

2025年01月14日

设计师品牌龙头，粉丝经济奠定业绩韧性

江南布衣 (3306.HK)

► 推荐逻辑：强复购粉丝经济下业绩韧性强+高分红

我们预计 FY25-27 公司收入分别为 55.02/60.04/63.96 亿元，同比增长 5.03%/9.12%/6.53%，净利润分别为 8.74/9.09/9.93 亿元，同比增长 2.90%/4.05%/9.24%，对应 FY25-27 年 EPS 为 1.68/1.75/1.91 元，25 年 1 月 14 日公司收盘价 16.84 港元对应 PE 为 9.30/8.94/8.18X (1 港元=0.93 元人民币)，估值较同类中高端女装品牌较低，考虑公司高 ROE、高粉丝粘性打造离店销售及高股息率的优势，且未来品牌开店、店效提升、净利率提升仍有空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

► 公司概况：设计师品牌龙头，高股息彰显吸引力

历史回顾来看，公司在 FY21 年后加大投入、FY24 年在消费低迷环境下凸显业绩韧性，我们分析这主要来自：(1) 主品牌收入占比过半、维持双位数增长，主要来自粉丝经济的离店销售贡献，其中高单价粉丝销售占比达到线下 60% 以上，带动主品牌 10 年店效 CAGR8%。(2) 近 10 年童装品牌复合增速最高（主要来自开店）、近 4 年女装 LESS 品牌增速最高（开店和店效提升双驱动）。

► 同业对比：存货周转领先，加盟店效仍有提升空间

与同行销售+爆款驱动不同，公司优势在于设计驱动+粉丝经济带动离店销售+多品牌孵化能力强。对比中高端女装上市公司，江南布衣收入位于行业第二、且主品牌规模领先 (JNBY FY24 收入接近 30 亿元)；公司店数最多 (超 2000 家)、净利率最高、存货周转天数、直营店效均处于业内领先水平，但加盟店效仍有提升空间。

► 成长驱动：店数、店效、净利率仍有提升空间

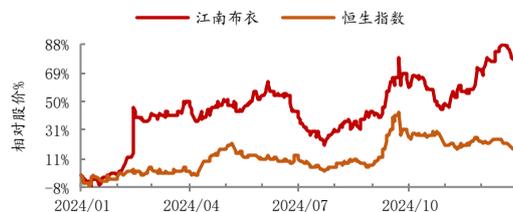
(1) 成长品牌仍有较大开店空间；(2) 公司直营和加盟店效仍有较大增长空间，未来随着大店占比提升、多品牌集合店增加、低效直营店转加盟、粉丝经济带动离店销售等，店效仍有较大提升空间。公司加盟单店出货目前处于行业中位，未来利用其多品牌优势有望增加优质经销商资源。(3) 公司毛利率有望稳中有升、规模效应带动费用下降，有望带动公司净利率进一步增长。

风险提示

产品力不及预期可能会导致终端销售效率、销量、售罄率等不及预期；行业竞争加剧风险；新品牌增长不及预期风险；系统性风险。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	
目标价格(港元)：	
最新收盘价(港元)：	16.84
股票代码：	3306
52 周最高价/最低价(港元)：	18.2/9.61
总市值(亿港元)	87.36
自由流通市值(亿港元)	87.36
自由流通股数(百万)	518.75



分析师：唐爽爽
邮箱：tangss@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519090002
联系电话：

分析师：李佳妮
邮箱：lijn@hx168.com.cn
SAC NO: S1120524120003
联系电话：

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4465.12	5238.15	5501.66	6003.63	6395.73
YoY (%)	9.28%	17.31%	5.03%	9.12%	6.53%
归母净利润(百万元)	621.29	849.09	873.68	909.08	993.07
YoY (%)	11.17%	36.66%	2.90%	4.05%	9.24%
毛利率 (%)	65.33%	66.25%	65.00%	65.10%	65.20%
每股收益 (元)	1.20	1.64	1.68	1.75	1.91
ROE (%)	0.31	0.39	0.33	0.29	0.27
市盈率	6.59	8.65	9.30	8.94	8.18

资料来源：公司公告，华西证券研究所（注：1 港元=0.93 元人民币）

正文目录

1. 公司概况：设计师品牌龙头，高股息彰显吸引力.....	5
1.1. 历史回顾：2021年后加大投入，FY2024体现业绩韧性.....	5
1.2 股权结构：核心管理层经验丰富，家族控股比例超60%，仅增持、未减持.....	10
1.3 资本市场表现：高点估值15-17XPE，股息率达10.75%.....	12
2. 高端女装行业：多品牌运营及粉丝经济打造是关键.....	14
2.1. 中高端女装：预计2033年市场规模有望突破5000亿元.....	14
2.2. 竞争格局：中高端女装市占率相较男装更加分散.....	16
3. 竞争优势：坚持设计驱动，构筑以粉丝为核心的全域零售模式.....	20
3.1. 设计驱动+快反能力，存货周转天数优于同业.....	20
3.2. 品牌孵化能力强，全面覆盖目标消费者.....	22
3.3. 构筑以粉丝为核心的全域零售模式.....	23
4. 成长驱动：店效增长，净利率仍有提升空间.....	25
4.1. 门店扩张：新兴品牌仍有较大开店空间.....	25
4.2. 店效存在提升空间.....	25
4.3. 净利率仍有增长空间.....	26
4.4. 拓品类至儿童运动赛道，多品类共同发展.....	27
5. 盈利预测和投资建议.....	27
5.1. 盈利预测.....	27
5.2. 投资建议.....	28
6. 风险提示.....	29

图表目录

图 1 FY2014-2024 收入及增速.....	8
图 2 FY2014-2024 归母净利润及增速.....	8
图 3 FY2014-2024 毛利率和净利率 (%).....	8
图 4 FY2014-2024 费用率 (%).....	8
图 5 2014-2022 分渠道门店数及增速 (家, %).....	9
图 6 直营店、经销店单店收入及增速 (元, %).....	9
图 7 FY2024 公司线下零售店按地区分布.....	10
图 8 FY 2024 公司零售收入按城市层级分布.....	10
图 9 FY2024 公司股权结构 (截至 2024 年 6 月 30 日).....	11
图 10 上市至今股价走势 (前复权).....	13
图 11 PE BANDS 走势图.....	13
图 12 公司分红率及股息率.....	14
图 13 国内女装市场规模及增速 (亿元).....	14
图 14 国内中高端女装市场规模及增速 (亿元).....	14
图 15 不同性别职场人薪酬水平 (元/月).....	15
图 16 全球发达地区女性人均服装消费支出 (美元).....	15
图 17 中国女装市场 CR5/CR10 市占率.....	17
图 18 中国女装/男装/童装市场 CR5 市占率.....	17
图 19 江南布衣苏绣系列.....	21
图 20 LESS 十大工艺.....	21
图 21 FY2022-2024 研发开支及占比 (亿元, %).....	21
图 22 同行业各公司研发费用率 (%).....	21
图 23 各品牌存货周转天数.....	22
图 24 公司存货共享及分配系统带来的增量零售额.....	22

