

【广发纺服&海外】赢家时尚 (03709.HK)

多品牌女装龙头，看好长期发展动能

核心观点:

- **公司为拥有 3 个零售超 10 亿品牌的多品牌女装集团，近年来业绩增速领先行业：**据公司财报，公司核心客群为 30-45 岁具有经济实力的女性，23 年公司重新定位愿景为“享誉全球的中国轻奢品牌管理集团”，18-23 年公司收入和净利润 CAGR 分别为 22.4%、25.2%。
- **女装行业：（1）中产阶级与“她经济”崛起，驱动中高端女装市场扩容。（2）我国女装竞争格局较分散，中高端女装公司多采用多品牌策略，与女装主要上市公司比，公司业绩增速更高，品牌数量更多，且多个品牌规模均较大，体现其出色的多品牌管理能力。**
- **核心竞争力：多品牌营运能力卓越，看好长期发展动能。**据公司财报，**（1）多品牌营运能力卓越：**平台型架构赋能各品牌协同运营，强品牌符号突出消费者记忆点；**（2）产品：**积极扩充研发设计团队；工艺精致、面料考究，打造商品华丽设计和高档质感；推进商品企划“黄金三角”，精准化分层管理。**（3）渠道：**线下持续升级门店形象与位置；线上把握传统电商平台同时积极布局新零售渠道私域流量。**（4）营销：**营销投入增长较快，多种营销方式占领消费者心智。
- **展望未来：稳中求进、全面提质，以“享誉全球的中国轻奢品牌管理集团”为愿景：**据公司财报，公司计划持续推进品牌、产品、渠道、供应链等改革升级，持续强化平台运营和系统化管理能力。
- **盈利预测与投资建议。**预计 24-26 年，预计每股收益分别为 0.91/1.06/1.21 元/股。参考可比公司估值，给予 25 年 10 倍 PE，对应合理价值 10.57 元/股，按 1 元=0.93 港元，折合 11.42 港元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济景气度下行风险，原材料价格持续上涨风险，库存积压风险，管理不善风险。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,663	6,912	7,106	7,944	8,784
增长率 (%)	-10.9%	22.1%	2.8%	11.8%	10.6%
EBITDA	1,370	1,859	1,615	1,790	1,920
归母净利润	382	838	639	744	850
增长率 (%)	-32.2%	119.2%	-23.7%	16.3%	14.3%
EPS (元/股)	0.54	1.19	0.91	1.06	1.21
市盈率 (P/E)	19.1	11.0	8.9	7.6	6.7
ROE (%)	9.4%	18.3%	13.0%	14.1%	14.9%
EV/EBITDA	5.4	5.0	3.5	3.2	3.0

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	8.72 港元
合理价值	11.42 港元
报告日期	2024-12-31

基本数据

总股本/流通股本 (亿股)	7.04/7.04
总市值/流通市值 (亿港元)	60.55/60.55
一年内最高/最低 (港元)	15.00/8.40
30 日日均成交量/成交额 (亿)	0.01/0.10
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-10.60/-10.42

相对市场表现



分析师： 糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001

SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

相关研究:

联系人： 董建芳

dongjianfang@gf.com.cn

目录索引

一、公司概况：多品牌女装集团，近年来业绩增速领先行业	5
（一）公司概况：拥有 3 个零售超 10 亿品牌的多品牌女装集团，业绩增速领先行业	5
（二）公司经营历史复盘：多品牌运营，从高端女装到轻奢品牌集团	7
（三）创始人家族持股集中且稳定，管理团队经验丰富	11
（四）注重股东回报，2020 年来分红率维持 50%以上	12
二、女装行业：中产阶级与“她经济”崛起，驱动中高端女装市场扩容	13
（一）中产阶级与“她经济”崛起，驱动中高端女装市场扩容	13
（二）我国女装竞争格局较分散，中高端女装公司多采用多品牌策略，赢家时尚多品牌营运能力卓越	15
三、核心竞争力：多品牌营运能力卓越，看好长期发展动能	20
（一）多品牌营运能力卓越：平台型架构赋能各品牌协同运营，强品牌符号突出消费者记忆点	20
（二）产品：设计研发匹配客户群审美，商品企划改革提升运营效率	22
（三）渠道：渠道把控力强，直营为主，会员粘性高	24
（四）营销：多种营销方式综合运用，占领用户心智	28
四、展望未来：稳中求进、全面提质，以“享誉全球的中国轻奢品牌管理集团”为愿景	30
五、盈利预测和投资建议	31
六、风险提示	34
（一）宏观经济景气度下行风险	34
（二）原材料价格持续上涨风险	34
（三）库存积压风险	34
（四）管理不善风险	34

图表索引

图 1: 公司品牌矩阵定位.....	5
图 2: 公司历年营业收入（亿元）及同比增速.....	8
图 3: 公司历年净利润（亿元）及同比增速.....	8
图 4: 公司品牌收入占比（2024H1）.....	8
图 5: 公司历年各品牌收入同比增速.....	8
图 6: 公司历年毛利率、净利率.....	10
图 7: 公司历年期间费用率.....	10
图 8: 公司历年分品牌毛利率.....	11
图 9: 公司历年分渠道毛利率.....	11
图 10: 我国女装市场规模（亿元）及同比增速.....	13
图 11: 我国中高端女装市场规模（亿元）及同比增速.....	13
图 12: 中产阶级比重持续扩大.....	14
图 13: 中国居民五等分分组人均可支配收入（元）.....	14
图 14: 我国资产超过 1000 万高净值人群数量（万人）.....	14
图 15: 我国消费者信心指数回弹.....	15
图 16: 我国男女平均薪酬（元）.....	15
图 17: 公司采取平台型组织架构，专注各品牌协同运营（2024H1）.....	20
图 18: LaKoradior “紫兰花缙” 高定礼服.....	21
图 19: NAERSI “真我套装”.....	21
图 20: 公司研发费用及同比增速、研发费用率.....	22
图 21: 公司设计团队人数.....	22
图 22: 公司旗下品牌部分面料、工艺.....	23
图 23: 公司 “黄金三角” 商品管理体系.....	24
图 24: 公司历年 SKU.....	24
图 25: 截至 24H1 各省市门店分布.....	24
图 26: 2023 年公司与可比公司门店数量对比（家）.....	25
图 27: 2023 年公司与可比公司门店直营店效对比（万元）.....	25
图 28: 公司营销开支及同比增速.....	28
图 29: 公司销售团队人数及同比增速.....	28
图 30: 公司前五大和第一大供应商采购额占比.....	30
表 1: 公司旗下品牌介绍.....	6
表 2: 公司历年分品牌收入（亿元）、增速、营收占比.....	9
表 3: 分渠道收入，增速，占比，店铺数量，店效.....	9
表 4: 公司股权结构（截至 2024H1）.....	11
表 5: 公司主要管理层简历.....	12
表 6: 公司历年分红情况.....	13
表 7: 各国女装竞争格局情况（2023 年）.....	15
表 8: 2023 年主要中高端女装公司指标对比（公司口径）.....	16
表 9: 2023 年多品牌运营的中高端女装上市公司各品牌对比（品牌口径）.....	19

表 10: 公司各品牌的核心品类、经典款商品、品牌色/花等强品牌符号	21
表 11: 主要中高端女装公司的电商渠道情况对比	26
表 12: 主要中高端女装公司的各品牌天猫抖音粉丝数量对比 (2024.12.29)	27
表 13: 公司电商及分平台收入情况 (亿元)	28
表 14: 公司各品牌综合运用多种营销方式 (2024H1)	29
表 15: 公司盈利预测 (亿元, 人民币)	32
表 16: 可比公司估值 (收盘价截至 2024.12.30, 单位: 人民币元)	33

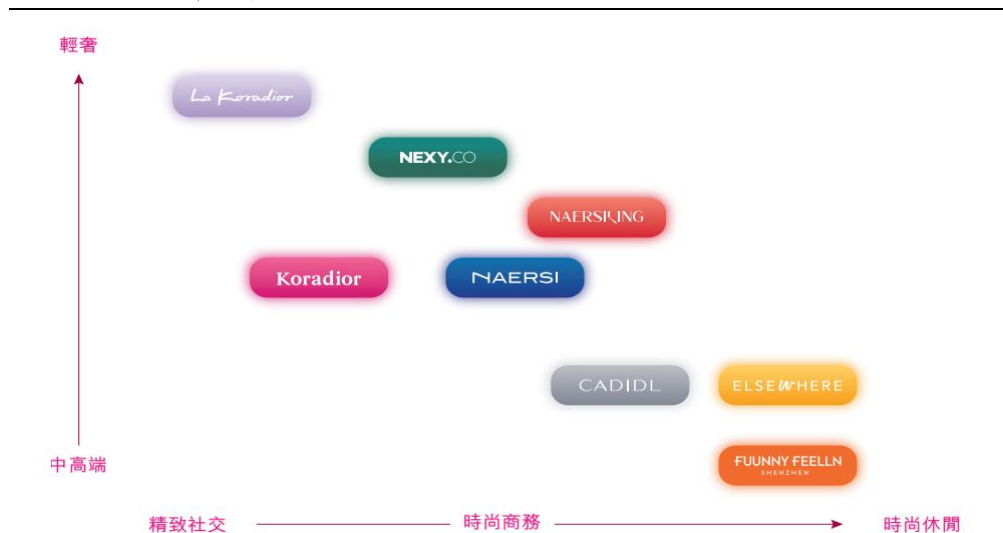
一、公司概况：多品牌女装集团，近年来业绩增速领先行业

（一）公司概况：拥有 3 个零售超 10 亿品牌的多品牌女装集团，业绩增速领先行业

公司定位中高端女装，核心客群为30-45岁具有经济实力的女性，2023年，公司重新定位愿景为“成为享誉全球的中国轻奢品牌管理集团”。根据公司招股书和财报，公司董事会主席兼行政总裁金明先生于2001年初开始发展女装业务，于2007年创立公司主品牌Koradior（珂莱蒂尔），2012年创立珂莱蒂尔控股有限公司（赢家时尚前身），珂莱蒂尔于2014年在香港交易所主板上市，公司2019年收购KennReach（为其母亲陈灵梅女士1994年创立，旗下品牌主要为NAERSI、NAERSLING、NEXY.CO）全部股份，同年公司更名为赢家时尚。

公司拥有3个零售超10亿品牌，多品牌营运能力卓越，业绩增速领先行业。根据公司财报，目前公司旗下共八大自主品牌，可分为高端线的Koradior、LaKoradior、elsewhere、NAERSI、NAERSLING、NEXY.CO、CADIDL，以及2019年新成立的中端品牌FUUNNYFEELN，其中Koradior、NAERSI、NEXY.CO三个品牌2023年营收已经超过10亿元，2023年营收分别为23.87/14.64/10.04亿元，占公司总营收比重分别为34.4%/21.1%/14.5%；2023年公司收入/归母净利润分别为69.12/8.38亿元，门店共1964家（其中直营/加盟门店数为1525/439家）。2018-2023年，公司收入和净利润CAGR分别为22.4%、25.2%，业绩增速显著高于其他女装公司。

图1：公司品牌矩阵定位



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表1: 公司旗下品牌介绍

	品牌名称	成立/收购时间	品牌定位	目标客户	主要价格区间
珂莱蒂尔线	Koradior (珂莱蒂尔)	2007 年	以“浪漫、女人味”为风格,提供以玫瑰花型、蕾丝为特色,主打剪裁与精湛工艺的高品质服装。其核心品类为连衣裙,主推“闲情雅致”的生活美学	有较强的品牌消费情结,且财务自由的女性	2000-5000 元
	LaKoradior (拉珂蒂)	2012 年	深蕴“感性、奢雅、浪漫”品牌格调,主打产品“晚礼服”融合考究面料、繁複工艺和立体裁剪技术,为“新贵名媛”提供宴会、商务活动等场合的华丽高贵服饰	35-40 岁,生活优越,享有财富与时间的双重自由的时尚女性	3000-8000 元
	Koradior elsewhere (珂思)	2014 年	深蕴“舒适、质感、自在”品牌格调,主张“人人都是生活艺术家”,主打产品“针织服装”,为都市女性提供轻松自在的服饰穿搭	30-40 岁的都市轻熟女性	1000-3000 元
娜尔思线	NAERSI (娜尔思)	1995 年 /2019 年	以简约、都市、真我的品牌风格,专注于都市女性着装。通过简约的设计、传承的工艺、精良的面料,为都市女性打造兼具时尚和品质的高级成衣	30 到 45 岁具有经济实力的女性	1500-4000 元
	NEXY.CO (奈蔻)	2009 年 /2019 年	臻享“知性、简约、智美”品牌格调,为都市女性提供以时尚职场为主的多场合服饰,秉持“智慧彰显魅力”的品牌主张	30-45 岁具有经济实力的都市智慧精英女性	2000-6000 元
	NAERSILING (娜尔思灵)	2009 年 /2019 年	蕴含“自由艺术”的品牌格调,为都市名流、商界精英提供时尚、洒脱新奢时装,为都市职场女性提供理想的商旅着装	30-45 岁具有经济实力的女性	2000-5000 元
其他	CADIDL (卡迪黛尔)	1996 年 /2016 年	臻享“简约、优雅、臻质”品牌格调,为“智雅女士”提供不同场合的套装	30-40 岁,对着装有较高艺术追求的客户	1500-3500 元
	FUUNNY FEELN (仿佛)	2019 年	公司旗下设计师品牌,主张把“新鲜的,趣味的设计元素”融入日常通勤时装,打造“精致、摩登、有趣味”的“溢趣时尚”。	定位中淑(泛指 80 后人群)的新未来性群体	500-1500 元

