区间 (港元)	7.50-16.30
总市值 (百万港元)	8,403.75
流通市值 (百万港元)	8,403.75
总股本 (万股)	51,875.00
流通股本 (万股)	51,875.00
日均成交额 (百万港元)	22.84
近一月换手 (%)	0.20

投资要点:

- **具备影响力的设计师品牌时尚集团，多品牌运营带来增长空间。**截至2023年12月31日，公司品牌组合包括三个阶段的多个品牌，即成熟品牌 JNBY，三个成长品牌 CROQUIS (速写)、jnby by JNBY 及 LESS，以及包括 POMME DE TERRE (蓬马) 及 JNBYHOME 等多个新兴品牌。各个品牌均各自面向特定客户并拥有基于集团统一品牌理念“自然而然地做自己” (Just Naturally Be Yourself) 的独特设计形象，产品主要面向中高层收入客户。目前公司已经建立主要由实体零售店、线上平台及以微信为主的社交媒体互动营销服务平台组成的全渠道互动平台，旨在打造一套由于其追求公司致力提倡的生活方式而购买的粉丝群体“江南布衣粉丝经济”体系。
- **FY2024H1 营收利润均大幅提升，实现高质量增长。**FY2018-FY2023，公司营收/净利润 CAGR 分别为 9.29%/8.65%，FY2024H1，公司实现收入 29.76 亿元，同比增长 26.1%。净利润 5.74 亿元，同比增长 54.5%。公司实体店可比同店销售、线上渠道销售以及线下门店规模均实现了高质量增长，成熟品牌 JNBY 增长稳健，成长品牌迅速发展，公司 JNBY/CROQUIS (速写)/jnby by JNBY/LESS/新兴品牌的收入同比增速分别为 24.0%/17.2%/36.3%/38.5%/12.9%。截至 FY2024H1，公司共有门店 2036 家，其中 JNBY/CROQUIS (速写)/jnby by JNBY/LESS/新兴品牌的门店数量分别为 935/311/497/235/38 家。
- **线上线下全布局，拥有高粘性会员群体。**分渠道来看，公司收入主要来自向经销商销售产品及在自营店和线上渠道向终端客户销售产品，FY2024H1 自营/经销/线上的收入占比分别为 39.8%/42.3%/17.9%，收入同比增速分别为 36.7%、18.2%和 24.2%。同时公司坚持以数据为驱动、技术为载体、粉丝经济为核心，FY2018-FY2023，公司会员数/活跃会员数/购买金额超过 5000 元的会员数 CAGR 分别为 22.5%/7.2%/9.9%。FY2024H1 公司会员数达到 740 万，活跃会员数达 55 万，购买金额超过 5000 元的会员数达 30 万个。
- **盈利能力提升显著，高股息率具备吸引力。**公司毛利率、净利率在疫情后迅速回温，对比同行业公司，2021-2023 年公司毛利率攀升

显著，FY2024H1 为 65.46%，净利润平缓增长，处于可比行业公司中等水平。公司 ROE 高，FY2023 ROE 达 33.89%。同时，公司近三年（FY2021-FY2023）保持较为稳定的股息率，平均值为 11%，远高于可比行业公司。公司现金流稳定，盈利状况良好，FY2023 股利支付率达到 75.98%，注重股东回报。

- **盈利预测和投资评级：**公司作为领先的设计师品牌时尚集团，产品面向中高层收入群体，具有广泛的产品及品牌组合生态圈，打造了多元化及高粘性的客群。零售环境逐步修复下、集团 FY2024H1 主品牌实现了优于行业大盘的增长，线下保持持续拓店，看好集团未来品牌力的持续提升。我们预计公司 FY2024-2026 收入分别为 52.55/59.33/66.07 亿元，归母净利润分别为 8.34/9.49/10.77 亿元，6 月 19 日收盘价为 16.2 港元，对应 PE 分别为 9/8/7X。公司作为低估值高分红优质标的，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；行业竞争风险；消费者偏好风险；市场开拓及产品推广风险；新品牌不及预期风险。

预测指标	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入（百万元）	4465.1	5255.3	5932.6	6606.9
增长率(%)	9.3	17.7	12.9	11.4
归母净利润（百万元）	621.3	833.6	949.2	1076.8
增长率(%)	11.2	34.2	13.9	13.4
摊薄每股收益（元）	1.2	1.6	1.8	2.1
ROE(%)	31.4	29.6	25.2	22.2
P/E	12.3	9.2	8.1	7.1
P/B	3.9	2.7	2.0	1.6
P/S	1.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	6.1	4.9	4.1	3.0

注：财务单位为人民币，2024 年 6 月 19 日 1 港元=0.91137 元人民币

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 公司介绍：设计师品牌服饰领先企业.....	5
1.1、 设计驱动，特有风格服饰.....	5
1.2、 线上线下全布局，会员数量高增.....	9
2、 行业对比：盈利能力提升显著，ROE 高.....	12
2.1、 盈利能力：持续提升利润率，保持高股息率.....	12
2.2、 营运能力：存货周转健康，运营稳定.....	14
3、 盈利预测与评级.....	14
4、 风险提示.....	15