图 25 JNBY 及同类品牌粉丝数	24
图 26 FY2024 公司各地区零售店数量	25
图 27 FY2024 公司各品牌门店数	25
图 28 2023 年同业公司直营店效比较 (万元)	26
图 29 2023 年同业公司加盟店效比较 (万元)	26
图 30 同业销售费用率及管理费用率对比 (%)	26
图 31 同业净利率对比 (%)	26
表 1 公司各品牌简介	5
表 2 公司历史事件	6
表 3 历年各渠道收入情况	8
表 4 公司管理层介绍	11
表 5 中高端女装市场规模测算	15
表 6 中国服装行业细分市场概览	16
表 7 中国中高端女装品牌市占率	17
表 8 中国中高端女装品牌经营对比 (2023 年) (亿元)	18
表 9 中高端女装上市公司主品牌经营数据对比 (2023 年)	19
表 10 江南布衣、地素时尚、歌力思加盟对比	19
表 11 多品牌运营高端女装集团 2023 年品牌收入对比	22
表 12 中国中高端女装品牌会员情况对比 (2023 年)	24
表 13 收入拆分	27
表 14 可比公司估值	28

1. 公司概况：设计师品牌龙头，高股息彰显吸引力

1.1. 历史回顾：2021年后加大投入，FY2024体现业绩韧性

江南布衣定位设计师品牌时尚集团，涵盖男女童服装、鞋类、配饰及家居类产品，旨在打造“江南布衣粉丝经济”体系，即相较于一般服装来说，设计师品牌消费者忠诚度更高、粉丝复购率更高（JNBY的店效FY2014-2024的10年CAGR为8%、提升至318.6万元，我们分析主要来自公司打造粉丝经济、提升会员复购占比）。FY2024会员所贡献的零售额占零售总额80%，活跃会员账户数为55万，同比增长7.8%。FY2024年度购买总额超过5,000元的会员账户数逾31万个，同比增长19%，其消费零售额达到44.9亿元，同比增长27%，贡献了超六成线下渠道零售总额。

公司创立于1994年，2016年在港交所上市，目前品牌组合包括成熟品牌（JNBY）、三个成长品牌（男装CROQUIS速写、童装jnby by JNBY及女装LESS）、新兴品牌（Z世代品牌POMME DE TERRE（蓬马）、户外童装品牌onmygame、家居品牌JNBYHOME等）。截至FY2024，公司店数为2024家，其中成熟品牌/成长品牌/新兴品牌/江南布衣多品牌集合店门店数为924/1043（速写/jnby by JNBY/LESS分别为310/493/240家）/37/20家；直营/加盟门店数为515/1509家，同比-9%/6%，直营店效/加盟单店出货分别为419/137万元；JNBY/速写/jnby by JNBY/LESS/新兴品牌综合店效分别为319/244/164/259/297万元/年。

主品牌收入占比过半，近10年童装品牌复合增速最高。 FY2024（2023.7.1-2024.6.30）公司收入/净利润为52.38/8.48亿元，同比增长17.3%/36.5%，其中主品牌JNBY收入为29.44亿元，占比56%、同比增长17%；成长品牌速写/jnby by JNBY/LESS收入占比分别为14%/15%/12%，收入同比增长12%/22%/18%；新兴品牌收入占比为2%，收入同比增长29.4%。历史回顾来看，FY14-24成熟品牌JNBY/速写/jnby by JNBY/LESS/新兴品牌收入CAGR分别为11%/12%/35%/24%/33%，店数CAGR分别为3%/8%/20%/15%/ -5.7%。

直营历史增长主要来自店效提升，经销增长主要来自店数增长。 分渠道来看，FY2024公司直营/经销/线上收入分别为21.59/20.71/10.08亿元，同比增长16.5%/17.7%/18.3%，占比分别为41%/40%/19%。历史回顾来看，FY14-24直营/经销/线上渠道收入CAGR分别为13%/12%/24%，其中直营/经销店数CAGR分别为6%/8%，店效CAGR分别为7%/4%。FY2024，直营店效/经销单店出货分别为419/137万元。

华东收入占比39%。 分地区来看，截至FY2024华东地区店数为786家，店数/收入占比均为39%。从门店分布来看，截至FY2024，华东/华北/华中/西南/东北/西北/华南店数分别为786/300/275/221/215/113/96家，公司零售收入按城市层级看，一二线城市占比过半，一线/二线/三线/四线及其他城市占比分别为14%/38%/30%/18%。

表1 公司各品牌简介

品牌名称	创立时间	品牌风格	FY24收入（亿元）/14-24CAGR	门店数量	价格带（元）
------	------	------	----------------------	------	--------

成熟品牌	JNBY	1999	女装, 现代、活力、意趣	29.44/11%	924	188 - 9043
	速写	2005	男装, 当代、质感、优雅	7.55/12%	310	209 - 6595
成长品牌	jnby by JNBY	2011	童装, 3-10岁	8.07/35%	493	119 - 1675
	LESS	2011	女装, 偏职业	6.21/24%	240	237 - 12711
其他品牌	POMME DETERRE (蓬马)	2016	童装, 8-14岁, 面向 Z 世代			122 - 1785
	JNBYHOME	2016	家居	1.10/33%	37	30 - 3568
	onmygame	2022	儿童, 运动休闲			99-1179
	RE;RE;RE;LAB	2024	女装, 长期主义			-

资料来源: 公司公告, 天猫旗舰店, 华西证券研究所

表 2 公司历史事件

时间	重要事件
1994	在杭州开始服装业务
1999	正式注册“JNBY”品牌
2003	LESS 品牌诞生(独立于江南布衣之外)
2005	发布速写品牌, 同年第一家海外店铺在俄罗斯莫斯科开业
2011	发布童装品牌 jnby BY JNBY
2013	LESS 品牌并入江南布衣公司
2015	第一家江南布衣+概念店-官舍开业
2016	公司成功在港交所主板上市, 公司旗下品牌总会员数量突破 100 万; 发布家居品牌 JNBYHOME、童装品牌 Pomme de terre(蓬马); 首家江南布衣+集合店开业
2018	公司购买 1500 万股股份以向参与者授予奖励股份, 2017 年参与者于符合有关授予函内列明的条款及条件时, 须就受限制股份的行使支付每股奖励股份 8.70 港元。LESS 品牌首次对外独立大秀; JNBY 纽约大秀
2019	公司旗下品牌门店覆盖全球 14 个国家/地区; 零售数智化-不止盒子上线
2020	公司总部进驻杭州天目里
2021	JNBY 21 春夏系列“共生温室”主题艺术展览亮相上海; 2021 年 9 月, 因不恰当童装设计图案引发舆情
2024	发布可持续生活品牌 RE;RE;RE;LAB; 江南布衣 30 周年; 收购英国品牌 E&S; 收购童装品牌 onmygame, 拟收购融合当代艺术与生活美学的买手制百货品牌 B1ock

