

# 江南布衣 (03306)

证券研究报告  
2024年06月20日

## 设计师品牌翘楚，三大战略力促可持续增长

### 构建多元品牌矩阵

江南布衣创于1997年，2016年在港交所上市，是一家有影响力的设计师品牌时尚公司。公司主营业务为设计、推广及销售时尚服装、鞋类、配饰和家居产品，组合品牌包括一个成熟品牌，三个成长品牌及若干新兴品牌。

### 营收利润增长稳健，费率优化，派息率高

FY19-23 公司营收规模从 33.58 亿元增长至 44.65 亿元 (CAGR7.38%)，归母净利润从 4.85 亿元增长至 6.21 亿元 (CAGR6.37%)，主要系实体店可比同店销售增长，线上渠道销售的快速增长以及线下门店规模的增长所致。2024 上半财年，随着公司整体收入增长，经营效率增长，各项费率都减少明显。公司近年将 75%左右的净利润用于股东分红，派息率高。

### 设计师品牌市场扩张，头部效应明显

1) 规模：根据中商产业研究院、共研网等，22 年我国服装行业市场规模 2.6 万亿、设计师品牌行业市场规模 1776 亿。我们认为伴随人均可支配收入增长、政策环境改善、消费理念变化，设计师品牌行业市场规模将继续扩大。2) 格局：当前设计师品牌行业格局较为分散，准入门槛较高且头部效应、先入优势显著，江南布衣作为行业领军者将占领先机。

### 设计、多品牌、粉丝经济三大战略驱动，有望保持可持续增长

1) 设计驱动：公司推崇原创设计，对设计师团队与研发投入力度大，研发能力突出。旗下品牌多次获奖，品牌理念与核心价值引领消费者提高品牌认知度。

2) 多品牌驱动：公司目前拥有 1 个成熟品牌、3 个成长品牌及若干新兴品牌。多元品牌矩阵定位不同目标客户，成熟品牌为收入核心，成长品牌增速更快。

3) 粉丝经济驱动：公司加强会员制度建设，增强粉丝粘性，培育“粉丝经济”。通过打造新型消费场景或产品提供产品增值服务，数智渠道增速较快。

### 首次覆盖，给予“买入”评级

公司系中国领先设计师品牌时尚集团，先入优势明显，坚持三大战略，我们预计 FY24-26 收入分别为 51.9/59.2/65.0 亿元人民币；归母净利润分别为 8.4/9.6/10.7 亿元人民币，EPS 为 1.63/1.86/2.06 元/股，对应的 24-26 年 PE 为 9.6/8.4/7.6X。参考可比公司估值，给予公司 24 财年合理 11 倍 PE，目标市值 100 亿，目标价 19.3 港元。

**风险提示：**品牌认可度未能维持或增长风险；品牌产品矩阵未能持续拓展风险；存货水平未能维持最佳风险；全渠道互动平台未能扩充风险；跨市场选取可比公司可能导致估值结论偏高风险。

### 投资评级

行业 非必需性消费/纺织及服饰

6 个月评级 买入 (首次评级)

当前价格 16.2 港元

目标价格 19.28 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	518.75
港股总市值(百万港元)	8,403.75
每股净资产(港元)	4.84
资产负债率(%)	49.84
一年内最高/最低(港元)	16.30/7.50

### 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

## 内容目录

1. 深耕服饰设计销售，设计师品牌翘楚.....	4
1.1. 构建多元品牌矩阵.....	4
1.2. 营收利润增长稳健，费率有望优化.....	4
1.3. 股权架构稳定、派息率高，管理团队经验丰富.....	6
2. 设计师品牌市场扩张，头部效应明显.....	8
2.1. 设计师品牌万亿级市场，潜力可期.....	8
2.2. 行业格局分散，先入优势明显.....	10
3. 三大战略驱动，持续增长可期.....	11
3.1. 设计驱动：设计水平突出，研究力度大.....	11
3.2. 多品牌驱动：覆盖庞大客户群，实现可持续增长.....	12
3.3. 粉丝经济驱动：加强会员建设，培育品牌忠诚.....	12
4. 盈利预测与估值.....	14
5. 风险提示.....	15

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：FY19-23 营业总收入（亿元）及 yoy.....	5
图 3：FY19-23 归母净利润（亿元）及 yoy.....	5
图 4：FY19-23 公司线下门店数量分布情况（家）.....	5
图 5：FY19-23 不同渠道收入情况（亿元）.....	5
图 6：2019-2024 上半财年公司总费率/销售费率/管理费率/财务费率.....	5
图 7：2019-2024 上半财年公司销售净利率与销售毛利率.....	5
图 8：公司股权架构（截至 2023 年 12 月）.....	6
图 9：FY19-23 公司全年分红及每股股利情况.....	6
图 10：FY19-23 公司股利支付率.....	6
图 11：2016-2025 年中国服装行业市场规模.....	9
图 12：2011-2022 年设计师品牌行业市场规模.....	10
图 13：消费者认为最具代表性的女装设计师品牌.....	10
图 14：消费者认为最独特且最易辨识的品牌.....	10
图 15：FY19-23 分品牌收入（亿元）.....	12
图 16：各品牌在社交平台官方账号/旗舰店粉丝量（万人，截至 2024 年 4 月 1 日）.....	13
图 17：FY19-23 实体店可比同店增长率.....	14
图 18：2021-2023 财年数智渠道 GMV（亿元）及 yoy.....	14
表 1：公司主要品牌资料.....	4
表 2：公司现任董事、高级管理人员简介（截至 2023 年 9 月 7 日）.....	7
表 3：相关政策文件.....	8

表 4：设计师品牌与其他品牌的区别 .....	9
表 5：公司主要获奖情况 .....	11
表 6：FY19-23 会员账户数及零售额占比、年购买额超过 5000 元的会员账户数及零售额和占比情况 .....	13
表 7：收入拆分及预测（单位：亿元） .....	14
表 8：可比公司估值 .....	15

## 1. 深耕服饰设计销售，设计师品牌翘楚

### 1.1. 构建多元品牌矩阵

江南布衣创于 1997 年，2016 年在港交所上市，是一家有影响力的设计师品牌时尚公司。公司主营业务为设计、推广及销售时尚服装、鞋类、配饰和家居产品，组合品牌包括一个成熟品牌，三个成长品牌及若干新兴品牌。公司主要品牌资料如下：

表 1：公司主要品牌资料

品牌	发布年份	目标客户	设计理念
JNBY	1999 年	25-40 岁的女士	现代、活力、意趣及坦然
LESS	2003 年（2011 年收购）	30-45 岁的职业女性	简约、精致、独立及理性
CROQUIS（速写）	2005 年	30-45 岁的男士	当代、质感、玩味及优雅
jnby by JNBY	2011 年	3-10 岁的儿童	自由、想象力、快乐及真实
POMME DE TERRE（蓬马）	2016 年	6-14 岁的儿童及青少年	质感、俏皮、鬼马及雅痞
JNBYHOME	2016 年	用积极自由的心境追求高品质生活的人	多样性、舒适、自我、好奇心