数据来源: 公司财报, 天猫, 广发证券发展研究中心

注: 标蓝为 2023 年的三个超 10 亿收入品牌

（二）公司经营历史复盘：多品牌运营，从高端女装到轻奢品牌集团

1.成长能力分析

复盘公司发展历程，可以大致分为以下三个发展阶段：

（1）第一阶段：初创期，快速开店带动业绩高速增长（2007-2014年，其中2011-2014收入、净利润CAGR分别为46.9%、87.8%）

根据公司招股书，公司创始人金明先生于2007年时察觉到中国绝大部分高端女装公司的设计侧重职业/商务风格，认为彰显女人味的女装存在庞大需求，Koradior（珂莱蒂尔）品牌在此背景下面世，公司于2007年/2010年开设首间直营店/加盟店。2012年，金明先生创立珂莱蒂尔控股有限公司（赢家时尚前身）；同年公司推出LaKoradior（拉珂蒂）品牌，与意大利籍设计顾问LuigiFabioPiras先生合作，为客户提供出席私人及公开社交场合的高级女装礼服成衣。珂莱蒂尔于2014年在香港交易所主板上市，并定位公司愿景成为“中国中高端女装时尚集团的领导者”。

根据公司招股书，公司财务数据可追溯至2011年，2012-2014年，公司收入分别同比+48.3%/+44.7%/+47.7%；分拆来看，公司2012-2014年门店数量同比+48.7%/+43.5%/+33.1%，平均店效同比-0.3%/+0.9%/+11.0%；2012-2014年，公司归母净利润分别同比+42.9%/+190.0%/+59.8%。

（2）第二阶段：调整期（2015-2018年收入、净利润CAGR分别为25.2%、10.1%）

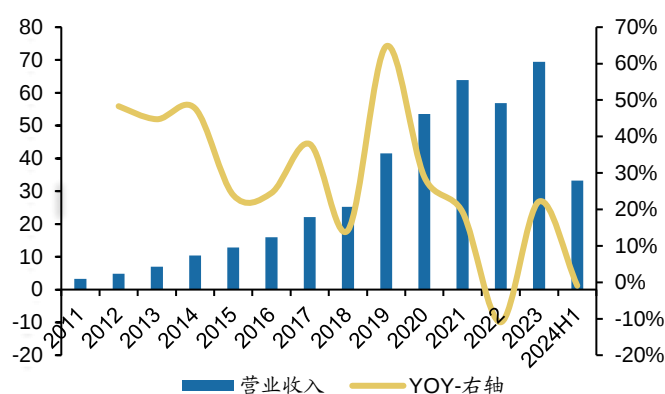
根据wind，2015-2018年，公司收入分别同比+23.9%/+24.5%/+37.8%/+14.4%，分拆来看，公司2015-2018年，门店数量同比+35.5%/+29.3%/+33.3%/+9.3%，平均店效同比-8.5%/-3.7%/+3.4%/+4.7%；2015-2018年，公司归母净利润分别同比+59.0%/+14.5%/+8.3%/+7.7%。2015年公司收入增速放缓，主要由于我国GDP增速放缓背景下，公司经销收入增速放缓；2016年，公司开始推行第五代门店升级换代，并且扩大电商团队，组建专门的电子商贸业务部门等，进行一系列调整，带动收入同比增长24.5%。2017年，公司收入增速加快，主要系棚改货币化后的财富效应带动服装行业复苏，以及先期改革投入逐渐见成效，同年，公司进行改善员工薪酬的措施，同时多方位加强广告投入，并对收购的CADIDL品牌进行人事调整。2018年，女装行业增速放缓背景下，公司积极拓展电商渠道（电商收入同比+33.9%），带动公司收入同比增长14.4%。

（3）第三阶段：多品牌运营阶段，并购KennReach，2023年重新定位愿景为“享誉全球的中国轻奢品牌管理集团”（2019年至今，其中2019-2023年收入、净利润CAGR分别为13.6%、19.9%，2024H1收入、净利润分别同比-0.9%、-37.4%）

根据wind，2019-2023年及2024H1，公司收入分别同比+64.5%/+28.4%/+19.3%/-10.9%/+22.1%/-0.9%。分拆来看，公司2019-2023及2024H1门店数量分别同比+96.9%/+8.2%/+11.2%/-1.7%/-2.1%/-3.4%，平均店效分别同比-16.4%/+18.7%/+7.4%/-9.3%/+24.7%/+2.5%；2019-2023及2024H1，公司归母净利润分别同比+48.5%/+11.9%/+24.5%/-32.3%/+119.4%/-37.4%。公司2019年7月完成并购KennReach（为其母亲陈灵梅女士1994年创立，旗下品牌主要为NAERSI、NAERSLING、NEXY.CO），带动2019及2020年表现业绩高增（若剔除收购NAERSI、NAERSLING、NEXY.CO，仅计算Koradior、LaKoradior、ELSEWHERE、CADIDL、

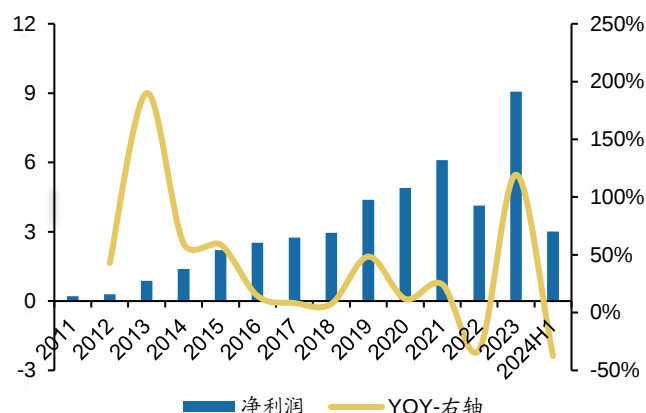
FUUNNY FEELN 等原有品牌，则 2019 和 2020 年公司收入分别同比+13.7%、+10.8%），2021 年受疫情阶段性好转等因素影响，公司业绩回暖，2022 年受疫情反复影响，公司收入有所下降，2023 年疫情后公司业绩复苏，同年，公司重新定位愿景为“成为享誉全球的中国轻奢品牌管理集团”，围绕“多品牌、全渠道、平台化、上下游”的核心策略，打开全品类、全市场扩张的天花板，开启从渠道驱动、运营驱动向产品驱动、品牌驱动的战略过渡。2024H1 受消费整体环境影响，公司收入略有下滑，利润端降幅高于收入端主要系公司加大主销款新品研发投入，NEXY.CO 品牌 15 周年大秀等营销推广费用增加，渠道高直营占比下店铺租金及员工开支较为刚性，以及股权激励费用增加等原因，导致期间费用率提升。伴随 2024 年四季度以来国内政策转向，消费趋暖，以及公司前期营销及研发投入逐渐见成效，看好公司业绩有望改善。

图2：公司历年营业收入（亿元）及同比增速



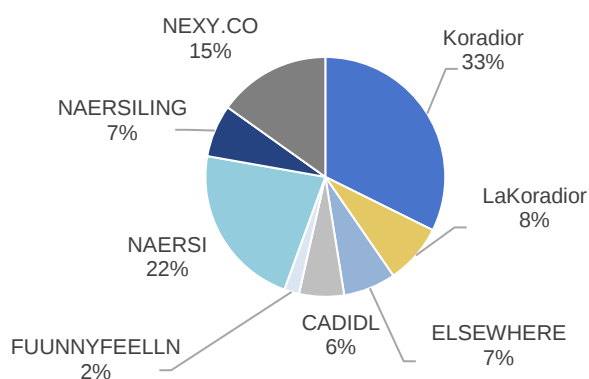
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图3：公司历年净利润（亿元）及同比增速



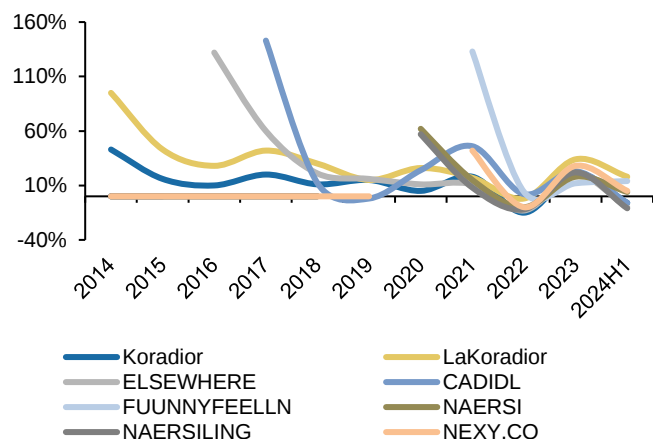
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图4：公司品牌收入占比（2024H1）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图5：公司历年各品牌收入同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：ELSEWHERE 的 2015 年收入增速为 456%，FUUNNY FEELN、NEXY.CO 的 2020 年收入增速分别为 1114%，514%

表2: 公司历年分品牌收入（亿元）、增速、营收占比

品牌	指标	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
Koradior	收入	9.61	11.19	12.34	14.77	16.36	18.74	19.70	23.25	19.77	23.87	10.57
	YOY	43%	16%	10%	20%	11%	15%	5%	18%	-15%	21%	-6%
	营收占比	93%	87%	77%	67%	65%	45%	37%	37%	35%	35%	32%
La Koradior	收入	0.61	0.88	1.13	1.60	2.08	2.39	3.02	3.53	3.46	4.62	2.55
	YOY	95%	43%	28%	42%	30%	15%	26%	17%	-2%	34%	18%
	营收占比	6%	7%	7%	7%	8%	6%	6%	6%	6%	7%	8%
ELSE WHERE	收入	0.14	0.78	1.82	2.91	3.53	4.11	4.55	5.05	4.42	5.32	2.46
	YOY	-	456%	132%	60%	21%	16%	11%	11%	-13%	20%	-10%
	营收占比	1%	6%	11%	13%	14%	10%	9%	8%	8%	8%	7%
CADIDL	收入	-	-	0.71	1.73	1.93	1.89	2.35	3.42	3.49	4.30	2.02
	YOY	-	-		143%	12%	-2%	24%	46%	2%	23%	-6%
	营收占比	-	-	4%	8%	8%	5%	4%	5%	6%	6%	6%
FUUNNY FEELN	收入	-	-	-	-	-	0.04	0.50	1.16	1.21	1.36	0.82
	YOY	-	-	-	-	-		1114%	133%	4%	12%	14%
	营收占比	-	-	-	-	-	0%	1%	2%	2%	2%	2%
NAERSI	收入	-	-	-	-	-	7.44	12.02	13.81	12.37	14.64	7.35
	YOY	-	-	-	-	-		62%	15%	-10%	18%	4%
	营收占比	-	-	-	-	-	18%	23%	22%	22%	21%	22%
NAERSIL ING	收入	-	-	-	-	-	2.72	4.27	4.60	4.07	4.98	2.25
	YOY	-	-	-	-	-		57%	8%	-12%	22%	-11%
	营收占比	-	-	-	-	-	7%	8%	7%	7%	7%	7%
NEXY. CO	收入	-	-	-	-	-	1.00	6.14	8.72	7.85	10.04	5.04
	YOY	-	-	-	-	-	-	514%	42%	-10%	28%	5%
	营收占比	-	-	-	-	-	2%	12%	14%	14%	15%	15%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表3: 分渠道收入，增速，占比，店铺数量，店效

渠道	指标	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
直营	收入（亿元）	9.31	10.92	13.71	18.43	20.44	32.63	43.85	49.9	44.16	55.6	26.34
	YOY	44%	17%	26%	34%	11%	60%	34%	14%	-12%	26%	-3%
	营收占比	90%	85%	86%	84%	81%	79%	82%	79%	78%	80%	80%
	店铺数（家）	338	458	592	789	862	1697	1836	2041	2006	1964	1912
	净变化（家）		120	134	197	73	835	139	205	-35	-42	369
	店效（万元）	308	266	271	301	319	260	308	320	284	365	177
	YOY		-14%	2%	11%	6%	-19%	19%	4%	-11%	28%	0%
加盟	收入（亿元）	0.45	0.82	1.14	1.95	2.57	4.75	3.17	5.62	3.34	3.84	1.26
	YOY	177%	82%	39%	71%	32%	85%	-33%	77%	-41%	15%	-12%
	营收占比	4%	6%	7%	9%	10%	11%	6%	9%	6%	6%	4%
	店铺数（家）	36	48	86	176	221	440	414	483	451	439	427
	净变化（家）		12	38	90	45	219	-26	69	-32	-12	-10
	店效（万元）	125	171	133	111	116	108	77	116	74	87	30
	YOY		37%	-22%	-16%	5%	-7%	-29%	52%	-36%	18%	-9%

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

	收入 (亿元)	0.58	1.02	1.12	1.55	2.08	4.01	6.12	7.57	8.93	9.69	5.46
线上	YOY	85%	76%	10%	39%	34%	93%	53%	24%	18%	9%	18%
	营收占比	6%	8%	7%	7%	8%	10%	11%	12%	16%	14%	17%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

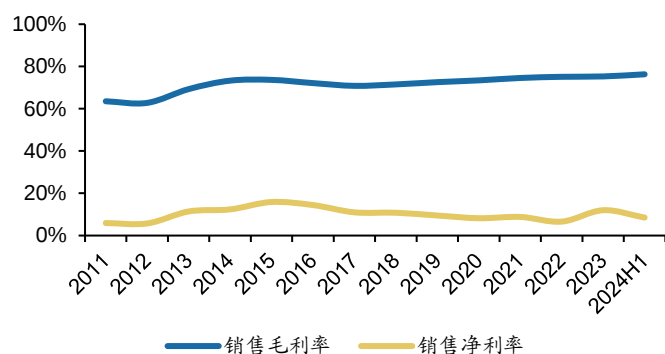
2.盈利能力分析

毛利率：近年来稳步提升。2011-2015 年，公司毛利率分别为 63.5%/62.8%/69.3%/73.3%/73.7%，毛利率呈现上升趋势，主要系提价和终端折扣影响；2016-2017 年，公司毛利率分别为 72.1%/70.8%，略微下降主要系收购品牌 CADIDL 价格和盈利能力低于主品牌 Koradior，2018-2023 年及 2024H1，公司毛利率分别为 71.5%/72.6%/73.4%/74.6%/75.1%/75.3%/76.3%，毛利率持续提升，主要系：供应链启动改革，全面转向较为集中的供应模式，有利于控制成本、高毛利率品牌例如 LaKoradior、NEXY.CO 等高端品牌成长较快、2021 年以来对大部分品牌做了价格上调、2021 年以来开启新品改革等原因。