资料来源：公司官网，公司公告，华西证券研究所

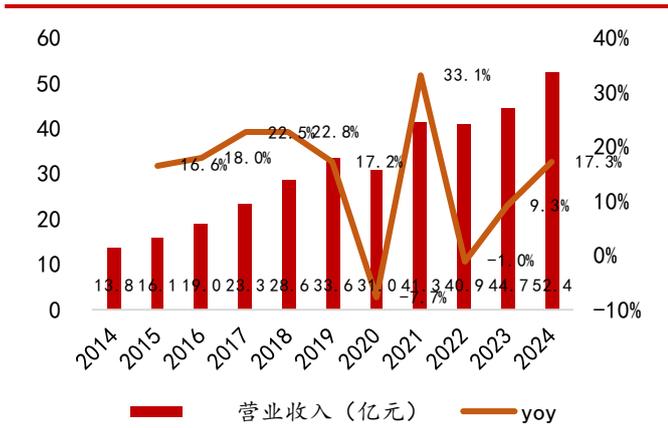
主品牌 10 年店效 CAGR8%。历史来看，FY2014-2024 年公司收入/归母净利复合增速分别为 14%/19%。公司收入增速较快年份为 FY17、18、21、24，我们分析，这固然和几轮消费周期的外部环境相关，但也和公司加大投入、打造粉丝经济带来店效提升有关。我们将公司的发展分为两个阶段：

(1) FY2014-2019 快速开店阶段：收入增速/归母净利/门店数 CAGR 为 19%/27%/16%，该阶段成熟品牌 JNBY 门店增长较平稳，成长品牌快速开店：1) 成熟品牌 JNBY 的收入/店数 CAGR 为 13%/6%，15-16 年 JNBY 的收入增速已放缓至个位数、主要由于开店放缓至低单位数 (2-3%)；但 17-19 年重新提升至双位数增长主要由于 17、18 年加速开店至高单位数增速 (7-9%)，且 18、19 年在棚改货币化的财富效应下消费恢复、同店增长至高单位数 (9%)。2) 成长品牌 (速写、jnby by JNBY、LESS) 的收入 CAGR 为 32% (22%/63%/31%)，速写/jnby by JNBY/LESS 门店数 CAGR 分别为 19%/46%/25%。

(2) FY2020-至今开店速度放缓，但店效仍在快速提升，LESS 品牌在成长品牌中增速最快：收入增速/归母净利/门店数 CAGR 为 14%/24%/2%。1) 这一阶段成熟品牌 JNBY 的收入/店数/店效 CAGR 为 14%/1%/12%，在疫后复苏保持了较快增长，我们分析主要来自公司发展线上渠道、21 年开始加大品牌建设投入、打造粉丝经济带来店效提升，JNBY 的店效 FY2014-2024 的 10 年 CAGR 为 8%、提升至 318.6 万元，我们分析主要来自公司打造粉丝经济、提升会员复购占比。2) 成长品牌速写/jnby by JNBY/LESS 收入 CAGR 为 8%/16%/24%，店数 CAGR 分别 0.4%/3.1%/6.6%至 310/493/240 家，店效分别 CAGR 8%/13%/17%至 244/164/259 万元，速写自 19 年后进入瓶颈期、我们分析和男装行业受运动和户外分流有关；LESS 品牌增速加快，我们分析和公司聘请代言人周迅、加大投入有关，同时品牌开店、店效提升均快于另外两个品牌，店效提升和开大店即粉丝经济策略有关。

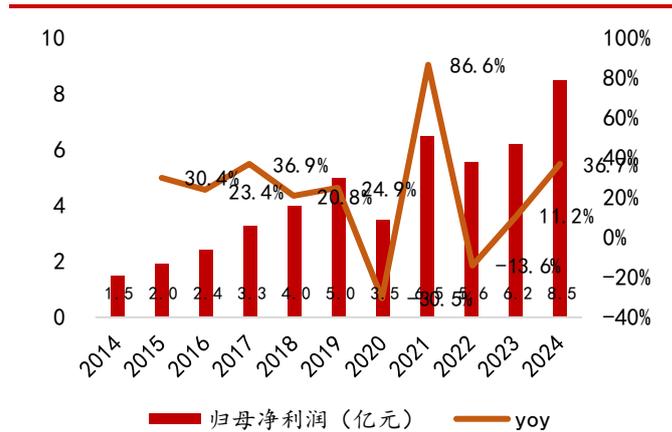
FY22 后加大投入导致净利率下降，FY24 净利率历史新高。公司历史毛利率在 58%-67%、净利率在 10%-17%间波动。(1) 毛利率主要受提价和终端折扣影响，FY21 开始毛利率逐年提升。分品牌看，FY2014-2024 JNBY、速写、LESS 毛利率提升较大，毛利率分别由 56.3%/65.9%/59.4%提升至 68.2%/66.3%/69.9%，但童装则毛利率有所波动 (受到不恰当童装图案影响，FY22 开始毛利率有所下降)。分渠道看，FY2014-2024 直营/加盟/线上毛利率分别由 69.2%/51.2%/36.0%提升至 74.1%/59.3%/63.8%，直营和加盟渠道毛利率均有所提升，线上渠道毛利率提升幅度最大。(2) 净利率在 FY20、22、23 年承压主要由于加大投入后销售费用率提升，FY24 为历史最高 (16.2%)，即尽管所得税率提升、销售费用持续加大、但规模效应显现导致销售费用率下降以及毛利率提升。

图 1 FY2014-2024 收入及增速



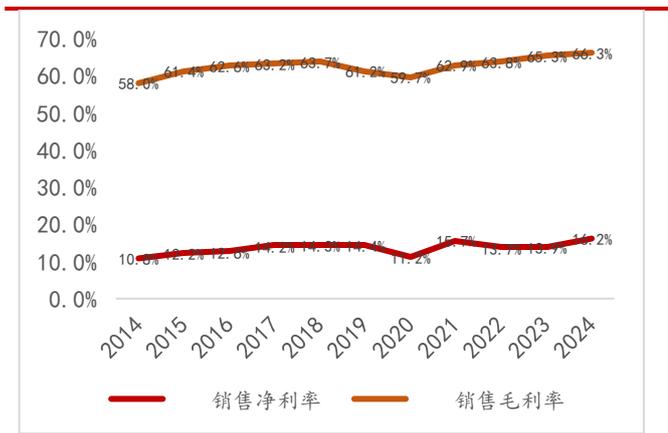
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 FY2014-2024 归母净利润及增速