资料来源：公司公告，天风证券研究所

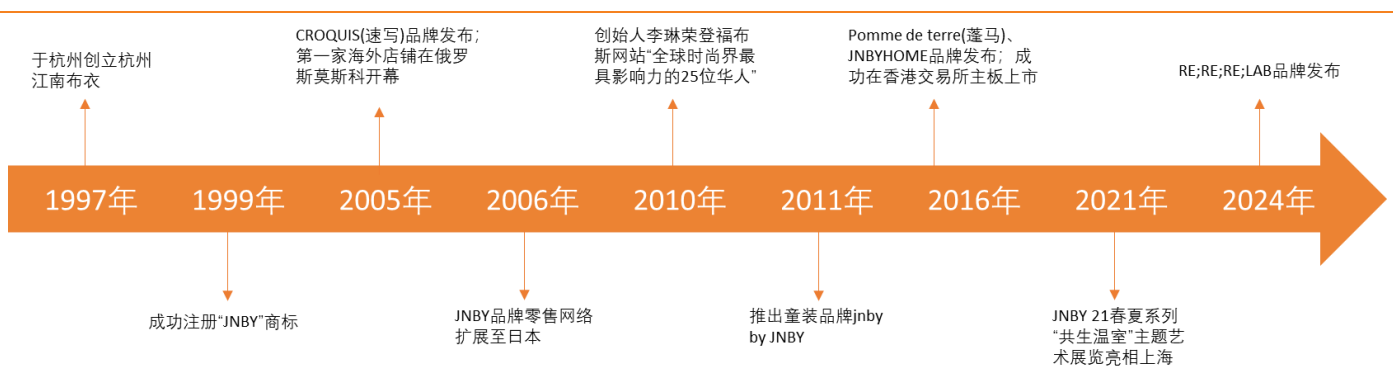
公司发展历程可分为如下阶段：

**1997-2004 年 品牌初创期，专注设计销售：**1997 年于中国杭州创立杭州江南布衣，迎设计团队首位成员；1999 年，成功注册“JNBY”商标，业务初期专注于设计及聘请经销商销售产品。

**2005-2016 年 扩充品牌矩阵，品牌国际化：**扩充品牌组合 CROQUIS、jnby by JNBY、LESS、POMME DE TERRE 及 JNBYHOME；相继于俄罗斯、日本等国开设海外门店。2011 年，JNBY 被福布斯中国评为“六大最有希望实现国际化的中国品牌”；2016 年，成功在香港交易所主板上市，成为“中国设计师品牌第一股”。

**2017 年至今 创造提供增值服务，强化可持续发展：**推出“不止盒子”及“江南布衣+”多品牌集合店等新兴消费场景或产品，提供消费者更多增值服务；“共生温室”主题艺术展览相继亮相于上海、哈尔滨、杭州、昆明；将可持续发展战略纳入企业运营的各方面，时刻关注产品、人才、环境、社区的可持续发展。

图 1：公司发展历程



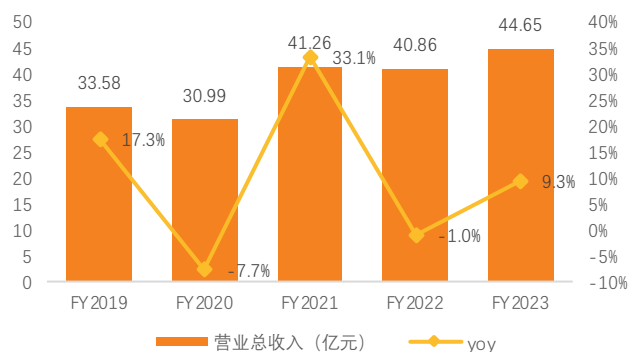
资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

### 1.2. 营收利润增长稳健，费率有望优化

**营收、利润稳中有进，实体、线上驱动增长。** FY19-23 公司营收规模从 33.58 亿元增长至 44.65 亿元 (CAGR7.38%)，归母净利润从 4.85 亿元增长至 6.21 亿元 (CAGR6.37%)，业绩稳中有进、进中提质。

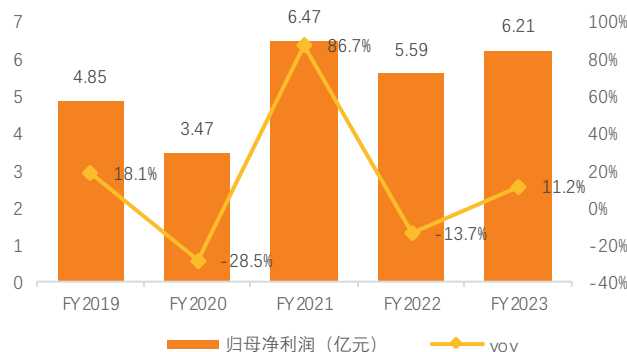
其中，受全球气候与疫情等因素影响，2020、2022 财年营收同比减少 7.7%、1.0%，归母净利润同比减少 28.5%、13.7%。FY24H1 公司营收 29.76 亿元，同比增长 26.1%。虽然疫情延宕对零售环境造成影响，公司收入仍有所上升，主要系实体店可比同店销售增长，线上渠道销售的快速增长以及线下门店规模的增长所致。

图 2: FY19-23 营业总收入 (亿元) 及 yoy



资料来源: ifind, 天风证券研究所

图 3: FY19-23 归母净利润 (亿元) 及 yoy

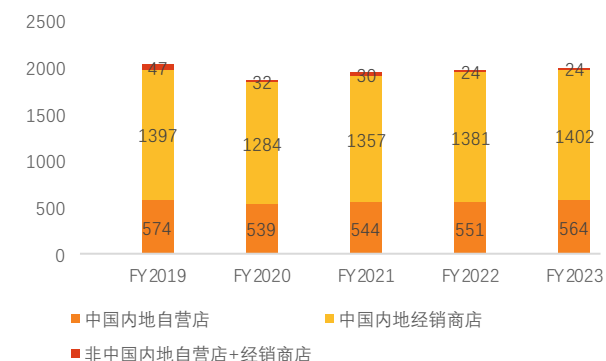


资料来源: ifind, 天风证券研究所

**线下为核心，线上线下增速快。**从渠道端看，公司主要分为包括自营店、经销商的线下渠道与线上渠道。公司主要线下门店分布在中国内地，以经销商店为主，店铺数量基本保持稳定。随着中国经济全面恢复常态化运行，线下客流量复苏有望为业绩增长提供稳健助推。