期间费用率：（1）**销售费用率：**呈现提升趋势。公司以直营渠道为主，销售费用占收入比重较高，近年来呈现提升趋势主要系：销售及营销人员的薪金与员工福利增加，广告、品牌建设及促销开支提升，店铺形象升级导致装修费用上升等。（2）**管理（含研发）费用率：**呈现提升趋势。主要系公司股权激励费用，收购 Keen Reach 导致公司行政人员的薪金及福利增加，研发投入提升等因素。

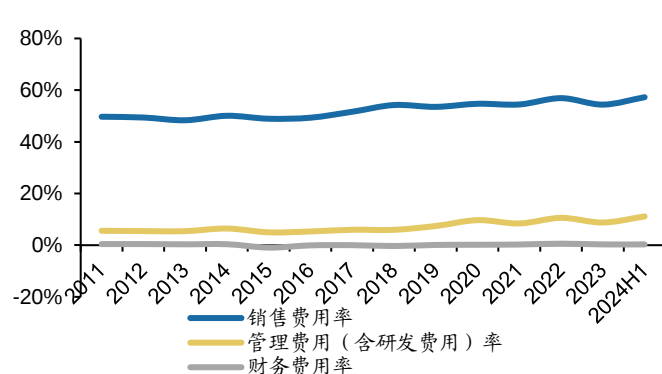
净利率：近年来公司毛利率稳步提升，但受到期间费用率提升的拖累，净利率整体波动。2024H1，公司净利率 8.5%，同比-4.7pct，主要系公司加大主销款新品研发投入，NEXY.CO 品牌 15 周年大秀等营销推广费用增加，渠道高直营占比下店铺租金及员工开支较为刚性，以及股权激励费用增加等原因，导致期间费用率提升。伴随 2024 年四季度以来国内政策转向，消费趋暖，以及公司前期营销及研发投入逐渐见成效，前期部分一次性投入后续有望削减等，看好公司净利率有望改善。

图6：公司历年毛利率、净利率



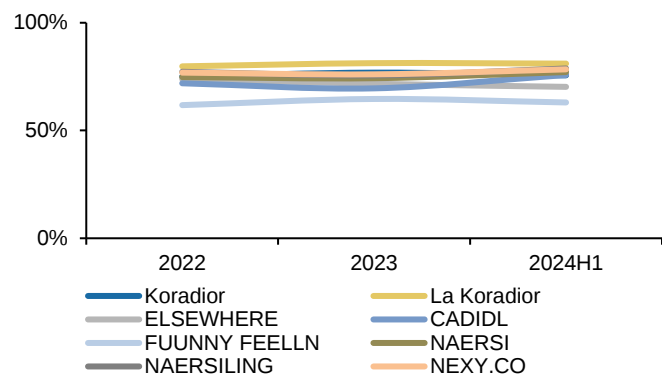
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：公司历年期间费用率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

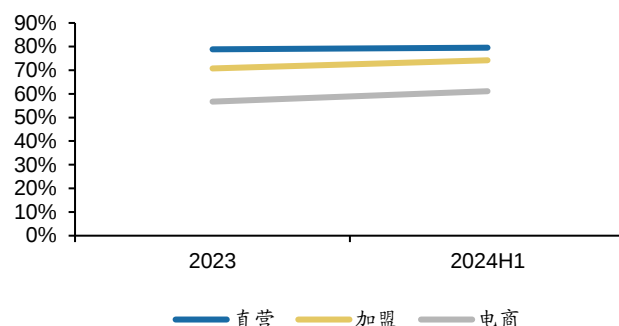
图8：公司历年分品牌毛利率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：2021年及之前财报未披露分品牌毛利率

图9：公司历年分渠道毛利率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：2021年及之前财报未披露分品牌毛利率

（三）创始人家族持股集中且稳定，管理团队经验丰富

根据wind，2019年，公司收购KennReach（公司创始人金明先生的母亲陈灵梅女士1994年创立，旗下品牌主要为NAERSI、NAERSLING、NEXY.CO）全部股份，收购总额为23.9亿港元，其中5.0亿港元以现金支付，18.9亿港元通过发行及配发1.99亿股本新股份支付。收购完成后，金明先生、金瑞先生分别持有公司2.80/1.99亿股，占当时总发行股份数量（6.85亿股）的40.8%/29.0%，合计占比69.8%。

根据wind，2021年，公司以先旧后新及配售的方式筹集资净额约1.98亿港元，用于结算当前债务及用作公司一般营运资金。此后金明、金瑞先生分别持有2.70/1.99亿股，占总发行股份数量（7.04亿股）比重为38.3%/28.2%，合计占比66.5%。

根据wind，截至2024H1，公司创始人金明先生作为财产授予人设立全权信托，间接持有公司35.18%的股份，其弟金瑞先生通过设立信托，间接持有28.22%的公司股份，家族合计持股66.53%。此外，公司执行董事贺红梅女士直接持有公司0.09%的股份。

表4：公司股权结构（截至2024H1）

主要股东名称	直接持股数量	占已发行普通股比例(%)
Koradior Investments Limited	247,715,000.00	35.18
Apex Noble Holdings Limited	198,713,195.00	28.22
CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch	59,560,000.00	8.46
贺红梅	666,074.00	0.09
合 计	506,654,269.00	71.95

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：（1）Koradior Investments Limited 由 MayberryMarketingLimited 全资拥有，而 Mayberry Marketing Limited 由 BOS Trustee Limited（作为 Fiona Trust 的受托人）全资拥有。Fiona Trust 为由金明先生设立。（2）Apex Noble Holdings Limited 由 Heritage Holdings Limited 全资拥有，而 Heritage Holdings Limited 由 BOS Trustee Limited（作为 Jin' sHeritageTrust 的受托人）全资拥有。Jin' s Heritage Trust 为金瑞先生（作为财产授予人）设立。

公司管理团队架构成熟，深耕女装及零售行业多年、经验丰富。公司董事会主席金

明先生于女装及零售行业拥有二十余年经验，现主要负责整体公司策略、规划及业务发展；贺红梅女士已在公司任职超20年，现主要负责监督整个业务单位、整体业务规划及策略执行；设计总监胡琦先生、销售总监郭忠桥先生分别拥有超过13年时装设计经验、超过10年的时装界销售及分销经验；公司其余高管多有多年从业经历，且于公司任职多年，行业和管理经验丰富。

表5：公司主要管理层简历

姓名	职务	背景
金明	董事会主席	中欧国际工商学院的高层管理人员工商管理硕士。曾任职于深圳市赢家服饰有限公司(本集团的最大 OEM 加工商),担任市场营销经理。该份工作累积了女装及零售行业的丰富管理经验。后成为赢家服饰的市场营销总经理,负责品牌推广、发展及维系销售渠道及零售活动。于 2007 年获委任为公司董事会主席。
	执行董事	
	行政总裁	
贺红梅	执行董事	贺女士主要负责监督整个业务单位、整体业务规划及策略执行。在女装行业累积超过二十年经验,包括销售、业务营运及采购。
	执行董事	自 2014 年起,担任 KeenReach Holdings Limited 以及附属公司翹睿有限公司的董事,并负责赢家整体投资策略方向、规划及管理集团在资本市场的发展。
郭忠桥	销售总监	曾担任深圳市台茗服饰有限公司市场营销部门的北部地区经理、赢家服饰的地区经理及直营分销总监。于时装界拥有逾十一年销售及分销经验。
	销售总监	
祝超超	财务总监	于 2004 年成为中国注册会计师协会的合资格会员。曾担任安永华明会计事务所的高级核数师。2015 年加入赢家,担任财务总监助理,后晋升至财务总监。
	财务总监	
吴庆业	运营总监	于 2009 年加入公司并担任采购部总监、运营管理部总监、品牌部总经理及投资与资产管理部总经理,现为集团营运总监,负责年度业务计划制定、总体管理及系统流程管理以及供应链系统建设。
	运营总监	
胡琦	设计总监	于 2007 年 3 月加入公司,拥有超过 14 年的时装设计经验。曾在 2004 年 6 月至 2006 年 8 月担任深圳市飞影思服饰有限公司的首席设计师。在 2003 年 5 月至 2004 年 6 月于深圳市泽源厚业时装有限公司,以及在 2001 年 9 月至 2003 年 5 月于深圳市叶子服装实业有限公司的设计团队任职。
	设计总监	

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(四) 注重股东回报, 2020 年来分红率维持 50%以上

根据wind, 公司近年来分红率较高, 2020-2023年分红率分别为69.10%、51.14%、67.29%、53.55%, 对应股息率分别为3.78%、3.61%、3.57%、4.94% (按照报告期的最后一个交易日收盘价计算), 2023年股息率在全港股中排名前22%。

表6: 公司历年分红情况

报告期	净利润(万元)	现金分红总额(万元)	股利支付率(%)	收益留存率(%)	每股股利(CNY)	股息率(%)
2014 年	12,845.00	6,418.89	49.97	50.03	0.13	1.71
2015 年	20,404.50	6,384.00	31.29	68.71	0.13	1.42
2016 年	23,369.20	--	--	--	--	--
2017 年	25,351.70	9,950.33	39.25	60.75	0.21	2.95
2018 年	27,275.90	19,296.49	70.75	29.25	0.39	4.6
2019 年	40,560.60	9,884.12	24.37	75.63	0.14	1.76
2020 年	45,283.80	31,293.18	69.1	30.9	0.45	3.78
2021 年	56,401.80	28,845.22	51.14	48.86	0.39	3.61
2022 年	38,242.70	25,733.03	67.29	32.71	0.36	3.57
2023 年	83,817.00	44,887.92	53.55	46.45	0.63	4.94
2024 中报	27,866.20	--	--	--	--	--

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

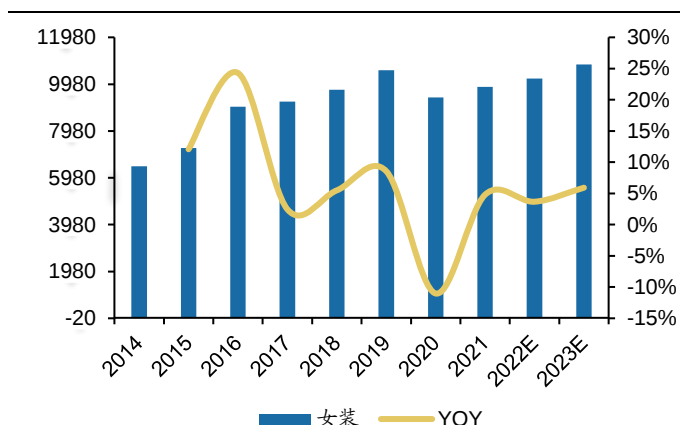
注: 股息率按照报告期的最后一个交易日收盘价计算

二、女装行业: 中产阶级与“她经济”崛起, 驱动中高端女装市场扩容

(一) 中产阶级与“她经济”崛起, 驱动中高端女装市场扩容

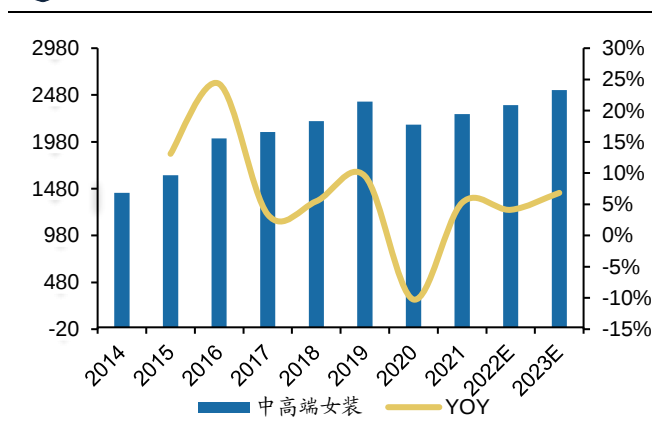
我国女装市场规模大, 近年来稳健增长, 其中中高端女装市场增速更快, 占比持续提升。根据MOBTECH研究院, 2014年, 我国女装市场规模约6469亿元, 预估2023年增长至10825亿元, 预估CAGR为5.9%, 整体来看维持稳健增长; 2014年, 我国中高端女装市场规模约1436亿元, 预估2023年增长至2533亿元, 预估CAGR为6.5%, 占女装整体比重从22.2%提升至23.4%, 中高端女装市场规模增速有望更快, 占比持续提升。

图10: 我国女装市场规模(亿元)及同比增速



数据来源: MOBTECH 研究院, 广发证券发展研究中心

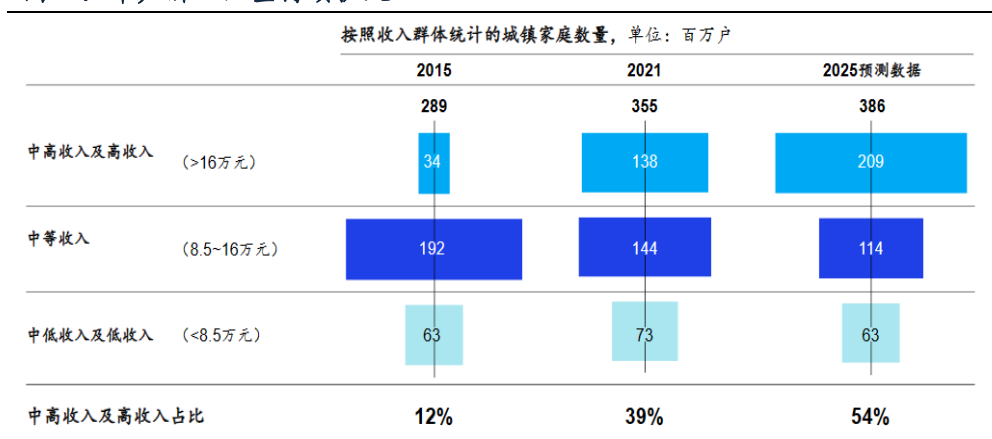
图11: 我国中高端女装市场规模(亿元)及同比增速



数据来源: MOBTECH 研究院, 广发证券发展研究中心

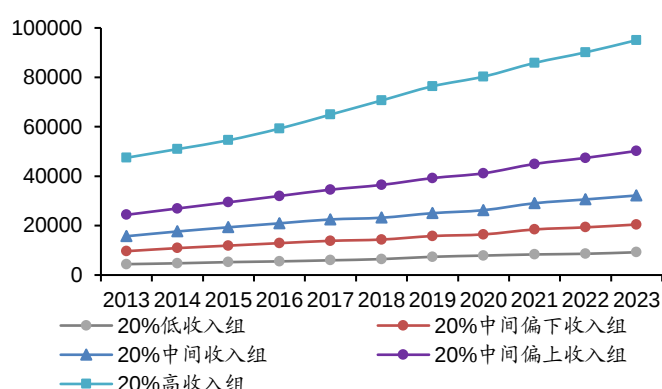
中产阶级与“她经济”崛起，驱动中高端女装市场扩容。（1）根据麦肯锡在《2023麦肯锡中国消费者报告》，2019-2021年，年收入超过16万元人民币的中国城镇家庭数量CAGR达18%，从9900万增至1.38亿，数量占比从12%增至39%，预计到2025年占比增至54%。根据ifind引用的招商银行数据，2022年我国资产超过1000万高净值人群数量达到316万人，相比2020年同比增长20.61%。中高产阶级人口占比提升利好中高端女装消费。（2）**随着女性经济地位和物质基础提高，有望推动中高端女装市场扩容。**根据智联招聘数据统计，2023年我国城镇就业女性平均薪酬达到8958元，女性平均薪酬与男性平均薪酬的比值由2019年的76.5%提升至87.1%，两性薪酬差距收缩。女性物质基础的提升，有望带动其在个人消费上更加关注兼具品质、品牌风格、文化内涵，推动中高端女装市场持续扩容。

