



# 江南布衣 (03306.HK)

买入 (首次评级)

港股公司深度研究

证券研究报告

## 高 ROE 穿越周期，时装龙头乘风而起

### 公司亮点

公司的高 ROE 源于什么？是否可持续？1) **高派息**：公司自 2016 年上市以来的股利支付率持续稳定在 75% 左右较高水平，上市至今已累计分红超 32 亿元人民币，FY23 股息率为 11%，稳居同业上市公司前列。2) **高净利率**：坚持设计师品牌赛道，且兼具商业拓展逻辑，在设计属性与商业价值之间寻求平衡，填补了市场空白。通过不断建设提升品牌力、耕耘粉丝经济，优化运营管理能力，降低费率，FY23、FY1H24 公司销售净利率分别为 13.91%、19.29%，居行业上游；3) **高存货周转**：供给端智能快反灵活调整供给，减轻存货压力；需求端人货场高度匹配，提升零售效率，FY23、FY1H24 公司存货周转分别为 188、135 天，处于行业领先水平。

### 投资逻辑

**高利润率基石**：1) 设计师品牌兼具商业逻辑，差异化战略填补市场空白；2) 传统文化碰撞现代设计，融合传统与现代之美，精准吸引目标客群；3) 多品牌粉丝运营成效显著，边际获客成本降低。

**高存货周转基石**：1) 供给端智能快反灵活调整供给，减轻存货压力。FY24H1 存货共享及分配系统实现增量零售额 5.97 亿元，同比 +48.8%；2) 全域零售触达，人货场高度匹配，提升产品零售效率。截止 FY24H1 直营/加盟门店分别为 550 家(-4%)/1486 家(+4%)

**远期空间**：自上而下测算，3600 亿市场大有可为。基于我们的测算，2026 年中国城市白领服饰市场规模约 3654 亿元，CAGR5 为 4.33%；基于各渠道及各品牌发展趋势预测，2026 年公司总营收可达 60.76 亿元，CAGR5 为 8.05%，占目标客群（即城市白领群体）服饰消费市场测算规模的 1.66%，未来市场份额提升空间较大。

### 盈利预测、估值和评级

我们预计 FY24-26（财年截止日 6/30）公司归母净利润分别为 8.25、8.6、9.2 亿元，同增 32.8%、4.1%、7.0%。从可比公司估值来看，高端女装 24 年对应平均 PE 为 13 倍，公司 24 财年对应 PE 仅为 8.4 倍，仍存在较大提升空间；且公司股息率、ROE 均领跑行业，估值性价比突出。结合高 ROE、高股息率、稳定增长属性，我们给予公司 25 财年 10 倍估值，对应市值 85.9 亿元人民币，目标价 18.13 港元，较现价仍有 33% 空间，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

线下零售恢复不及预期；品牌孵化不及预期等。

国金证券研究所

分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价 (港币)：13.68 元

目标价 (港币)：18.13 元



### 主要财务指标

| 项目             | 2022A   | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 4,086   | 4,465  | 5,191  | 5,588  | 6,076  |
| 营业收入增长率        | -0.98%  | 9.28%  | 16.26% | 7.65%  | 8.73%  |
| 归母净利润(百万元)     | 559     | 621    | 825.2  | 859.3  | 919.6  |
| 归母净利润增长率       | -13.65% | 11.17% | 32.82% | 4.13%  | 7.02%  |
| 摊薄每股收益(元)      | 1.08    | 1.20   | 1.59   | 1.66   | 1.77   |
| 每股经营性现金流净额     | 1.64    | 1.81   | 1.71   | 1.72   | 1.86   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 33.17%  | 31.35% | 38.05% | 36.51% | 36.10% |
| P/E            | 8.33    | 7.09   | 8.37   | 8.04   | 7.51   |
| P/B            | 2.76    | 2.22   | 3.19   | 2.94   | 2.71   |

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

|   |    |
|---|----|
| 1、前言——重视高 ROE+高景气度机会 .....                    | 5  |
| 2、公司的高 ROE 源于什么？是否可持续？ .....                  | 6  |
| 2.1、持续稳定的高派息，24 年高于 75% .....                 | 6  |
| 2.1.1、高股息基石 1——业绩稳健增长，现金流充沛 .....             | 7  |
| 2.1.2、高股息基石 2——创始人持股比例高，派息政策稳定 .....          | 9  |
| 3、杜邦分析：各项拆解指标居前，快反数智化占优 .....                 | 9  |
| 3.1、高利润率基石 1——设计师品牌兼具商业逻辑，差异化战略填补市场空白 .....   | 10 |
| 3.2、高利润率基石 2——传统文化碰撞现代设计，融合传统与现代之美 .....      | 12 |
| 3.3、高利润率基石 3——多品牌粉丝运营成效显著，边际获客成本降低 .....      | 13 |
| 3.4、高周转基石 1——供应链优化显效，智能快反灵活供给 .....           | 17 |
| 3.5、高周转基石 2——互联网思维全域触达消费群体，人货场高度匹配提升转化率 ..... | 17 |
| 4、未来展望：业绩增长超预期，成长空间广阔 .....                   | 18 |
| 4.1、增速与质量兼具，前期调整成效已现 .....                    | 18 |
| 4.2、空间测算：2026 年城市白领群体服饰消费空间上看 3600 亿元 .....   | 21 |
| 5、盈利预测及估值 .....                               | 24 |
| 6、风险提示 .....                                  | 27 |

## 图表目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图表 1： 纺服主要标的业绩增速/ROE 散点图 (%) ..... | 5  |
| 图表 2： 纺服板块高回报资产筛选-总标的池 .....       | 6  |
| 图表 3： 公司股息率、股利支付率处于行业前列 (%) .....  | 6  |
| 图表 4： 公司历年营业收入与净利润（万元，%） .....     | 7  |
| 图表 5： 公司门店数量（家）与可比同店 (%) .....     | 7  |
| 图表 6： 公司经营活动与资本性支出现金流（万元，%） .....  | 8  |
| 图表 7： 公司短期偿债能力指标 .....             | 8  |
| 图表 8： 公司股利支付占自由现金流（万元，%） .....     | 8  |
| 图表 9： 公司权益、负债规模（万元） .....          | 9  |
| 图表 10： 公司高管持股（万股，%） .....          | 9  |
| 图表 11： 公司股权结构 (%) .....            | 9  |
| 图表 12： 同行业公司 ROE 因素拆解 .....        | 10 |
| 图表 13： 同业上市公司 ROE (%) .....        | 10 |
| 图表 14： 同业上市公司销售净利率 (%) .....       | 10 |



|        |   |    |
|--------|---|----|
| 图表 15: | 2011-2022 年中国设计师品牌行业市场规模统计及预测.....              | 11 |
| 图表 16: | 公司发展历史.....                                     | 11 |
| 图表 17: | 设计师品牌和其他品牌对比.....                               | 12 |
| 图表 18: | 设计师品牌定位.....                                    | 12 |
| 图表 19: | JNBY24 秋冬基于苗族装饰的新品.....                         | 13 |
| 图表 20: | LESS 精工系列产品.....                                | 13 |
| 图表 21: | 各品牌营收占比 (%).....                                | 13 |
| 图表 22: | 公司旗下细分品牌.....                                   | 14 |
| 图表 23: | 公司以粉丝为核心的全域零售模式.....                            | 14 |
| 图表 24: | 公司 FY2019-2024H1 会员账户情况.....                    | 15 |
| 图表 25: | 公司可比同店增速与新增实体零售店增速.....                         | 15 |
| 图表 26: | 公司 2014-2024 上半财年公司总费率/销售费率/管理费率 (%).....       | 16 |
| 图表 27: | 公司 2014-2024 上半财年销售净利率与销售毛利率 (%).....           | 16 |
| 图表 28: | 同行业公司存货周转天数(天).....                             | 16 |
| 图表 29: | 可比公司营业收入对比 (亿元).....                            | 17 |
| 图表 30: | 可比公司历年收入增速对比 (%).....                           | 17 |
| 图表 31: | 公司线上种草-转化-连带销售链路.....                           | 18 |
| 图表 32: | FY2018-FY2024H1 公司营收 (亿元) 及增速 (%) 变化.....       | 18 |
| 图表 33: | FY2018-FY2024H1 公司净利润 (亿元) 及增速 (%) 变化.....      | 18 |
| 图表 34: | FY2017-FY2024H1 各渠道毛利率变化 (%).....               | 19 |
| 图表 35: | FY2018-FY2024H1 可比同店及开店增速变化 (%).....            | 19 |
| 图表 36: | FY2020-FY2023 数智零售渠道 GMV 及增速变化 (亿元, %).....     | 19 |
| 图表 37: | 公司“不止盒子”微信小程序界面.....                            | 19 |
| 图表 38: | 公司集合店外观.....                                    | 19 |
| 图表 39: | FY2023 自营和经销渠道店铺数量占比 (%).....                   | 20 |
| 图表 40: | FY2023 自营和经销渠道收入占比情况 (%).....                   | 20 |
| 图表 41: | FY2018-FY2024H1 自营和经销渠道收入 (亿元) 及增速变化 (%).....   | 20 |
| 图表 42: | FY2018-FY2024H1 自营和经销毛利率变化 (%).....             | 20 |
| 图表 43: | FY2018-FY2023 存货周转天数变化.....                     | 21 |
| 图表 44: | FY2022-FY2024H1 现金流量比率变化 (%).....               | 21 |
| 图表 45: | FY2023H1 与 FY2024H1 存货共享及分配系统增量零售额 (亿元) 对比..... | 21 |
| 图表 46: | 人口总数及性别、年龄结构.....                               | 21 |
| 图表 47: | 城市白领群体数量测算.....                                 | 22 |
| 图表 48: | 城市白领群体服饰消费支出及规模测算.....                          | 22 |
| 图表 49: | 公司营收规模测算.....                                   | 23 |



|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图表 50: 公司预测营收规模占目标市场规模比例 ..... | 23 |
| 图表 51: 公司收入拆分预测 .....          | 25 |
| 图表 52: 公司费用及净利润预测 .....        | 26 |
| 图表 53: 可比公司 PE .....           | 26 |
| 图表 54: 可比公司 ROE/PB 水平 .....    | 26 |



## 1、前言——重视高 ROE+高景气度机会

目前市场对纺服板块主流标的主要采用 PE 估值法，我们认为可能存在以下弊端：过分聚焦于业绩增速单一指标，缺少多元化评估视角，且以国际龙头耐克等估值为天花板。但参考近 10 年来耐克股价走势，其估值变动与业绩增速并不完全相关，而是隐含了市场对于其：1) 持续稳定的高 ROE；2) 双寡头格局下持续抢夺竞争对手份额；3) 在北美以外地区不断挖掘新增长曲线等能力的溢价。

我们认为，当消费增速整体放缓或细分板块步入成熟阶段时，个股之间的增速差异缩小，只比较增速无法再全面反映不同公司的长期竞争优势、实际股东回报。且以往不同产业链被赋予了既定估值中枢，例如代工龙头公司 PE 通常低于其下游品牌客户。但随着经济环境的复杂演变，这一简单划分已不再完全符合实际情况，例如利润率、现金流稳定、效率领先的代工龙头、成长期的高景气新材料龙头等可被赋予更高估值溢价。

本文我们通过 ROE、股息率、增速三重因素共同筛选高收益标的，主要考虑到以下因素：

①行业增速稳定：除去近 3 年基数波动较大以外，服装零售整体增速已趋于稳定（14-19 年平均增速 8%）；

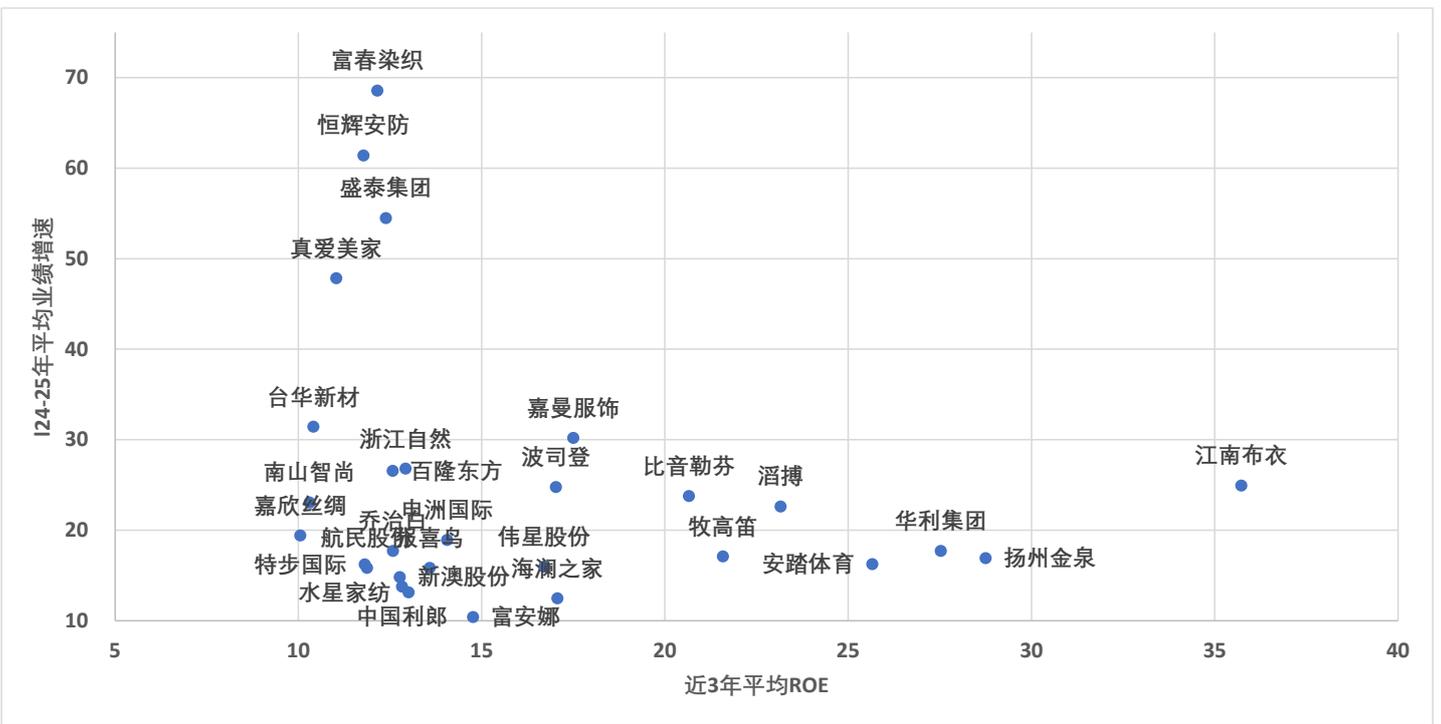
②行业格局稳定：各细分板块 CR10 近年来呈稳中有升态势，除个别运动龙头提升明显外，头部企业份额已相对稳定。

因此我们通过 ROE、股息率、增速三重因素共同筛选高收益标的：

组合一特征：高 ROE+高景气度，高股东回报叠加相对较高的成长性，适用于高景气度行业标的的筛选；

组合二特征：高 ROE+高股息，高股东回报，同时通过高分红提升了对增速的容错率，适用于成熟行业、格局稳定板块的标的筛选。而公司为本组合中 ROE、股息率双领先的标的。