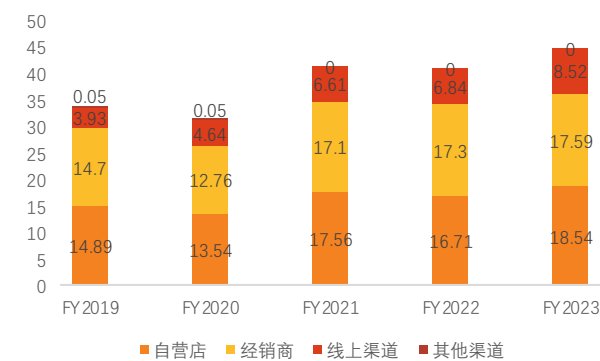
FY19-23 线下渠道收入由 29.59 亿元增长至 36.13 亿元，CAGR5.12%；线上渠道由 3.93 亿元增长至 8.52 亿元，CAGR21.34%。FY24 上半年，得益于实体店规模和销售增长以及线上渠道销售的增长，线下渠道收入大涨 26.5%，其中直营店增长 36.7%，经销店增长 18.2%；线上渠道收入则大涨 24.2%。

图 4: FY19-23 公司线下门店数量分布情况 (家)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 5: FY19-23 不同渠道收入情况 (亿元)



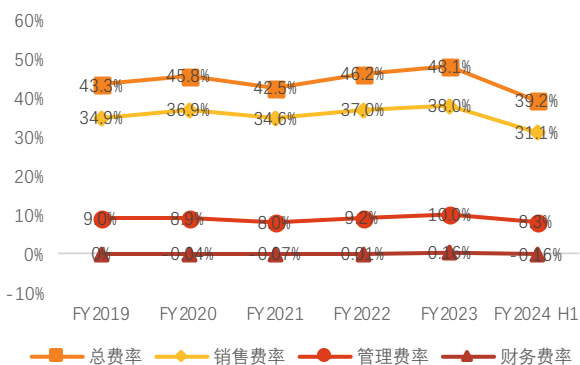
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

**费率有望优化，盈利稳中有升。** FY19-23 公司总费率从 43.28% 增长至 48.10%，销售费率从 34.85% 增长至 37.96%，管理费率从 8.98% 增长至 9.98%。2024H1，随着公司整体收入增长，经营效率提升，各项费率都减少明显。

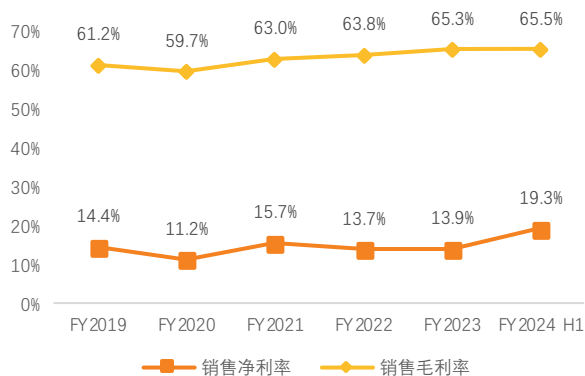
盈利水平方面，受益于集团收入规模增长以及综合品牌力、产品认可度的增长，2019-2024 上半财年公司毛利率由 61.2% 增长至 65.5%，净利率由 14.4% 增长至 19.3%。

图 6: 2019-2024 上半财年公司总费率/销售费率/管理费率/财务费率

图 7: 2019-2024 上半财年公司销售净利率与销售毛利率



资料来源: ifind, 天风证券研究所

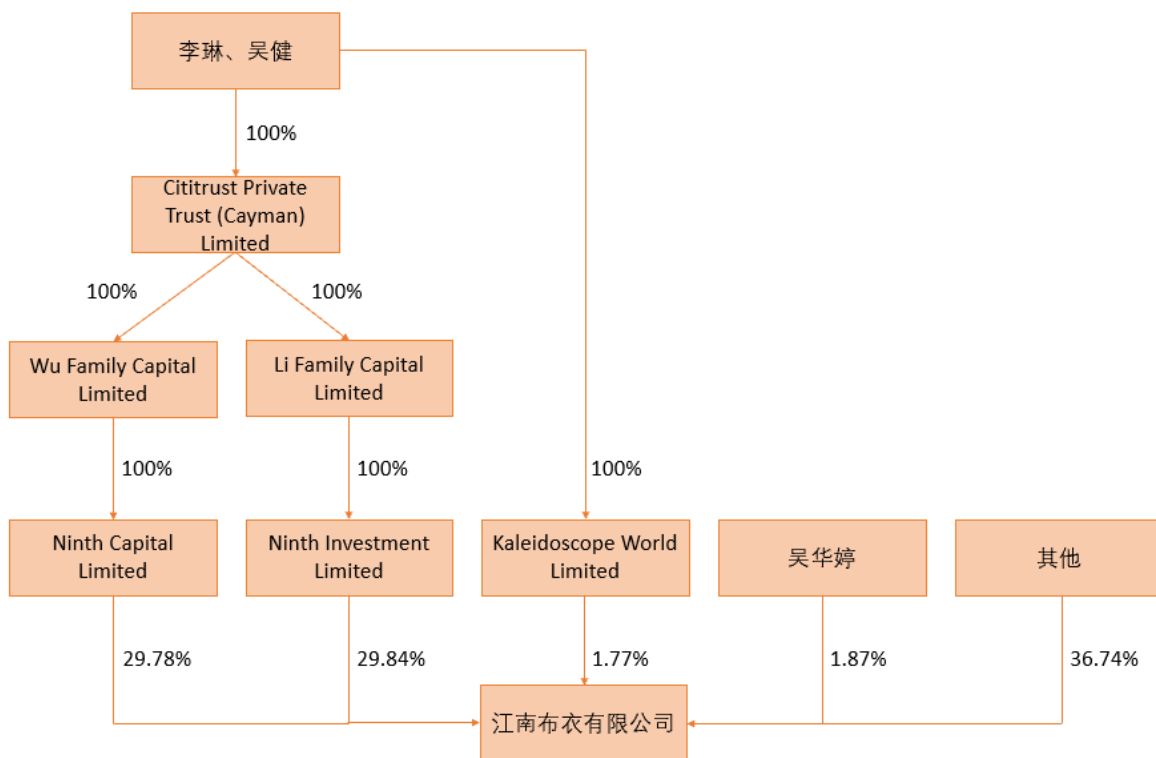


资料来源: ifind, 天风证券研究所

### 1.3. 股权架构稳定、派息率高，管理团队经验丰富

股权架构稳定，分红积极回馈股东。公司主要股东为 Ninth Capital Limited 和 Ninth Investment Limited，由实控人李琳、吴健夫妇通过家族信托公司持有，最终受益股占比约为 61.39%，股权结构稳定。公司近年坚持将 75%左右的净利润用于分红，派息率高。FY24 上半年中期派息与特别股息合计每股派发 0.85 港元，传递出正面信号。