图表目录

图 1: FY2018-FY2024H1 公司营业收入、利润及同比变化.....	7
图 2: FY2018-FY2024H1 分品牌收入占比.....	8
图 3: FY2019-FY2024H1 分品牌收入同比增速.....	8
图 4: FY2018-FY2024H1 分品牌门店数量.....	9
图 5: 公司股权结构图 (截至 FY2023)	9
图 6: FY2018-FY2024H1 分销售渠道收入占比.....	10
图 7: FY2019-FY2024H1 分销售渠道收入同比增速.....	10
图 8: FY2018-FY2024H1 线下门店数量 (家)	11
图 9: FY2018-FY2024H1 公司会员数/活跃会员数.....	11
图 10: FY2018-FY2024H1 公司可比同店增速.....	12
图 11: 2018-2023 年毛利率对比.....	13
图 12: 2018-2023 年净利率对比.....	13
图 13: 2018-2023 年公司三项费用率情况.....	13
图 14: 2018-2023 年 ROE 对比.....	13
图 15: 2021-2023 年股息率对比.....	13
图 16: 2021-2023 年股利支付率对比.....	13
图 17: 2018-2023 年存货周转天数对比 (单位: 天)	14
图 18: 2018-2023 年应收账款周转天数对比 (单位: 天)	14
表 1: 公司品牌矩阵.....	5
表 2: 公司分品牌收入 (百万元人民币) 预测表.....	14
表 3: 可比公司 PE 估值表.....	15

1、公司介绍：设计师品牌服饰领先企业

1.1、设计驱动，特有风格服饰

江南布衣是一家位于中国的有影响力设计师品牌时尚集团。公司设计、推广及出售时尚服装、鞋类、配饰及家居类产品，产品主要面向中高层收入客户。截至 2023 年 12 月 31 日，公司品牌组合包括三个阶段的多个品牌，即成熟品牌 JNBY，三个成长品牌 CROQUIS（速写）、jnby by JNBY 及 LESS，以及包括 POMME DE TERRE（蓬马）及 JNBYHOME 等多个新兴品牌。各个品牌均各自面向特定客户并拥有基于集团统一品牌理念“自然而然地做自己”（Just Naturally Be Yourself）的独特设计形象。目前公司已经建立主要由实体零售店、线上平台及以微信为主的社交媒体互动营销服务平台三个部分组成的全渠道互动平台，旨在打造一套由于其追求公司致力提倡的生活方式而购买的粉丝群体“江南布衣粉丝经济”体系。

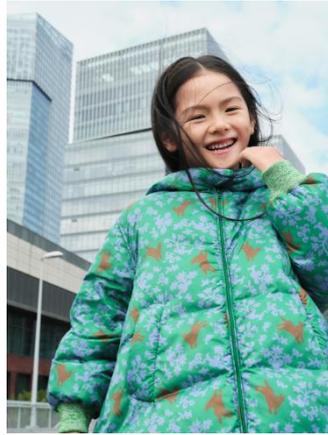
表 1：公司品牌矩阵



品牌名称：JNBY
 品牌类别：成熟品牌
 发布年份：1990 年代
 品牌理念：Just Naturally Be Yourself
 目标客户：介于 25-40 岁的好奇心强、善于发现平凡生活中的惊喜、诗意，将此自然表达的现代女性
 设计理念：现代、活力、意趣、坦然



品牌名称：CROQUIS（速写）
 品牌类别：成长品牌
 发布年份：2005 年
 品牌理念：Re-Consider Humorously
 目标客户：介于 25-35 岁的追求穿衣乐趣的男士
 设计理念：当代、质感、玩味、优雅



品牌名称: jnby by JNBY
品牌类别: 成长品牌
发布年份: 2011 年
品牌理念: Free Imagination
目标客户: 介于 0-10 岁的热爱生活, 独立自我, 具有一定生活品质的中高产阶级家庭的孩子
设计理念: 自由、想象力、快乐、真实



品牌名称: Less
品牌类别: 成长品牌
发布年份: 2011 年
品牌理念: Less is more
目标客户: 介于 30-45 岁的追求简约的生活、独立、理性的新一代职场女性
设计理念: 简约、精致、独立、理性



品牌名称: POMME DE TERRE (蓬马)
品牌类别: 新兴品牌
发布年份: 2016 年
品牌理念: Don't be Serious
目标客户: 16-25 岁, 追求更为丰富的精神和生活方式的 Z 一代
设计理念: 轻松、随性、明朗、雅痞

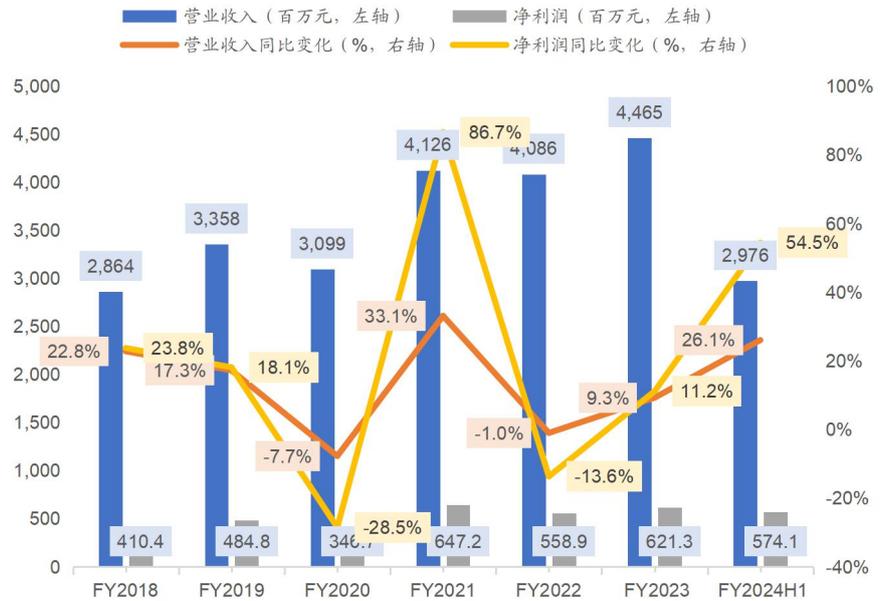


品牌名称: JNBYHOME
品牌类别: 新兴品牌
发布年份: 2016 年
品牌理念: Live Lively
目标客户: 有积极自由的心境追求高品质生活的人
设计理念: 多样性、舒适、自我、好奇心