图表1：纺服主要标的业绩增速/ROE 散点图（%）



来源：Wind，国金证券研究所（净利润增速均采用 wind 一致预期）



图表2: 纺服板块高回报资产筛选-总标的池

| 股票简称 | ROE        | 平均ROE   | 标准差     | 股息率(%)     | ROE  | 平均ROE      | 标准差        | 股息率(%)  |         |
|------|------------|---------|---------|------------|------|------------|------------|---------|---------|
|      | 2023/12/31 | 3年平均ROE | 10年标准差+ | 2023/12/31 |      | 2013/12/31 | 2023/12/31 | 3年平均ROE | 10年标准差+ |
| 江南布衣 | 33.89      | 35.73   | 10.05   | 9.24       | 报喜鸟  | 11.33      | 16.86      | 13.59   | 9.71    |
| 扬州金泉 | 22.20      | 28.75   | -       | 2.19       | 凤竹纺织 | 3.11       | 27.90      | 13.38   | 0.46    |
| 华利集团 | 22.61      | 27.53   | 12.83   | 2.28       | 雅戈尔  | 14.09      | 8.90       | 13.13   | 7.90    |
| 安踏体育 | 23.84      | 25.66   | 3.00    | 2.60       | 水星家纺 | 10.30      | 13.27      | 13.01   | 5.34    |
| 滔搏   | 17.99      | 23.16   | 14.89   | 5.88       | 浙江自然 | 12.50      | 7.15       | 12.93   | 0.47    |
| 牧高笛  | 19.39      | 21.58   | 9.61    | 3.22       | 中国利郎 | 12.02      | 13.69      | 12.83   | 8.51    |
| 比音勒芬 | 20.18      | 20.66   | 6.84    | 3.15       | 新澳股份 | 13.74      | 13.19      | 12.77   | 5.57    |
| 李宁   | 13.08      | 19.30   | 17.86   | 2.86       | 晶苑国际 | 13.13      | 11.78      | 12.74   | 6.91    |
| 嘉曼服饰 | 9.29       | 17.50   | 8.02    | 3.12       | 乔治白  | 9.15       | 14.07      | 12.58   | 3.09    |
| 海澜之家 | 19.26      | 17.07   | 12.44   | 7.55       | 百隆东方 | 16.41      | 5.08       | 12.57   | 8.77    |
| 波司登  | 17.29      | 17.03   | 5.40    | 5.13       | 盛泰集团 | 16.39      | 4.06       | 12.39   | 1.90    |
| 伟星股份 | 15.41      | 16.71   | 1.79    | 4.15       | 富春染织 | 10.11      | 5.93       | 12.16   | 1.46    |
| 众望布艺 | 24.81      | 15.75   | 12.11   | 2.08       | 航民股份 | 11.67      | 11.44      | 11.88   | 4.14    |
| 云中马  | 9.26       | 15.50   | -       | 1.25       | 特步国际 | 11.40      | 12.04      | 11.81   | 2.31    |
| 罗莱生活 | 13.63      | 14.88   | 1.66    | 4.31       | 恒辉安防 | 12.43      | 9.86       | 11.78   | 0.80    |
| 富安娜  | 15.00      | 14.76   | 1.79    | 7.26       | 浔兴股份 | 8.29       | 11.11      | 11.24   | 0.00    |
| 地素时尚 | 13.42      | 14.34   | 24.83   | 6.10       | 真爱美家 | 12.89      | 8.14       | 11.04   | 2.27    |
| 申洲国际 | 14.33      | 14.06   | 3.05    | 2.52       | 台华新材 | 6.89       | 10.52      | 10.41   | 0.99    |
| 泰慕士  | 7.33       | 13.85   | 13.18   | 2.04       | 南山智尚 | 10.77      | 10.59      | 10.31   | 1.56    |
|      |            |         |         |            | 太平鸟  | 4.39       | 9.74       | 10.24   | 0.82    |
|      |            |         |         |            | 嘉欣丝绸 | 12.20      | 10.80      | 10.05   | 3.92    |
|      |            |         |         |            | 汇洁股份 | 6.87       | 8.97       | 10.03   | 6.54    |

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 近十年标准差中上市≤6年的公司剔除计算; 上市7-9年的则采用上市第一年的ROE水平作为上市前的数值。)

## 2、公司的高 ROE 源于什么? 是否可持续?

### 2.1、持续稳定的高派息, 24 年高于 75%

公司自 2016 年上市以来的股利支付率持续稳定在 75%左右较高水平, 上市至今已累计分红 31.12 亿元人民币, 稳居同业上市公司前列。2024 年适逢 JNBY 品牌创立 30 周年, 2 月 27 日公司宣布派发中期股息每股普通股港币 0.46 元, 特别股息每股普通股港币 0.39 元, 合计 0.85 港元, 总计分红 4.41 亿港元, 股利支付率达 70%, 预计 24 全年派息率高于 75% (不含中期分红)。

图表3: 公司股息率、股利支付率处于行业前列 (%)

| 公司名称         | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|--------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>股利支付率</b> |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 江南布衣         |      |      |      | 75%  | 76%  | 76%  | 72%  | 101% | 74%  | 75%  |
| 赢家时尚         | 50%  | 31%  |      | 39%  | 69%  | 25%  | 71%  | 47%  | 62%  | 52%  |
| 歌力思          |      | 27%  | 35%  | 29%  | 48%  | 23%  | 29%  | 30%  | 30%  | 83%  |
| 锦泓集团         | 16%  | 15%  | 15%  | 15%  | 15%  |      |      |      | 48%  |      |
| 地素时尚         |      |      |      |      | 140% | 64%  | 61%  | 70%  | 86%  |      |
| 欣贺股份         |      |      |      |      |      |      | 97%  | 88%  | 98%  | 96%  |
| <b>股息率</b>   |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 江南布衣         |      |      |      | 9%   | 4%   | 6%   | 7%   | 11%  | 11%  | 11%  |
| 赢家时尚         | 2%   | 1%   |      | 3%   | 5%   | 2%   | 4%   | 4%   | 4%   | 5%   |
| 歌力思          |      | 1%   | 1%   | 1%   | 3%   | 2%   | 3%   | 2%   | 0%   | 3%   |
| 锦泓集团         | 0%   | 0%   | 0%   | 1%   | 2%   |      |      |      | 1%   |      |
| 地素时尚         |      |      |      |      | 9%   | 4%   | 4%   | 5%   | 5%   |      |
| 欣贺股份         |      |      |      |      |      |      | 4%   | 6%   | 3%   | 3%   |

来源: 同花顺 ifind, 国金证券研究所 (注: 公司财年截止日为 06/30)



### 2.1.1、高股息基石1——业绩稳健增长，现金流充沛

业绩端，公司自FY2014以来营收与净利润保持稳定正增长。其中FY14-FY19公司营收CAGR为19%、归母净利润CAGR为26%，实现快速拓张；仅FY20及FY22受特殊因素影响出现了收入、利润小幅下滑，但在集团持续加强品牌力及数智零售建设等措施推动下，公司营收与净利均在一年内重回正增长轨道，分别于FY21/FY23实现了收入33%、净利润87%/收入9%、净利润11%的同比增长，韧性凸显。FY24H1公司实现收入29.76亿元，同比增长26.1%；净利润达到5.74亿元，同比增长54.5%。

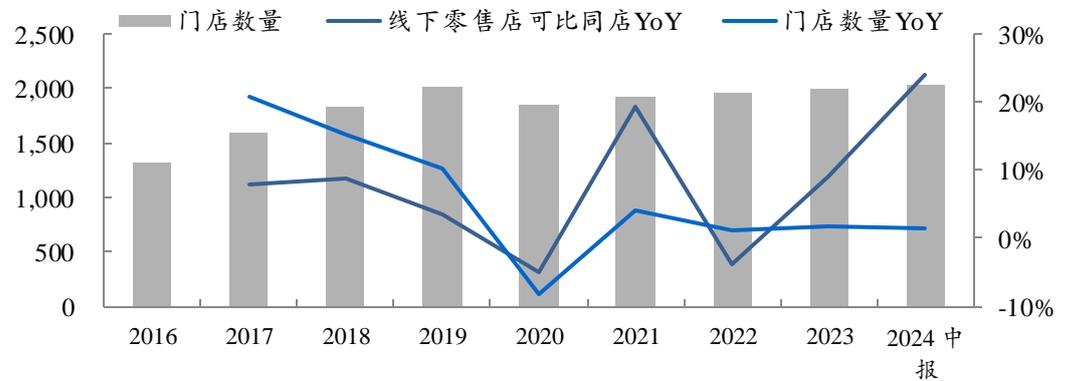
图表4：公司历年营业收入与净利润（万元，%）



来源：同花顺 iFinD、国金证券研究所

公司营收增长主要依靠内生性店效提升，而外延门店扩张保持理性，因此资本开支可控。2016-2019年以来公司整体门店数量保持稳中有升态势，2020-2024H1则受外部特殊因素影响小幅波动。期间公司针对品牌力的建设、门店升级改造与会员精细化运营的一系列措施逐步显效，带动22-24年线下零售店可比同店的高增长，其中FY2024H1可比同店实现了23.9%的逆势快速增长。

图表5：公司门店数量（家）与可比同店（%）

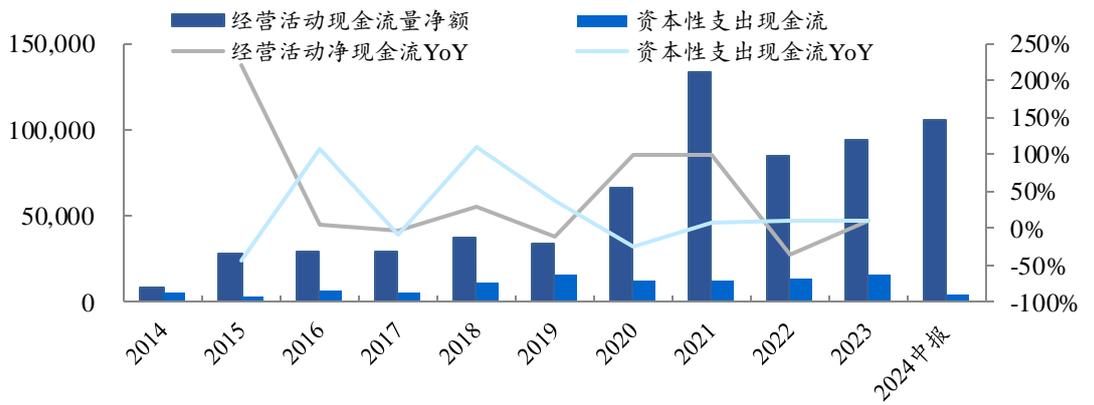


来源：公司公告、国金证券研究所

由于收入、利润与资本开支均相对稳健，公司现金流近年来保持健康稳中有升态势。2020年后公司经营性活动现金流净额呈现先升后降，在经历FY2022的下降后逐步恢复，并在FY2024H1同比大幅增长173.5%至10.6亿元。融资活动现金流方面，2018年以来净额均为负，主要系支付股利所致，公司经营与扩张并不依赖新的股权融资，经营活动产生的现金流净额基本可以覆盖资本性支出的需求，公司现金流状况总体健康充沛。



图表6: 公司经营活动与资本性支出现金流 (万元, %)



来源: 同花顺 iFinD、国金证券研究所

短期偿债能力稳定, 且自由现金流足以支撑高股利支付。公司流动比率曾在 2020、2022-2023 年受特殊因素影响短期承压, 但目前已基本恢复; 速动比率稳定在 1 附近, 虽然也出现过短期下滑, 但在 FY2024H1 已基本恢复。2021 年后, 股利支付占自由现金流已稳定在 50%左右, 处于可控范围内。

图表7: 公司短期偿债能力指标

|      | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 中报 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|---------|
| 流动比率 | 1.39 | 2.25 | 1.20 | 2.62 | 2.19 | 2.13 | 1.68 | 1.52 | 1.25 | 1.38 | 1.59    |
| 速动比率 | 0.85 | 1.31 | 0.57 | 1.75 | 1.26 | 1.13 | 0.96 | 1.09 | 0.77 | 0.89 | 1.17    |

来源: 同花顺 iFinD、国金证券研究所

图表8: 公司股利支付占自由现金流 (万元, %)

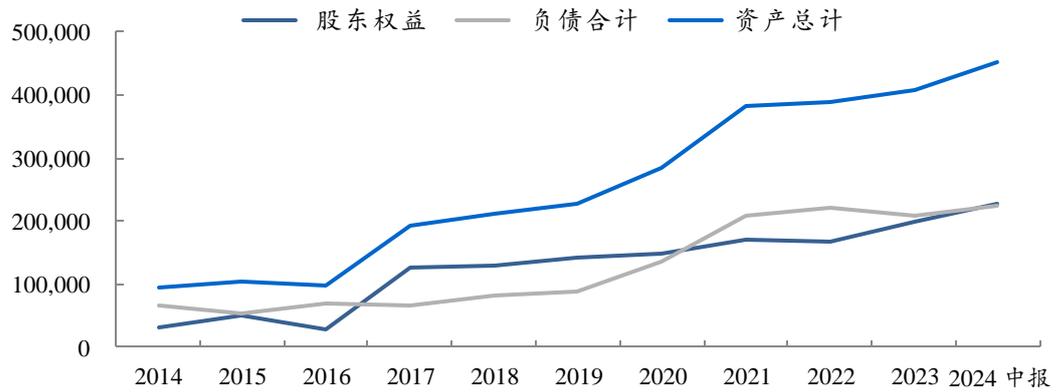
|            | 2017       | 2018      | 2019      | 2020       | 2021      | 2022       | 2023      |
|------------|------------|-----------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|
| 折旧与摊销      | 3,380.00   | 3,796.60  | 4,818.70  | 24,016.40  | 25,389.20 | 32,340.30  | 41,557.90 |
| 税后利润       | 33,157.20  | 41,035.10 | 48,477.90 | 34,669.80  | 64,719.50 | 55,887.30  | 62,128.30 |
| 资本支出       | 5,650.00   | 11,910.00 | 16,370.00 | 12,100.00  | 12,850.00 | 14,000.00  | 15,540.00 |
| 营运资本追加     | 92,176.90  | -8,150.70 | -1,169.40 | -11,932.00 | 362.90    | -42,207.90 | 17,595.90 |
| 自由现金流      | -61,289.70 | 41,072.40 | 38,096.00 | 58,518.20  | 76,895.80 | 116,435.50 | 70,550.30 |
| 股利支付金额     | 23,000.00  | 34,828.40 | 34,192.90 | 21,979.80  | 39,584.70 | 61,208.50  | 39,186.40 |
| 股利支付占自由现金流 | -0.38      | 0.85      | 0.90      | 0.38       | 0.51      | 0.53       | 0.56      |

来源: 公司公告, 国金证券研究所 (自由现金流量=净利润+折旧与摊销-资本支出-营运资本追加; 资本支出为公司年报数据)