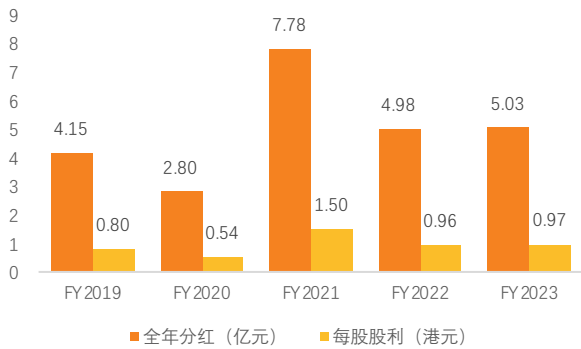
图 8：公司股权架构（截至 2023 年 12 月）



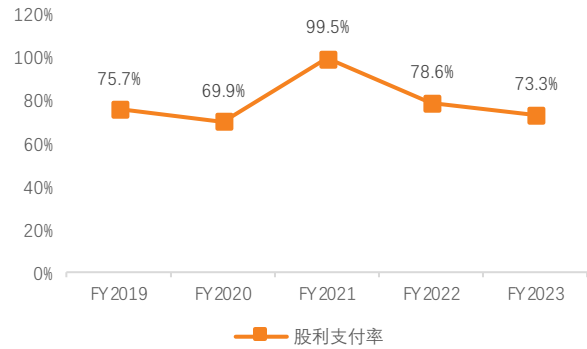
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 9：FY19-23 公司全年分红及每股股利情况

图 10：FY19-23 公司股利支付率



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

**核心管理团队经验丰富，分工明确。**公司核心管理层团队稳定，董事会主席及主要高管大多有超过 20 年的工作经历，高管团队经验丰富。公司董事会主席吴健与执行董事李琳为配偶兼共同创始人，吴健是业务策略及成就的主要推动者，李琳主要负责服装业务的设计与创新，行政总裁兼执行董事吴华婷拥有丰富的互联网运营、投资经验，分工明确。

表 2: 公司现任董事、高级管理人员简介 (截至 2023 年 9 月 7 日)

姓名	职位	简历
吴健	董事会主席, 执行董事	集团共同创始人, 执行董事及公司的主席, 主要负责为集团制定整体发展策略及监督其营运。自 1994 年末致力于经营李琳的服装设计, 以及建立与发展集团。于时装行业拥有近 30 年业务营运经验, 至今一直是业务策略及成就的主要推动者, 并将继续监督营运及业务的管理。集团执行董事兼首席创意官李琳的丈夫, 生产及采购中心总经理吴立文的弟弟。
李琳	执行董事	集团共同创始人, 执行董事兼集团的首席创意官。于服装设计与零售业务近 30 年的经验, 主要负责服装业务的设计与创新。1994 年末在杭州开始销售女士服装, 逐步创立及开发本身的设计。1996 年开设售卖本身设计的首间零售店, 并于 1997 年成立杭州江南布衣服饰有限公司。集团主席兼执行董事吴健的妻子。
吴华婷	行政总裁, 执行董事	公司的行政总裁及执行董事, 主要负责集团整体战略制定、业务规划及发展。2011-2018 年为私募股本投资基金 Vision Knight Capital General Partners Ltd.的合伙人。此前, 自 2006 年起受雇于阿里巴巴(中国)网络技术有限公司, 担任资深总监。2002-2006 年, 担任 UT 斯达康通讯有限公司的市场发展总监。1998-2001 年底, 为顶新国际集团旗下杭州顶益国际食品有限公司的产品经理。
范永奎	首席财务官	2015 年 9 月加盟公司时获委任为集团财务总监, 主要负责集团的会计及财务管理, 2022 年 12 月 15 日获委任为江南布衣有限公司首席财务官。2010 年 7 月至 2015 年 9 月, 在浙江大华技术股份有限公司担任财务分析经理, 2008 年 5 月至 2010 年 6 月, 在立信会计师事务所担任项目经理。2006 年 9 月至 2008 年 4 月, 在浙江中诚会计师事务所担任核数师。
黄盛	首席营销官	2019 年 9 月 9 日起加盟公司, 担任集团首席营销官。主要负责集团的品牌营销策略、会员营运, 以及 JNBY 品牌、CROQUIS (速写) 品牌、less 品牌和 jnby by JNBY 品牌的自营业务管理。加入集团之前, 2018 年 9 月至 2019 年 9 月期间担任上海拉夏贝尔服饰股份有限公司的营销副总裁及 NAFNAF 品牌中国区首席执行官。2017 年 8 月至 2018 年 9 月在盖璞(上海)商业有限公司(GAP)担任市场总监。
管宏春	首席运营官	2021 年 5 月加入江南布衣有限公司, 被委任为首席运营官, 主要负责集团的数据中心、研发中心、APN 品牌业务、POMME DE TERRE (蓬马) 品牌业务、海外事业部的业务及运营管理, 并管理 JNBY 品牌、CROQUIS (速写) 品牌、LESS 品牌及 jnby by JNBY 品牌的经销业务。加入集团前, 2015 年 7 月至 2021 年 4 月在 EPO Fashion Group 担任 edition 总经理和集团副总裁。
聂延路	副总裁	2002 年 8 月加入江南布衣有限公司, 加入集团后在慧康实业担任多个负责 JNBY 品牌推广的职位, 包括从 2002 年 8 月至 2011 年 6 月担任市场总监及业务部总经理。2011 年 6 月加入江南布

衣服饰，担任江南布衣品牌业务中心总经理。2015年8月被委任为集团JNBY品牌与Croquis品牌营业部总经理（JNBY品牌与Croquis品牌业务发展部总经理）。2019年4月起，被委任为江南布衣有限公司副总裁。加入集团之前，曾在珠海经济特区飞利浦家用电器有限公司工作和美宝莲（苏州）化妆品有限公司工作。

**吴立文** 生产及采购中心总经理 2004年7月23日加入江南布衣有限公司，并被委任为集团生产及采购中心总经理，主要负责监督公司业务运营的制造及采购事务。2004年7月至2012年10月，担任慧康实业的生产及采购中心总经理。此前，1987年7月至2004年7月任职于沈阳市第九人民医院，最后担任医院超声科主任。是董事会主席、集团行政总裁兼执行董事吴健的姐姐。

**谢培旺** 电商运营中心总经理 2015年12月加入江南布衣有限公司，加入集团后主要负责电子商务的整体运营工作，担任电商运营中心总经理。2017年3月起兼任全渠道会员运营部负责人，并于2019年3月兼任JNBYHOME品牌业务中心总经理。2008年至2015年在阿里巴巴集团工作，从事过男装、女装等多个行业的运营岗位。

**方磊** 首席信息官 2014年3月加入江南布衣有限公司，担任信息中心项目经理，并于2017年3月被委任为信息中心总监。2021年8月，被委任为首席信息官，主要负责制定集团的信息规划，搭建信息技术平台，以及互联网产品的设计和研发。加入集团前，2005年7月至2014年3月在石基大商信息技术有限公司担任开发经理。