资料来源: 江南布衣公司官网, 国海证券研究所

FY2024H1 营收利润均大幅提升，实现高质量增长。 FY2018 到 FY2023，公司营收从 28.64 亿元增长至 44.65 亿元，年复合增长 9.29%。FY2024H1 实现收入 29.76 亿元，同比增长 26.1%。收入增长主要是实体店可比同店销售增长、线上渠道销售的增长以及线下门店规模的增长所致。净利润方面，从 FY2018 到 FY2023，公司净利润从 4.1 亿元增长到 6.21 亿元，年复合增长 8.65%，FY2024H1 净利润达到 5.74 亿元，同比增长 54.5%。

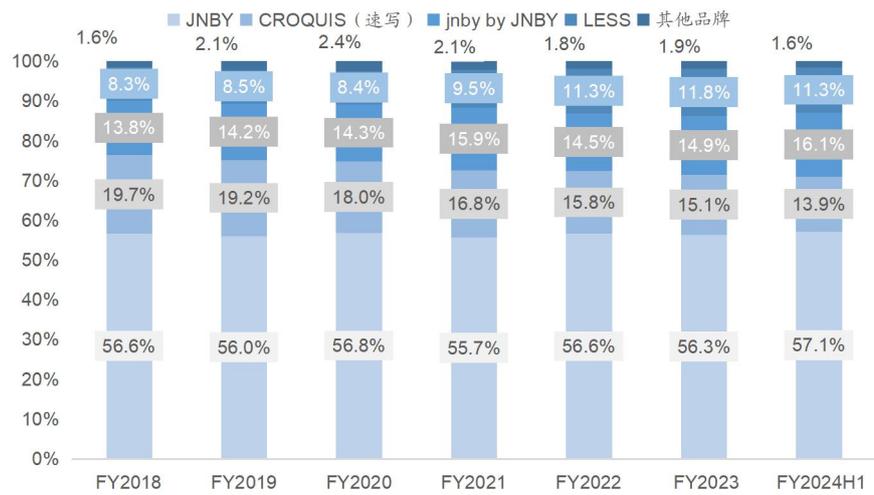
图 1: FY2018-FY2024H1 公司营业收入、利润及同比变化



资料来源：江南布衣公司公告，国海证券研究所

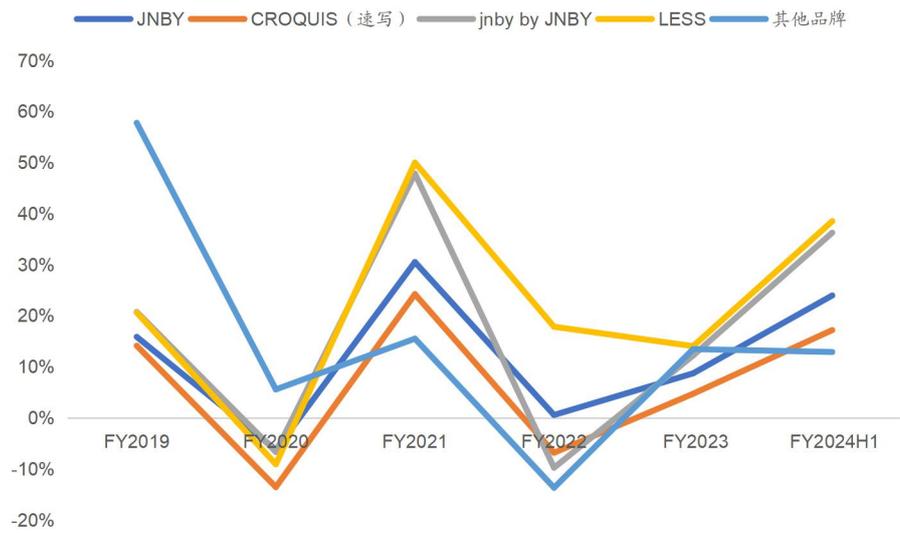
成熟品牌 JNBY 增长稳健，新兴品牌快速成长。 FY2018 到 FY2024H1，成熟品牌 JNBY 收入占比一直保持领先地位，FY2024H1，JNBY/CROQUIS（速写）/jnby by JNBY/LESS/新兴品牌的收入占比分别为 57.1%/13.9%/16.1%/11.3%/1.6%。分品牌收入同比增速方面，FY2020 和 FY2022 出现了增速下滑，FY2023 开始复苏，FY2024H1 成熟品牌和成长品牌有较高的收入增速，其中 JNBY/CROQUIS（速写）/jnby by JNBY/LESS/新兴品牌的收入同比增速分别为 24.0%/17.2%/36.3%/38.5%/12.9%。截至 FY2024H1，公司共有门店 2036 家，其中 JNBY/CROQUIS（速写）/jnby by JNBY/LESS/新兴品牌的门店数量分别为 935/311/497/235/38。