公司资金来源分布合理, 股权与债权的增长与企业资产增长基本匹配, 不存在通过大举借债来为返还股东股利的情况。



图表9: 公司权益、负债规模 (万元)



来源: 同花顺 Ifind、国金证券研究所

2.1.2、高股息基石2——创始人持股比例高，派息政策稳定

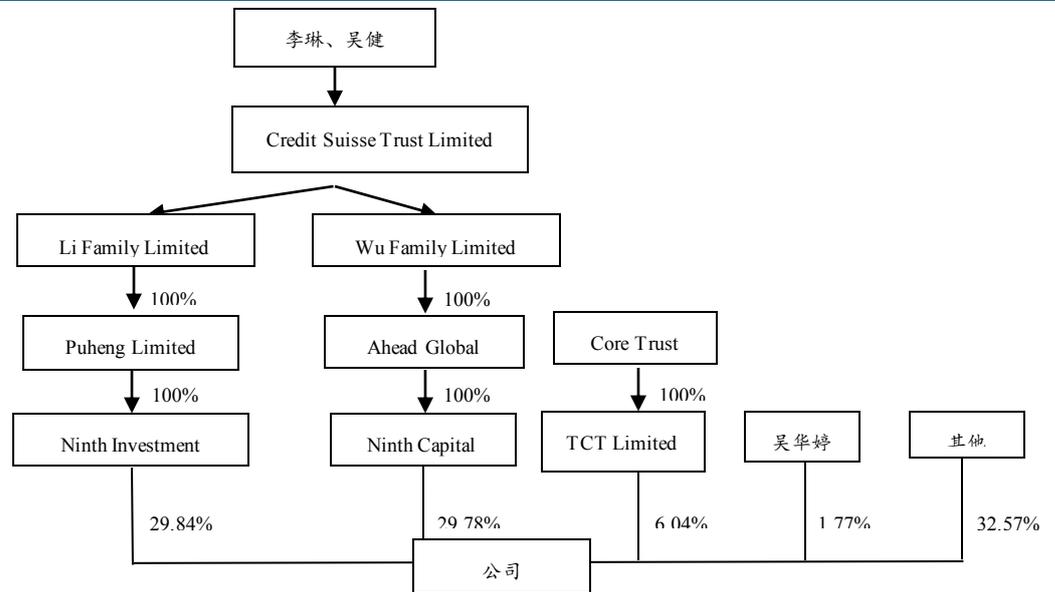
创始人持股比例高，管理层结构稳定。截至 FY2024H1，创始人李琳女士、吴健先生合计持有公司股份 61.39%；CEO 吴华婷女士持有公司股份 1.77%；管理层与股东利益高度一致，高分红政策得到一贯执行。

图表10: 公司高管持股 (万股, %)

| 姓名     | 任职                       | 持股数(万股)   | 持股比例   |
|--------|--------------------------|-----------|--------|
| 李琳; 吴健 | 执行董事, 首席创意官; 董事会主席, 执行董事 | 31,845.80 | 61.39% |
| 吴华婷    | 执行董事, 行政总裁               | 919.40    | 1.77%  |

来源: 公司公告、国金证券研究所

图表11: 公司股权结构 (%)



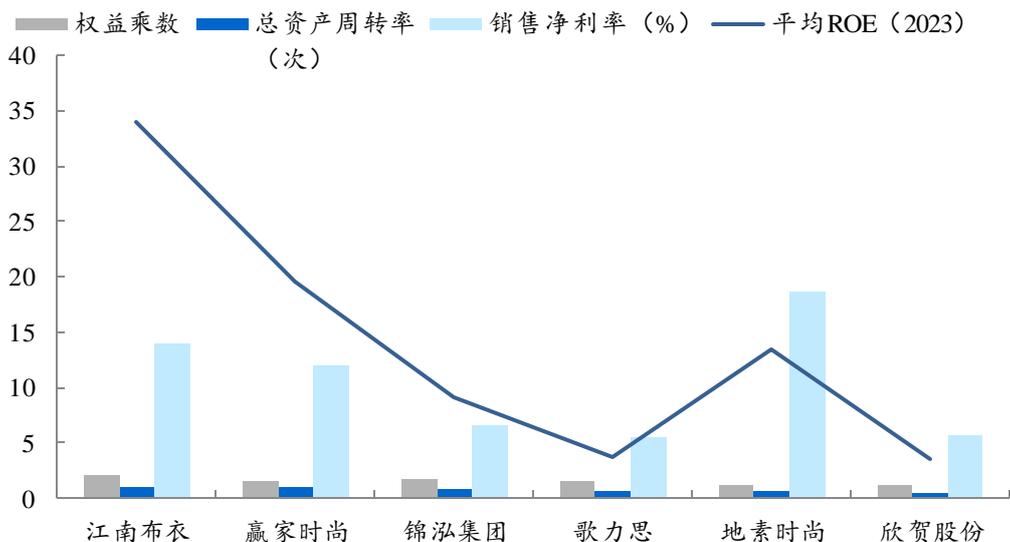
来源: 公司公告、国金证券研究所

3、杜邦分析：各项拆解指标居前，快反数智化占优

杜邦分析拆解角度：各项因子行业领先。2023 年公司 ROE 达 33.89%居行业首位，销售净利率达 13.91%，盈利能力突出；总资产周转率为 1.12 次，营运能力居行业前列；权益乘数为 2.05，偿债能力良好。自 2017 年以来，公司 ROE 持续领先同业公司，且领先程度呈扩大趋势，2023 年公司 ROE 达 33.89%，居行业首位。



图表12: 同业公司 ROE 因素拆解

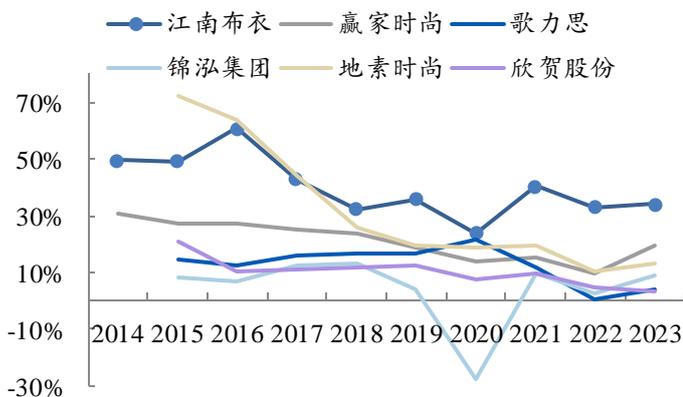


来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

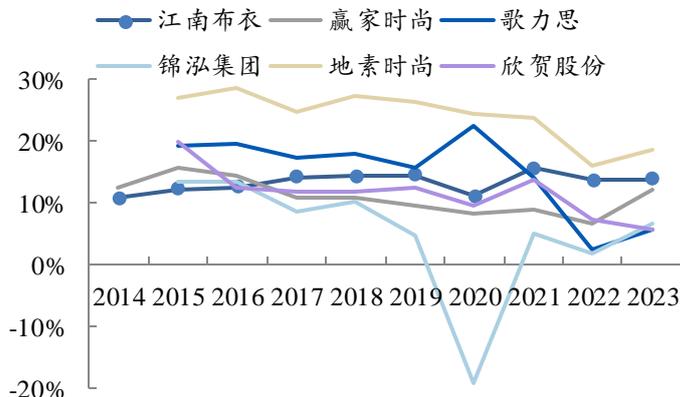
公司收益质量与盈利能力表现较好。公司销售净利率位于行业中上游, 整体波动变化较小, 保持稳定盈利能力。短期来看, FY2024H1 公司归母净利润率为 19.29%, 同比提升 3.5pct, 主要受益于毛利率在折扣改善背景下提升、销售及管理费用率在正向杠杆下得到优化。

图表13: 同业上市公司 ROE (%)

图表14: 同业上市公司销售净利率 (%)



来源: 同花顺 iFinD、国金证券研究所



来源: 同花顺 iFinD、国金证券研究所

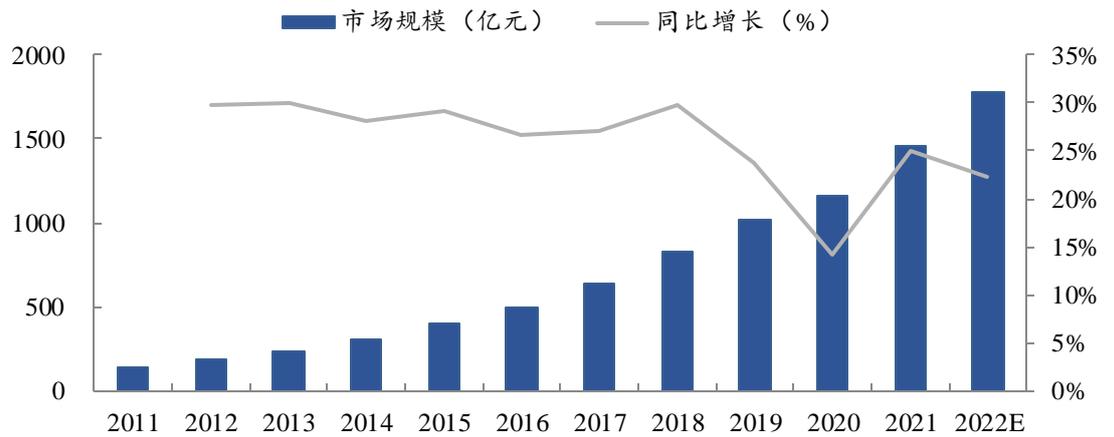
长期来看, 我们认为公司高净利率的来源为: 坚持差异化赛道建设品牌力, 加价倍率稳定在行业上游水平; 同时提升运营效率, 降低费率。公司坚持设计师品牌赛道, 且兼具商业拓展逻辑, 在设计属性与商业价值之间寻求平衡, 填补了市场空白。通过不断建设提升品牌力和研发水平, 耕耘粉丝经济, 助推品牌溢价与加价倍率的稳定提升, 同时不断优化运营管理能力, 降低费率, 最终推高销售净利率。

### 3.1、高利润率基石 1——设计师品牌兼具商业逻辑, 差异化战略填补市场空白

服装需求个性化、垂直化明显, 设计师品牌市场潜力较大。随着经济社会全面恢复常态化运行叠加稳增长、扩内需政策举措落地见效, 中国经济持续回稳向好。伴随消费复苏及消费者年轻化, 消费者对于个性化和时尚产品的需求不断上升, 年轻消费者对拥有强品牌力的产品和品牌好感度日渐增长, 设计师品牌所处的细分化市场潜力巨大。此外, 公共卫生事件既加速了消费者从传统零售向多元化的新兴消费场景转移的进程, 也促使消费者转而青睐他们更为信任的品牌, 设计师品牌所处的细分化市场呈现向头部集中的竞争趋势。



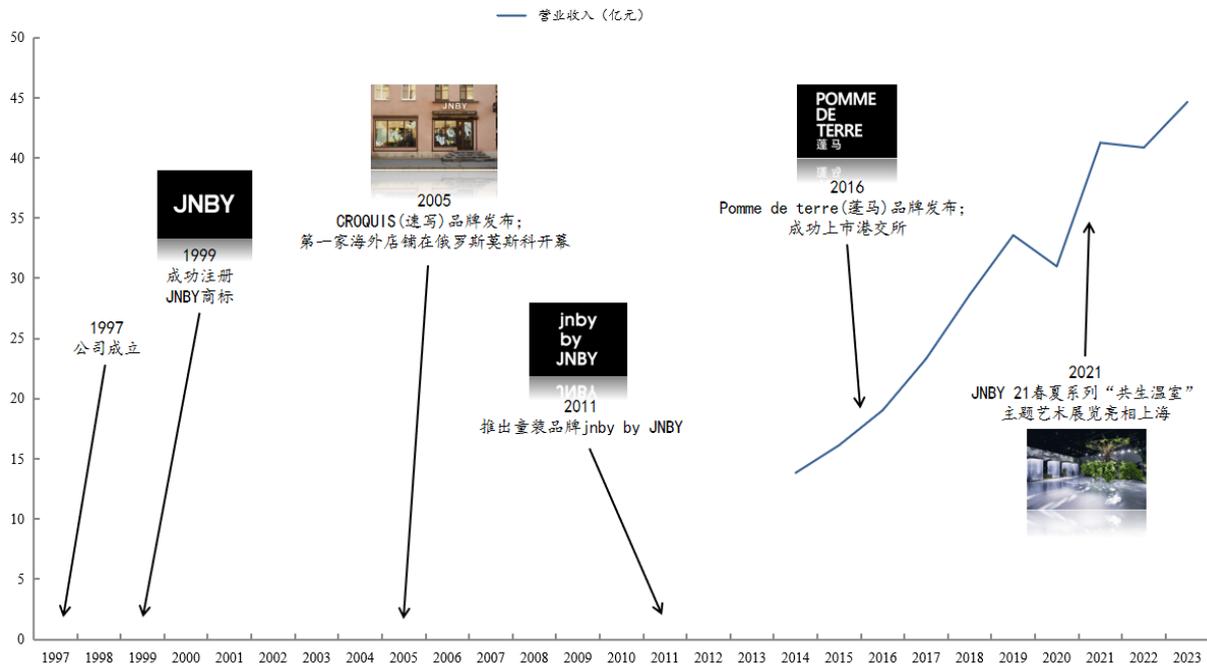
图表15: 2011-2022年中国设计师品牌行业市场规模统计及预测



来源: 共研网, 国金证券研究所

坚持差异化定位, 品牌力驱动。公司创于1994年, 2016年于港交所上市, 是一家有影响力的设计师品牌时尚公司, 主要从事女士、男士、儿童及青少年时尚服饰、鞋类及配饰的设计、推广及销售业务。公司品牌组合目前包括五个品牌: “JNBY”、“速写”、“jnby by JNBY”、“LESS”以及“POMME DE TERRE (蓬马)”。公司通过一体化全渠道互动平台在线上及线下销售网络销售其产品。其全渠道互动平台包括中国及其他10余个国家及地区的近1260家零售店线下网络。公司坚持三大战略: 坚持设计驱动、实现品牌力驱动; 坚持多品牌可持续规模化运营; 坚持以粉丝为核心的全域零售模式。

图表16: 公司发展历史



来源: 公司官网, 国金证券研究所

我们认为服装品牌可按照设计师属性与商业属性划分为以下几类:

- 1) 独立设计师品牌: 通常具备强个人IP、强品牌风格的特点, 以创意为主导, 设计属性强, 优先考虑设计的独特性、创意性, 通常以个人名字命名, 品牌规模较小。其优势在于能够最大限度保留设计师的特质与品牌调性, 但劣势在于体量太小, 议价能力差, 对供应链的整合能力、市场营销的分工协作等均偏弱, 在国内以UMA WANG、Shushu tong 等为代表。
- 2) 快时尚品牌、商业品牌: 通常品牌规模大, 设计属性、创意性弱, 无法满足部分消费者的强个性化需求, 以ZARA、优衣库等为代表。