资料来源：公司年报，天风证券研究所

## 2. 设计师品牌市场扩张，头部效应明显

### 2.1. 设计师品牌万亿级市场，潜力可期

**经济发展带动市场扩容，服装行业潜力可期。**随着我国经济的整体发展以及城市化水平增长，民众对于物质需求的数量和质量同时增长，服装零售业成为拉动我国纺织服装行业发展的最大驱动力。中商产业研究院数据显示，我国服装行业市场规模由2016年的1.8万亿元增长至2020年的2.3万亿元，CAGR6.32%。

近年来，国家有关部门陆续出台有关服装行业的相关政策，为服装行业提供了良好的政策环境。中国人均可支配收入及净收入的持续上升，也有望推动市场继续增长。根据中商产业研究院测算，中国服装行业市场规模将持续增长，到2025年扩大至2.9万亿元。同时，中国的人均服装及鞋品开支仍落后于发达国家及地区，预期中国的服装及鞋品市场将有庞大的增长潜力。

表 3：相关政策文件

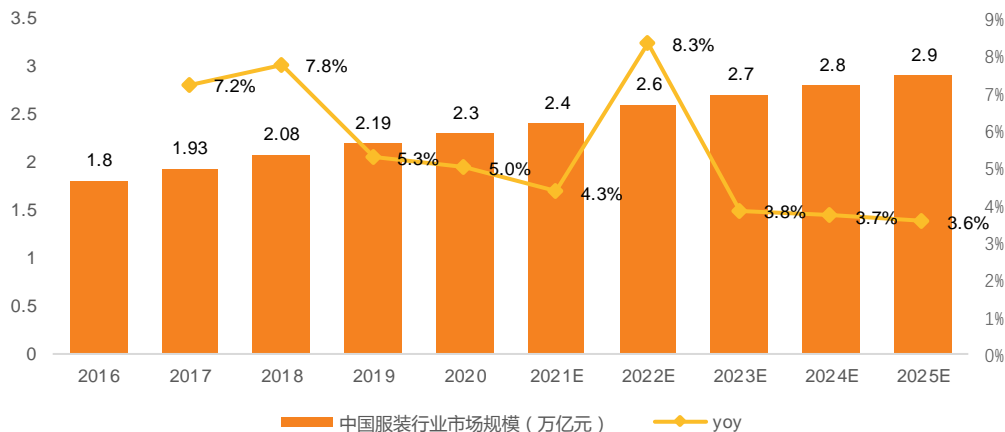
时间	政策文件	相关内容
2020年7月	《外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2020年版)》	一是加快服务业重点领域开放进程；二是放宽制造业、农业准入；三是继续在自贸试验区进行开放试点。
2020年7月	《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》	围绕电子信息、纺织服装、智能家电十大领域，强化区域优势产业协作，推动传统产业升级改造，建设一批国家级战略性新兴产业基地形成若干世界级制造业集群。
2020年7月	《政府工作报告》	围绕纺织服装、装备制造、电子信息产业，实施“小微企业进规模、规模企业冲亿元、亿元企业上台阶”计划，培育出一批行业旗舰企业和隐形冠军企业，推动纺织服装、装备制造产业成长为百亿级产业集群。
2020年9月	《进一步做好稳外贸稳外资工作的意见》	以多种方式为企业融资提供增信支持，支持贸易新业态发展。尽快推动在有条件的地方新增一批市场采购贸易方式试点，力争将全国试点总量扩大至30个左右，带动中小微企业出口；拓展对外贸易线上渠道等。
2021年10月	《“十四五”国家知识产权保护和运用规划》	完善服装设计等时尚产业知识产权保护政策。健全绿色技术知识产权保护制度。完善高校知识产权保护管理规定。建立知识产权侵权损害评估制度。
2022年1月	《“十四五”市场监管现代化》	率先在化妆品、服装、家纺、电子产品等消费品领域培育一批高端品牌。推



规划》	进实施内外贸产品“同线同标同质”工程。完善统一的绿色产品标准、认证、标识体系。
2022年11月 《关于巩固回升向好趋势加力振作工业经济的通知》	支持纺织服装行业绿色化发展，加大再生纤维制品宣传推广力度，稳住轻工、纺织等劳动密集型产品出口，促进传统行业平稳运行。

资料来源：中商产业研究院、华经情报网，中国政府网、人力资源和社会保障部官网，天风证券研究所

图 11：2016-2025 年中国服装行业市场规模



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

**设计师品牌风格独特，个性化消费推动市场增长。**设计师品牌时装产品具有强烈的设计师特色及标志性风格，这些特征令设计师品牌时装分部与中国服装市场的奢侈品牌、快时尚及商业品牌有所不同。消费者通常较为注重设计师品牌的设计、风格及独特的购物体验，而对价格的敏感度较低。随着我国创意产业持续发展，人均可支配收入不断增长，更多的人不再满足传统标准化的服装，而渴望选择个性化的服装穿戴。

这样的消费环境下，设计师品牌持续发展。共研网数据显示，2011-2021 年设计师品牌行业市场规模由 141 亿元扩大至 1453 亿元，CAGR26.27%，预测 2022 年市场规模将达到 1776 亿元。

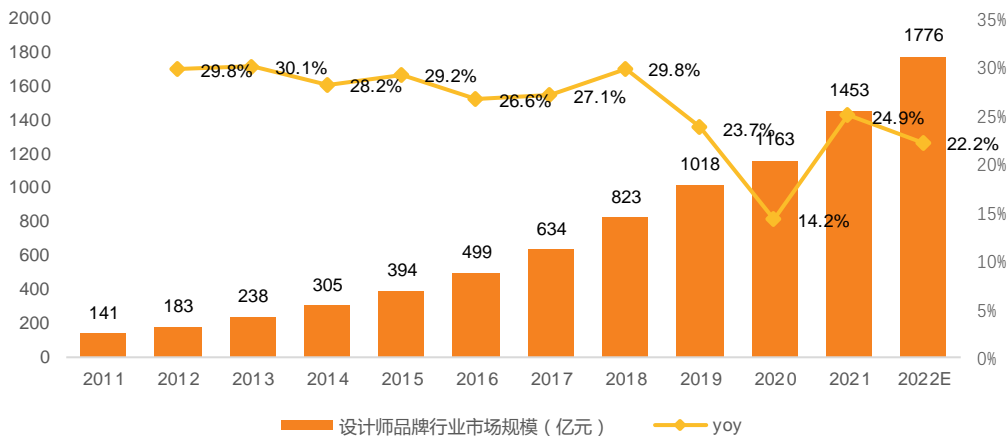
表 4：设计师品牌与其他品牌的区别

	设计师品牌	奢侈品品牌	快时尚品牌	商业品牌
定义与说明	设计师品牌时装产品一般具有突出的设计特色及标志性风格，易于识别。就设计师品牌而言，消费者通常较为重视设计、风格及独特的购物体验，因此对价格的敏感度较低。	在消费者看来，奢侈品牌具有价高，质优，美观，稀缺，别致以及众多非功能性特征。	快时尚是快速实现新品时装发布会中的设计的现代词汇，以紧贴最新的时尚潮流。快时尚公司因其周期快得以蓬勃发展；快速成型，小批量与多品种相结合，运输及交货效率高以及商品以在衣架上表示“有待上架”并附价格标签的方式展示。	商业品牌通常生产数量庞大的以销售为导向的服装产品，涵盖低端至高全范围内的产品。商业品牌通常更注重较为流行及普通风格的服装产品，具备大批量畅销服装库存量单位。
主要目标客户	在情感层面追求能体现其身份的优质服装产品的高收入人群	注重社会地位及产品品牌的高收入人士	寻求多元化着装体验的中等收入水平人群	对服装产品有多元化需求的不同收入水平人群
代表性品牌	● JNBY	● Louis Vuitton	● H&M	● La Chapelle