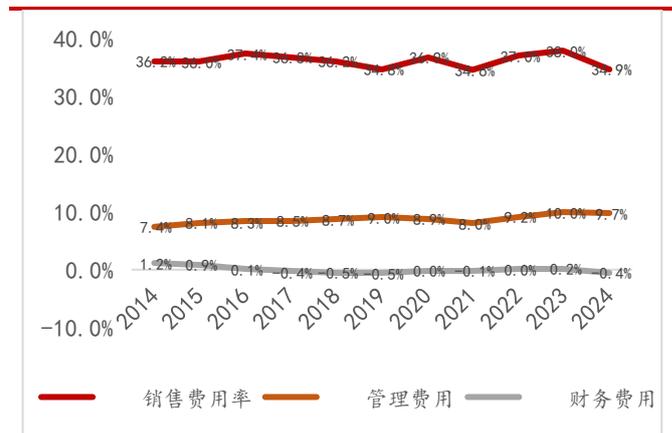
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 FY2014-2024 毛利率和净利率 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 FY2014-2024 费用率 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

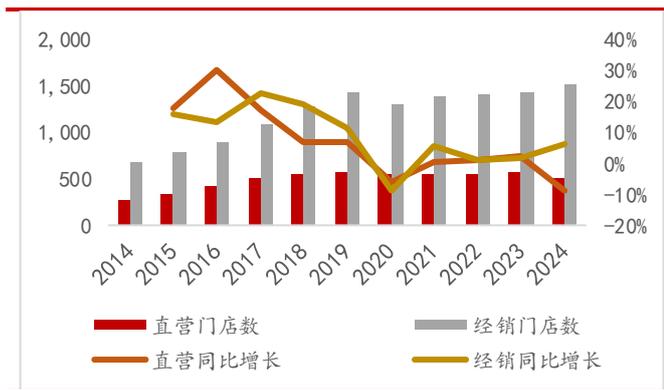
表 3 历年各渠道收入情况

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1. 直营收入 (亿元)	9.41	11.44	14.01	14.89	13.54	17.56	16.71	18.54	21.59
yoy	28.4%	21.6%	22.5%	6.3%	-9.1%	29.7%	-4.8%	10.9%	16.5%
占比	49.4%	49.0%	48.9%	44.4%	43.7%	42.6%	40.9%	41.5%	41.2%
门店数	432	507	541	578	542	545	552	565	515
yoy	30.1%	17.4%	6.7%	6.8%	-6.2%	0.6%	1.3%	2.4%	-8.8%
店效 (万元)	217	226	259	258	250	322	303	328	419
yoy	-1.3%	3.6%	14.8%	-0.5%	-3.1%	29.0%	-6.0%	8.4%	27.8%

2. 经销收入									
(亿元)	8.19	10.02	11.97	14.70	12.76	17.10	17.30	17.59	20.71
yoy	8.8%	22.3%	19.5%	22.8%	-13.2%	33.9%	1.2%	1.7%	17.7%
占比	43.0%	42.9%	41.8%	43.8%	41.2%	41.4%	42.3%	39.4%	39.5%
门店数	884	1,084	1,290	1,440	1,313	1,386	1,404	1,425	1,509
yoy	13.3%	22.6%	19.0%	11.6%	-8.8%	5.6%	1.3%	1.5%	5.9%
店效 (万元)	92.6	92.4	92.8	102	97.2	123	123	123	137
yoy	-4.0%	-0.3%	0.4%	10.0%	-4.8%	26.9%	-0.1%	0.2%	11.2%
3. 线上收入									
(亿元)	1.43	1.87	2.66	3.98	4.69	6.61	6.84	8.52	10.08
yoy	12.3%	30.9%	42.2%	49.6%	17.8%	40.9%	3.6%	24.5%	18.3%
占比	7.5%	8.0%	9.3%	11.9%	15.1%	16.0%	16.7%	19.1%	19.2%

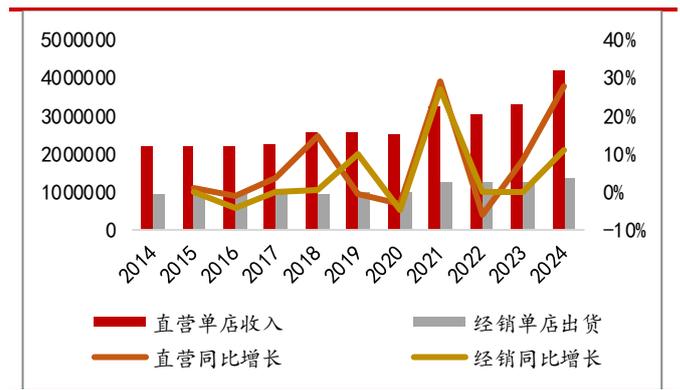
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 2014-2022 分渠道门店数及增速 (家, %)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 直营店、经销店单店收入及增速 (元, %)



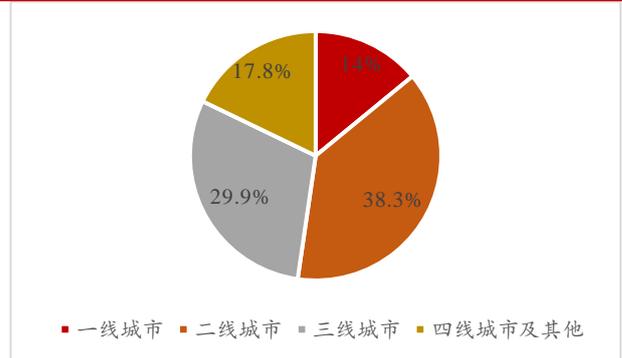
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 7 FY2024 公司线下零售店按地区分布