图 2: FY2018-FY2024H1 分品牌收入占比



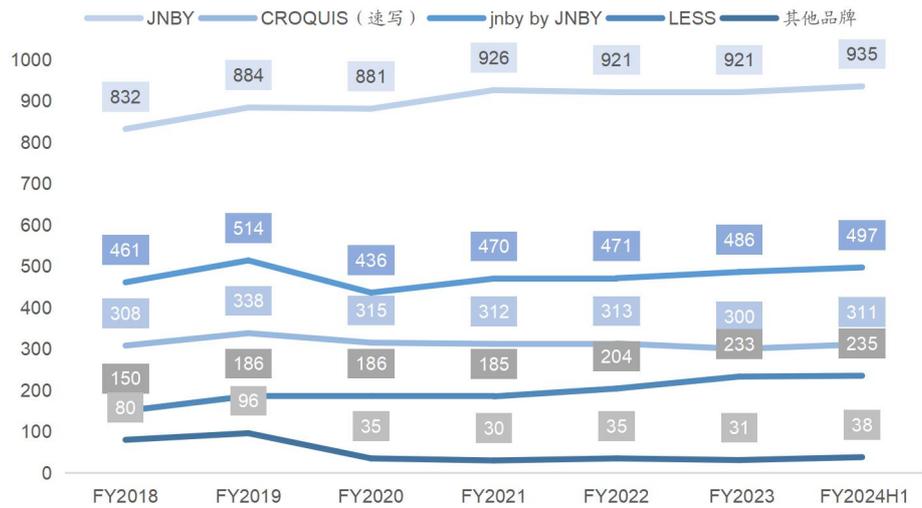
资料来源: 江南布衣公司公告, 国海证券研究所

图 3: FY2019-FY2024H1 分品牌收入同比增速



资料来源: 江南布衣公司公告, 国海证券研究所

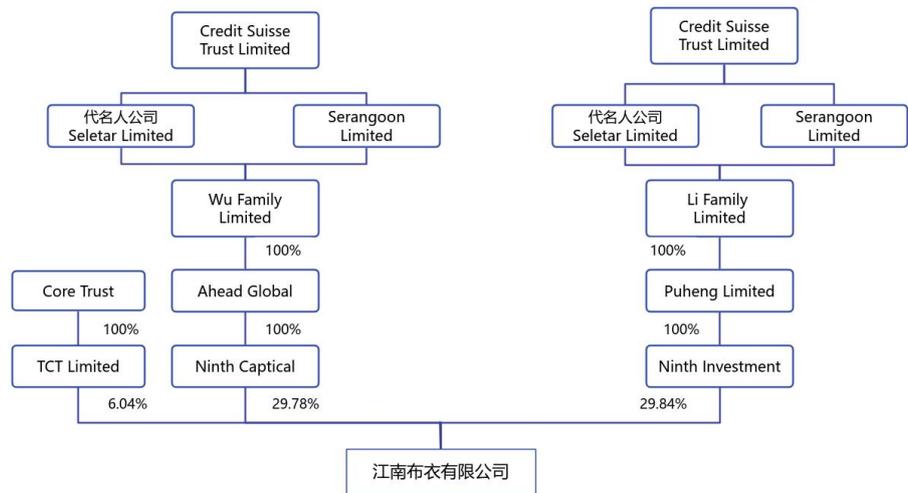
图 4: FY2018-FY2024H1 分品牌门店数量



资料来源: 江南布衣公司公告, 国海证券研究所

创始人持股比例高, 管理层结构稳定。截至 FY2023, 吴健先生、李琳女士合计持有公司股份 61.39%; 吴华婷女士持有公司股份 1.77%。

图 5: 公司股权结构图 (截至 FY2023)