- Exception de MIXMIND
- Chanel
- Zara
- E-land
- Zuczug
- Armani
- UNIQLO
- Vera Moda
- Zukka Pro
- Michael Kors

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：2011-2022 年设计师品牌行业市场规模

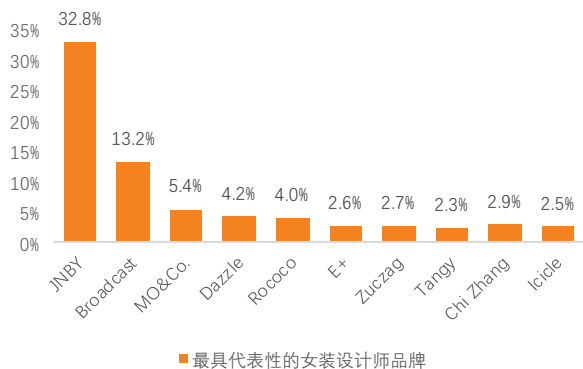


资料来源：共研网，天风证券研究所

## 2.2. 行业格局分散，先入优势明显

**行业格局分散，领军品牌占领先机。**中国设计师品牌时装市场相对分散，2015 年以零售额计算十大市场参与者占市场份额的 43.2%。集团于 2015 年在设计师品牌时装公司中取得最高的零售额及 9.6% 的市场份额，占中国总体服装市场份额 0.2%，是 2015 年中国最大的设计师品牌时装公司。根据灼识咨询，JNBY 在中国被视为最独特且最易识别的女士服装设计师品牌，品牌认知度排名第一；按重复购买客户数计，在中国十大女士服装设计师品牌中享有最高品牌忠诚度。作为快速增长的中国设计师品牌时装行业的领军者，行业快速发展中公司处于领先地位，故能准确把握市场机遇并继续扩展。

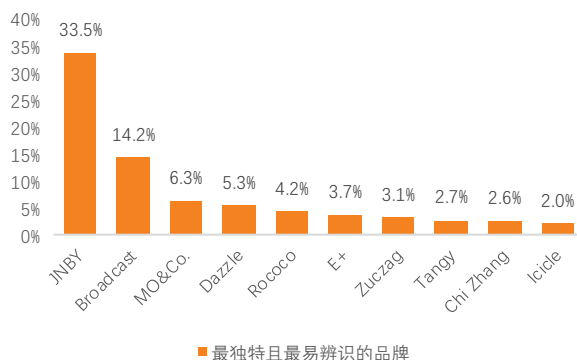
图 13：消费者认为最具代表性的女装设计师品牌



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：统计于 2015 年

图 14：消费者认为最独特且最易辨识的品牌



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：统计于 2015 年

### 准入门槛较高，先入优势明显：

**经验丰富的设计师团队。**设计师品牌时装公司非常倚赖顶尖设计师管理及监督公司的整体运作。设计师及其团队深入参与几乎所有方面的业务运作，以确保业务流程的一致性。这种业务运作模式需要多年的经验、人才招聘及内部合作才能实现。截至 2023 年 5 月，公司有 100 多位设计师，主设计师均为中国人且司龄较长，首席创意官李琳与 JNBY 的主设计师均有二十多年的从业经历，经验丰富。

**已建立的高端销售渠道。**鉴于大部分设计师品牌的对象为具有较高购买力的消费者，因此需要建立高端销售渠道以吸引及挽留客户。新市场进入者需要投资大量资金及经过漫长的商议过程才能争取到有关渠道。公司于 2015 年推出微信平台作为主要旗舰在线门户，次年会员账户数目突破 100 万，同时收集及分析平台中的重要客户数据，实现线上与线下客流的融通。

**品牌建立。**公司的成熟品牌与成长品牌均有超过 10 年的历史。建立市场地位后，设计师品牌于品牌认可度、客户忠诚度、毛利率及商场渠道支配方面会享有明显优势。设计师品牌时装市场的新进入者较难从著名品牌吸引客户，尤其男装因为男性客户对品牌忠诚度较高而更加困难。

## 3. 三大战略驱动，持续增长可期

### 3.1. 设计驱动：设计水平突出，研究力度大

**原创推动成功，严格审核创意。**设计的原创性是公司成功的主要推动力。公司给予设计师团队充分创作自由，在设计过程中注重原创性，而非一味追随及纯粹迎合最新潮流。同时公司成立“集团创意设计审核管理小组”，由 CEO、COO、CMO 及 CFO 等非设计岗的核心管理层组成，从法律、货品、品牌营销等多维度对产品设计进行审核。产品从创意设计的灵感源到确认样衣会经历一系列严格完善的流程环节，确保创意图案的合规性和严谨性。

**独特理念塑造品牌个性，简约风格引领时尚潮流。**集团统一品牌理念为“自然、自我”，旗下品牌各自拥有独特的设计形象，传达出拥抱独立思考、独立表达、与众不同的潮流及使消费者从穿着获得穿衣乐趣。公司的核心价值为“更好设计、更好生活”，致力于打造中国最好的设计平台。简约概念及简洁线条是公司设计思想的核心，旨在提供设计形象独特的服装、鞋类及配饰，从而引领时尚潮流及增长品牌价值以及目标客户对品牌的认知度。

**品牌多次获奖，倍受消费者认可。**公司主要获奖荣誉如下：

表 5：公司主要获奖情况

时间	获奖荣誉
2005 年	公司获第二届中国青年服装时尚周评为“中国青年最喜爱的服装品牌”
2007、2008 年	公司获颁授“中国服装品牌年度大奖”（款式类别），同时亦于创新类别跻身决赛
2010 年	JNBY 商标荣获“中国驰名商标”。
2016 年	CROQUIS（速写）获中国服装协会“中国服装品牌年度大奖”评为“2016 年最佳潮流男装品牌”。
2021 年	入选 2020 年服装行业百强企业名单

资料来源：公司公告，浙江日报，中国服饰网，天风证券研究所

**研发团队助推持续增长，研发投入增长品牌实力。**公司强大的创新及“引领潮流”的设计及开发能力，是取得成功的关键动力。公司注重通过提供具吸引力的薪酬待遇（包括受限制股份单位计划）保留设计师人才，并在设计团队中发掘人才，由其引导设计师创立及培