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 8 FY2024 公司零售收入按城市层级分布



资料来源：公司公告，华西证券研究所

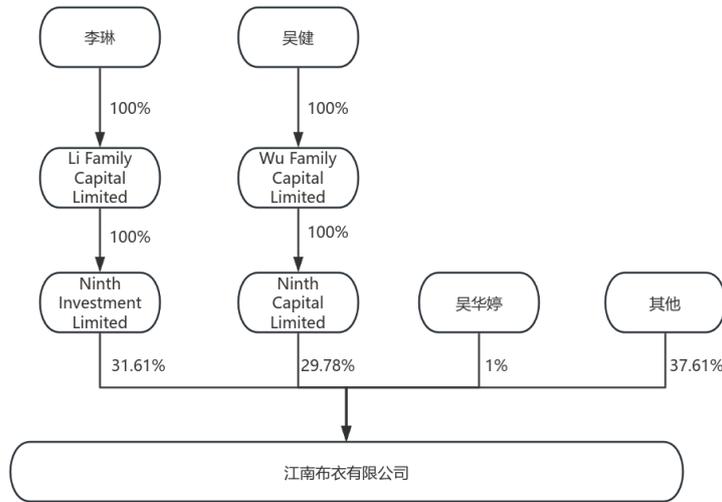
1.2 股权结构：核心管理层经验丰富，家族控股比例超 60%，仅增持、未减持

截至 2024 年 6 月 30 日，公司主要股东为 Ninth Capital Limited 和 Ninth Investment Limited，由实控人李琳、吴健夫妇通过家族信托公司持有，最终受益股占比约为 61.39%，共计 3.18 亿股，行政总裁吴华婷持股 1%。公司股权结构相对集中，大股东上市后未进行过减持、有进行过增持，2017 年 Ninth Capital Limited 和 Ninth Investment Limited 股份数由 1.51 亿股及 1.53 亿股增持至 1.52 亿股及 1.55 亿股，增持均价为 16.39 元/股区间，2022 年 Ninth Capital Limited 增持至 1.54 亿股，增持均价为 12.28 元/股，2023 年-2024 年，Ninth Capital Limited 和 Ninth Investment Limited 股份数增持至 1.545 亿股及 1.64 亿股，增持均价为 14.15 元/股。

2018 年公司发布受限制股权授出计划，并购买 378 万股份，约占总股份 0.73%，平均每股价格 13.34 港元，2022 年公司修订受限制股份授出计划的合共最高数目由 4000 万股本公司每股面值 0.01 港元的股份增至 7000 万股。

公司管理团队分工明确，拥有丰富的行业经验。公司创始人吴健与李琳夫妻及核心高管为浙江大学校友，经验丰富且分工明确。其中吴健担任公司董事会主席，负责公司制定整体发展策略及监督公司运营；李琳担任公司首席创意官，主要负责公司服装业务的设计与创新；2019 年吴健先生辞任行政总裁并继续担任董事会主席及执行董事，此后由吴华婷担任行政总裁，吴女士拥有丰富互联网运营和投资经验，主要负责集团整体战略制定、业务规划及发展。

图 9 FY2024 公司股权结构（截至 2024 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 4 公司管理层介绍

姓名	职位	工作经历
李琳	共同创始人、执行董事、首席创意官	李女士于服装设计与零售业务有 30 年的经验，主要负责公司服装业务的设计与创新。1994 年李女士在杭州销售女装，李女士与吴先生于 1996 年开设售卖李女士设计服饰的首间零售店，并于 1997 年成立杭州江南布衣服饰有限公司。李女士自 2024 年起担任英国泰特美术馆国际理事；于 2020 年及 2021 年连续两年上榜 Artnews Top Collector 200。李女士于 1992 年毕业于浙江大学，持有化学学士学位，是集团主席兼执行董事吴健先生的妻子。
吴健	共同创始人、执行董事、董事会主席	主要负责为集团制定整体发展策略及监督其营运。吴先生于时装行业拥有 30 年业务营运经验，一直是业务策略及成就的主要推动者。吴先生 1990 年毕业于浙江大学，持有学士学位，主修制冷设备与低温技术。2017 年取得香港城市大学商学院高级工商管理硕士学位。是执行董事兼首席创意官李琳女士的丈夫，及生产及采购中心总经理吴立文女士的弟弟。
吴华婷	行政总裁、执行董事	主要负责集团整体战略制定、业务规划及发展，有逾 20 年的零售、互联网行业的运营、管理及投资经验。于 2011-2018 年为私募股本投资基金 Vision Knight Capital General Partners Ltd. 的合伙人。2006 年受雇于阿里巴巴，担任资深总监，主要负责公司品牌、业务营销运营及互联网在线营销的营销渠道管理和运营优化。吴女士于 1997 年毕业于浙江大学，持有机械工程学士学位。
范永奎	首席财务官	2015 年加入集团担任财务总监，并于 2021 年 8 月担任副总裁，于 2022 年起担任首席财务官。主要负责会计财务、投资并购、融资、投资者关系、物流、法务、内部审计、风险管理及电子商务业务管理。加入本集团之前，

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2010-2015 年担任浙江大华公司的财务分析经理。范先生于 2006 年毕业于浙江大学并获得园林专业学士学位。

管宏春 首席运营官

于 2021 年加入公司担任首席运营官，主要负责集团的数据中心、研发中心、onmygame 品牌的运营管理、jnby by JNBY 品牌和 POMME DE TERRE (蓬马) 品牌的线下自营和经销业务管理，并负责 JNBY 品牌、速写品牌及 LESS 品牌的经销业务管理。管先生于服装行业运营管理具有近 20 年的经验。在加盟集团前，2015 年-2021 年在 EPO Fashion Group 先后出任 edition 总经理和集团副总裁，主要负责 EPO 集团 3 个品牌 (MO&Co./edition/little MO&Co.) 线下自营零售及全国特许加盟业务，集团全品牌商品管理及 BI 分析管理。管先生于 2002 年 3 月毕业于上海工程技术大学，主修服装设计。

黄盛 首席营销官

自 2019 年加入集团担任首席营销官，主要负责集团品牌营销策略、会员营运、店铺形象设计、公共关系维护、数智零售、渠道拓展以及 JNBY 品牌、速写品牌、LESS 品牌自营业务管理、海外事业部的业务及运营管理。黄女士于零售业务及营运积逾 20 年工作经验。在加盟集团前，2018-2019 年在拉夏贝尔服饰股份有限公司出任营销副总裁兼 NAFNAF 品牌中国区首席执行官，2017-2018 年在盖璞(上海)商业有限公司 (GAP) 出任市场总监。黄女士于 1997 年毕业于沈阳市广播电视大学，主修计算机及应用。2003 年取得美国纽博大学工商管理硕士学位。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3 资本市场表现：高点估值 15-17XPE，股息率达 10.75%

2016 年上市至今（截至 2024 年 12 月 11 日），公司股价上涨 148%，2024 年 12 月 11 日公司市值为 82 亿港元。公司上市以来累计融资金额为 9.2 亿元，累计现金分红金额为 35.19 亿元。

公司上市一直坚持高分红率，分红率在 69%-100%，FY2024 公司分红率最高达 95.25%（主要由于公司 30 成立年派发特别股息），全年派发股息 1.71 港元/股，股息率高达 10.75%。