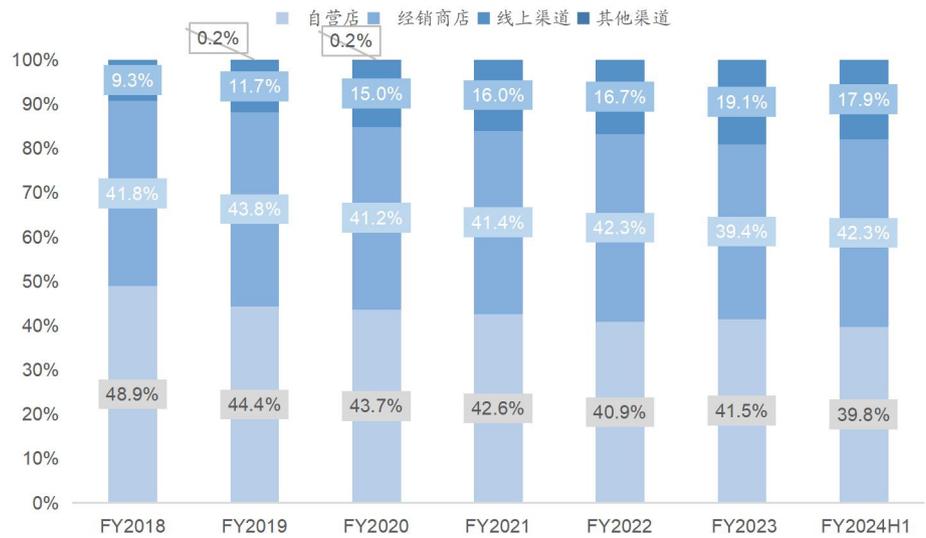


资料来源: 江南布衣公司公告, 国海证券研究所

1.2、线上线下全布局, 会员数量高增

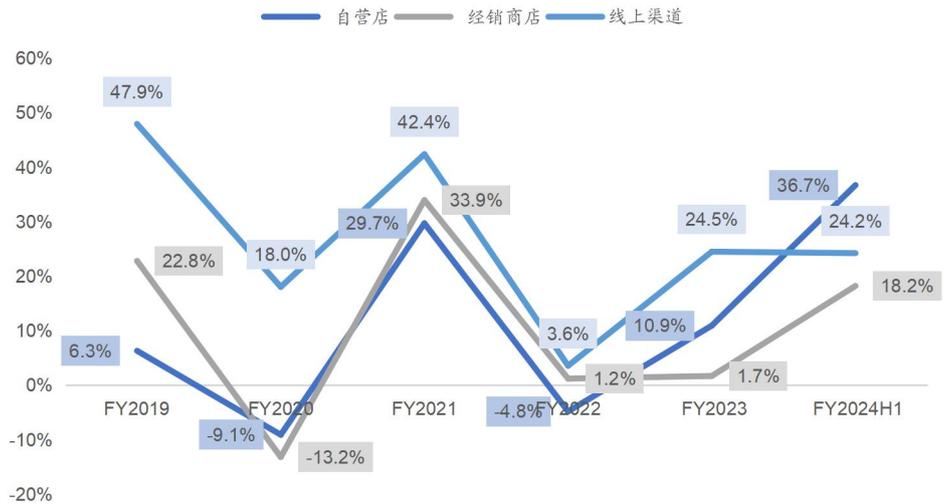
线下渠道稳步增长, 线上渠道快速发展。集团收入主要来自向经销商销售产品及在自营店和线上渠道向终端客户销售产品, FY2018 到 FY2024H1, 各渠道的收入占比基本平稳。FY2024H1, 自营/经销/线上的收入占比分别为 39.8%/42.3%/17.9%。分渠道收入增速方面, FY2020 和 FY2022 各渠道收入都出现了较为明显的增速下滑, FY2023 开始复苏, FY2024H1 自营店、经销商店和线上渠道有较高的收入增速, 分别为 36.7%、18.2%和 24.2%。

图 6: FY2018-FY2024H1 分销售渠道收入占比



资料来源: 江南布衣公司公告, 国海证券研究所

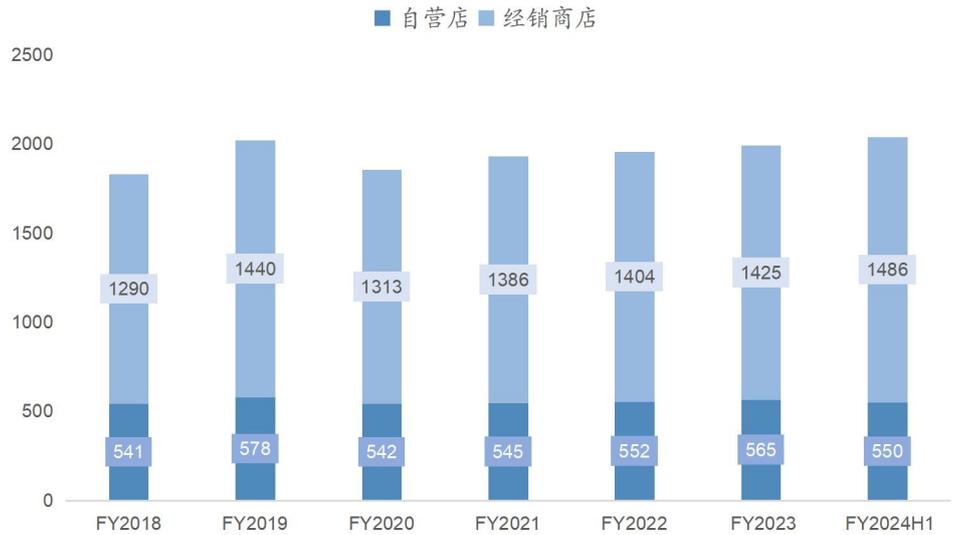
图 7: FY2019-FY2024H1 分销售渠道收入同比增速



资料来源: 江南布衣公司公告, 国海证券研究所

门店数量稳步增加。从FY2018到FY2024H1, 线下门店数整体上呈现出上升趋势, 截至FY2024H1, 公司共有门店2036家。其中自营店为550家, 经销商店为1486家。

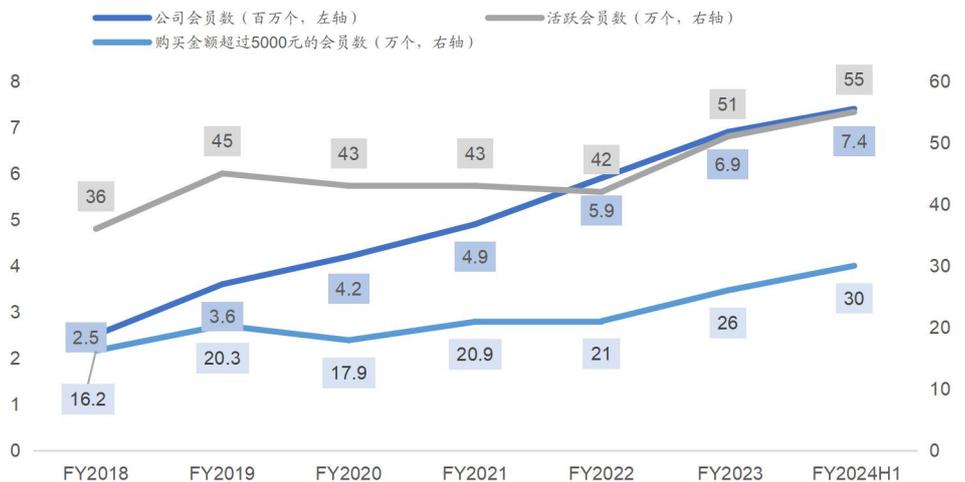
图 8: FY2018-FY2024H1 线下门店数量 (家)