图12：中产阶级比重持续扩大



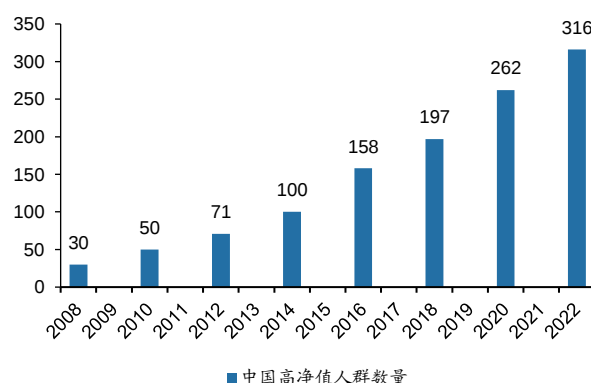
数据来源：麦肯锡《2023 麦肯锡中国消费者报告》，广发证券发展研究中心

图13：中国居民五等分分组人均可支配收入（元）



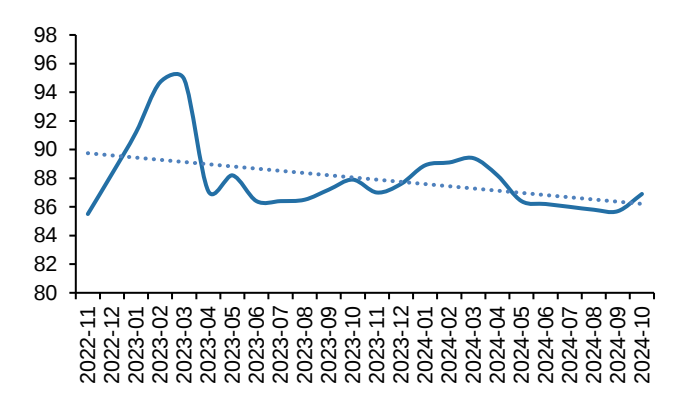
数据来源：ifind，广发证券发展研究中心

图14：我国资产超过1000万高净值人群数量（万人）



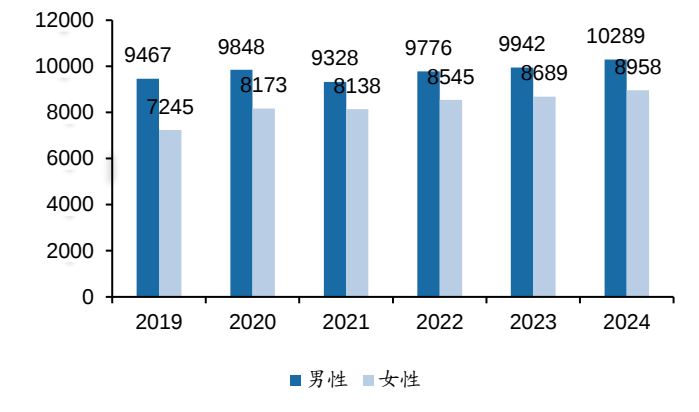
数据来源：ifind，广发证券发展研究中心

图15: 我国消费者信心指数回弹



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 我国男女平均薪酬(元)



数据来源: 智联招聘, 广发证券发展研究中心

(二) 我国女装竞争格局较分散, 中高端女装公司多采用多品牌策略, 赢家时尚多品牌营运能力卓越

我国女装市场竞争格局较为分散, 市场集中度对标海外提升空间较大。女性消费者服装需求多元化, 催生了较多不同品牌、不同风格定位的细分市场。我国女装参与者众多, 行业集中度较低, 根据statistic数据, 从公司口径来看, 23年女装市场CR5、CR10分别约6.4%/9.3%, 相较于北美、日本、英国、德国的女装市场集中度仍有很大提升空间。

表7: 各国女装竞争格局情况(2023年)

中国		北美		日本		英国		德国	
公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率
迅销	1.9%	Gap	4.1%	迅销	21.4%	英联马利	6.5%	PrivateLabel	8.3%
绫致	1.3%	维密	2.5%	Shimamura	9.3%	Marks&Spencer	6.4%	Otto	4.2%
安踏	1.3%	lululemon	2.8%	LVMH	5.2%	Next	4.4%	H&M	3.8%
波司登	1.2%	RoadgetBusiness	2.1%	PrivateLabel	5.0%	ASOS	4.7%	C&A	3.2%
Inditex	0.7%	Hanesbrands	1.5%	Wacoal	4.2%	Boohoo	3.7%	GerryWeber	2.3%
赫基国际	0.7%	AmericanEagle	1.8%	World	3.4%	H&M	2.9%	Tengelmann	2.0%
赢家时尚	0.6%	Ascena	1.3%	CrossPlus	3.1%	NewLook	2.8%	Inditex	1.7%
阿迪达斯	0.5%	耐克	1.2%	Adastria	2.8%	Inditex	2.3%	Takko	1.7%
太平鸟	0.5%	H&M	1.1%	Onward	2.4%	Matalan	1.8%	Ernsting'sFamily	1.4%
耐克	0.5%	Authentic	1.0%	TSI	1.8%	PVH	1.3%	Tchibo	1.3%
CR5	6.4%		13.0%		45.1%		25.7%		21.8%
CR10	9.3%		19.4%		58.6%		36.8%		29.9%

数据来源: statistic, 广发证券发展研究中心

中高端女装公司通常采取多品牌策略扩张。中高端女装品牌通常风格较为鲜明、受众群体规模相对大众品牌较小，因此单一品牌天花板通常相对有限。因此，中高端女装公司多选择采用多品牌矩阵策略，布局差异化赛道，在扩张公司整体收入规模的同时，充分参与细分市场竞争。

与主要女装上市公司对比，公司业绩增速领先，品牌数量更多，且多个品牌规模均较大，体现其出色的多品牌管理能力。与主要女装上市公司对比，**（1）收入和净利润规模：**赢家时尚收入和净利润规模更大，公司主品牌规模更大，且多品牌运营能力强、品牌数量更多：其中第一大品牌Koradior的2023年收入接近20亿元，前三大品牌收入为48.55亿元；**（2）收入和净利润增速：**2018-2023年，公司收入和净利润CAGR分别为22.4%、25.2%，业绩增速显著高于其他中高端女装公司。**（3）店数、店效：**赢家时尚店数更多，为1964家。从店效来看，赢家时尚直营店效较高，仅次于歌力思、地素时尚。**（4）盈利能力：**毛利率处于行业领先水平，且改善趋势亦显著好于同行，主要系公司具有较高的直营渠道占比，以及内部管理效率及品牌实力均处于行业领先地位，在提供了较大的产品溢价空间的同时、严格管控终端折扣、通过采购集中化降低营业成本，在弱消费环境下仍保持坚挺的高毛利率水平。

表8：2023年主要中高端女装公司指标对比（公司口径）

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
收入（亿元）	赢家时尚	25.2	41.5	53.3	63.5	56.6	69.1	33.1
	地素时尚	21.0	23.8	25.6	29.0	24.0	26.5	11.3
	安正时尚	15.2	16.0	20.9	22.0	15.6	15.0	6.4
	朗姿股份	13.8	15.1	13.2	16.9	15.4	19.8	10.1
	欣贺股份	17.6	19.7	18.3	21.0	17.4	17.6	7.0
	锦泓集团	30.9	29.1	33.4	43.2	39.0	45.4	20.8
	歌力思	24.4	26.1	19.6	23.6	23.9	29.2	14.5
	江南布衣	28.6	33.6	31.0	41.3	40.9	44.7	29.8
	日播时尚	11.3	11.1	8.2	10.2	9.5	10.3	4.1
成长能力	赢家时尚	14.4%	64.6%	28.4%	19.3%	-10.9%	22.1%	-1.0%
	地素时尚	7.9%	13.2%	7.8%	13.0%	-17.2%	10.4%	-9.5%
	安正时尚	6.9%	5.1%	31.1%	5.1%	-29.1%	-3.9%	-1.3%
	朗姿股份	24.3%	9.6%	-12.5%	27.9%	-9.3%	29.3%	11.3%
	欣贺股份	7.7%	11.7%	-6.7%	14.7%	-17.1%	0.9%	-21.9%
	锦泓集团	20.3%	-5.6%	14.7%	29.5%	-9.8%	16.6%	-1.6%
	歌力思	18.7%	7.2%	-24.9%	20.4%	1.4%	21.7%	5.5%
	江南布衣	22.8%	17.3%	-7.7%	33.1%	-1.0%	9.3%	26.1%
	日播时尚	5.5%	-1.6%	-26.2%	24.6%	-7.1%	7.8%	-9.2%
归母净 利（亿 元）	赢家时尚	2.7	4.1	4.5	5.6	3.8	8.4	2.8
	地素时尚	5.7	6.2	6.3	6.9	3.8	4.9	2.2
	安正时尚	2.80	2.15	0.83	0.31	-4.09	0.31	-0.26
	朗姿股份	1.90	0.25	0.29	0.99	-0.03	0.87	1.03
	欣贺股份	2.1	2.4	1.8	2.9	1.3	1.0	0.0
	锦泓集团	2.7	1.1	-6.2	2.2	0.7	3.0	1.5
	歌力思	3.7	3.6	4.4	3.0	0.2	1.1	0.6

归母净利润增速	江南布衣	4.1	4.8	3.5	6.5	5.6	6.2	5.7
	日播时尚	0.4	0.1	-0.5	0.8	0.2	0.2	-0.3
	赢家时尚	7.6%	48.7%	11.6%	24.6%	-32.2%	119.2%	-37.4%
	地素时尚	19.6%	8.8%	0.9%	9.5%	-44.2%	28.4%	-27.5%
	安正时尚	2.4%	-23.0%	-61.5%	-63.0%	-1430.6%	-107.7%	-413.5%
	朗姿股份	29.2%	-86.7%	16.1%	237.3%	-102.9%	-3092.7%	95.4%
	欣贺股份	7.1%	17.8%	-26.4%	61.1%	-55.0%	-22.5%	-95.1%
	锦泓集团	43.6%	-60.1%	-672.9%	-135.9%	-68.1%	316.8%	3.1%
	歌力思	20.7%	-2.3%	24.8%	-31.7%	-93.3%	416.6%	-46.6%
	江南布衣	23.8%	18.1%	-28.5%	86.7%	-13.6%	11.2%	54.5%
毛利率	日播时尚	-54.1%	-77.0%	-639.2%	-270.9%	-79.6%	3.0%	-623.5%
	赢家时尚	71.5%	72.6%	73.4%	74.6%	75.1%	75.3%	76.3%
	地素时尚	73.9%	75.0%	76.6%	76.6%	75.4%	74.5%	75.4%
	安正时尚	66.73%	64.41%	61.64%	60.29%	59.45%	66.14%	67.90%
	朗姿股份	13.80	15.12	13.23	16.92	15.35	19.84	10.12
	欣贺股份	75.2%	74.7%	72.0%	71.5%	69.4%	69.4%	67.5%
	锦泓集团	69.0%	67.7%	67.7%	69.6%	69.2%	69.2%	69.4%
	歌力思	68.2%	65.9%	66.2%	67.0%	63.8%	67.8%	69.2%
	江南布衣	63.7%	61.2%	59.7%	62.9%	63.8%	65.3%	65.5%
	日播时尚	59.9%	58.0%	57.2%	57.6%	55.7%	56.6%	60.6%
净利率	赢家时尚	10.8%	9.5%	8.2%	8.8%	6.6%	12.0%	8.5%
	地素时尚	27.3%	26.3%	24.6%	23.8%	16.0%	18.6%	19.7%
	安正时尚	18.41%	13.49%	3.97%	1.40%	-26.20%	2.09%	-4.12%
	朗姿股份	13.7%	1.7%	2.2%	5.9%	-0.2%	4.4%	10.2%
	欣贺股份	11.7%	12.3%	9.7%	13.7%	7.4%	5.7%	0.7%
	锦泓集团	10.1%	4.6%	-19.1%	5.2%	1.8%	6.5%	7.1%
	歌力思	18.0%	15.6%	22.4%	14.1%	2.3%	5.6%	6.0%
	江南布衣	14.3%	14.4%	11.2%	15.7%	13.7%	13.9%	19.3%
	日播时尚	2.5%	-0.4%	-9.7%	7.9%	1.7%	1.7%	-6.7%
营运能力	赢家时尚	230.1	176.0	169.3	181.6	252.4	229.5	278.6
	地素时尚	168.2	174.2	188.3	168.0	213.3	203.7	273.4
	安正时尚	376.0	296.8	210.6	243.5	253.3	232.2	200.9
	朗姿股份	279.5	279.5	263.0	224.2	245.1	189.2	179.1
	天数	欣贺股份	435.9	492.1	501.7	381.4	467.65	519.3
	(天)	锦泓集团	290.8	365.3	312.6	249.8	324.4	265.7
	歌力思	220.2	226.1	306.4	283.8	305.6	329.7	380.5
	江南布衣	231.2	224.4	254.0	189.7	187.0	188.3	135.0
	日播时尚	260.1	255.4	262.3	202.7	270.6	266.1	300.2
	赢家时尚	43.8	40.2	43.8	36.0	34.0	31.0	35.3
应收账款周转天数	地素时尚	9.8	9.1	9.0	7.9	9.4	9.7	12.5
	安正时尚	26.2	24.3	25.7	36.0	41.6	34.9	31.7
	朗姿股份	49.9	44.9	42.6	26.9	20.7	14.2	13.3
	欣贺股份	17.3	23.1	29.9	29.5	39.8	36.2	39.4
	锦泓集团	62.7	66.1	52.4	40.1	39.3	29.9	30.6