回顾公司历史股价表现：

2017 年 8 月公司发布 FY2017 财年业绩，收入及利润均大幅提升，股价持续上涨，最高涨至 11.25 港元 (2018/5/23)，对应市值 58.4 亿港元，对应 PE16.5X (港币：人民币汇率为 0.93:1)；2018 年 8 月公司发布 FY2018 财年业绩，虽收入利润均有所上涨，但净利润增速放缓，引发股价下跌，公司股价最低跌至 5.51 港元 (2019/1/3)，对应市值 28.6 亿港元，对应 PE6.7X；2019 年 2 月公司发布 FY2019H1 业绩，线上渠道增速亮眼，带动股价上涨，公司股价最高涨至 9.66 港元 (2019/4/11)，对应市值 50 亿港元，对应 PE9.3X；2020 年疫情影响线下消费，公司股价持续下跌，股价最低跌至 3.56 港元，对应市值 18.5 亿港元，对应 PE4.8X；随着疫情有所控制，线下消费逐步恢复，公司股价涨至 14.0 港元 (2021/8/27)，对应市值 72.7 亿港元，对应 PE15.6X；2021 年 9 月，公司因不当童装图案被约谈，叠加 2022 年疫情反复，股价最低跌至 4.5 港元，对应

市值 23.5 亿港元，对应 PE3.5X；2023 年随着疫情放开线下消费迎来修复，公司 FY2024 业绩亮眼，带动股价上涨，公司股价最高涨至 17.25 港元（2024/10/8），对应市值 89.5 亿港元，对应 PE10.5X。

图 10 上市至今股价走势（前复权）



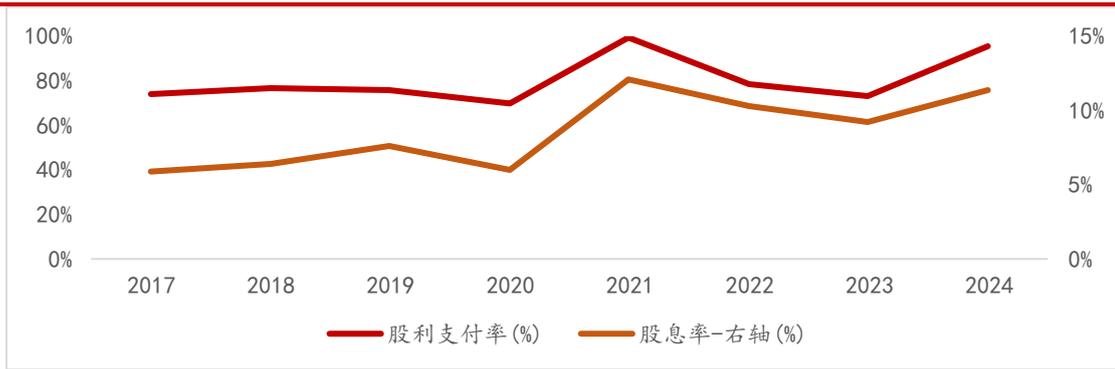
资料来源：wind，公司公告，华西证券研究所

图 11 PE BANDS 走势图



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 12 公司分红率及股息率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

2. 高端女装行业：多品牌运营及粉丝经济打造是关键

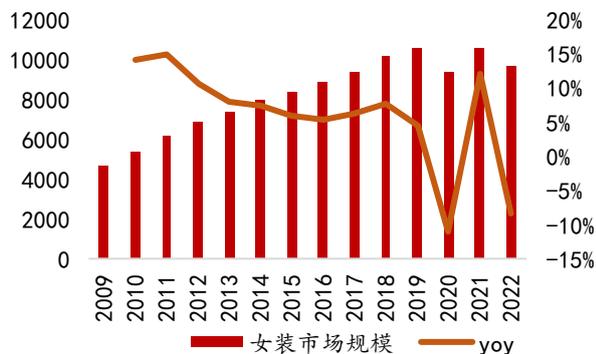
2.1. 中高端女装：预计 2033 年市场规模有望突破 5000 亿元

我们分析，高端女装享受过两轮红利：商场购物卡红利和购物中心扩张红利，但购物中心本身固定租金占比高、养店周期较长，因此受高端渠道规模所限，单品牌天花板较低，而多品牌运营能力则对管理能力、供应链能力均提出较高要求。

根据欧睿数据，女装市场在万亿规模左右，其中中高端女装则在 2000 亿左右。根据 Euromonitor 统计，2022 年中国女装市场规模为 9842 亿元，疫情前 2014-2019 年 CAGR 为 5.9%，2020 年及 2022 年受疫情影响下降 11%/9%，预计 2022-2027 年中国女装市场规模 CAGR 为 4.7%，2027 年女装市场规模预计超 1.2 万亿元。

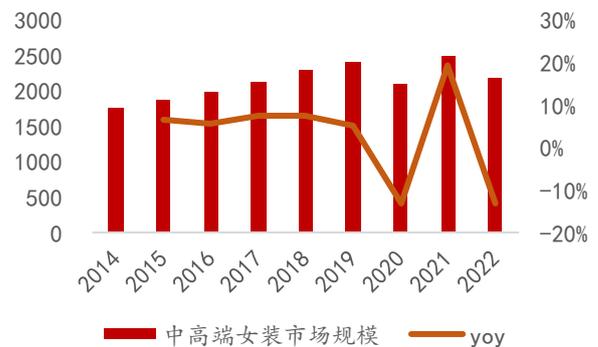
根据 Mob 研究院数据，中高端女装市场占比从 2014 年的 22.2% 持续提升至 2021 年的 23.7%，2022 年占比降至 22.3%，2014-2019 年中高端女装市场增速 CAGR 为 6.5%，高于女装市场。

图 13 国内女装市场规模及增速（亿元）



资料来源: Euromonitor, 华西证券研究所

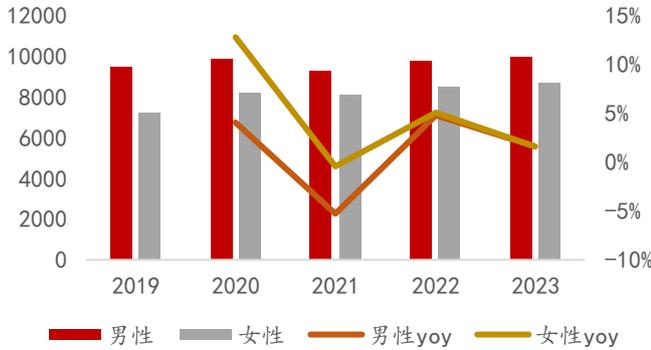
图 14 国内中高端女装市场规模及增速（亿元）



资料来源: Euromonitor, Mob 研究院, 华西证券研究所

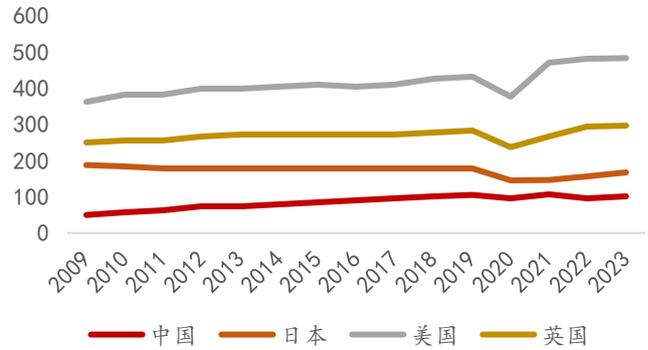
根据智联数据，2019-2023 年男性/女性人均薪资 CAGR 分别为 1.2%/4.6%，女性薪资涨幅更加明显。2023 年，我国女性人均女装消费支出仅为 103 美元，但增速高于其他国家，2013-2023 年中国/美国/日本/英国女装人均支出 CAGR 分别为 3.1%/1.9%/-0.7%/0.9%。