3) 商业设计师品牌：兼顾商业与设计元素，具备可迭代的设计师矩阵，同时迎合商业逻辑。通过构建多元化的产品和品牌组合，建设日益强大的品牌力和更庞大的忠实粉丝群，填补了市场空白，以 JNBY 为代表。

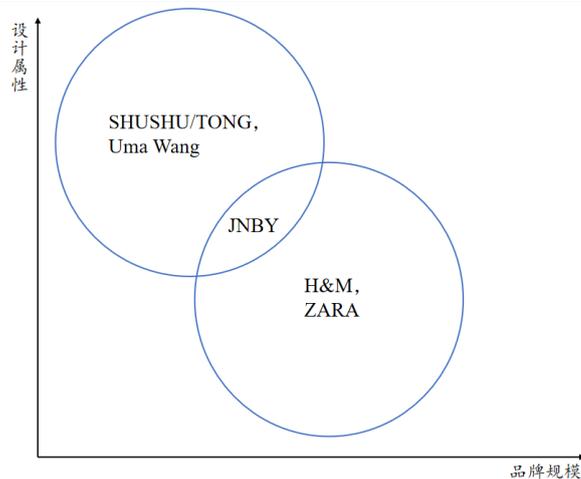
图表17：设计师品牌和其他品牌对比

|        | 独立设计师品牌                               | 商业设计师品牌  | 奢侈品品牌                                   | 快时尚品牌  | 商业品牌                                 |
|--------|---------------------------------------|--|---|--|--------------------------------------|
| 定义与特点  | 以创意为主导，优先考虑设计的独特性、创意性，通常以个人名字命名，规模较小。 | 有一定商业化规模的设计师品牌，兼顾商业逻辑与设计，构建多元化的产品和品牌组合，建设日益强大的品牌力和更庞大的忠实粉丝群。 | 提供高端、昂贵商品和服务，往往以精湛的工艺、独特的设计以及稀缺性为特点。    | 快速响应市场趋势，以较低成本生产并销售时尚服饰。通常以快速更新产品线、价格亲民和紧跟时尚潮流为特点。 | 提供各种款式、价格适中的服装品牌，以满足大众市场对日常穿着的需求为目标。 |
| 主要目标客户 | 注重设计感、个性化和创新性的中高收入客户。                 | 透过时尚服饰彰显个性中高层收入客户。   | 注重社会地位的高收入人群，愿意为品牌的历史、设计以及所代表的生活方式支付溢价。 | 追求时尚但预算有限的年轻消费者，以及对最新流行趋势感兴趣的群体。                   | 追求性价比、款式多样性和实用性的消费者。                 |
| 代表性品牌  | SHUSHU/TONG, Uma Wang                 | JNBY, Exceptionde  | Louis Vuitton, Hermès, Gucci            | H&M, Zara  | PEACEBIRD, Ochirly, LaChapelle       |

来源：公司公告，共研网，国金证券研究所

公司坚守设计师品牌定位，兼具商业运营逻辑，差异化战略填补市场空白。公司为中国领先设计师品牌时尚集团，在保留品牌自身强设计感、设计师高话语权的同时，又不同于 Uma wang、Shushu tong 等独立设计师品牌，采用多品牌、可持续、规模化的商业运营战略，全渠道直接触达消费者，即在商业和设计之间取得了平衡。

图表18：设计师品牌定位



来源：国金证券研究所

设计方面，公司持续提升前瞻设计研发能力，优化设计师品牌组合。公司在设计研发上持续投入大量资源，定期招募具有国际顶尖设计院校背景的年轻人才，且公司兼顾设计创新与商业收益。公司的设计师团队拥有强大的创作能力，每年每季推出的新品，大约有两到三成为全新创意款式，而其余七到八成则是相对保守的保销售的款式，实现了设计自由度与商业的平衡，且每个季度会在一致的品牌调性和精神下进行一些创新，让客户保有探索品牌内核的动力。

### 3.2、高利润率基石2——传统文化碰撞现代设计，融合传统与现代之美

以中华传统文化为基，融合现代审美先锋设计。在面料使用方面，公司通过“布尽其用”项目深入探索中国传统面料技艺的传承与创新，考察梳理了16种传统手工艺的解构，走访了21个传承手艺人当地社群。服装设计方面，公司旗下 LESS 品牌精工系列产品



线运用了大量的刺绣、手工编织、植物扎染等中国传统工艺，中国传统叙事元素+日常穿着设计受到年轻消费者的追捧；而 JNBY 品牌融入非遗工艺进行商业化尝试，与苏绣大师合作推出手绣的限量版服饰、根据苏绣图案打板后机绣而成的服饰等。在公司 30 周年大秀中，公司亦将中国苗族文化融入极简设计，展示了结合传统文化元素与现代设计的 24 秋冬时装新品。

图表19: JNBY24 秋冬基于苗族装饰的新品



图表20: LESS 精工系列产品



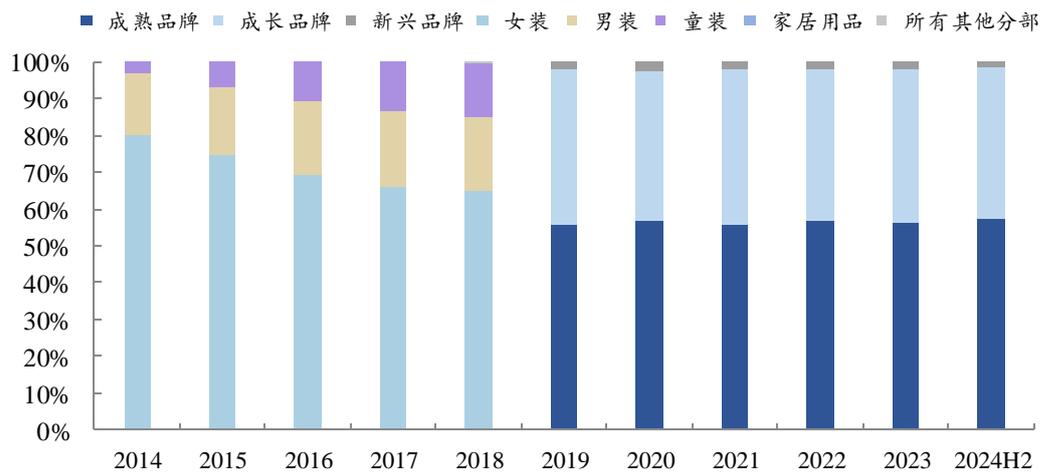
来源：公司官方小程序，国金证券研究所

来源：公司官方小程序，国金证券研究所

### 3.3、高利润率基石 3——多品牌粉丝运营成效显著，边际获客成本降低

商业运营方面，公司：1) 坚持多品牌战略，打造多元品牌矩阵，全方位覆盖设计师品牌服装消费需求。公司旗下拥有 8 个品牌，涵盖成熟到新兴的不同发展阶段。公司希望每个单一品牌均能保持其独特的风格和调性，同时实现一定的商业成果，坚持适度控制单一品牌的规模，通过多品牌策略在集团层面实现持续增长。FY24H1 公司成熟品牌收入占比达 57.1%，成长品牌收入占比达 41.2%，新兴品牌收入占比达 1.6%。

图表21: 各品牌营收占比 (%)



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

且各品牌均锚定中高端/高端市场，针对性定价。公司成熟品牌 JNBY 锚定中高端市场，各品牌加价倍率根据产品定位有所区别，例如 LESS 针对高知职业女性，故 LESS 的加价倍率高于主品牌 JNBY，总体均价比主品牌高约 20%；童装的加价倍率比成人装稍低。



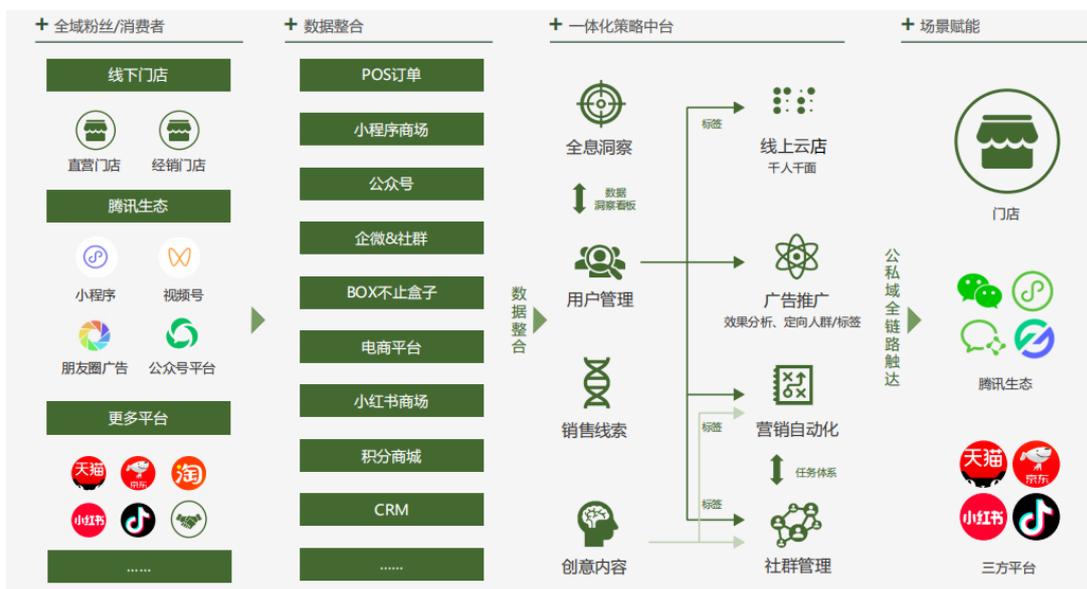
图表22: 公司旗下细分品牌



来源: 公司官网, 国金证券研究所

2) 全域触达消费者, 粉丝数、复购率趋于上行。公司坚持以粉丝为核心的全域零售模式。旨在打造一套由于追求公司所提倡的生活方式而购买的“公司粉丝经济”体系, 为此已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大部分组成的全渠道互动平台, 在拉新及及将潜在转化粉丝过程中均起到关键作用。且公司不断加大对各品牌店铺形象升级及视觉开发的战略投入, 积极推出并升级包括“不止盒子”、多元化社交电商及“公司+”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, 令粉丝全触达及店铺服务质量进一步提升。

图表23: 公司以粉丝为核心的全域零售模式



来源: 公司官网, 国金证券研究所

积极提升用户体验, 增强用户粘性: ①公司定期举办各类会员专属活动。如线下的轻量级的workshop、赚积分兑换服务或折扣、每年举办两次会员节, 以提升会员的体验, 提高老会员的复购, 将会员培育为非常高粘性的粉丝。②同时公司不断迭代会员体系以配合更加多元化的消费场景, 加之公司具备良好的私域基础, 线下导购可利用赋能工具完成离店销售。③此外, 除了基本的会员特权, 还提供VIP额外特权, 例如VIP提前预览权、会员日活动等。④精细化粉丝画像, 针对性推出产品服务。公司拥有八个品牌, 女装贡献度占比较高, 会员中超过七成是女性用户, 为中高层收入群体。JNBY的客群画像为相对偏文艺, 喜欢穿搭的年轻时髦客户; LESS的客群画像为高知职场女性, 粉丝总体而言比较偏低调、文艺。

3) 粉丝运营成效显著, 边际获客成本降低。公司致力于维持粉丝粘性。关注会员各项指标, 因产品相对个性化, 原有粉丝相比买大众标品的消费者会更加具备粘性; 同时随着品



牌力提升，公司人均会员消费提升，但维护成本、获客成本降低，边际利润提升。普通会员总量方面，截止 FY24H1 公司已拥有会员账户数（去重）逾 740 万个，且会员所贡献的零售额占零售总额的比重进一步提升，达到八成左右；活跃会员账户数近 55 万个、年度购买总额超过人民币 5,000 元的会员账户数近 30 万个，且其消费零售额亦达到人民币 43.3 亿元（+48%），贡献了超过六成线下渠道零售总额。平均计算公司 24 财年每月约新增 6-7 万会员，向上势头明确。

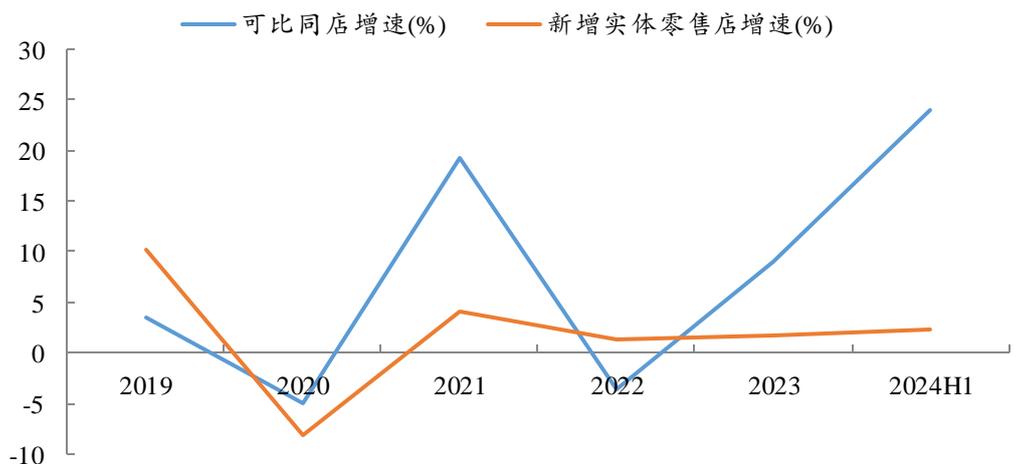
图表24：公司 FY2019–2024H1 会员账户情况

|                       | FY2019 | FY2020  | FY2021 | FY2022 | FY2023 | FY2024H1 |
|-----------------------|--------|---------|--------|--------|--------|----------|
| 会员账户数（万个）             | 360    | 420     | 490    | 590    | 690    | 740      |
| yoy                   | 44.00% | 16.67%  | 16.67% | 20.41% | 16.95% | 15.63%   |
| 零售额贡献占比               | 七成     | 七成      | 七成     | 七成     | 八成     | 八成       |
| 活跃会员账户数（万个）           | 45     | 43      | 43     | 42     | 51     | 55       |
| yoy                   | 25.00% | -4.44%  | 0.00%  | -2.33% | 21.43% | 30.95%   |
| 年购买额超过5000元的会员账户数（万个） | 20.3   | 17.9    | 20.9   | 21.1   | 26     | 30       |
| yoy                   | 25.31% | -11.82% | 16.76% | 0.96%  | 23.22% | 36.36%   |
| 消费零售额（亿元）             | 24     | 21      | 26.1   | 27.8   | 35.4   | 43.3     |
| yoy                   | 25.00% | -12.50% | 24.29% | 6.51%  | 27.34% | 47.78%   |
| 线下零售额贡献占比             | 四成     | 四成      | 四成     | 四成     | 六成     | 六成       |
| 销售及营销开支(百万元)          | 1,170  | 1,145   | 1,429  | 1,511  | 1,695  | 926      |
| yoy                   | 13%    | -2%     | 25%    | 6%     | 12%    | 13%      |
| 会员平均开支（元）             | 325    | 273     | 292    | 256    | 265    | 125      |
| yoy                   | -22%   | -16%    | 7%     | -12%   | 3%     | -2%      |
| 活跃会员平均销售额（元）          | 7466   | 7216    | 9600   | 9730   | 10634  | 5410     |
| yoy                   | -6%    | -3%     | 33%    | 1%     | 9%     | -4%      |