育新品牌。未来，将寻找具有国际经验及有助推出及商业化创新产品及新品牌的设计师充实现有设计团队，有利于实现公司可持续增长。2023 财年，公司设计研发费用投入达人民币 1.68 亿元，占全年总收入的 3.8%；2024 上半财年，公司设计研发费用投入达 9,890 万，同比增长 24.9%。公司计划通过自我孵化或并购的方式，进一步优化设计师品牌及品类组合，继续增长前瞻设计及研发能力，不断增强品牌力。

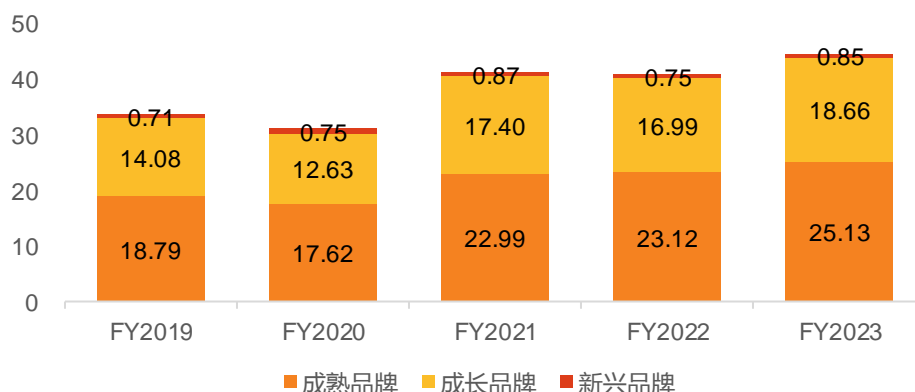
### 3.2. 多品牌驱动：覆盖庞大客户群，实现可持续增长

**品牌多样满足多元需求，产品矩阵覆盖广泛市场。**公司利用多品牌策略把握市场机遇，成功向多种消费者群体提供很大广度及深度的高度差异化时装产品。每个品牌均有不同的设计风格、品牌定位及目标客户，广泛的产品及品牌组合创建可在客户生活的不同阶段满足其需要的生活方式生态圈，继而打造庞大及忠实的客户群。集团旗下的设计师品牌及全线服装、鞋类及配饰产品，可多元化收益来源并产生积极的品牌协同效应，使旗下品牌生命周期的不同阶段实现可持续的整体增长。公司目标是进一步发展综合设计主导型平台，并根据集团的通用品牌理念，扩大及多样化产品供应及品牌组合至包括设计师家居用品及家具，以实现可持续的长期增长。

**成熟品牌核心引领，成长品牌增速亮眼：**

- ① **成熟品牌：JNBY。**JNBY 是与集团一同发展成长的女装品牌，具有一定知名度和辨识度。FY19-23 营收从 18.79 亿元增长到 25.13 亿元 (CAGR7.54%)，占比约为 56%，仍是集团收入的核心来源。
- ② **成长品牌：CROQUIS (速写)、jnby by JNBY、LESS。**FY19-23，成长品牌组合的营收规模从 14.08 亿元增长到 18.66 亿元 (CAGR7.29%)。2024 上半财年，三大成长品牌共计收入 12.28 亿元，合计同增 29.7%，占集团总收入 41.3%，同比增速已经超过主品牌 JNBY。
- ③ **新兴品牌：POMME DE TERRE (蓬马)、JNBYHOME 等。**FY19-23，新兴品牌营收规模均在 0.7-0.9 亿元，营收占比约为 2%。

图 15：FY19-23 分品牌收入 (亿元)



资料来源：ifind，天风证券研究所

### 3.3. 粉丝经济驱动：加强会员建设，培育品牌忠诚

**会员增长促进品牌忠诚，粉丝经济增强用户黏性：**

**会员方面：**精心设计的会员制度提升了消费者体验，为品牌提供深入的市场洞察，指导产品迭代，促进社群建设，更好传达品牌价值。FY19-23，公司会员账户数由逾 360 万个增长到逾 690 万个，零售额贡献占比增长至八成左右；年购买额超过 5000 元的会员账户数由 20.3 万个增长到近 26 万个，这部分客户的消费零售额由 24 亿元增长至 35.4 亿元（CAGR10.2%），线下零售额贡献占比超过六成。庞大的会员规模为公司提供了参与竞争、拥抱变化的底气，随着集团持续加强品牌力及精细化会员运营的各项举措初见成效，头部会员的忠诚度有望继续保持稳定增长。

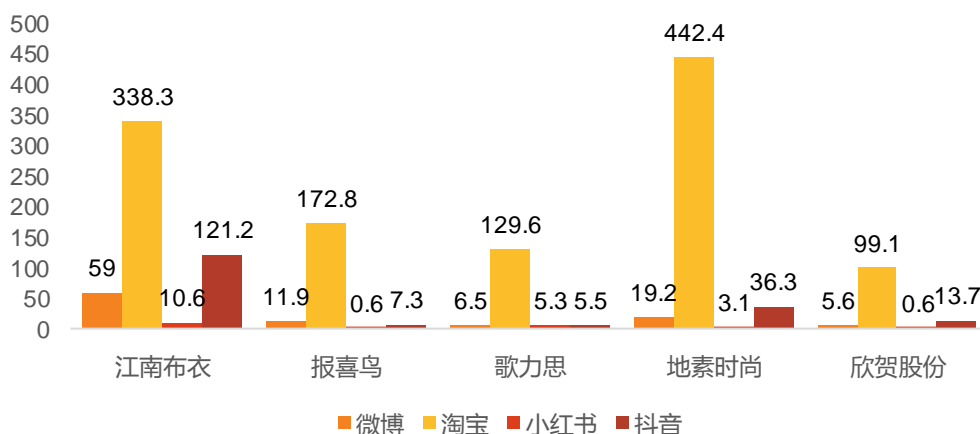
表 6：FY19-23 会员账户数及零售额占比、年购买额超过 5000 元的会员账户数及零售额和占比情况

	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
会员账户数（万个）	逾 360	逾 420	逾 490	逾 590	逾 690
——零售额贡献占比	七成左右	七成左右	七成左右	七成左右	八成左右
年购买额超过 5000 元的会员账户数（万个）	20.3	17.9	20.9	逾 21	近 26
——消费零售额（亿元）	24	21	26.1	27.8	35.4
——线下零售额贡献占比	超四成	超四成	超四成	超四成	超六成

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**粉丝方面：**公司持续优化以粉丝为核心的全域零售网络的建设，增长用户黏性，并建立包括零售店、网上平台及微信营销服务平台的全渠道互动平台以培养“粉丝经济”。利用数字化工具，有效在各个平台上培育年轻消费者对品牌的忠诚。公司各大社交平台官方账号和旗舰店粉丝数都在同业企业中位居前茅。截至 2024 年上半年财年，江南布衣在各大社交平台上的粉丝量累计超过 850 万。