	歌力思	52.3	52.1	62.8	45.8	44.6	40.6	42.2
	江南布衣	11.2	11.3	12.4	9.4	9.8	9.2	10.4
	日播时尚	27.3	26.2	26.1	14.7	15.5	22.7	30.2
门店总数 (家)	赢家时尚	862	1697	1836	2041	2006	1964	1912
	地素时尚	1062	1104	1154	1199	1123	1037	706
	安正时尚	973	1055	2453	2235	1973	740	696
	朗姿股份	511	594	608	638	612	599	554
	欣贺股份	600	570	524	496	506	484	433
	锦泓集团	1386	1459	1355	1429	1430	1296	1260
	歌力思	592	600	550	550	613	652	645
	江南布衣	1831	2018	1855	1931	1956	1990	2036
	日播时尚	1067	870	649	701	703	661	631
	赢家时尚	318.9	259.6	308.4	320.3	284.0	364.6	177.4
	地素时尚	240.8	274.6	311.2	364.6	333.3	416.5	未披露
	安正时尚	230.8	180.5	149.3	265.4	180.7	250.6	107.1
	朗姿股份	302.6	274.1	215.3	262.9	217.6	260.3	147.9
	欣贺股份	296.9	337.1	317.2	359.6	271.5	294.6	125.6
	锦泓集团	194.7	173.9	194.5	217.0	179.8	247.5	117.0
直营店效 (万元)	歌力思	458.5	443.5	447.1	未披露	420.7	475.8	253.6
	江南布衣	259.0	257.7	249.8	322.2	302.8	240.2	215.2
	日播时尚	140.6	207.7	186.5	212.3	152.3	201.2	未披露

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 直营店效=公司直营收入/直营门店数; 朗姿股份为女装板块数据、安正时尚数据已经剔除礼尚部分

表9：2023年多品牌运营的中高端女装上市公司各品牌对比（品牌口径）

	主要品牌	收入（亿元）	18-23 收入 CAGR	收入占比	2023 店数（家）	平均店效（万元）
赢家时尚	Koradior	23.87	7.85%	34.53%	714	287.45
	LaKoradior	4.62	17.28%	6.68%	46	862.93
	ELSEWHERE	5.32	8.54%	7.69%	172	265.73
	CADIDL	4.30	17.41%	6.22%	161	229.78
	FUUNNYFEELN	1.36		1.96%	91	128.20
	NAERSI	14.64	18 年末披露该品牌	21.19%	454	277.34
	NAERSILING	4.98	营收数据	7.20%	95	450.53
	NEXY.CO	10.04		14.52%	231	373.64
地素时尚	DA	14.26	2.97%	53.82%	541	223.62
	DM	1.52	-2.23%	5.74%	24	537.49
	DZ	10.20	8.30%	38.51%	450	192.34
	RA	0.47	38.41%	1.77%	22	180.43
安正时尚	JZ 玖姿	9.28	-2.22%	42.78%	463	104.55
	IMM 尹默	2.07	-1.51%	9.52%	74	145.58
	安正	0.67	-2.24%	3.08%	24	145.29
	摩萨克	1.57	38.34%	7.24%	85	96.40
朗姿股份	朗姿	14.20	8.03%	71.56%	292	404.21
	莱茵	3.80	5.76%	19.14%	144	219.34
	莫佐	1.47	-	7.40%	27	452.54
	子芭米	0.35	-	1.75%	12	242.43
锦泓集团	维格娜丝	9.63	2.24%	21.18%	197	299.17
	TW	35.07	10.00%	77.15%	1098	195.47
	云锦	0.50	17.20%	1.09%	1	3060.00
歌力思	ELLASSAY	10.72	1.33%	37.25%	301	307.50
	Laurèl	3.48	24.70%	12.10%	87	345.36
	EdHardy	3.08	-4.94%	10.71%	95	279.92
	IROParis	7.30	5.10%	25.35%	112	562.75
	self-portrait	4.18	-	14.50%	56	644.47
江南布衣	JNBY	16.89	0.82%	57.90%	921	150.48
	CROQUIS（速寫）	4.37	-4.99%	14.99%	300	119.63
	jnby by JNBY	3.90	-0.23%	13.36%	486	65.80
	LESS	3.61	8.71%	12.38%	233	127.22
	其他品牌	0.40	-2.63%	1.36%	31	104.86
日播时尚	播 broadcast	9.98	1.64%	98.68%	658	114.19
	播 broadcute	0.10	38.36%	0.96%	3	244.08

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：各品牌线下收入占比按公司整体线下收入占比计算；朗姿股份收入占比按照各品牌占女装收入比重；欣贺股份未披露分品牌数据

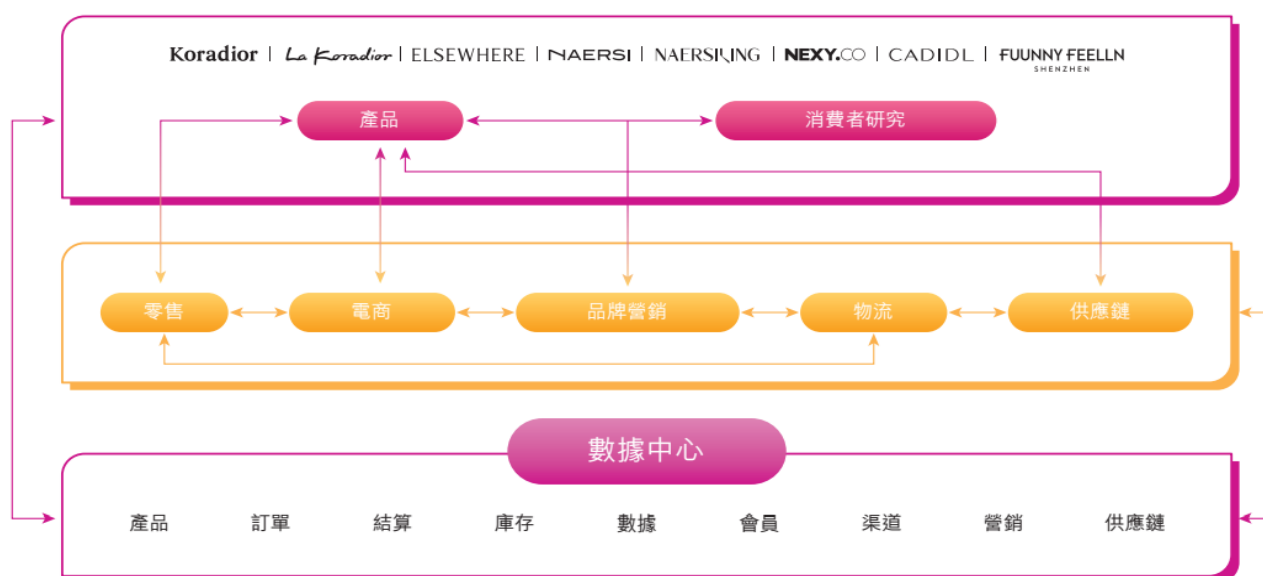
三、核心竞争力：多品牌营运能力卓越，看好长期发展动能

公司具备核心竞争壁垒：（1）多品牌运营能力卓越：采取平台化架构充分赋能各品牌事业部，各品牌围绕核心品类、经典款商品、品牌色/花等强品牌符号，开展一系列活动，突出消费者记忆点；（2）产品：公司积极扩充产品研发设计团队，各品牌围绕核心品类、经典款商品、品牌色/花等开展设计，精致工艺/面料，突出消费者记忆点，2021年以来持续推进商品企划精准化分层管理。（3）渠道：线下直营为主，店铺数量和店效行业领先，持续升级终端门店形象与位置，线上把握传统电商平台同时积极布局新零售渠道私域流量。（4）营销：近年来营销开支增长较快，多种营销方式综合运用，占领用户心智。

（一）多品牌运营能力卓越：平台型架构赋能各品牌协同运营，强品牌符号突出消费者记忆点

采取平台化管理架构体系，充分赋能各品牌事业部。（1）公司在多年的品牌运营中沉淀出一套完善的平台化管理架构：旗下八大品牌均成立独立的品牌事业部，主要负责商品的研发设计、顾客需求管理、品牌商品管理；业务中台和组织中台部门统一负责门店的终端管理包括供应链、人事、财务、行政等，为所有品牌事业部赋能，数据中台统一承接业务数据。（2）该架构一方面使得品牌事业部能够更为专注于产品本身的研发设计上，节省了品牌事业部的精力，增强了终端零售的协调能力；另一方面能够较为快速地复用不同区域、不同品牌的成功经验，赋予品牌矩阵较大的横向扩张弹性。

图17：公司采取平台型组织架构，专注各品牌协同运营（2024H1）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

各品牌风格独特，围绕核心品类、经典款商品、品牌色/花等强品牌符号，开展一系列

列活动，突出消费者记忆点。公司各品牌定位清晰，风格独特，各品牌均有主打核心品类和经典款商品，此外，公司各品牌多具备独特的品牌色、品牌花，围绕其讲述品牌故事、开展设计，有利于强化消费者记忆点。

表10: 公司各品牌的核心品类、经典款商品、品牌色/花等强品牌符号

	品牌名称	核心品类	经典款商品	品牌色	品牌花
珂莱蒂尔	Koradior (珂莱蒂尔)	连衣裙	经典款 KDress 集合经典 X 廓形、浪漫 V 型领、精緻七粒扣设计、120 度扇形裙摆	玫红	玫瑰
	LaKoradior (拉珂蒂)	晚礼服	历时 9820 小时打造的传世臻藏百万礼服“金色轨迹”首次震撼亮相北京嘉德典亚艺术周是国内第一款登陆顶尖艺术展的高定礼服。“鎏金华彩”高定斗篷礼服参展新加坡“上元汇”文化游园活动，“紫兰花缟”高定礼服在法国巴黎卢浮宫“法国世界非物质文化遗产展”巡展	La-紫	蝴蝶兰
	Koradior elsewhere (珂思)	针织类	经典“WMonogram 针织套装”，精选 42 号纱线等高端材料，採用 16 针芝麻底提花匠心工艺，廓形针织衫，配比 1:0.618 黄金比例，上衣搭配裙子呈现 H 版型设计，贴身又舒适	珂思黄	雏菊
娜尔思	NAERSI (娜尔思)	外套、裤子	品牌标志性产品“真我套装”传承 27 年，以弦月领、少女肩、公主腰、金鱼尾、NAERSIOblique 图样等设计细节为特色	25 度蓝	百合
	NEXY.CO (奈蔻)	西服套装、大衣	“πSuit 典藏系列”和“94050 大衣”	奈蔻绿	木兰
	NAERSILING (娜尔思灵)	西装、裙装	经典单品“724 真丝定位印花单西”，衣身围度巧妙增加 7 公分，小 H 廓形，给予消费者身体舒适包容的穿著体验	自由红	郁金香
其他	CADIDL (卡迪黛尔)	西服套装	“马蹄莲领”独特设计元素的“96 号西装套”，143 道精湛核心工艺精雕细琢，结合独家“防皱针法面料技术”，成就“黄金 3 厘米”优雅收腰轮廓、“65 公分经典廓形”，为消费者提供臻质西装套。	卡迪灰、初见粉	马蹄莲
	FUUNNY FEELN (仿佛)	日常通勤时装	短外套(SMARTLOOK)搭配牛仔裤特色搭配	-	-

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图18: LaKoradior “紫兰花缟”高定礼服



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图19: NAERSI “真我套装”

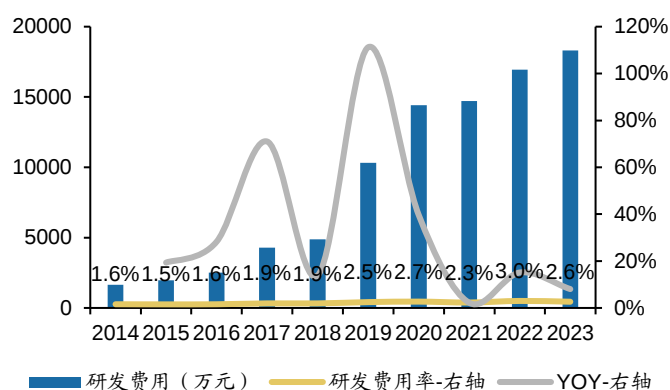


数据来源：NAERSI 官方公众号，广发证券发展研究中心

（二）产品：设计研发匹配客户群审美，商品企划改革提升运营效率

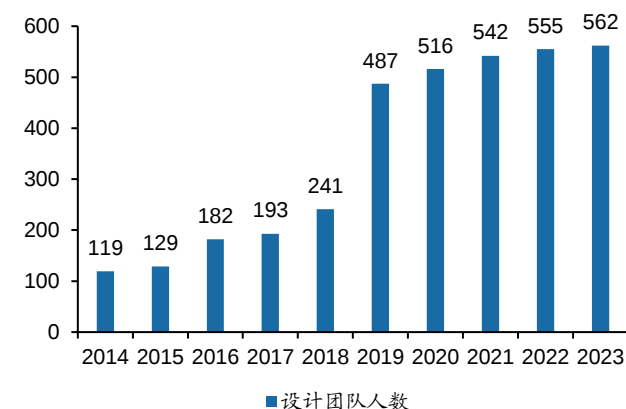
高度重视产品研发，积极扩充产品研发设计团队。根据公司财报，（1）公司深耕行业多年，建立底层的客户资料库，利用大数据及全渠道终端反馈全面加持设计端。设计前期通过全渠道共用各品牌各会员资讯，精准画像后根据资料制定设计研究开发方向；投入市场后，根据全渠道回馈调整方向，针对前期市场份额较小但产销高的产品重点分析，科学快返。（2）公司合作海内外知名设计师，并积极扩充产品研发设计团队，2023年公司设计团队人数562人（2014年仅119人），研发费用率2.6%（2014年仅1.6%）。