资料来源: 江南布衣公司公告, 国海证券研究所

会员数量持续增长, 会员贡献稳步提升。公司坚持以数据为驱动、技术为载体、粉丝经济为核心,持续不断地为粉丝创造及提供增值服务的场景和触点建设,打造一套“江南布衣粉丝经济”体系。FY2018到FY2023,公司会员数/活跃会员数/购买金额超过5000元的会员数的年复合增长率分别为22.5%/7.2%/9.9%,都有显著的提升。FY2024H1公司会员数达到740万,活跃会员数达55万,购买金额超过5000元的会员数达30万个,这主要源于集团持续加强品牌力及精细化会员运营的各项举措取得了成效。

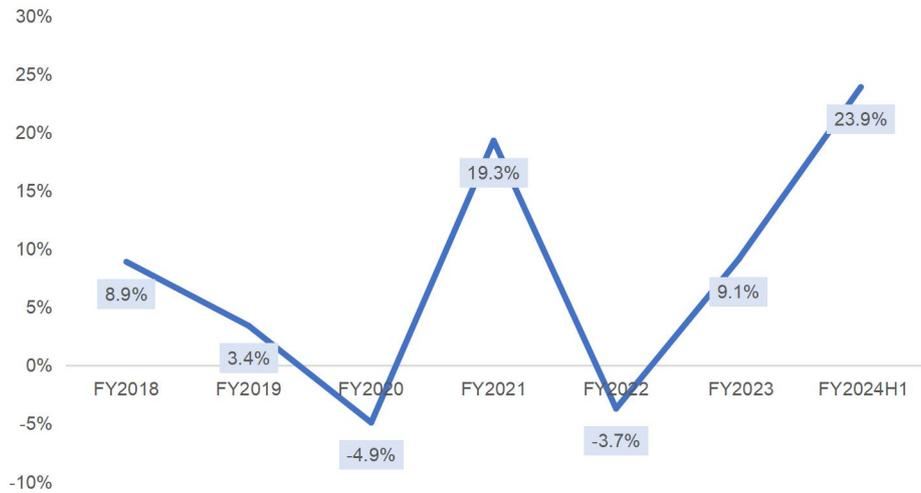
图 9: FY2018-FY2024H1 公司会员数/活跃会员数



资料来源: 江南布衣公司公告, 国海证券研究所

线下零售店铺可比同店增速明显。FY2024H1,随着经济全面恢复常态化运行,线下客流量复苏,线下零售店铺可比同店录得23.9%的增长,主要因为①集团成功打造若干“江南布衣”多品牌集合店铺,粉丝触达面和店铺服务质量提升了;②存货共享及分配系统带来的增量零售额同比大幅增长;③“互联网+”思维和技术赋能销售,数智零售渠道贡献的零售额主要体现在可比同店中。

图 10: FY2018-FY2024H1 公司可比同店增速



资料来源：江南布衣公司公告，国海证券研究所

2、行业对比：盈利能力提升显著，ROE 高

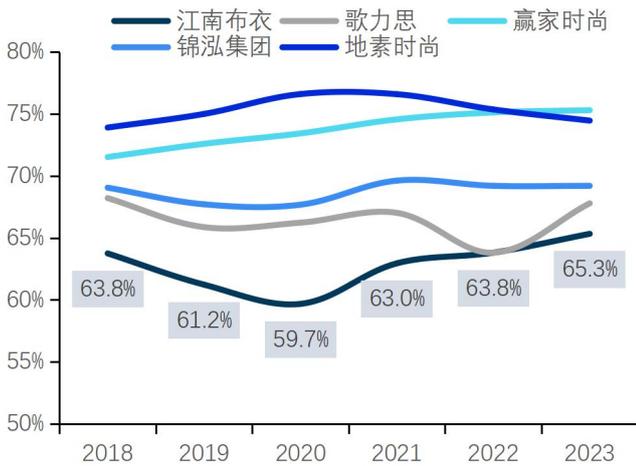
2.1、盈利能力：持续提升利润率，保持高股息率

公司毛利率、净利率近年来提升明显。选取同行业女装品牌公司进行对比，2021-2023 年公司毛利率攀升显著，FY2024H1 为 65.46%，净利润率平缓增长，处于可比公司中等水平，FY2024H1 为 19.28%。