图 15 不同性别职场人薪酬水平（元/月）



资料来源：智联招聘，华西证券研究所

图 16 全球发达地区女性人均服装消费支出（美元）



资料来源：Euromonitor, 华西证券研究所

根据 Euromonitor 测算，2022 年中高端女装市场规模为 2173 亿元，主要针对年龄在 18-45 岁之间的消费群体。根据国家统计局数据测算，2022 年中国 18-45 岁年龄段女性人群约为 2.33 亿人，我们假设：1) 根据国内中高端女装各品牌销售均价，假设中高端女装单价 3000 元，2023-26 年每年增长 5%，2027-33 年悲观/中性/乐观假设增速分别为 2%/3%/5%；2) 假设中高端女性人均单季购买一件，年均购买次数为 4 次，2023-26 每年增加 0.2 次，2027-2033 年悲观/中性/乐观假设每年购买次数分别增加 0.1/0.15/0.2 次；3) 根据 22 年数据测算 2022 年中高端女性服装购买人数渗透率为 7.8%，假设 2023-26 每年渗透率增加 0.15PCT，2033 年悲观/中性/乐观情况下渗透率分别达 9.0%/9.5%/10.0%。根据以上测算 2033 年中高端女装市场规模有望突破 5800 亿元，对应 2023-2033CAGR 达 9%，中高端女装市场规模存在较大增长空间。

表 5 中高端女装市场规模测算

年份	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2033E		
						悲观	中性	乐观
购买人群基数 (万人) —— 18-45 岁女性 (万人)	23277	23277	23277	23277	23277	23277	23277	23277
中高端女装渗透率	7.8%	7.9%	8.1%	8.2%	8.4%	9.00%	9.50%	10.0%
中高端服装购买人数 (万人)	1811	1845	1880	1915	1950	2095	2211	2328
人均支出 (元)	12000	13230	14553	15975	17503	24426	26236	28345
中高端女装市场规模 (亿元)	2172.6	2441.5	2736.5	3059.7	3413.5	5117.1	5801.5	6597.9

资料来源：国家统计局，华西证券研究所

设计师品牌独具风格，设计能力为核心竞争力。设计师品牌的核心竞争为公司的强大设计能力，独特的设计感使得核心消费者对品牌的粘性强，因此不同于大众品牌及快时尚品牌，设计师品牌兼具较高时尚性、独特性且较奢侈品牌的价格带略低，能够充分吸引对产品品质有较高追求的中高端收入客群，且设计团队需要长期培养，行业壁垒较强。

设计师品牌行业增速较快。根据市场调研在线网数据，2020 年中国品牌设计行业市场规模约为 1500 亿元，同比增长 8.7%。2021 年，受新冠疫情的影响，品牌设计行业面临了一定的挑战，但也催生了新的机遇和需求，预计全年市场规模将达到 1650 亿元，同比增长 10%。2022 年至 2028 年，随着中国品牌建设的深入推进，品牌设计行业将保持稳定的增长态势，预计年均复合增长率为 12%，到 2028 年市场规模将超过 3500 亿元。

表 6 中国服装行业细分市场概览

	设计师品牌	奢侈品牌	快时尚品牌	商业化品牌
定义	服装通常具有较强的设计感和特色，及标志性的品牌个性，容易辨识	被消费者附有昂贵、高品质、美观、稀缺、超凡的形象、不特别具有功能性	对服装秀设计的快速模仿，以捕捉最新流行趋势	大批量生产以销售为主导的服装产品，涵盖了高端和低端全方位的产品，侧重于较流行和常见的款式和畅销服装
设计风格	强大的设计感和品牌个性专注于一致的设计风格设计师对终端产品的影响力最强	设计符合上流社会的品味专注于品牌文化和产品的稀缺性设计师对终端产品的影响力最强	对流行设计的快速模仿专注于品种多样化设计师遵循市场潮流	设计跟随大众化潮流专注于流行常见款式，务求为大众市场广泛接受设计师遵循大众市场的潮流
目标客户	中高收入消费群体，追求高品质的服装产品以表现其个人感受	高收入消费群体，对社会地位和产品品牌拥有较高的意识	中等收入消费群体，寻求多元化的着装体验	对服装产品拥有多元化需求的不同收入水平消费群体
典型品牌	JNBY、例外、素然、ICICLE	Louis Vuitton、Chanel、Armani	H&M、Zara、UNIQLO	La chapelle、E-land、Vero Moda

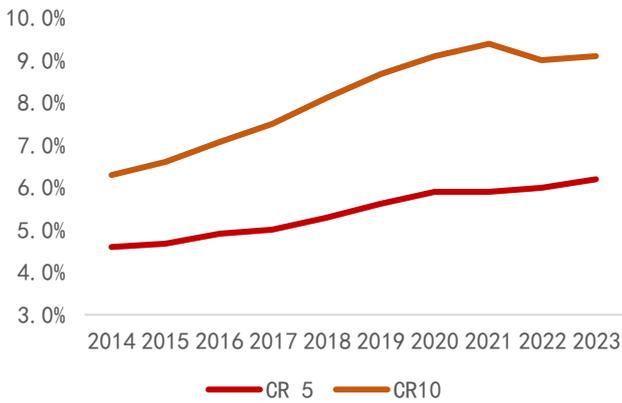
资料来源：公司招股书，华西证券研究所

2.2.竞争格局：中高端女装市占率相较男装更加分散

我们分析，国内品牌在高端女装领域比男装领域更具优势，国际知名女装品牌多集中在 10000 元以上，为国内品牌留出了中高档这一空白价格带。

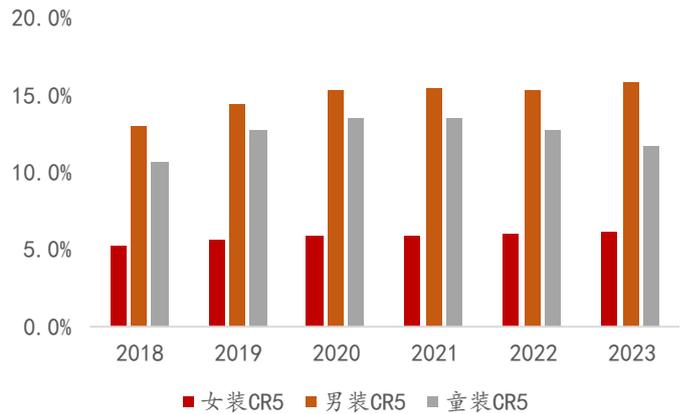
从竞争格局上来看，女装由于风格更加细分、且变化更快，因此集中度较男装天然偏低。根据欧睿数据显示，2022 年中国女装市场 CR5 的占比 6.0%，显著低于男装和童装市场集中度。