图20：公司研发费用及同比增速、研发费用率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

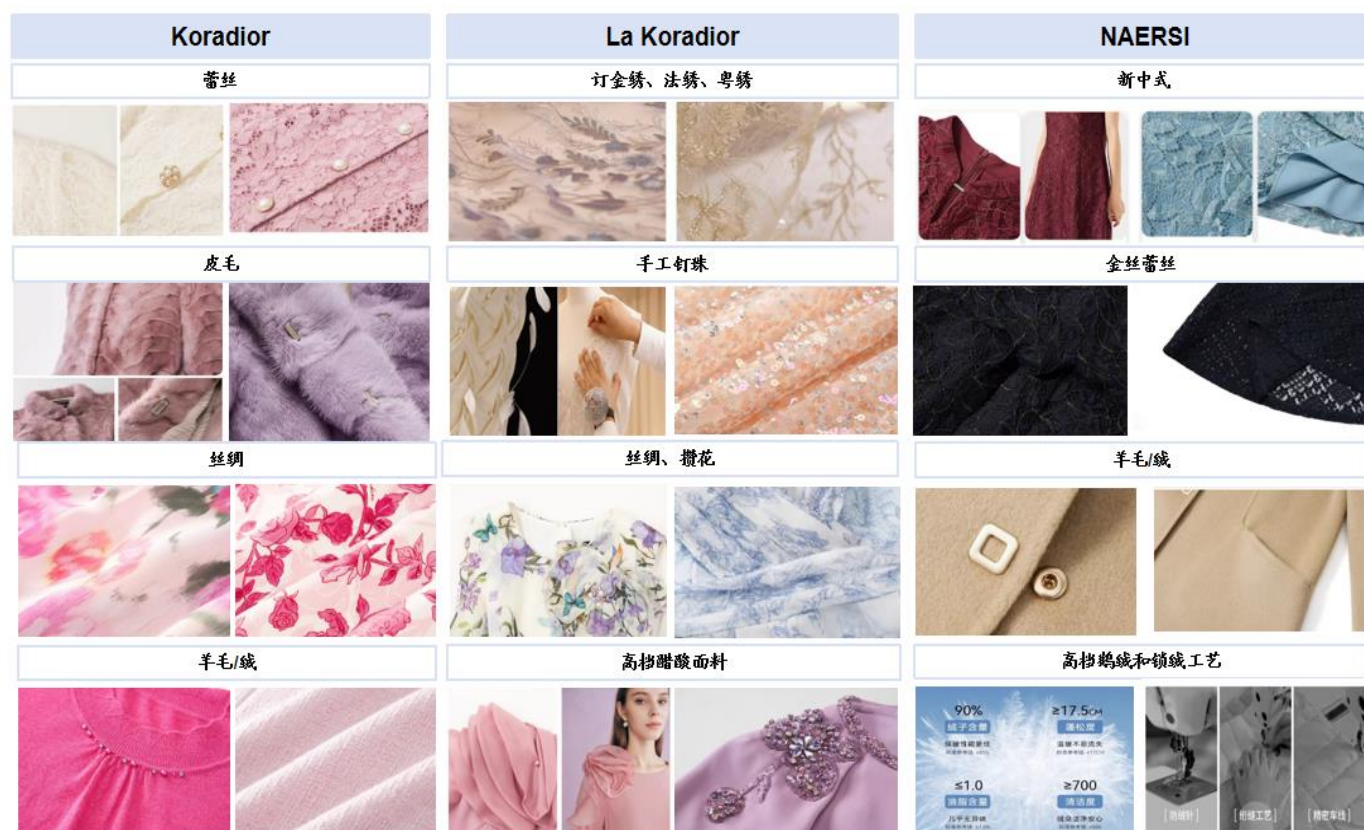
图21：公司设计团队人数



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

精致工艺、考究面料，打造公司商品华丽设计和高档质感。根据公司财报和各品牌天猫旗舰店，（1）**工艺**：公司在工艺方面积累身后，工艺精致，例如2024H1，公司Koradior品牌结合核心DNA工艺“珠钻工艺”以及DNA元素“玫瑰”，NAERSI突出品牌的标志性工艺，如“臻工线迹”、“臻艺褶裥”及“匠艺线迹”等，LaKoradior的钉金绣、粤绣、法绣和立体裁剪技术等，提升产品的华丽感和价值感。（2）**面料**：公司商品多使用丝绸、羊毛、羊绒、蕾丝、刺绣以及各种功能性面料。公司产品品质扎实，设计团队善于根据面料特性，合理运用高端面料于不同的品类。例如Koradior连衣裙夏季多采用桑蚕丝面料，冬季多采用羊毛、山羊绒、白鹅绒等高品质的保暖面料；奈蔻面向都市智美女性客群，“醋酸”面料舒爽有型的同时方便打理。公司后续将加大与优质供应商的合作力度，探索高端面料的研发，扩大丝绸、羊毛（绒）等高档面料应用，全面提升产品的质量与档次。

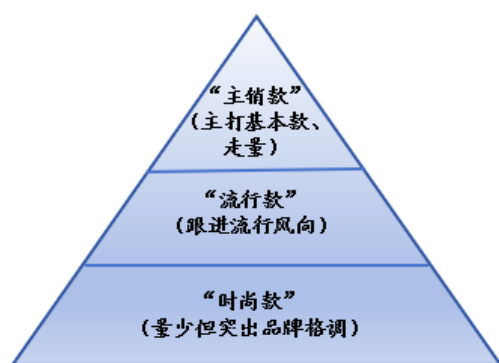
图22：公司旗下品牌部分面料、工艺



数据来源：天猫，广发证券发展研究中心

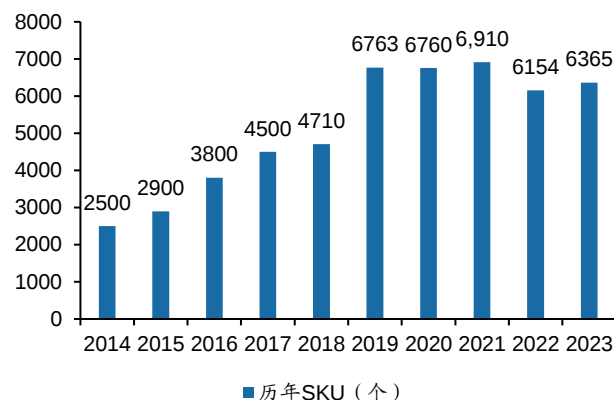
2021年以来，针对性打造金字塔三层产品矩阵，深化核心SKU，商品企划更为精准，有望提升售罄率。根据公司财报，（1）三层金字塔结构，使商品企划更加精准：公司将产品管理细化为3层金字塔结构，自下而上SKU深度依次从深到浅，分别为“主销款”（主打基本款、走量的产品）、“流行款”（跟进流行风向、量的贡献居中）、“时尚款”（量少但突出品牌格调），使商品企划更加精准。（2）精简SKU：2022年公司SKU数同比下降11%至6154个；（3）补充基础品类：公司补充T恤、牛仔、毛衫等市场有需求，但此前被淡化的基础品类。公司根据产品的适销度和终端反馈及时调整分类，强化优势产品，深化核心SKU，沉淀经典单品，有望使产品的开发更为科学精准，有望提升售罄率，减少存货。

图23: 公司“黄金三角”商品管理体系



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图24: 公司历年SKU



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：201-2023 为 SKC 数据

（三）渠道：渠道把控力强，直营为主，会员粘性高

1. 线下渠道：直营为主，店铺数量和店效行业领先，持续升级终端门店形象与位置

公司线下渠道以直营为主，2023年公司直营渠道收入为55.60亿元，占公司收入比重80.4%。直营模式下，企业直接管理和运营自己的店铺，可以更好地控制品牌形象和宣传策略，确保所有门店遵循统一的品牌形象和营销策略，这有助于增强消费者对品牌的认知和信任。直营模式可以让公司更加快速地反应市场动态，根据市场情况而调整门店的布局、商品种类等，直营店是品牌企业获取市场反馈的重要渠道，企业可以直接了解顾客的需求和意见，及时进行产品和服务的改进和创新。

图25: 截至24H1各省市门店分布



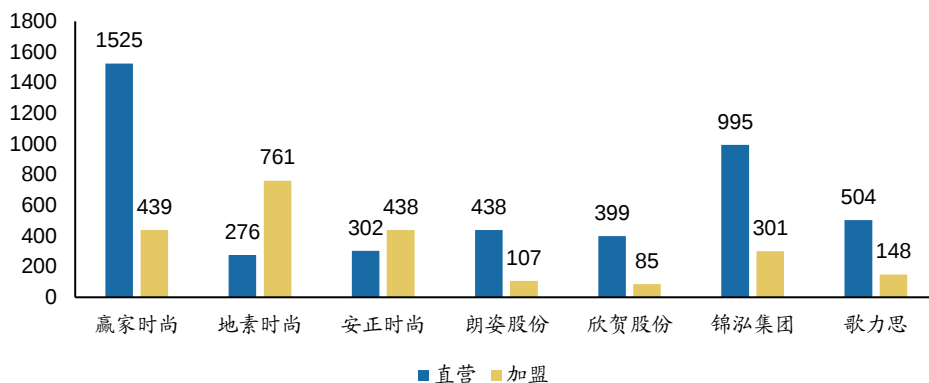
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

门店数量：根据公司财报，和主要可比女装上市公司相比，赢家时尚品牌数量和店数更多，2023年公司门店数量达到1964家，其中直营、加盟分别为1525家、439家；

2024H1，公司店铺总数为1912家，其中直营、加盟分别为1485家、427家，主要系公司战略收缩低效门店。

直营店效：根据公司财报，公司直营店效较高，仅次于歌力思、地素时尚。展望未来，公司门店店效有望持续稳步增长：（1）公司通过提升店铺形象及设计、扩大店铺规模、引进旗舰店及精品店，此外主动关闭低效店铺、新开优质门店。（2）公司提出卓越产品体系战略（将SKU分为主销款、畅销款、时尚款，针对性打造阶梯式产品矩阵），有望带动商品售罄率和店效增长。

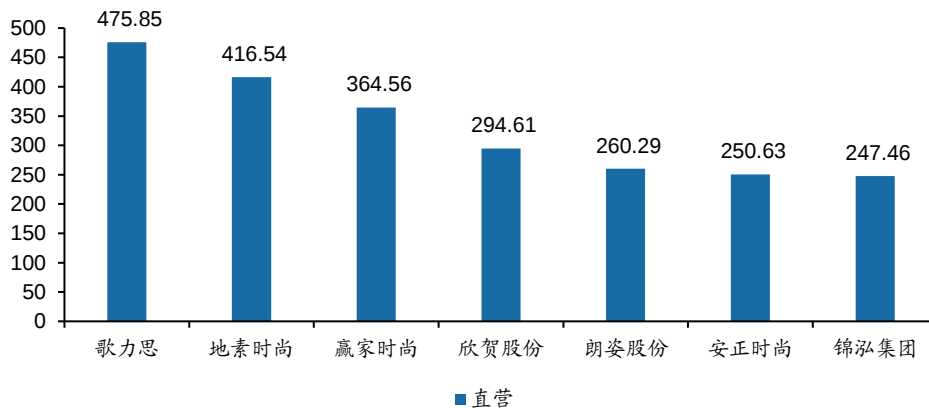
图26：2023年公司与可比公司门店数量对比（家）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：朗姿股份使用时尚女装板块数据

图27：2023年公司与可比公司门店直营店效对比（万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

2. 电商渠道：积极布局多平台，抓紧传统平台的同时把握私域流量维护

公司电商渠道收入占比近年来明显提升。根据公司财报，公司电商渠道收入由2014年的0.58亿元增长至2023年的9.69亿元，占营收比重由2014年的5.6%上升至2023年的14.0%，2014-2023年CAGR为36.7%。

公司电商业务布局多平台，发展传统电商平台的同时，积极开拓私域流量。根据公

司财报，细分平台来看，公司在稳固传统电商平台天猫、唯品会的同时，2020年开始大力发展私域平台（EEKA在线商城）与直播等新零售平台（抖音为主），扩大市场份额。（1）**EEKA商城**：2020年公司正式上线微信小程序“EEKA商城”，囊括公司旗下各个品牌，通过分品类、分价格带、分主题等方式为客户推荐丰富的产品，消费者可以通过添加私人搭配师企业微信、以及邀请亲友等多项参与方式获得优惠。（2）**天猫**：公司旗下品牌均有独立旗舰店，据天猫官方平台，截至2024/12/25，korador天猫旗舰店粉丝量169.1万、NAERSI为86.9万、NEXYCO为69.1万，同时通过淘宝直播通道促进主推款式的销售。（3）**唯品会**：通过线上唯品会、线下奥莱店的组合方式，公司得以有效去化过季库存。（4）**抖音**：公司旗下八大品牌均有独立官方抖音账号，通过在线直播、短视频等新零售方式吸引客群。