来源：公司公告，国金证券研究所（注：活跃会员账户为过去 12 个月内任意连续 180 天内有 2 次及以上消费的会员账户）

4) 合理控制开店节奏，不断推进费率优化，单店提质增效。公司坚持通过迭代渠道提升店效以增加收入，而非通过密集开店扩张规模，看重单店产出。2024 上半财年公司可比同店增速高达 23.9%，新增实体零售店增速为 2.3%。2023 年公司店效约 224 万/年，我们预计未来每年开店数量将保持低单位数比例增长，余下增长主要来源于店效的提升。

图表25：公司可比同店增速与新增实体零售店增速



来源：公司公告，国金证券研究所

各项费率控制良好，盈利能力稳中有升。FY2014–2024H1 公司总期间费用率稳定在 40% 左右，销售费率稳定在 30% 左右，管理费率稳定在 8% 左右。随着公司整体运营管理效率提升，FY24H1 各项费率均减少明显，总费率降至 39.24%，销售费率降至 31.13%，管理费率降至 8.27%，财务费率降至 0.16%，销售净利率达 19.29%。

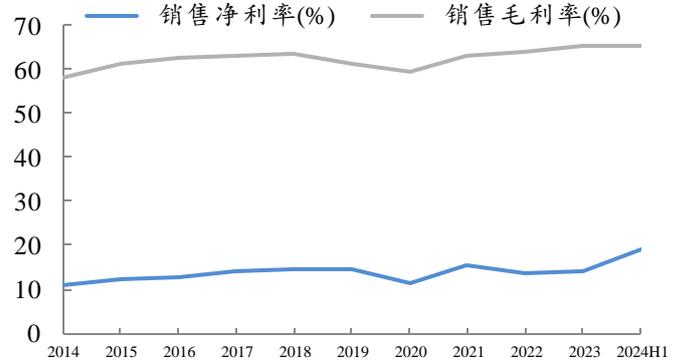
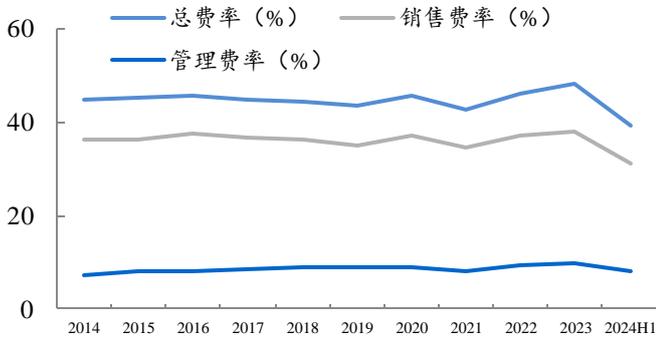
具体开支方面，公司 FY21–FY23 主要支出集中在店铺形象升级上，相关资本支出较以往增



加。公司品牌营销方面费用每年约稳定在 10% 左右，但考虑到公司于 8 月 2 日在总部举办 30 周年庆典活动，该活动已列入 25 财年预算，预计增加 3000 万的一次性投入。

图表26: 公司 2014-2024 上半财年公司总费率/销售费率/管理费率 (%)

图表27: 公司 2014-2024 上半财年销售净利率与销售毛利率 (%)

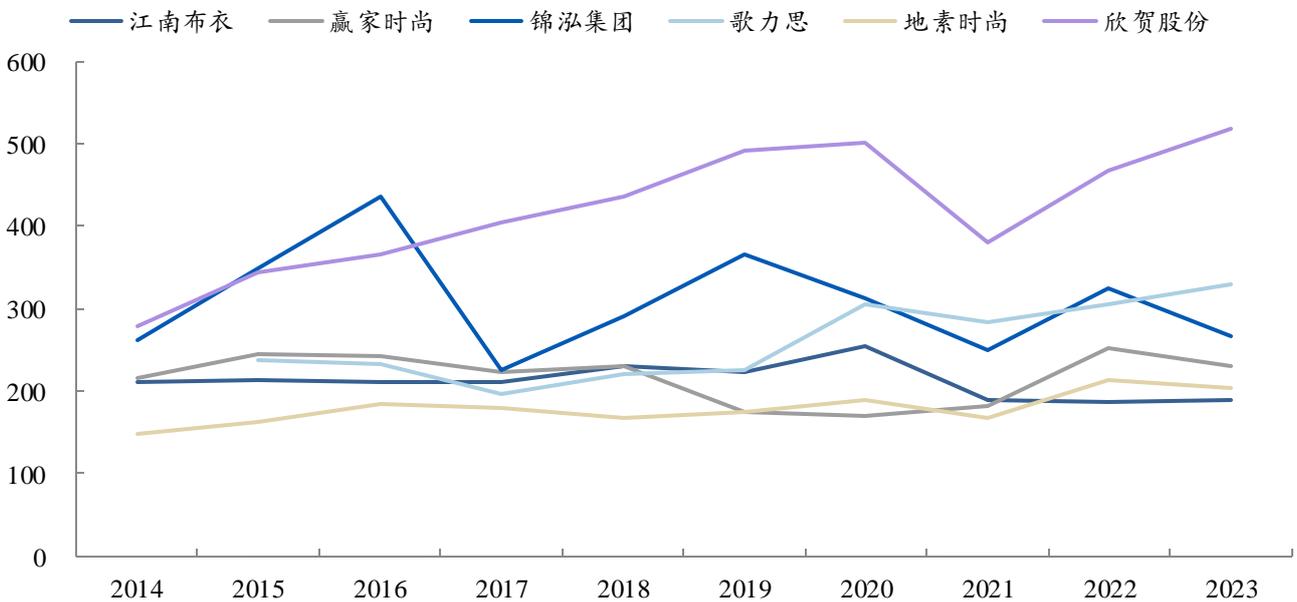


来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

存货周转行业最佳, 营运能力稳中有增。近年来公司存货周转天数呈下降趋势, 2023 年达 188 天, 为中高端女装同业中最低水平。我们认为公司的高存货周转率主要源于: 1) 供给端智能快反灵活调整供给, 减轻存货压力; 2) 全域零售触达, 人货场高度匹配, 提升产品零售效率。

图表28: 同业公司存货周转天数(天)

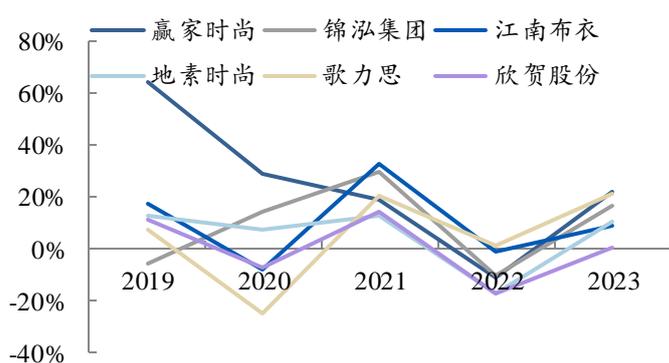
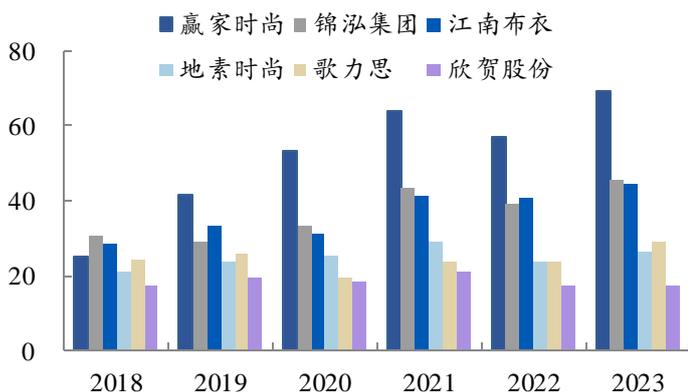


来源 ifind, 国金证券研究所



图表29: 可比公司营业收入对比 (亿元)

图表30: 可比公司历年收入增速对比 (%)



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

### 3.4、高周转基石1——供应链优化显效，智能快反灵活供给

供给端方面，公司持续优化智能快反供应链能力：

- ①公司最初采取传统的订货会模式下订单，近年来不断建设智能化快速反应供应链能力，根据市场销售情况追加订单，因此不需储备大量期货，有效提升了资产周转率，降低了存货周转天数。
- ②公司持续建设存货共享系统，可及时把握渠道库存水位，并适时收回经销商库存，通过自有线上渠道销售，减轻渠道负担。

据公司 2024 年中期报告，上半财年存货共享及分配系统带来的增量零售额为人民币 5.97 亿元，同比增长 48.7%，约占整体营收的 15%，同时公司存货周转天数降低至 137 天，应收账款周转天数稳定于 10 天左右，应付账款周转天数为 50-60 天，现金循环周期整体趋势健康向好。

### 3.5、高周转基石2——互联网思维全域触达消费群体，人货场高度匹配提升转化率

需求端方面，公司充分运用互联网思维和技术，不断增强国内外零售网络建设，运用数智化能力拓展新兴消费场景，快速触达终端消费者需求：

- ①数智零售业务，是指通过对消费者行为习惯的观察，通过应用微信小程序等腾讯生态系统，公司可在离店销售、私域运营方面挖掘销售机会，为私域会员提供新产品推广、穿搭服务、直播等服务，有效增加离店销售数量。公司运用互联网+思维和技术赋能销售，通过数智化零售有效弥补了线下客流量的巨幅波动。据公司 2023 年年报，包括“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 11.1 亿元，同比增长超 70.4%。
- ②公司的另一优势在于数智零售涉及三个部门的协同合作，包括数字营销团队、直营销售团队以及数智零售部门，三部门向同一高管汇报工作，确保了部门之间协调一致，避免 KPI 冲突，有效提高管理运营效率。
- ③线下人货场高度匹配，线上转化链路较同业更短。公司线下门店多布局在高线城市核心商圈购物中心及百货，匹配中高端消费群体客流；线上全域布局由门店销售、公司搭配师等运营的种草账号，包括小红书、抖音、小程序等，将流量导入官方平台后通过精准搜索匹配对应商品。同时在商品搜索页、详情页列示了官方搭配及门店销售、KOL 等多套穿搭，形成转化及有效连带销售。



图表31: 公司线上种草-转化-连带销售链路



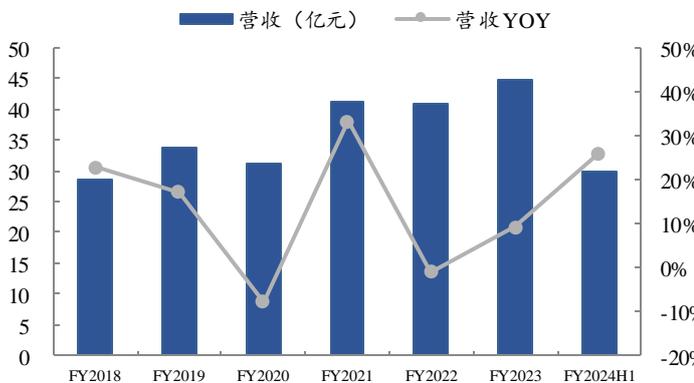
来源: 公司官方小程序, 小红书, 国金证券研究所

## 4、未来展望：业绩增长超预期，成长空间广阔

### 4.1、增速与质量兼具，前期调整成效已现

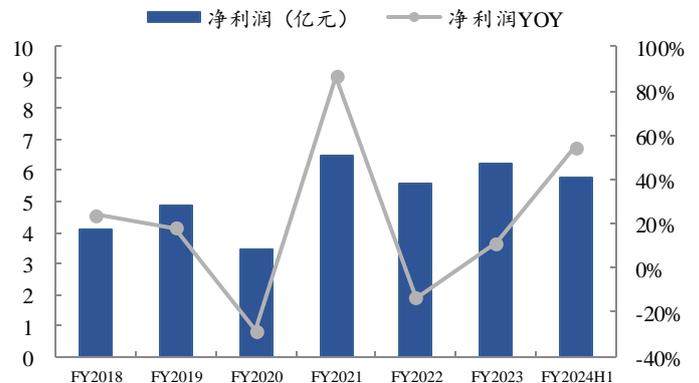
最新财季亮点突出，盈利增速与质量兼具。FY2017至FY2023，公司营收由23.32亿元增长至44.65亿元，CAGR达11.43%；归母净利润由3.32亿元增长至6.21亿元，CAGR达11.03%；2024上半年财年公司实现营收29.8亿元，同比增长26.1%；净利润5.74亿元，同比增长54.5%，实现加速增长，我们认为公司本次业绩存在诸多亮点，在超预期的同时盈利质量较高：

图表32: FY2018-FY2024H1 公司营收 (亿元) 及增速 (%) 变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

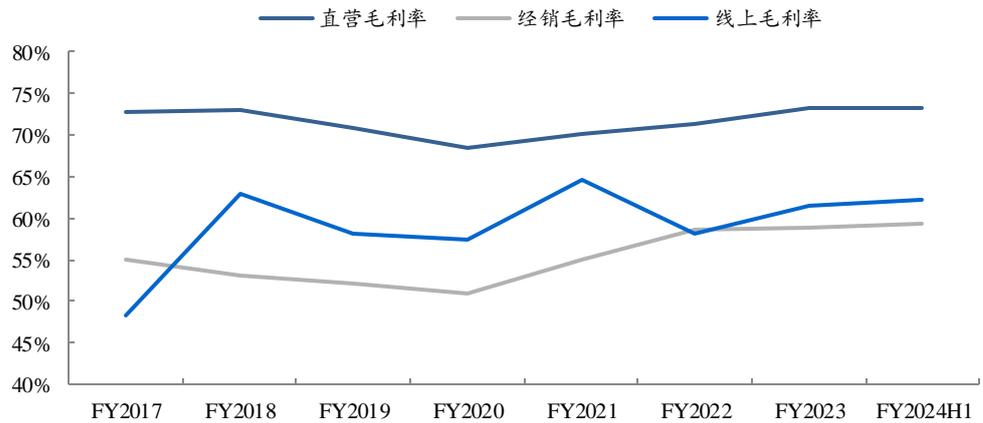
图表33: FY2018-FY2024H1 公司净利润 (亿元) 及增速 (%) 变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所



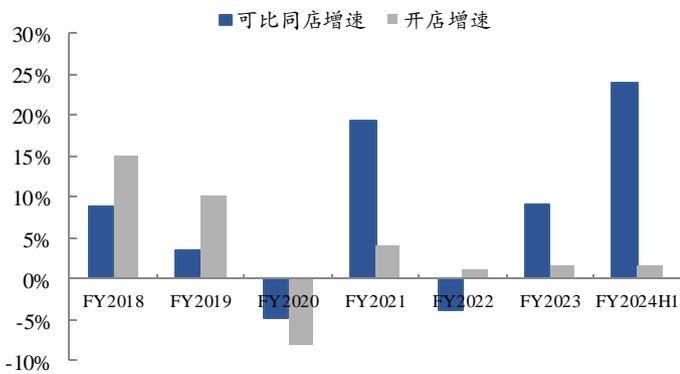
图表34: FY2017-FY2024H1 各渠道毛利率变化 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