图 16：各品牌在社交平台官方账号/旗舰店粉丝量（万人，截至 2024 年 4 月 1 日）

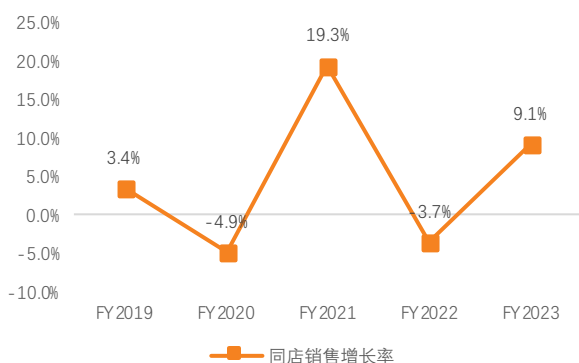


资料来源：各公司自媒体官方账号及品牌旗舰店，天风证券研究所

**升级增值服务，数智渠道增速快。**公司积极推出并升级包括“不止盒子”、“多元化社交电商”及“江南布衣+”多品牌集合店等新兴消费场景或产品，提供给消费者更多增值服务的同时，逐步升级各个品牌的店铺形象，以求带给顾客更舒适的购物体验。2023 财年，“不

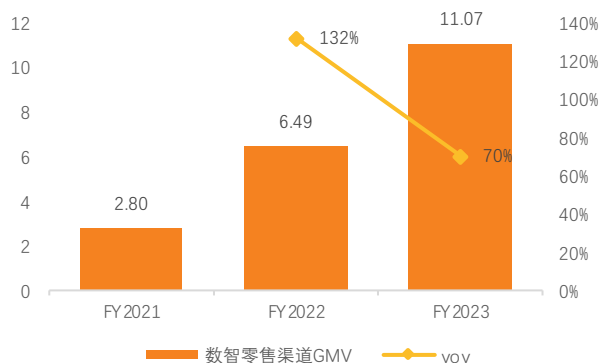
止盒子”、“微商城”及“多元化社交电商”等在内的数智零售渠道的 GMV 达到人民币 11.07 亿元，较 2022 财年增长超过 70.4%。数智零售大部分体现在实体店可比同店中，有效地弥补了线下客流量的巨幅波动。

图 17: FY19-23 实体店可比同店增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18: 2021-2023 财年数智渠道 GMV (亿元) 及 yoy



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

### 核心假设：

- 1) 成熟品牌：**公司成熟品牌 JNBY 历史最为悠久，具有较为稳定的市场和客户，我们预计 24-26 财年收入分别为 29.15/33.23/36.22 亿元人民币，分别同比+16%/+14%/+9%；
- 2) 成长品牌：**成长品牌高速增长，说明多品牌规模化体系正在不断健康成长。我们预计 24-26 财年 LESS 收入分别为 6.42/7.57/8.63 亿元人民币，分别同比+22%/+18%/+14%；jnby by JNBY 收入分别为 7.98/9.26/10.37 亿元人民币，分别同比+20%/+16%/+12%；速写收入分别为 7.44/8.03/8.59 亿元人民币，分别同比+10%/+8%/+7%。
- 3) 新兴品牌：**新兴品牌处于培育期，我们预计 23-25 年收入同比+13%/+12%/+10%。

综合来看，我们预计 FY24-26 公司收入分别为 51.9/59.2/ 65.0 亿元人民币，收入增速分别为 16.3%/13.9%/9.9%；归母净利润分别为 8.4/9.6/10.7 亿元人民币，EPS 为 1.63/1.86/2.06 元/股，对应的 24-26 年 PE 为 9.6/8.4/7.6X。

表 7: 收入拆分及预测 (单位: 亿元)

	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	40.9	44.7	51.9	59.2	65.0
yoy	-0.97%	9.28%	16.34%	13.91%	9.86%
JNBY 收入	23.12	25.13	29.15	33.23	36.22
yoy	0.6%	8.7%	16%	14%	9%
速写收入	6.45	6.76	7.44	8.03	8.59
yoy	-6.8%	4.8%	10%	8%	7%
jnby by JNBY 收入	5.93	6.65	7.98	9.26	10.37
yoy	-9.7%	12.1%	20%	16%	12%
LESS 收入	4.61	5.26	6.42	7.57	8.63
yoy	17.9%	14.1%	22%	18%	14%
新兴品牌收入	0.75	0.85	0.96	1.08	1.18
yoy	-13.8%	13.3%	13%	12%	10%

资料来源：wind，天风证券研究所

**首次覆盖，给予“买入”评级。**公司是中国领先设计师品牌时尚集团，设计、推广及出售时尚服装、鞋类、配饰及家居类产品。由于港股市场缺少合适可比对象，我们采用相对估值法，选取 A 股同样深耕服装业的报喜鸟、歌力思、地素时尚作为可比公司。可比公司 24 年对应 PE 估值平均为 11X，给予公司 24 年合理 11 倍 PE，按照 1 港元=0.93 元兑换，目标市值 100 亿，目标价 19.3 港元。

表 8：可比公司估值

股票代码	公司名称	2024E	2025E	2026E
002154.SZ	报喜鸟	10.81	9.38	8.24
603808.SH	歌力思	9.75	7.57	6.55
603857.SH	地素时尚	11.79	10.45	9.40
	平均值	10.78	9.13	8.06

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：PE 选取 Wind 一致预期，数据截至 2024 年 6 月 18 日

## 5. 风险提示

**1) 品牌认可度未能维持或增长风险：**若公司旗下任何品牌所提供的产品未能在质量或风格方面满足消费者预期，则品牌形象可能会受到负面影响，对公司业务、经营业绩及财务状况造成重大不利影响。

**2) 品牌产品矩阵未能持续拓展风险：**公司开发、营销新品牌与产品均涉及风险，并需要大量规划、执行技能及巨额开支。公司无法保证整合新品牌或新产品类别至现有品牌及产品组合，以及预测、迅速回应消费产品需求或及时推出新产品，也无法保证推出的新品牌或产品类别将产生正现金流。

**3) 存货水平未能维持最佳风险：**公司会在生产及实际销售前估计产品需求，但无法保证可准确预测趋势及事件。凡产品需求出现任何预料之外的变动，均可能会导致存货不足或存货过多的产品，而这将会对销售及定价计划造成直接影响。存货增加可能会不利于定价策略、增加存货减值准备，继而财务状况及经营业绩造成不利影响。

**4) 全渠道互动平台未能扩充风险：**公司未必能与地方物业拥有人及第三方电商平台维持关系，微信平台及第三方电商平台的可靠性以及相关网络配置如电子支付平台的存在性也不能确定，故有可能无法扩展全渠道互动平台，使得增长潜力及盈利能力受到重大不利影响。

**5) 跨市场选取可比公司可能导致估值结论偏高风险。**

## 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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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