表11：主要中高端女装公司的电商渠道情况对比

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
电商收入（亿元）	赢家时尚	2.08	2.12	6.12	7.57	8.93	9.69	5.46
	地素时尚	2.56	3.06	3.68	3.86	3.06	3.97	1.91
	安正时尚	4.04	12.06	20.35	13.67	10.90	10.27	5.96
	朗姿股份			2.81	4.01	5.81	8.07	4.21
	欣贺股份		2.65	3.85	4.90	4.60	4.48	2.07
	锦泓集团	4.71	4.76	8.36	14.30	15.10	17.37	7.85
	歌力思	1.03	1.14	2.49	2.72	3.51	3.93	2.56
	江南布衣	2.66	3.93	4.64	6.61	6.84	8.52	10.08
	日播时尚	1.08	1.13	1.23	2.19	2.69	2.50	1.03
电商收入增速	赢家时尚	33.89%	1.83%	189.10%	23.56%	18.04%	8.46%	17.82%
	地素时尚		19.86%	20.08%	5.04%	-20.73%	29.47%	-66.05%
	安正时尚		198.08%	68.80%	-32.84%	-20.24%	-5.77%	-14.58%
	朗姿股份				42.91%	44.78%	38.96%	14.00%
	欣贺股份			45.54%	27.00%	-6.06%	-2.55%	-9.07%
	锦泓集团		0.96%	75.89%	71.00%	5.60%	15.02%	-0.37%
	歌力思		11.44%	117.66%	9.24%	29.01%	12.04%	33.25%
	江南布衣	41.97%	47.91%	18.03%	42.37%	3.56%	24.49%	18.39%
	日播时尚	-3.75%	4.96%	8.37%	78.68%	22.85%	-7.04%	-16.94%
电商收入占比	赢家时尚	8.25%	18.00%	11.50%	11.91%	15.77%	18.61%	16.52%
	地素时尚	12.17%	12.88%	14.35%	13.33%	12.76%	14.97%	16.88%
	安正时尚	24.52%	49.45%	56.62%	44.41%	48.17%	47.35%	58.44%
	朗姿股份			9.76%	10.94%	14.04%	15.68%	15.65%
	欣贺股份		13.48%	21.03%	23.29%	26.39%	25.48%	29.50%
	锦泓集团	15.26%	16.32%	25.04%	33.07%	38.73%	38.22%	37.78%
	歌力思	4.21%	4.38%	12.69%	11.51%	14.65%	13.49%	17.69%
	江南布衣	9.28%	11.71%	14.97%	16.01%	16.75%	19.08%	19.25%
	日播时尚	9.51%	10.14%	14.89%	21.36%	28.23%	24.34%	25.07%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表12: 主要中高端女装公司的各品牌天猫抖音粉丝数量对比 (2024.12.29)

	主要品牌	天猫官方旗舰店粉丝数量 (万人)	抖音官方旗舰店粉丝数量 (万人)
赢家时尚	Koradior	176.4	10.2
	LaKoradior	28.9	
	ELSEWHERE	14.7	0.7
	CADIDL	20.6	0.7
	FUUNNYFEELN	19.7	1.0
	NAERSI	90.5	19.8
	NAERSILING	14.2	0.5
	NEXY.CO	73.1	9.3
地素时尚	DA	447.5	49.4
	DM		
	DZ	290.7	38.7
	RA	1.0	39.4
安正时尚	JZ 玖姿	218.5	60.8
	IMM 尹默	9.7	1.9
	安正	0.2	
	摩萨克	14.6	0.7
朗姿股份	朗姿	181.5	102.9
	莱茵	63.1	4.5
	莫佐	5.1	
	子芭米	7.8(朗姿官方 outlets 店)	0.2
锦泓集团	维格娜丝	49.9	21.8
	TW	722.2	214.7
	云锦	2.1	42.6
歌力思	ELLASSAY	140.2	11.7
	Laurèl	46.7	3.0
	EdHardy	32.1	15.1
	IROParis	41.9	
	self-portrait	84.2	12.0
江南布衣	JNBY	362.5	168.1
	速写	134.4	38.7
	Jnby by JNBY	113.1	25.1
日播时尚	播 broadcast	244.0	143.9
	播 broadcute	6.6	7.6

数据来源: 天猫, 抖音, 广发证券发展研究中心

表13: 公司电商及分平台收入情况 (亿元)

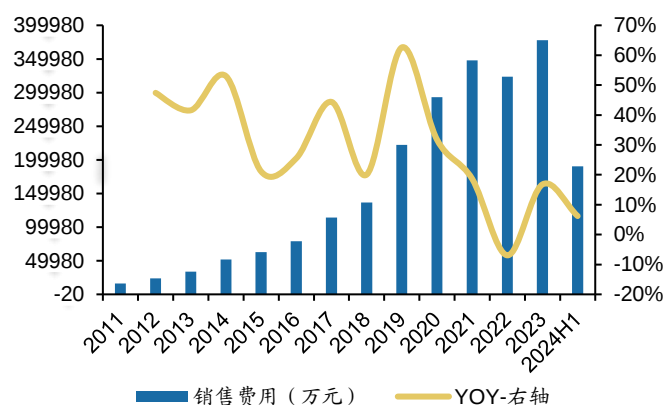
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
线上营收	111.76	155.37	208.03	400.57	612.3	756.69	893.23	968.78	546.34
YOY	9.43%	39.02%	33.89%	92.55%	52.86%	23.58%	18.04%	8.46%	17.82%
天猫商城	92.28	129.47	161.85	272.71	281.66	242.38	234.93	244.62	124.41
YOY	33.37%	40.30%	25.01%	68.50%	3.28%	-13.95%	-3.07%	4.12%	7.91%
占线上收入比重	82.57%	83.33%	77.80%	68.08%	46.00%	32.03%	26.30%	25.25%	22.77%
唯品会	19.45	25.9	45.92	127.57	293.89	351.76	398.4	440.4	239.69
YOY	-39.29%	33.16%	77.30%	177.81%	130.38%	19.69%	13.26%	10.54%	14.80%
占线上收入比重	17.40%	16.67%	22.07%	31.85%	48.00%	46.49%	44.60%	45.46%	43.87%
EEKA 商品	-	-	-	-	32.67	107.8	121.02	71.21	49.71
YOY	-	-	-	-	-	229.97%	12.26%	-41.16%	35.45%
占线上收入比重	-	-	-	-	5.34%	14.25%	13.55%	7.35%	9.10%
抖音	-	-	-	-	3.39	52.12	135.06	187.32	101.39
YOY	-	-	-	-	-	1437.46%	159.13%	38.69%	4.01%
占线上收入比重	-	-	-	-	0.55%	6.89%	15.12%	19.34%	18.56%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(四) 营销: 多种营销方式综合运用, 占领用户心智

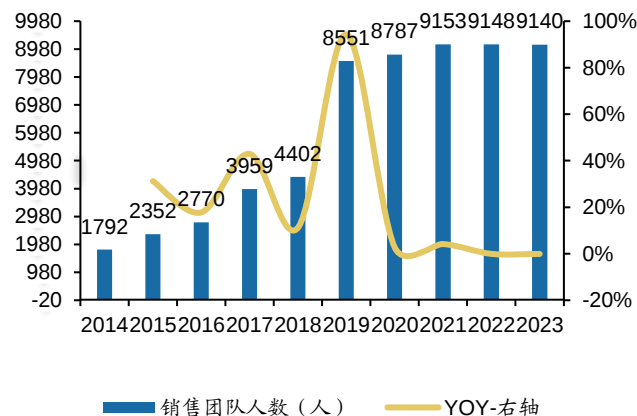
公司重视营销投入及团队建设。公司近年来营销开支增长较快, 根据公司财报, 2023年, 公司营销费用达37.78亿元, 同比增长16.8%, 2024H1, 公司营销费用进一步同比增长6.2%; 销售及营销团队自2019年品牌整合以来扩张迅速, 2023年团队人数达到9140人, 相比2018年增加107.6%。

图28: 公司营销开支及同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图29: 公司销售团队人数及同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表14: 公司各品牌综合运用多种营销方式（2024H1）

品牌	活动
Koradior	携手好莱坞国际巨星 LilyCollins，合作演绎 Koradior 式浪漫 围绕品牌的核心 DNA 工艺“珠鑽工艺”以及 DNA 元素“玫瑰”，制作“瑰丽工坊”珠鑽工艺微电影 举办以“玫瑰之境(KoraRoseWonderland)”为主题的 417 品牌日活动及新品发布秀 与“时尚芭莎”和“MadameFigaro”等主要时尚媒体合作
NAERSI	以产品为中心，打造“高能衣橱”专题 通过“套裝节－优雅工坊春夏高级成衣秀”，其特邀著名演员黄奕拍摄宣传片、互动视频并领衔走秀 通过利用“优雅衣始”等专题系列、主题展览、店铺非遗品鑑活动、媒体推广、跨品牌合作及杂志合作，实现近 1 亿次的整体曝光
LaKoradior	传世臻藏百万礼服“金色轨迹”首次震撼亮相北京嘉德典亚艺术周，是国内第一款登陆顶尖艺术展的高定礼服 “鎏金华彩”高定斗篷礼服参展新加坡“上元汇”文化游园活动， “紫兰花缙”高定礼服在法国巴黎卢浮宫“法国世界非物质文化遗产展”巡展 产品与油画艺术家胡巍合作，以 La-purple 为色彩灵感，以蝴蝶兰花为创作缪斯，共同创作《梦蝶兰春》油画作品
NEXY.CO	于米兰时装周发布 2024 年秋冬系列“木兰绿境”，以品牌花“木兰花”为灵感，以品牌颜色“奈菟绿”为主色调，并在米兰王宫拉开帷幕 与 Wonderland 携手，联袂 13 位女性摄影师、2 位超模呈现 15 幅摄影作品，共创 15 件联名 T 恤 线下举办木兰视界 15 周年联名系列主题展，展示品牌颜色“奈菟绿”及品牌花“木兰花”。此次活动中，品牌代言人袁泉惊喜空降 与《ELLE》杂志深度合作海外期刊拍摄，亦邀请国际超模汪曲攸演绎经典“trSuit” 过“匠心博物馆”专栏解构高品质面料及複杂工艺，向消费者展示高价值服装 跨界携手新媒体数字艺术家罗比凸显品牌智美之姿 积极开展线下巡展和快闪店
ELSEWHERE	举办 2024 春夏大秀，以“诗逸画卷”为主题，以针织山水画作为开场，徐徐展开品牌的故事，绵延品牌“诗与远方”的故事 持续创作一系列关键意见领袖（KOLs）群像故事，并深耕“生活艺术家”专栏，传递品牌“人人都是生活艺术家”的价值主张
NAERSILING	围绕品牌色“自由红”和品牌花“鬱金香”讲述品牌故事，推出专题：“灵感艺术馆”，其聚焦品牌的匠心精神，通过视频剖析品牌的面料和工艺 开展“NAERSILINGTULIP 奇迹花园”主题展等线下活动，在深圳机场投放机场广告 线上，专注于围绕核心产品解读产品花卉图案和故事。通过在“基础衣橱”专题展示其主推单品和打造受欢迎产品，有效地进行产品的市场营销及推广
CADIDL	在“智雅套裝节”成功举办的基础上，继续举办最新的“WOMENINSUITS”主题活动。其制作了名为“套裝的诞生”的专题，突出经典 96 套裝及智雅 12H 套裝裙背后的设计巧思及版型工艺，展示该品牌套裝之臻质 与《F 风尚志》杂志合作拍摄“了不起的她们”，这是 96 位体现智雅的不同个体的肖像，高度聚焦经典及新经典 LOOK。该举措旨在建立一个智雅的品牌形象
FUUNNY FEELN	围绕“仿佛有点态度”的主题，重点推广品牌价值，强调“短外套”这一主打产品及“撞边工艺”的核心工艺 与知名 IP“大力水手”合作，融合酷飒女孩的生活方式，以“炫耀手臂肌肉”作为营销话题。通过群像演绎，其讲述了关于自律及自我实现的酷飒故事 结合品牌故事，进一步发展品牌符号“喵小弗”，并将品牌 DNA“猫纹”融合到产品中，展现品牌的价值。

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

四、展望未来：稳中求进、全面提质，以“享誉全球的中国轻奢品牌管理集团”为愿景

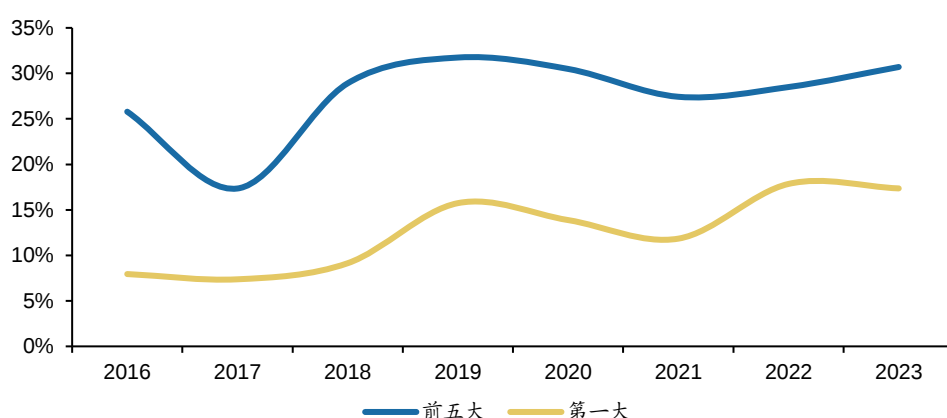
根据公司财报，公司计划持续推进品牌、产品、渠道、供应链等各业务领域的改革升级，持续强化平台运营和系统化管理能力：

（1）品牌体系：坚持长期投入，持续加强系统性推广。根据公司财报，公司计划继续长期投入品牌建设，确保战略推广行动于下半年全面有效实施。通过完善组织形式、建立流程规范、实施量化目标考核等方式，提升整合营销效率和质量，公司旨在进一步加强品牌代言、广告投放、时装秀、终端门店形象的系统化布局和推广，不断强化品牌在客户心中的影响力。

（2）产品体系：深化卓越的产品能力，不断提升产品质量。根据公司财报，公司计划进一步完善品牌业务部矩阵式组织架构，聚焦核心产品品类，加强品类间联动，提升品类化研发的协同效率。此外，公司计划持续升级产品材质，加大高端材质的整体使用率，精炼工艺技术，提升工艺精细度和品质感。

（3）供应体系：供应商优化整合，有望提升公司采购议价能力，提升采购效率。根据公司财报，2022年，公司供应商数量同比下降27%至597家，最大供应商采购额占比上升6.0pct至17.9%，前五大供应商采购额占比同比提升1.1pct至28.5%；2023年，公司前五大供应商采购额占比同比提升2.2pct至30.7%，采购集中化也提升了公司的议价能力，保证其原材料高品质与成本的稳定性。公司计划继续整合和构建优质供应链，扶持核心供应商，不断拓宽头部供应链布局，通过整合多品类多品种的原材料采购，进一步提升公司的整体议价能力，提质降本，并且公司计划持续提升供应链的智能系统和应用，不断提升全品类工艺技术管理能力。