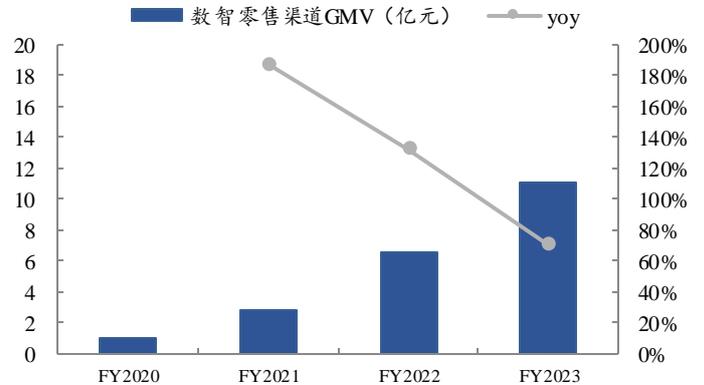
1) 同店增长快于开店, 实现内生性增长。相较于开店扩张的方式, 公司更倾向于通过内部提升与优化带来更高的增长。FY2023 及 FY2024H1 公司可比同店销售额分别录得 9.1% 和 23.9% 的增长, 均高于对应报告期新开店增速 1.74% 和 1.60%, 主要原因在于: ① 数智零售渠道的开拓与创新。公司坚持运用互联网+思维和技术赋能离店销售, FY2023 包括“不止盒子”、“微商城”及“多元化社交电商”在内的数智零售渠道 GMV 达 11.1 亿元, 同比+70.5%, 有效补充线下客流量, 优化同店表现; ② 有序推进店铺升级。FY2021 至 FY2023, 公司对旗下门店进行了翻新升级。公司注重品牌店铺艺术性, 全新升级的公司+集合店, 在店铺中心区域为旗下各品牌设立独立展示空间, 为顾客呈现多元内容、提供独特体验。

图表35: FY2018-FY2024H1 可比同店及开店增速变化 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表36: FY2020-FY2023 数智零售渠道 GMV 及增速变化 (亿元, %)

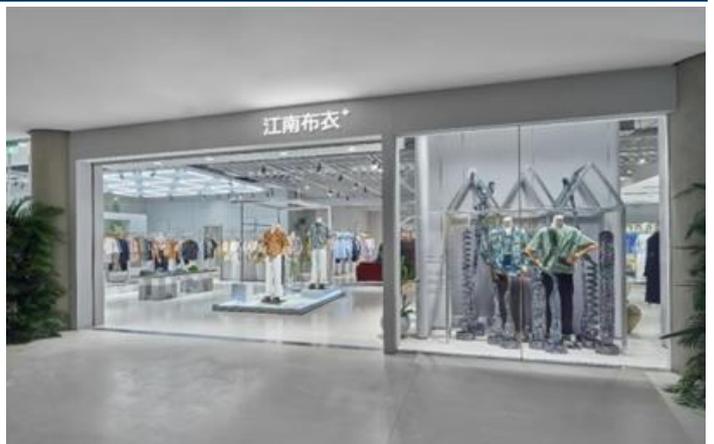


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表37: 公司“不止盒子”微信小程序界面



图表38: 公司集合店外观





来源：公司“不止盒子”微信小程序，国金证券研究所

来源：商品研习社公众号，国金证券研究所整理

2) 自营增速快于经销，向渠道压货风险减小。公司注重自营渠道发展，稳健推进新开门店扩张的同时，提高门店运营水平。FY2023 公司自营和经销门店数量分别为 565 家和 1425 家，FY23 及 FY24H1，公司自营渠道收入同比增速分别录得 10.9%、36.7%，均高于对应报告期经销渠道收入同比增速 1.7%、18.2%。毛利率方面，FY24H1 公司直营渠道毛利率同比提升 0.5pct 至 73.3%，线上毛利率同比提升 1.3pct 至 62.2%，主要受益于终端折扣改善；批发渠道毛利率基本持平，保持稳定。

图表39: FY2023 自营和经销渠道店铺数量占比 (%)

图表40: FY2023 自营和经销渠道收入占比情况 (%)

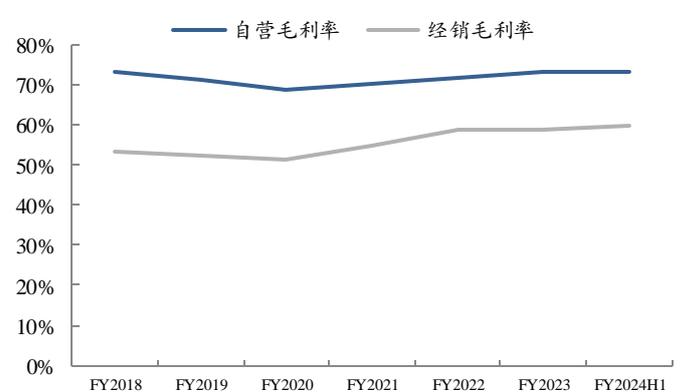
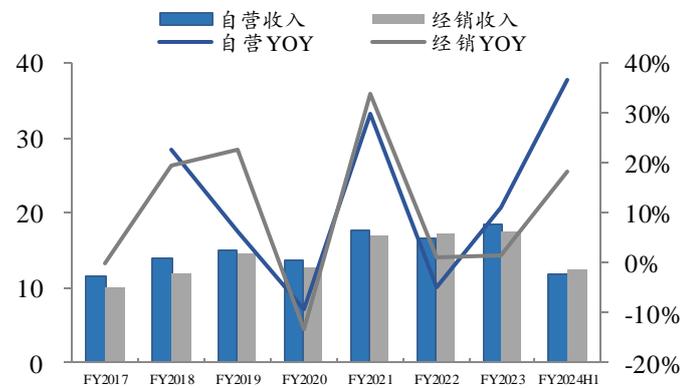


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表41: FY2018-FY2024H1 自营和经销渠道收入 (亿元) 及增速变化 (%)

图表42: FY2018-FY2024H1 自营和经销毛利率变化 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

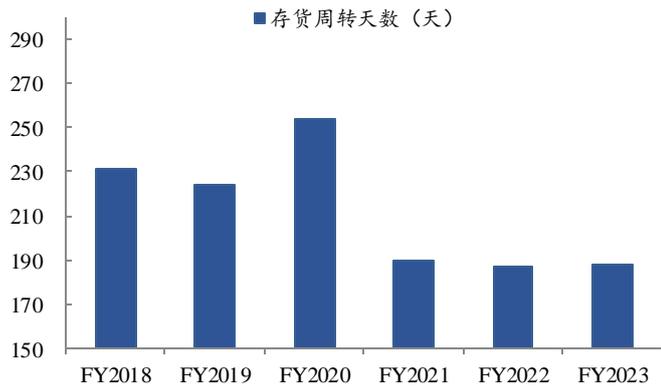
来源：公司公告，国金证券研究所

3) 存货周转加快，快反贡献提升。FY2018 至 FY2023，公司存货周转天数由 231 天下降至 188 天，库存商品利用率提升，减少资金占用。公司采用存货共享及分配系统，有效解决门店存货供需失衡问题，通过协调线上和线下总仓，最大程度减少线下门店缺色断码的问题，避免流失销售机会。FY24H1 存货共享及分配系统实现增量零售额 5.97 亿元，同比+48.8%。同时，FY24H1 公司快反追单比例达 10%。

4) 现金流增长与利润增长同步。FY24H1 公司经营活动产生的现金流净额同比增长 172%至 10.6 亿元，现金流量比率由 2022 财年的 0.49 提升至 2024 上半财年的 0.59，现金流表现健康。

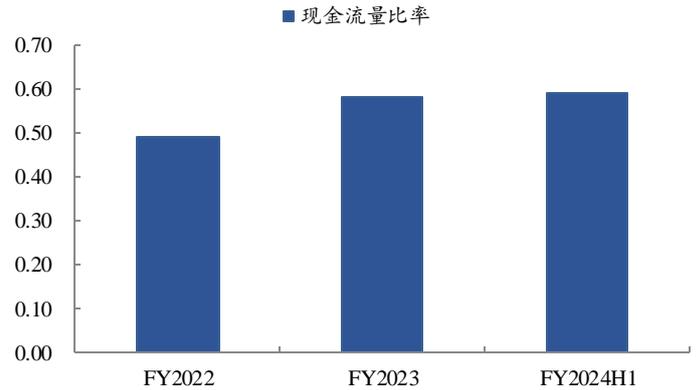


图表43: FY2018-FY2023 存货周转天数变化



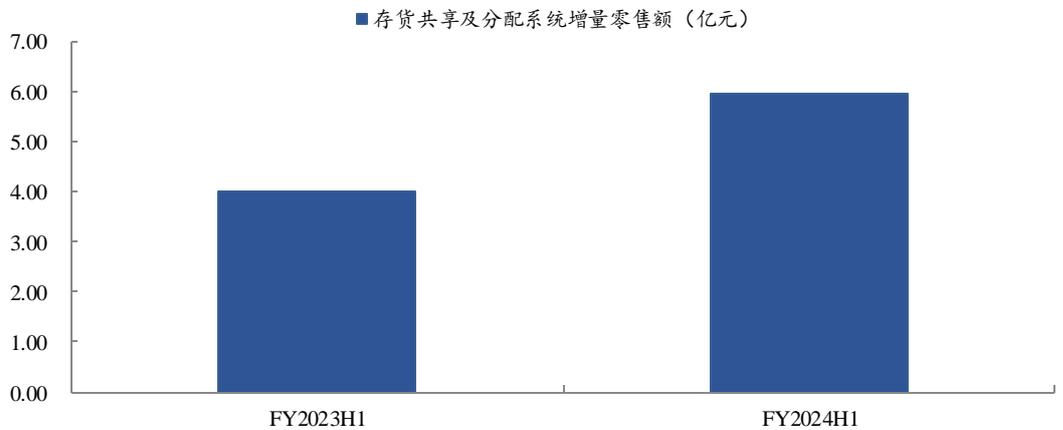
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表44: FY2022-FY2024H1 现金流量比率变化 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表45: FY2023H1 与 FY2024H1 存货共享及分配系统增量零售额 (亿元) 对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

#### 4.2、空间测算：2026 年城市白领群体服饰消费空间上看 3600 亿元

##### ■ 方法一：自上而下，基于城市白领群体服饰消费水平

我们认为公司旗下品牌由于价格带较宽（夏季单品价格可下探至 500 元以内），产品风格多样，囊括通勤、时尚、艺术、运动休闲等多种穿着场景，其辐射客群范围可放宽至：三线及以上城市 25-44 岁有一定消费力的白领群体，而非奢侈品或其他高端女装锚定的中产阶层，小众时尚、艺术爱好者群体。

因此本文自上而下地通过估算“人口总数及性别结构”、“未来城市白领群体数量”、“城市白领服饰消费支出”等指标以测算白领群体服饰市场空间。同时，通过计算白领群体年龄结构，可以测算公司旗下各品牌对应客群服饰市场空间。

核心假设：

1) 人口总数及性别、年龄结构。根据中国人口与发展研究中心和联合国人口基金驻华代表处 (UNFPA) 采用 2020 年年底中国分性别、分年龄人口数作为预测基年数据发布的《中国人口中长期变动趋势预测 (2021-2050)》(下称《中国人口预测》)，我国 2026 年总人口预计达 14.09 亿，其中女性 6.91 亿，男性 7.18 亿。

公司主要品牌包括 JNBY、速写、jnby by JNBY、LESS，核心客群为城市白领及白领家庭，JNBY 主要面向 25-35 岁年轻女性，速写主要面向 25-35 岁年轻男性，jnby by JNBY 主要面向 0-10 岁儿童，LESS 主要面向 35-45 岁女性。因此我们提取《中国人口预测》中女性 25-34 岁、35-44 岁以及男性 25-44 岁三类年龄群体的预测数据用于各品牌空间测算。

图表46: 人口总数及性别、年龄结构

|             | 2021A  | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 中国人口总数 (万人) | 141260 | 141175 | 140967 | 141144 | 141024 | 140864 |



|                | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 女性人数 (万人)      | 68949 | 68969 | 68935 | 69079 | 69083 | 69068 |
| 男性人数 (万人)      | 72311 | 72206 | 72032 | 72065 | 71941 | 71796 |
| 25-34 岁女性 (万人) | 9960  | 9424  | 8925  | 8370  | 7842  | 7537  |
| 35-44 岁女性 (万人) | 9555  | 9917  | 10167 | 10490 | 10823 | 10837 |
| 25-44 岁男性 (万人) | 20972 | 20861 | 20689 | 20481 | 20350 | 20114 |

来源：中国人口与发展研究中心，联合国人口基金驻华代表处，国金证券研究所测算

2) **城市白领群体数量**。城市白领年龄多集中在 25-44 岁，工作地点以三线以上城市、一线和新一线城市为主。据灼识咨询数据，2021 年中国白领人数达到 1.68 亿人。据艾瑞咨询数据，2021 年中国白领人群中男性占比 51.3%、女性占比 48.7%，其中已婚有孩者占比 63%。基于《中国人口预测》提供的增长率，我们测算出 2026 年中国城市白领群体数量为 1.68 亿人，其中男性 8557 万人，女性 8196 万人。同时，假设白领已婚有孩率经去重得 31.5%，且考虑 0-10 岁儿童的父亲年龄介于 25-44 岁之间或母亲年龄介于 25-35 岁之间，我们测算得到 2026 年白领家庭中 0-10 岁儿童数量为 3754 万人。

图表47：城市白领群体数量测算

|                   | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 中国白领总数 (万人)       | 16800 | 16790 | 16765 | 16786 | 16772 | 16753 |
| 女性白领人数 (万人)       | 8182  | 8184  | 8180  | 8197  | 8198  | 8196  |
| 男性白领人数 (万人)       | 8618  | 8606  | 8585  | 8589  | 8574  | 8557  |
| 25-34 岁女性白领 (万人)  | 4176  | 3988  | 3824  | 3638  | 3444  | 3362  |
| 35-44 岁女性白领 (万人)  | 4006  | 4196  | 4356  | 4559  | 4753  | 4834  |
| 25-44 岁男性白领 (万人)  | 8618  | 8606  | 8585  | 8589  | 8574  | 8557  |
| 0-10 岁白领家庭儿童 (万人) | 4030  | 3967  | 3909  | 3851  | 3786  | 3754  |

来源：灼识咨询，艾瑞咨询，国金证券研究所测算

3) **城市白领群体服饰消费支出**。据国家统计局数据，2023 年居民服饰消费支出为 1479 元，假设该数据为城市白领群体服饰消费支出估计值。考虑国家经济政策落地及消费环境回暖，2024-2026 年未来五年居民收入将保持稳中有升的节奏。假设取前三年居民可支配收入增速均值作为当年居民服饰消费支出增速，预计 2026 年城市白领服饰消费支出达 1782 元/年。