公司成本管控良好。公司三大费用率近五财年波动幅度不大，财务费用率自 FY2022 开始稍有所提升，FY2023 为 0.16%。

ROE 可比行业公司最高，增速平缓。自 FY2018 起处于可比行业公司最高水平，虽 FY2020 受疫情影响有所下降，但仍未影响其在可比公司的高水平地位。

图 11: 2018-2023 年毛利率对比



资料来源: 同花顺 ifind, 国海证券研究所

图 12: 2018-2023 年净利率对比



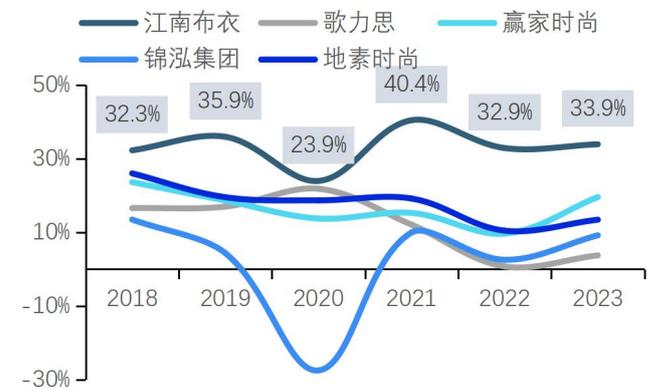
资料来源: 同花顺 ifind, 国海证券研究所

图 13: 2018-2023 年公司三项费用率情况



资料来源: 同花顺 ifind, 国海证券研究所

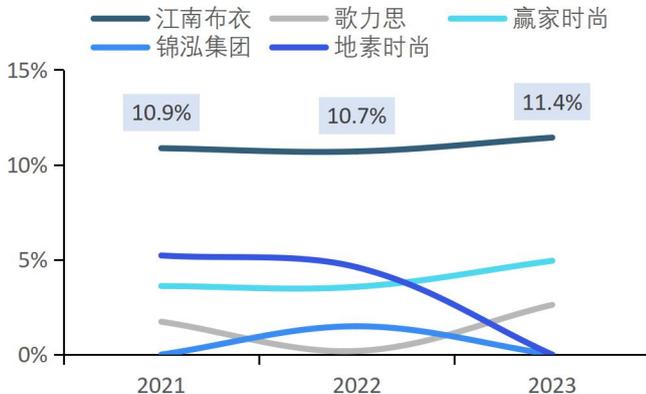
图 14: 2018-2023 年 ROE 对比



资料来源: 同花顺 ifind, 国海证券研究所

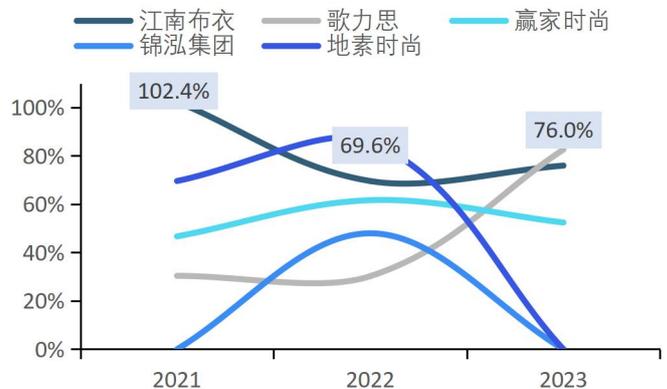
高股息率具备吸引力。公司近三财年 (FY2021-FY2023) 保持稳定的股息率, 平均值在 11%, 且远高于可比公司。公司现金流稳定, 盈利状况良好, 在股利支付率上较可比行业公司表现突出, FY2023 股利支付率达到 75.98%。

图 15: 2021-2023 年股息率对比



资料来源: 同花顺 ifind, 国海证券研究所

图 16: 2021-2023 年股利支付率对比



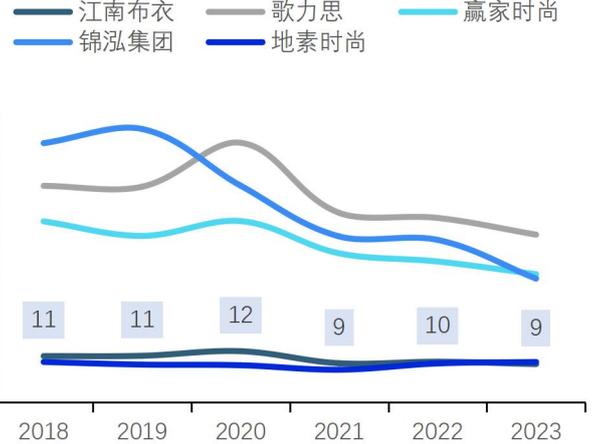
资料来源: 同花顺 ifind, 国海证券研究所

2.2、营运能力：存货周转健康，运营稳定

公司存货周转健康，营运能力稳健。自 FY2020 后，存货周转天数保持平稳，平均值为 188 天，处于可比公司中较低水平。应收账款周转正常。集团信用管理良好，坏账风险低。应收账款天数自 FY2020 财年有所下降，FY2023 为 9 天，处于可比公司中较低水平。

图 17：2018-2023 年存货周转天数对比（单位：天）

图 18：2018-2023 年应收账款周转天数对比（单位：天）



资料来源：同花顺 ifind，国海证券研究所

资料来源：同花顺 ifind，国海证券研究所

注：公司对比部分江南布衣为财年数据，其余公司为自然年数据。

3、盈利预测与评级

公司作为领先的设计师品牌时尚集团，产品面向中高层收入群体，具有广泛的产品及品牌组合生态圈，打造了多元化及高粘性的客群。零售环境逐步修复下，集团 FY2024H1 主品牌实现了优于行业大盘的增长，线下保持持续拓店，看好集团未来品牌力的持续提升。我们预计公司 FY2024-2026 收入分别为 52.55/59.33/66.07 亿元，归母净利润分别为 8.34/9.49/10.77 亿元，6 月 19 日收盘价为 16.2 港元，对应 PE 分别为 9/8/7X。公司作为低估值高分红优质标的，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：公司分品牌收入（百万元人民币）预测表

	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
JNBY	2513	2911	3260	3586
YOY	8.7%	15.8%	12%	10%
CROQUIS（速写）	676	768	868	981
YOY	4.7%	13.8%	13%	13%
jnby by JNBY	665	830	946	1079
YOY	12.2%	24.8%	14%	14%
LESS	526	653	751	841

YOY	14.0%	24.2%	15%	12%
其他品牌	85	93	107	120
YOY	13.5%	8.9%	15%	12%
总营收	4465	5255	5933	6607
YOY	9.3%	17.7%	12.9%	11.4%

资料来源：Wind，江南布衣公司公告，国海证券研究所

表 3：可比公司 PE 估值表

	2023A	2024E	2025E	2026E
江南布衣 (3306.HK)	12.3	9.2	8.1	7.1
赢家时尚 (3709.HK)	10.8	6.8	5.7	4.9
锦泓集团 (603518.SH)	11.7	8.4	7.0	6.1
地素时尚 (603587.SH)	12.7	11.7	10.4	9.3
歌力思 (603808.SH)	32	9.8	7.6	6.6
平均 PE	15.9	9.2	7.8	6.8