图30：公司前五大和第一大供应商采购额占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（4）渠道体系：重点聚焦线下门店优化，持续差异化线上渠道布局。公司计划稳步推进“大而优”线下业态调整，聚焦并深耕高线市场，着力打造高生产力标杆门店。

公司计划继续巩固中高端百货商场业态的竞争优势，深化和拓展购物中心业态布局。同时，公司计划加强与优质区域分销商的合作，推动分销市场增长。此外，公司计划继续推进天猫和京东向高级化及品牌化运营转型，实施抖音扩增量、做大店战略，带动直播业务增长。

五、盈利预测和投资建议

我们对公司的盈利作如下假设：

营收：2024-2026年，预计公司营业收入分别为71.06/79.44/87.84亿元，YOY+2.8%/+11.8%/+10.6%。对收入进行拆分，

其中：三大主力品牌（Koradior、NAERSI、NEXY.CO）：2024-2026年，预计三大主力品牌合计收入约50.53/55.23/59.93亿元，分别同比增长4.1%/9.3%/8.5%，其中Koradior预计分别同比增长1.9%/5.0%/5.3%（预计店铺数量分别同比-12/-4/-2家，预计店效分别同比增长0.0%/5.0%/5.0%，主要系预计公司持续战略性调整门店，关闭低效店铺，新开大店好店。此外，结合2024H1公司财报数据，预计未来各品牌和公司整体的线上收入占比稳中有升），NAERSI预计分别同比增长5.9%/12.7%/10.7%（预计店铺数量分别同比+1/+0/+0家，预计店效分别同比增长2.0%/12.0%/10.0%），NEXY.CO预计分别同比增长6.6%/14.1%/12.1%（预计店铺数量分别同比+2/3/3家，预计店效分别同比增长2.0%/12.0%/10.0%）。预计三大品牌2024年增速放缓，主要系消费环境影响，整体需求承压，预计2025-2026年三大品牌收入增速提升，主要系伴随国内政策转向，消费有望逐渐回暖，以及公司积极进行营销和研发投入，有望对三大品牌赋能带动销售增长。

成长品牌（LaKoradior、ELSEWHERE、CADIDL、NAERSILING）：2024-2026年，预计四个成长品牌合计收入约18.98/22.39/25.82亿元，预计分别同比变化-1.3%/+17.9%/+15.3%，其中高端轻奢品牌LaKoradior成长势能较强，预计2024-2026年分别同比增长17.5%/28.8%/26.1%（预计店铺数量分别同比-1/+3/+3家，预计店效分别同比增长16.0%/20.0%/18.0%），ELSEWHERE预计分别同比变化-6.5%/+13.4%/+10.3%（预计店铺数量分别同比-12/+4/+4家，预计店效分别同比变化-3.0%/+10.0%/+7.0%），CADIDL预计分别同比变化-4.5%/+12.8%/+9.7%（预计店铺数量分别同比-8/+3/+3家，预计店效分别同比变化-3.0%/+10.0%/+7.0%），NAERSILING预计分别同比变化-10.3%/+14.4%/+11.2%（预计店铺数量分别同比-7/+3/+3家，预计店效分别同比变化-6.5%/+10.0%/+7.0%）。预计成长品牌2024年较为弱势，主要系消费环境影响，整体需求承压，且根据24H1财报数据来看，成长品牌整体合计数据增速相比三大主力品牌整体合计数据也较弱势，预计2025-2026年成长品牌收入增速提升，主要系伴随国内政策转向，消费有望逐渐回暖，以及公司积极进行营销和研发投入，品牌发展弹性有望较大。

新品牌（FUUNNYFEELN）：2024-2026年，预计FUUNNYFEELN收入约1.55/1.83/2.09亿元，预计分别同比+14.1%/+17.8%/+14.1%（预计店铺数量分别同比-13/+5/+5家，预计店效分别同比增长28.5%/10.0%/7.0%），根据公司财报，

FUUNNYFEELN在2024H1弱消费环境下韧性较强，预计后续持续稳健成长。

毛利率：2024-2026年，预计公司毛利率分别为76.3%/76.5%/76.7%，预计毛利率呈现提升趋势，主要系公司持续推进渠道精细化运营，以及2021年以来持续推进产品体系升级，商品企划更为精准，有望提升售罄率和适销度，此外，公司积极推进供应商优化整合，有望提升公司采购议价能力，提升采购效率。

期间费用率：2024-2026年，预计公司销售费用率分别为57.3%/56.3%/55.3%，预计2024年销售费用率有所提升，主要系NEXY.CO品牌15周年大秀等营销推广费用增加，渠道高直营占比下店铺租金及员工开支较为刚性等原因，短期内销售费用率有所提升，预计2025-2026年相比2024年有所下降，主要系预计伴随收入规模提升有所摊薄，以及部分一次性投入减少；管理费用率分别为9.9%/8.9%/8.8%，股权激励费用及公司员工的薪金及福利增加，预计2025-2026年相比2024年有所下降，主要系预计伴随收入规模提升有所摊薄，以及部分一次性投入减少，研发费用率分别为3.0%/2.8%/2.8%，预计2024年略有增长，2025-2026年预计伴随收入规模提升，研发费用率基本稳定。

所得税率：预计所得税率与往年基本保持平稳。

表15：公司盈利预测（亿元，人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	56.63	69.12	71.06	79.44	87.84
YOY	-10.9%	22.1%	2.8%	11.8%	10.6%
毛利率	75.1%	75.3%	76.3%	76.5%	76.7%
一、三大主力品牌：	39.99	48.55	50.53	55.23	59.93
YOY	-12.6%	21.4%	4.1%	9.3%	8.5%
Koradior	19.77	23.87	24.32	25.54	26.90
YOY	-15.0%	20.7%	1.9%	5.0%	5.3%
毛利率	74.8%	74.3%	77.1%	77.1%	77.1%
NAERSI	12.37	14.64	15.51	17.47	19.34
YOY	-10.4%	18.4%	5.9%	12.7%	10.7%
毛利率	75.1%	76.9%	75.6%	75.9%	76.2%
NEXY.CO	7.85	10.04	10.70	12.22	13.69
YOY	-10.0%	27.9%	6.6%	14.1%	12.1%
毛利率	76.9%	76.1%	78.4%	78.4%	78.4%
二、成长品牌：	15.44	19.22	18.98	22.39	25.82
YOY	-7.0%	24.5%	-1.3%	17.9%	15.3%
LaKoradior	3.46	4.62	5.43	6.99	8.82
YOY	-2.0%	33.5%	17.5%	28.8%	26.1%
毛利率	79.8%	81.3%	81.0%	81.0%	81.0%
ELSEWHERE	4.42	5.32	4.97	5.64	6.22
YOY	-12.5%	20.4%	-6.5%	13.4%	10.3%
毛利率	73.9%	71.7%	70.3%	70.6%	70.9%
CADIDL	3.49	4.30	4.11	4.63	5.08

YOY	2.0%	23.2%	-4.5%	12.8%	9.7%
毛利率	71.9%	69.6%	75.8%	75.8%	75.8%
NAERSILING	4.07	4.98	4.47	5.11	5.69
YOY	-11.5%	22.4%	-10.3%	14.4%	11.2%
毛利率	77.3%	75.6%	78.8%	78.8%	78.8%
三、新品牌:					
FUUNNYFEELN	1.21	1.36	1.55	1.83	2.09
YOY	4.3%	12.4%	14.1%	17.8%	14.1%
毛利率	61.8%	64.6%	63.0%	63.0%	63.0%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

预计公司 2024-2026 年，归母净利润分别为 6.39/7.44/8.50 亿元，分别同比变化 -23.7%/+16.3%/+14.3%；预计 EPS 分别为 0.91/1.06/1.21 元/股。参考可比公司估值，给予 2025 年 10 倍 PE，对应合理价值 10.57 元/股，按 1 元=0.93 港元，折合 11.42 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

表16：可比公司估值（收盘价截至2024.12.30，单位：人民币元）

证券代码	公司	收盘价(元)		EPS(元)		PE		
		2024/12/30	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
02020.HK	安踏体育	72.22	4.77	4.89	5.49	15.13	14.77	13.15
02331.HK	李宁	15.09	1.22	1.35	1.49	12.39	11.16	10.14
01368.HK	特步国际	5.33	0.47	0.53	0.60	11.44	10.07	8.94
03998.HK	波司登	3.73	0.32	0.37	0.42	11.52	10.02	8.82
03306.HK	江南布衣	16.17	1.71	1.83	2.00	9.47	8.82	8.08
01234.HK	中国利郎	3.56	0.48	0.53	0.59	7.49	6.73	6.06

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：盈利预测来自Wind一致预期

六、风险提示

（一）宏观经济景气度下行风险

如果未来市场消费景气度下行，公司产品的终端需求将受到显著影响，公司订单将受到波及。

（二）原材料价格持续上涨风险

若原材料价格大幅上涨，会企业的盈利造成一定的压力，尤其是纺织本身毛利率、净利率水平不高的情况下，原材料持续大幅涨价会压制公司的利润增长。

（三）库存积压风险

公司需要提前备货，如果终端需求不佳，将会积压库存，影响公司收入及盈利。

（四）管理不善风险

随着公司业务规模的扩大，零售终端增长、供应链品牌方面管理都将面临新挑战。如果管理水平不能支持公司持续发展速度，则可引发一系列风险进而对公司品牌形象和经营业绩造成不利影响。

资产负债表

单位:人民币百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	2,635	3,550	3,776	3,629	3,834
现金及现金等价物	361	441	810	597	597
应收账款及票据	472	717	738	825	912
存货	1,024	1,153	1,229	1,208	1,326
其他	777	1,239	999	999	999
非流动资产合计	3,623	3,480	3,861	4,242	4,623
固定资产净值	684	661	681	701	721
长期投资	140	82	82	82	82
商誉及无形资产	2,593	2,542	2,903	3,264	3,624
其他	206	194	194	194	194
资产总额	6,258	7,030	7,637	7,871	8,456
流动负债合计	1,649	1,989	2,285	2,156	2,326
短期借款	390	514	839	667	768
应付账款及票据	464	412	382	398	437
其他	794	1,064	1,064	1,091	1,121
非流动负债合计	621	479	479	479	479
长期借款	40	0	0	0	0
其他非流动负债	581	479	479	479	479
总负债	2,270	2,468	2,764	2,635	2,805
普通股股本	6	6	6	6	6
储备	3,941	4,556	4,873	5,242	5,665
其他	50	15	15	15	15
归母权益总额	3,997	4,577	4,894	5,263	5,685
少数股东权益	-10	-15	-21	-27	-34
股东权益合计	3,988	4,561	4,873	5,236	5,652
负债及股东权益合计	6,258	7,030	7,637	7,871	8,456

利润表

单位:人民币百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	5,663	6,912	7,106	7,944	8,784
营业成本	1,409	1,707	1,682	1,867	2,049
毛利	4,254	5,205	5,424	6,077	6,735
其他收入	22	32	32	32	32
营销费用	3,235	3,778	4,069	4,469	4,854
行政管理费用	601	609	700	704	774
研发费用	169	183	213	219	242
其他营业费用合计	-148	-171	-181	-113	-63
营业利润	418	839	656	831	961
利息收入	23	29	16	25	20
利息支出	56	49	54	58	56
权益性投资损益	-3	0	0	0	0
其他非经营性损益	6	43	6	6	6
除税前利润	464	995	757	881	1,008
所得税	89	162	123	144	164
合并净利润	375	833	634	738	844
少数股东损益	-7	-6	-6	-6	-7
归母净利润	382	838	639	744	850

现金流量表

单位:人民币百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	1,702	1,569	1,508	1,719	1,709
合并净利润	375	833	634	738	844
折旧与摊销	948	978	953	953	953
营运资本变动	211	-301	-126	-23	-136
其他非经营性调整	160	55	47	51	49
投资活动现金流净额	-572	-446	-1,087	-1,327	-1,327
处置固定资产收益	0	0	6	6	6
资本性支出	-179	-116	-1,334	-1,334	-1,334
投资资产支出	-339	-359	240	0	0
其他	-54	29	0	0	0
融资活动现金流净额	-1,270	-1,006	-49	-602	-380
长期债权融资	-848	-743	0	0	0
股权融资	-111	0	0	0	0
支付股利	282	249	320	372	425
其他	-593	-513	-368	-974	-805
现金净增加额	-148	79	369	-213	0
期初现金余额	509	361	441	810	597
期末现金余额	361	441	810	597	597

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
主营收入增长率	-10.9%	22.1%	2.8%	11.8%	10.6%
营业利润增长率	-38.4%	100.7%	-21.8%	26.7%	15.6%
归母净利润增长率	-32.2%	119.2%	-23.7%	16.3%	14.3%
获利能力					
毛利率	75.1%	75.3%	76.3%	76.5%	76.7%
净利率	6.6%	12.0%	8.9%	9.3%	9.6%
ROE	9.4%	18.3%	13.0%	14.1%	14.9%
偿债能力					
资产负债率	36.3%	35.1%	36.2%	33.5%	33.2%
有息负债率	6.9%	7.3%	11.0%	8.5%	9.1%
流动比率	1.6	1.8	1.7	1.7	1.6
利息保障倍数	7.5	18.1	12.3	14.5	17.3
营运能力					
应收账款周转天数	30.0	37.4	37.4	37.4	37.4
存货周转天数	261.6	243.0	263.0	233.0	233.0
应付账款周转天数	118.6	86.8	81.8	76.8	76.8
每股指标					
每股收益	0.54	1.19	0.91	1.06	1.21
每股净资产	5.66	6.48	6.92	7.44	8.03
每股经营现金流	2.42	2.23	2.14	2.44	2.43
估值比率					
PE	19.1	11.0	8.9	7.6	6.7
PB	1.8	2.0	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.4	5.0	3.5	3.2	3.0

广发纺织服装行业研究小组

廖韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

李咏红：资深分析师，上海交通大学会计硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

董建芳：高级研究员，对外经济贸易大学金融硕士，2023年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。