图表48：城市白领群体服饰消费支出及规模测算

|                         | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 居民可支配收入增速               | 9.10%  | 5.00%  | 6.30%  | 6.80%  | 6.03%  | 6.38%  |
| 白领群体服饰年消费支出 (元)         | 1419   | 1365   | 1479   | 1580   | 1675   | 1782   |
| 白领群体服饰消费市场规模 (亿元)       | 2955.8 | 2833.3 | 3057.7 | 3259.9 | 3443.1 | 3653.8 |
| 25-34 岁女性白领服饰消费规模 (亿元)  | 592.5  | 544.3  | 565.6  | 574.6  | 576.8  | 599.0  |
| 35-44 岁女性白领服饰消费规模 (亿元)  | 568.4  | 572.8  | 644.3  | 720.2  | 796.1  | 861.2  |
| 25-44 岁男性白领服饰消费规模 (亿元)  | 1223.0 | 1174.7 | 1269.7 | 1356.7 | 1436.1 | 1524.6 |
| 0-10 岁白领家庭儿童服饰消费规模 (亿元) | 571.9  | 541.5  | 578.1  | 608.4  | 634.1  | 668.9  |

来源：国家统计局，国金证券研究所测算

基于以上假设，2026 年中国城市白领服饰市场规模约 3653.8 亿元，CAGR5 为 4.33%。其中，25-34 岁女性群体服饰市场规模约 599.0 亿元，35-44 岁女性群体服饰市场规模约 861.2 亿元，25-44 岁男性群体服饰市场规模约 1524.6 亿元，0-10 岁儿童服饰市场规模约 668.9 亿元。

■ **方法二：自下而上，基于店铺数量、店效及营收**

**核心假设：(按照前三年均值线性外推，非盈利预测)**

1) **分渠道营收预测**。公司销售渠道包括线上和线下渠道，其中线下渠道包括自营店和经



销店。2023 财年，公司自营门店数 565 家，店效达 328 万元/店，经销门店数 1425 家，店效达 123 万元/店。根据 2024 上半财年自营经销门店数比例，假设未来三年经销占比略有提升，预计 2026 财年自营门店数达 605 家，店效 400 万元/店，经销门店数达 1476 家，店效 146 万元/店，线下渠道营收 45.76 亿元。假设未来三年线上渠道营收增长率为当年的前三年增长率均值，预计 2026 年线上渠道营收达 15.00 亿元。总营收 60.76 亿元。

2) 分品牌营收预测。2023 财年，公司旗下品牌中 JNBY 营收 25.13 亿，“CROQUIS”营收 6.76 亿，jnby by JNBY 营收 6.65 亿，LESS 营收 5.26 亿。根据品牌增长趋势，预计 2026 财年 JNBY 营收 32.54 亿，CROQUIS 营收 8.26 亿，jnby by JNBY 营收 10.33 亿，LESS 营收 8.59 亿。总营收 60.76 亿元。

**图表49：公司营收规模测算**

|                      | FY2021A | FY2022A | FY2023A | FY2024E | FY2025E | FY2026E |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 自营店效（百万/店）           | 3.22    | 3.03    | 3.28    | 3.73    | 3.86    | 4.00    |
| 自营门店数                | 545     | 552     | 565     | 547     | 575     | 605     |
| 经销店效（百万/店）           | 1.23    | 1.23    | 1.23    | 1.42    | 1.45    | 1.46    |
| 经销门店数                | 1386    | 1404    | 1425    | 1477    | 1474    | 1476    |
| 线下渠道营收（亿元）           | 34.66   | 34.02   | 36.13   | 41.39   | 43.56   | 45.76   |
| 线上渠道营收（亿元）           | 6.61    | 6.84    | 8.52    | 10.52   | 12.32   | 15.00   |
| 总营收（亿元）              | 41.26   | 40.86   | 44.65   | 51.91   | 55.88   | 60.76   |
| “JNBY”营收（亿元）         | 22.99   | 23.12   | 25.13   | 28.70   | 30.49   | 32.54   |
| “CROQUIS”营收（亿元）      | 6.92    | 6.45    | 6.76    | 7.59    | 7.92    | 8.26    |
| “jnby by JNBY”营收（亿元） | 6.57    | 5.93    | 6.65    | 8.16    | 9.04    | 10.33   |
| “LESS”营收（亿元）         | 3.91    | 4.61    | 5.26    | 6.52    | 7.43    | 8.59    |
| 其他品牌营收（亿元）           | 0.87    | 0.75    | 0.85    | 0.95    | 1.00    | 1.04    |

来源：公司公告，国金证券研究所测算

基于以上假设，2026 年公司总营收可达 60.76 亿元，CAGR5 为 8.05%，占目标客群（即城市白领群体）服饰消费市场规模的 1.66%，未来市场份额提升空间巨大。同时，公司旗下品牌中，JNBY 预计营收占目标客群市场规模 5.43%，CROQUIS 预计营收对应占比 0.96%，jnby by JNBY 预计营收对应占比 0.68%，LESS 预计营收对应占比 1.28%，后三类品牌份额存在较大发掘空间。

**图表50：公司预测营收规模占目标市场规模比例**

|                  | 公司     | “JNBY” | “CROQUIS” | “jnby by JNBY” | “LESS” |
|------------------|--------|--------|-----------|----------------|--------|
| 营收测算（亿元）         | 60.76  | 32.54  | 8.26      | 10.33          | 8.59   |
| 目标客群服饰消费市场规模（亿元） | 3653.8 | 599.0  | 861.2     | 1524.6         | 668.9  |
| 占比               | 1.66%  | 5.43%  | 0.96%     | 0.68%          | 1.28%  |

来源：国金证券研究所测算



## 5、盈利预测及估值

收入假设：

- 1) 我们预计公司旗下成熟品牌 JNBY 在 FY24-26 门店数量将保持小幅上升，主要系进一步优化门店位置，关低效店、开高线城市门店，预计保持每年净开 3-5 家的节奏；店效方面随着品牌力持续提升，活跃粉丝数量及人均销售额预计 24 财年低基数下保持双位数，25-26 财年单位数增长，带动 JNBY 品牌 FY24-26 收入分别实现 14.2%、6.2%、6.7% 的同比增长，26 财年营收规模达到 32.5 亿元。
- 2) 成长品牌方面，LESS 品牌市占率、门店数量及店效提升空间较大，预计增速继续领跑，FY24-26 年净开店保持每年 10-15 家左右，同时伴随着粉丝快速扩容店效双位数复合增长，带动收入实现 23.9%、14.1%、15.6% 的增长，26 财年营收规模达 8.6 亿元；童装 jnby by JNBY 也预计保持较快拓店节奏，每年净开 10-15 家门店，同时店效双位数增长，带动收入实现 22.6%、10.9%、14.2% 的同比增长；男装速写预计 FY24-25 年继续调整，渠道数量保持平稳，于 FY26 恢复净开店，同期店效保持个位数符合增长，带动收入实现 12.3%、4.4%、4.3% 的同比增长。综合来看，成长品牌 FY24-26 营收预计实现 19.3%、9.6%、11.4% 的同比增长，快于成熟品牌。
- 3) 其他新兴品牌方面仍在品牌探索调整期，FY24 低基数下净开 3-5 家，FY25-26 门店数量预计基本保持平稳，店效 FY24-26 保持低个位数增长，带动收入实现 11.7%、4.7%、4.4% 同比增长。

整体来看，预计公司营收 FY24-26 实现 16.3%、7.6%、8.7% 的同比增长，期间门店保持每年净开 25-35 家，主要增长继续由同店驱动。

毛利率假设：

- 1) 成熟品牌：FY24H1 毛利率同比保持平稳，FY24H2 受到经济环境波动影响，终端折扣可能有所加深，导致毛利率全年同比小幅下降 0.3pct 至 66.9%；FY25 目前消费预期谨慎，且公司品牌投入加大，预计带来毛利率小幅下降 0.2pct 至 66.5%；FY26 毛利率水平保持稳定在 66.5% 左右。
- 2) 成长品牌：FY24 三个品牌预计均受益于销售改善、动销加快，折扣与毛利率稳中有升，LESS/jnby by JNBY/速写分别同比提升 0.1/0.7/0.8pct，带动成长品牌毛利率同比提升 0.4pct 至 64.1%；FY25-26 预计整体毛利率将继续呈现稳中有升趋势，达到 64.4%、64.5%。
- 3) 新兴品牌：FY24 毛利率预计小幅下降至 45%，FY25-26 分别保持在 43.2% 和 44.0% 水平。



图表51: 公司收入拆分预测

| (百万元,RMB)             | FY2021 | FY2022 | FY2023 | FY2024E | FY2025E | FY2026E |
|-----------------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| <b>江南布衣 (3306.HK)</b> |        |        |        |         |         |         |
| 营收                    | 4126   | 4086   | 4465   | 5191    | 5588    | 6076    |
| yoy                   | 33.1%  | -1.0%  | 9.3%   | 16.3%   | 7.6%    | 8.7%    |
| 毛利                    | 2597   | 2607   | 2917   | 3390    | 3642    | 3964    |
| 毛利率                   | 62.9%  | 63.8%  | 65.3%  | 65.3%   | 65.2%   | 65.2%   |
| 门店数量                  | 1931   | 1956   | 1990   | 2024    | 2049    | 2081    |
| 净开店                   | 76     | 25     | 34     | 34      | 25      | 32      |
| <b>成熟品牌</b>           |        |        |        |         |         |         |
| <b>JNBY</b>           |        |        |        |         |         |         |
| 营收                    | 2299   | 2312   | 2513   | 2870    | 3049    | 3254    |
| yoy                   | 30.5%  | 0.6%   | 8.7%   | 14.2%   | 6.2%    | 6.7%    |
| 毛利                    | 1460   | 1491   | 1689   | 1920    | 2027    | 2165    |
| 毛利率                   | 63.5%  | 64.5%  | 67.2%  | 66.9%   | 66.5%   | 66.5%   |
| 门店数量                  | 926    | 921    | 921    | 935     | 939     | 943     |
| yoy                   | 5.1%   | -0.5%  | 0.0%   | 1.5%    | 0.4%    | 0.5%    |
| 单店店效                  | 2.48   | 2.51   | 2.73   | 3.07    | 3.25    | 3.45    |
| yoy                   | 24.2%  | 1.1%   | 8.7%   | 12.5%   | 5.8%    | 6.2%    |
| <b>成长品牌</b>           |        |        |        |         |         |         |
| 营收                    | 1740   | 1699   | 1866   | 2226    | 2440    | 2718    |
| yoy                   | 37.8%  | -2.4%  | 9.9%   | 19.3%   | 9.6%    | 11.4%   |
| 毛利                    | 1093   | 1074   | 1188   | 1427    | 1571    | 1753    |
| 毛利率                   | 62.8%  | 63.2%  | 63.7%  | 64.1%   | 64.4%   | 64.5%   |
| <b>速写</b>             |        |        |        |         |         |         |
| 营收                    | 692    | 645    | 676    | 759     | 792     | 826     |
| yoy                   | 24.2%  | -6.8%  | 4.7%   | 12.3%   | 4.4%    | 4.3%    |
| 毛利                    | 428    | 412    | 437    | 497     | 518     | 541     |
| 毛利率                   | 61.9%  | 63.9%  | 64.7%  | 65.5%   | 65.4%   | 65.5%   |
| 门店数量                  | 312    | 313    | 300    | 311     | 311     | 313     |
| yoy                   | -1.0%  | 0.3%   | -4.2%  | 3.5%    | 0.2%    | 0.5%    |
| 单店店效                  | 2.22   | 2.06   | 2.25   | 2.44    | 2.55    | 2.64    |
| yoy                   | 25.4%  | -7.1%  | 9.3%   | 8.5%    | 4.2%    | 3.8%    |
| <b>jnby by JNBY</b>   |        |        |        |         |         |         |
| 营收                    | 657    | 593    | 665    | 816     | 904     | 1033    |
| yoy                   | 47.8%  | -9.8%  | 12.2%  | 22.6%   | 10.9%   | 14.2%   |
| 毛利                    | 405    | 351    | 390    | 484     | 535     | 612     |
| 毛利率                   | 61.6%  | 59.2%  | 58.6%  | 59.3%   | 59.2%   | 59.3%   |
| 门店数量                  | 470    | 471    | 486    | 503     | 513     | 527     |
| yoy                   | 7.8%   | 0.2%   | 3.2%   | 3.5%    | 1.9%    | 2.8%    |
| 单店店效                  | 1.40   | 1.26   | 1.37   | 1.62    | 1.76    | 1.96    |
| yoy                   | 37.1%  | -9.9%  | 8.7%   | 18.5%   | 8.8%    | 11.1%   |
| <b>LESS</b>           |        |        |        |         |         |         |
| 营收                    | 391    | 461    | 526    | 652     | 743     | 859     |
| yoy                   | 50.0%  | 17.8%  | 14.0%  | 23.9%   | 14.1%   | 15.6%   |
| 毛利                    | 260    | 311    | 361    | 448     | 505     | 584     |
| 毛利率                   | 66.4%  | 67.4%  | 68.7%  | 68.8%   | 67.9%   | 68.0%   |
| 门店数量                  | 185    | 204    | 233    | 241     | 251     | 261     |
| yoy                   | -0.5%  | 10.3%  | 14.2%  | 3.5%    | 3.9%    | 4.3%    |
| 单店店效                  | 2.12   | 2.26   | 2.26   | 2.70    | 2.97    | 3.29    |
| yoy                   | 50.8%  | 6.9%   | -0.1%  | 19.7%   | 9.8%    | 10.8%   |
| <b>其他品牌</b>           |        |        |        |         |         |         |
| 营收                    | 87     | 75     | 85     | 95      | 100     | 104     |
| yoy                   | 15.5%  | -13.7% | 13.5%  | 11.7%   | 4.7%    | 4.4%    |
| 毛利                    | 44     | 43     | 40     | 43      | 43      | 46      |
| 毛利率                   | 51.0%  | 57.2%  | 46.4%  | 45.0%   | 43.2%   | 44.0%   |
| 门店数量                  | 30     | 35     | 31     | 35      | 36      | 37      |
| yoy                   | -14.3% | 16.7%  | -11.4% | 11.5%   | 3.5%    | 2.9%    |
| 单店店效                  | 2.90   | 2.15   | 2.75   | 2.76    | 2.79    | 2.83    |
| yoy                   | 34.8%  | -26.0% | 28.1%  | 0.2%    | 1.2%    | 1.5%    |

来源: 公司公告, 国金证券研究所



费用及净利润假设：

- 1) 费用端，预计公司 FY24 受益于收入快速增长，正向经营杠杆扩大，销售费用率摊薄，同比下降 2.16pct 至 35.8%，而 FY25 由于公司加大品牌投入，包括周年庆一次性费用 3000 万左右等，叠加收入增速放缓，销售费用率预计显著提升 0.5pct 至 36.3%；FY26 恢复至 36.1% 左右正常水平。管理费用方面，FY24-26 预计基本保持平稳，分别为 9.6%、9.5%、9.8%。
- 2) 净利润端，结合毛净利率变动趋势，预计 FY24-26 公司整体归母净利率为 15.9%、15.4%、15.7%，呈现先降后升趋势。整体归母净利润分别为 8.25、8.61、9.62 亿元，同比增长 32.8%、4.3%、11.7%。