注：江南布衣为财年数据，其余公司均为自然年数据，股价日期为 2024 年 6 月 19 日。

资料来源：Wind，国海证券研究所

4、风险提示

- 1) 宏观经济波动风险：宏观经济波动影响消费需求导致的风险；
- 2) 行业竞争风险：行业内公司竞争加剧导致的风险；
- 3) 消费者偏好风险：消费者需求偏好改变导致的风险；
- 4) 市场开拓及产品推广风险：进入新市场及推出新产品表现不佳导致的风险；
- 5) 新品牌不及预期风险：新品牌成长速度缓慢导致的风险。

附表：江南布衣盈利预测表（注：财务单位为人民币，2024年6月19日1港元=0.91137元人民币）

证券代码:	03306				股价:	16.20				投资评级:	买入				日期:	2024/06/19					
财务指标	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E		每股指标与估值	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E		FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E		FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E	
盈利能力						每股指标															
ROE	31.35%	29.59%	25.19%	22.22%		EPS	1.20	1.61	1.83	2.08											
毛利率	65.33%	65.56%	65.79%	65.76%		BVPS	3.82	5.43	7.26	9.34											
期间费率	47.94%	43.13%	42.60%	42.17%		估值															
销售净利率	13.91%	15.86%	16.00%	16.30%		P/E	12.33	9.19	8.07	7.11											
成长能力						P/B	3.87	2.72	2.03	1.58											
收入增长率	9.29%	17.67%	12.89%	11.37%		P/S	1.71	1.46	1.29	1.16											
利润增长率	11.17%	34.17%	13.88%	13.44%																	
营运能力						利润表 (百万元)	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E											
总资产周转率	1.10	1.01	0.93	0.87		营业收入	4465.12	5255.26	5932.57	6606.89											
应收账款周转率	35.60	34.00	35.00	36.00		营业成本	1548.13	1809.99	2029.41	2262.02											
存货周转率	1.96	2.00	2.20	2.30		营业税金及附加															
偿债能力						销售费用	1695.08	1815.39	2052.91	2257.63											
资产负债率	51.26%	45.87%	40.97%	36.42%		管理费用	445.63	451.14	474.61	528.55											
流动比	1.38	1.79	2.19	2.60		财务费用	9.70	-9.29	11.81	13.29											
速动比	0.89	1.32	1.76	2.17		其他费用/(-收入)															
资产负债表 (百万元)	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E		营业利润	777.37	1240.35	1435.65	1618.68											
现金及现金等价物	525.15	1411.25	2401.32	3449.69		营业外净收支	83.14	0.00	0.00	0.00											
应收款项	125.43	154.57	169.50	183.52		利润总额	850.82	1249.64	1423.83	1605.40											
存货净额	790.33	904.99	922.46	983.49		所得税费用	229.54	416.08	474.61	528.55											
其他流动资产	1.39	5.26	0.00	0.00		净利润	621.28	833.57	949.23	1076.84											
流动资产合计	2222.65	3442.39	4693.44	5997.78		少数股东损益	-0.01	0.00	0.00	0.00											
固定资产	463.15	420.49	384.84	355.85		归属于母公司净利润	621.29	833.57	949.23	1076.84											
在建工程						现金流量表 (百万元)	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E											
无形资产及其他	766.20	727.69	691.31	656.74		经营活动现金流	939.12	768.63	1104.29	1182.67											
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00		净利润	621.29	833.57	949.23	1076.84											
资产总计	4065.83	5204.41	6383.42	7624.20		少数股东权益	-0.01	0.00	0.00	0.00											
短期借款	99.51	99.51	99.51	99.51		折旧摊销	415.58	60.96	57.03	53.56											
应付款项	236.40	274.24	302.90	332.65		公允价值变动	37.82	4.73	31.22	46.31											
合同负债						营运资金变动	-135.56	-130.63	66.81	5.97											
其他流动负债	1223.44	1471.47	1661.12	1783.86		投资活动现金流	-239.77	120.20	-85.00	-90.00											
流动负债合计	1615.79	1918.80	2146.59	2308.52		资本支出	-155.40	20.20	15.00	10.00											
长期借款及应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00		长期投资	-116.48	100.00	-100.00	-100.00											
其他长期负债	468.52	468.52	468.52	468.52		其他	32.10	0.00	0.00	0.00											
长期负债合计	468.52	468.52	468.52	468.52		筹资活动现金流	-771.87	-4.73	-31.22	-46.31											
负债合计	2084.30	2387.32	2615.10	2777.04		债务融资	-49.35	0.00	0.00	0.00											
股本	4.62	4.62	4.62	4.62		权益融资	10.00	0.00	0.00	0.00											
股东权益	1981.52	2817.09	3768.32	4847.16		其它	-732.51	-4.73	-31.22	-46.31											
负债和股东权益总计	4065.83	5204.41	6383.42	7624.20		现金净增加额	-66.60	886.10	990.07	1048.37											

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【海外消费&纺织服装小组介绍】

马川琪：海外消费负责人，资深分析师，美国西北大学硕士，英国布里斯托大学学士。专注于大消费产业研究，全球视角。

廖小慧：研究助理，复旦大学硕士，从事海外消费、纺服行业研究，全球视角。

刘毅：研究助理，香港中文大学硕士，西南财经大学学士，主要覆盖美股消费，全球视角。

【分析师承诺】

马川琪，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代

自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。