图表52：公司费用及净利润预测

| (百万元,RMB)  | FY2021 | FY2022 | FY2023 | FY2024E | FY2025E | FY2026E |
|------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| <b>费用端</b> |        |        |        |         |         |         |
| 销售费用       | 1429   | 1511   | 1695   | 1858    | 2029    | 2206    |
| %          | 34.64% | 36.99% | 37.96% | 35.8%   | 36.3%   | 36.3%   |
| 管理费用       | 328    | 377    | 446    | 498     | 530     | 595     |
| %          | 7.96%  | 9.23%  | 9.98%  | 9.6%    | 9.5%    | 9.8%    |
| 归母净利润      | 647.2  | 558.9  | 621.3  | 825.2   | 859.3   | 919.6   |
| %          | 15.69% | 13.68% | 13.91% | 15.9%   | 15.4%   | 15.1%   |
| yoy        | 86.7%  | -13.6% | 11.2%  | 32.8%   | 4.1%    | 7.0%    |

来源：公司公告，国金证券研究所

从可比公司估值来看，高端女装 24 年对应平均 PE 为 13 倍，公司 24 财年对应 PE 仅为 8.4 倍（其他可比公司财年截止日均为 12.31，公司财年截止日为 06.30），仍存在较大提升空间；且公司股息率、ROE 均领跑行业，估值性价比突出。结合公司高 ROE、高股息率、稳定增长属性，我们给予公司 25 财年 10 倍估值，对应市值 85.93 亿元人民币，目标价 18.13 港元，较现价（截至 2024/08/26）仍有 33% 空间，首次覆盖给予“买入”评级。

图表53：可比公司 PE

| 代码        | 公司   | 市值 (亿) | 归母净利润 (亿) |       |       |       | PE    |       |       |
|-----------|------|--------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |        | 2023A     | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 603808.SH | 歌力思  | 23     | 1.06      | 2.38  | 3.16  | 3.77  | 9.7   | 7.3   | 6.1   |
| 3701.HK   | 赢家时尚 | 56     | 8.38      | 6.68  | 7.82  | 9.13  | 8.4   | 7.2   | 6.2   |
| 603587.SH | 地素时尚 | 49     | 4.94      | 5.05  | 5.70  | 6.33  | 9.8   | 8.7   | 7.8   |
| 003016.SZ | 欣贺股份 | 25     | 1.00      | 0.80  | 0.89  | 1.01  | 31.6  | 28.4  | 25.1  |
| 603518.SH | 锦泓集团 | 22     | 2.98      | 3.61  | 4.27  | 4.86  | 6.1   | 5.2   | 4.6   |
|           | 平均值  |        |           |       |       |       | 13.1  | 11.4  | 9.9   |
| 3306.HK   | 公司   | 71     | 6.21      | 8.25  | 8.59  | 9.20  | 8.4   | 8.0   | 7.5   |

来源：wind，国金证券研究所（除公司外均采用 wind 一致预期，截至 2024/08/26）

图表54：可比公司 ROE/PB 水平

| 代码        | 公司   | 市值 (亿) | ROE   |       |       | PB    |       |       |
|-----------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |        | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 603808.SH | 歌力思  | 23     | 9%    | 10%   | 11%   | 0.75  | 0.71  | 0.65  |
| 3701.HK   | 赢家时尚 | 56     | 9%    | 8%    | 8%    | 1.12  | 0.99  | 0.88  |
| 603587.SH | 地素时尚 | 49     | 13%   | 14%   | 15%   | 1.27  | 1.20  | 1.13  |
| 003016.SZ | 欣贺股份 | 25     | 3%    | 3%    | 3%    | 0.88  | 0.88  | 0.86  |
| 603518.SH | 锦泓集团 | 22     | 10%   | 10%   | 11%   | 0.58  | 0.54  | 0.49  |
|           | 平均值  |        | 8%    | 9%    | 10%   | 0.9   | 0.9   | 0.8   |
| 3306.HK   | 公司   | 71     | 38%   | 37%   | 36%   | 3.19  | 2.94  | 2.71  |

来源：wind，国金证券研究所（除公司外均采用 wind 一致预期，截至 2024/08/26）



## 6、风险提示

线下零售恢复不及预期：经济环境波动背景下，线下零售的恢复可能不及预期。

品牌孵化失败：新品牌孵化及发展过程面临情况复杂，可能存在孵化失败的风险。



附录：三张报表预测摘要

| 损益表(人民币 百万)          |              |               |             |              |              |              | 资产负债表(人民币 百万)   |              |              |              |              |              |              |
|----------------------|--------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                      | 2021A        | 2022A         | 2023A       | 2024E        | 2025E        | 2026E        |                 | 2021A        | 2022A        | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
| 主营业务收入               | 4,126        | 4,086         | 4,465       | 5,191        | 5,588        | 6,076        | 货币资金            | 549          | 592          | 525          | 805          | 968          | 1,158        |
| 增长率                  | 33.1%        | -1.0%         | 9.3%        | 16.3%        | 7.6%         | 8.7%         | 应收款项            | 363          | 375          | 418          | 486          | 525          | 570          |
| 主营业务成本               | 1,529        | 1,478         | 1,548       | 1,801        | 1,946        | 2,112        | 存货              | 707          | 829          | 790          | 921          | 989          | 1,068        |
| %销售收入                | 37.1%        | 36.2%         | 34.7%       | 34.7%        | 34.8%        | 34.8%        | 其他流动资产          | 870          | 384          | 490          | 488          | 488          | 488          |
| 毛利                   | 2,597        | 2,607         | 2,917       | 3,390        | 3,642        | 3,964        | 流动资产            | 2,489        | 2,180        | 2,223        | 2,700        | 2,970        | 3,284        |
| %销售收入                | 62.9%        | 63.8%         | 65.3%       | 65.3%        | 65.2%        | 65.2%        | %总资产            | 65.2%        | 55.9%        | 54.7%        | 59.7%        | 61.1%        | 62.7%        |
| 营业税金及附加              | 0            | 0             | 0           | 0            | 0            | 0            | 长期投资            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| %销售收入                | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 固定资产            | 398          | 451          | 463          | 469          | 476          | 483          |
| 销售费用                 | 1,429        | 1,511         | 1,695       | 1,858        | 2,029        | 2,206        | %总资产            | 10.4%        | 11.6%        | 11.4%        | 10.4%        | 9.8%         | 9.2%         |
| %销售收入                | 34.6%        | 37.0%         | 38.0%       | 35.8%        | 36.3%        | 36.3%        | 无形资产            | 656          | 714          | 766          | 788          | 807          | 825          |
| 管理费用                 | 328          | 377           | 446         | 498          | 530          | 595          | 非流动资产           | 1,330        | 1,720        | 1,843        | 1,826        | 1,892        | 1,951        |
| %销售收入                | 8.0%         | 9.2%          | 10.0%       | 9.6%         | 9.5%         | 9.8%         | %总资产            | 34.8%        | 44.1%        | 45.3%        | 40.3%        | 38.9%        | 37.3%        |
| 研发费用                 | 0            | 0             | 0           | 0            | 0            | 0            | <b>资产总计</b>     | <b>3,819</b> | <b>3,900</b> | <b>4,066</b> | <b>4,526</b> | <b>4,862</b> | <b>5,235</b> |
| %销售收入                | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 短期借款            | 244          | 149          | 100          | 113          | 128          | 143          |
| 息税前利润 (EBIT)         | 890          | 777           | 861         | 1,127        | 1,169        | 1,250        | 应付款项            | 256          | 289          | 236          | 275          | 296          | 319          |
| %销售收入                | 21.6%        | 19.0%         | 19.3%       | 21.7%        | 20.9%        | 20.6%        | 其他流动负债          | 1,136        | 1,311        | 1,280        | 1,505        | 1,621        | 1,762        |
| 财务费用                 | 3            | 1             | 10          | -4           | -8           | -10          | 流动负债            | 1,636        | 1,749        | 1,616        | 1,893        | 2,044        | 2,223        |
| %销售收入                | 0.1%         | 0.0%          | 0.2%        | -0.1%        | -0.1%        | -0.2%        | 长期贷款            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 投资收益                 | 0            | 0             | 0           | 0            | 0            | 0            | 其他长期负债          | 466          | 466          | 469          | 465          | 465          | 465          |
| %税前利润                | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 负债              | 2,102        | 2,215        | 2,084        | 2,358        | 2,508        | 2,688        |
| 营业利润                 | 842          | 719           | 777         | 1,033        | 1,083        | 1,163        | <b>普通股股东权益</b>  | <b>1,716</b> | <b>1,685</b> | <b>1,982</b> | <b>2,169</b> | <b>2,354</b> | <b>2,547</b> |
| 营业利润率                | 20.4%        | 17.6%         | 17.4%       | 19.9%        | 19.4%        | 19.1%        | 其中：股本           | 5            | 5            | 5            | 5            | 5            | 5            |
| 营业外收支                |              |               |             |              |              |              | 未分配利润           | 1,737        | 1,710        | 1,985        | 2,172        | 2,357        | 2,551        |
| 税前利润                 | 887          | 776           | 851         | 1,130        | 1,177        | 1,260        | 少数股东权益          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 利润率                  | 21.5%        | 19.0%         | 19.1%       | 21.8%        | 21.1%        | 20.7%        | <b>负债股东权益合计</b> | <b>3,819</b> | <b>3,900</b> | <b>4,066</b> | <b>4,526</b> | <b>4,862</b> | <b>5,235</b> |
| 所得税                  | 239          | 217           | 230         | 305          | 318          | 340          | <b>比率分析</b>     |              |              |              |              |              |              |
| 所得税率                 | 27.0%        | 27.9%         | 27.0%       | 27.0%        | 27.0%        | 27.0%        |                 | 2021A        | 2022A        | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
| 净利润                  | 647          | 559           | 621         | 825          | 859          | 920          | <b>每股指标</b>     |              |              |              |              |              |              |
| 少数股东损益               | 0            | 0             | 0           | 0            | 0            | 0            | 每股收益            | 1.30         | 1.12         | 1.24         | 1.59         | 1.66         | 1.77         |
| <b>归属于母公司的净利润</b>    | <b>647</b>   | <b>559</b>    | <b>621</b>  | <b>825.2</b> | <b>859.3</b> | <b>919.6</b> | 每股净资产           | 3.31         | 3.25         | 3.82         | 4.18         | 4.54         | 4.91         |
| 净利率                  | 15.7%        | 13.7%         | 13.9%       | 15.9%        | 15.4%        | 15.1%        | 每股经营现金净流        | 2.58         | 1.64         | 1.81         | 1.71         | 1.72         | 1.86         |
|                      |              |               |             |              |              |              | 每股股利            | 1.27         | 0.81         | 0.90         | 1.23         | 1.30         | 1.40         |
|                      |              |               |             |              |              |              | <b>回报率</b>      |              |              |              |              |              |              |
| <b>现金流量表(人民币 百万)</b> |              |               |             |              |              |              | 净资产收益率          | 37.71%       | 33.17%       | 31.35%       | 38.05%       | 36.51%       | 36.10%       |
|                      | 2021A        | 2022A         | 2023A       | 2024E        | 2025E        | 2026E        | 总资产收益率          | 16.95%       | 14.33%       | 15.28%       | 18.23%       | 17.67%       | 17.57%       |
| 净利润                  | 647          | 559           | 621         | 825          | 859          | 920          | 投入资本收益率         | 33.13%       | 30.53%       | 30.19%       | 36.06%       | 34.40%       | 33.92%       |
| 少数股东损益               | 0            | 0             | 0           | 0            | 0            | 0            | <b>增长率</b>      |              |              |              |              |              |              |
| 非现金支出                | 156          | 119           | 38          | -88          | -80          | -80          | 主营业务收入增长率       | 33.13%       | -0.98%       | 9.28%        | 16.26%       | 7.65%        | 8.73%        |
| 非经营收益                |              |               |             |              |              |              | EBIT增长率         | 83.30%       | -12.66%      | 10.75%       | 30.96%       | 3.76%        | 6.89%        |
| 营运资金变动               | 280          | -149          | -136        | 67           | 28           | 40           | 净利润增长率          | 86.67%       | -13.65%      | 11.17%       | 32.82%       | 4.13%        | 7.02%        |
| <b>经营活动现金净流</b>      | <b>1,337</b> | <b>853</b>    | <b>939</b>  | <b>887</b>   | <b>892</b>   | <b>966</b>   | 总资产增长率          | 34.73%       | 2.13%        | 4.26%        | 11.33%       | 7.41%        | 7.67%        |
| 资本开支                 | -128         | -140          | -155        | -110         | -112         | -111         | <b>资产管理能力</b>   |              |              |              |              |              |              |
| 投资                   | -435         | 291           | -116        | -40          | -38          | -34          | 应收账款周转天数        | 9.4          | 9.8          | 9.2          | 9.5          | 10.0         | 10.0         |
| 其他                   | 28           | 39            | 32          | 174          | 87           | 87           | 存货周转天数          | 189.7        | 187.0        | 188.3        | 171.0        | 176.6        | 175.3        |
| <b>投资活动现金净流</b>      | <b>-536</b>  | <b>190</b>    | <b>-240</b> | <b>24</b>    | <b>-63</b>   | <b>-58</b>   | 应付账款周转天数        | 51.6         | 66.4         | 61.1         | 51.1         | 52.8         | 52.4         |
| 股权募资                 | 2            | -19           | 10          | 0            | 0            | 0            | 固定资产周转天数        | 31.5         | 37.4         | 36.9         | 32.3         | 30.4         | 28.4         |
| 债权募资                 | -187         | -371          | -390        | 13           | 15           | 15           | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |              |              |
| 其他                   | -396         | -612          | -392        | -644         | -681         | -734         | 净负债/股东权益        | 1.75%        | 1.38%        | 2.16%        | -10.52%      | -15.97%      | -21.62%      |
| <b>筹资活动现金净流</b>      | <b>-581</b>  | <b>-1,002</b> | <b>-772</b> | <b>-631</b>  | <b>-666</b>  | <b>-719</b>  | EBIT利息保障倍数      | 30.3         | 20.2         | 19.0         | 190.5        | 174.6        | 165.9        |
| <b>现金净流量</b>         | <b>212</b>   | <b>43</b>     | <b>-67</b>  | <b>280</b>   | <b>163</b>   | <b>190</b>   | 资产负债率           | 55.06%       | 56.79%       | 51.26%       | 52.09%       | 51.59%       | 51.34%       |

来源：公司年报、国金证券研究所



**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海                                | 北京                               | 深圳                                     |
|-----------------------------------|----------------------------------|--|
| 电话：021-80234211                   | 电话：010-85950438                  | 电话：0755-86695353                       |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn         | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn        | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn              |
| 邮编：201204                         | 邮编：100005                        | 邮编：518000                              |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号<br>紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建内大街 26 号<br>新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心<br>18 楼 1806 |



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究