图 17 中国女装市场 CR5/CR10 市占率



资料来源: Euromonitor, 华西证券研究所

图 18 中国女装/男装/童装市场 CR5 市占率



资料来源: Euromonitor, 华西证券研究所

从中高端女装的竞争格局来看,不同于奢侈品、快时尚主要由国际品牌占据,中高端女装主要以本土品牌为主,竞争格局相对较优。

我们分析,品牌竞争格局中值得关注的变化在于:(1)近几年龙头品牌之禾自 2016 年崛起,份额从 0.4%提升到 0.9%并持续稳定,22 年为 0.9%,得益于其极简设计、开设大店和加强品牌投入的战略决策,被誉为高奢中的国货之光,21 年零售规模为 21 亿元,22 年受疫情影响下降至 19.3 亿元;(2)早期龙头宝姿、雅莹、玛丝菲尔近年增速放缓。玛丝菲尔市占率从 2014 年 1.4%降至 22 年 0.9%,根据品牌洞察,主要由于玛丝菲尔 16 年公司暂停了发展新加盟商业务、市场定位较为单一,22 年零售规模降至 19 亿元;雅莹的份额从 2014 年 1.4%下降至 22 年的 0.9%,22 年销售额为 19 亿元。(3)伊芙丽、地素、珂莱蒂尔份额快速提升主要由于:1)伊芙丽在线上营销推广效果显现,较早开始投放抖音、小红书等新兴平台;2)地素时尚卡位中淑装,凭借加盟渠道快速扩张;3)JNBY 凭借独特的设计师品牌定位,快速开店抢占份额。

表 7 中国中高端女装品牌市占率

品牌名称	公司	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
伊芙丽	杭州意丰歌服饰	0.5%	0.4%	0.4%	0.9%	0.9%	1.3%	1.8%	2.1%	2.7%
Lily	上海丝绸集团	0.9%	0.9%	1.3%	1.3%	1.3%	1.8%	1.8%	1.7%	1.8%
JNBY	江南布衣	0.5%	0.9%	0.9%	1.3%	1.3%	1.3%	0.9%	1.3%	1.3%
Dazzle	地素时尚	1.4%	1.3%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	1.3%	1.3%	1.3%
Koradior	赢家时尚	-	-	-	-	-	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
AMASS 阿玛施	哥弟时尚	2.7%	2.7%	2.7%	2.2%	1.8%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
之禾	上海之禾时尚	0.5%	0.4%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%
玖姿	安正时尚	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	1.3%	1.3%	1.3%	0.9%
哥弟	哥弟时尚	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%
EP 雅莹	雅莹集团	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%
Teenie Weenie	锦泓集团	-	-	-	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%
MO&Co	爱帛服饰	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

玛丝菲尔	玛丝菲尔	1.4%	1.3%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%
d'zzit	地素时尚	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.9%	0.8%	0.9%
朗姿	朗姿股份	0.9%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.9%	0.8%	0.9%
Naersi	赢家时尚	-	-	-	-	-	-	0.4%	0.9%	0.8%
音儿	影儿时尚集团	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%
Jorya 卓雅	欣贺股份	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
VGRASS	锦泓集团	0.9%	0.9%	0.4%	0.4%	0.9%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
CR5		3.2%	3.6%	3.6%	4.4%	4.4%	6.6%	7.2%	7.6%	8.4%

资料来源：Euromonitor，华西证券研究所

对比中高端女装上市公司，江南布衣主品牌销售第一。1) 从收入和净利润规模来看，江南布衣位于行业第二，不仅由于公司主品牌规模大且多品牌运营能力强：其中第一大品牌 JNBY FY2024 收入接近 30 亿元，前四大品牌收入超过 50 亿元；2) 从店数、店效来看，江南布衣店数最多，是唯一一家总店数超 2000 家公司；从主品牌来看，JNBY 总店数最多。从店效来看，歌力思整体店效最高，我们分析主要由于孵化自有品牌存在店效爬坡阶段，歌力思其他品牌均为收购品牌。从主品牌来看，LANCY 和 VGRASS 店效相对较高。3) 从成长性来看，19-23 年朗姿股份、赢家时尚收入 CAGR 最高，赢家时尚主要由于公司多品牌运营能力较强，收购后的品牌实现快速增长，朗姿股份得益于医美业务的发展；从净利增速来看，朗姿股份、锦泓集团、赢家时尚增速最高。4) 从毛利率来看，赢家时尚和地素时尚最高，在 75%左右，处于行业较高水平，赢家时尚主要由于产品价格较高，地素时尚主要由于加盟毛利率较高；从净利率来看，地素时尚、江南布衣净利率最高，地素时尚主要由于其加盟占比最大，江南布衣主要由于品牌力提升，营销费用率下降。

表 8 中国中高端女装品牌经营对比 (2023 年) (亿元)

品牌名称	收入/净利	收入增速/(19-23CAGR)	净利增速/(19-23CAGR)	总店数	直营店效(万元)	加盟单店收入(万元)	毛利率	净利率	存货周转天数	ROE	收入分渠道结构
江南布衣	52.38/8.49 (FY2024)	17.3%/9.3%	36.7%/11.2%	2024	419	137	66.3%	16.2%	153	40.9%	线上销售 19.2% 直营 41.2% 经销 39.5%
赢家时尚	69.12/8.11	22.05%/13.6%	119.17%/19.9%	1964	365	87	75.3%	11.99%	229	19.6%	线上销售 14% 直营 80% 经销 6%
地素时尚	26.23/3.94	10.35%/2.8%	28.84%/5.7%	1037	417	144	74.2%	18.8%	204	13.4%	线上销售 15% 直营 44% 经销 42%
朗姿股份	51.18/2.25	24.4%/14.4%	574.2%/39.9%	545	260	98	57.2%	4.93%	189	7.65%	线上销售 37% 直营 58% 经销 5%
欣贺股份	17.34/1.0	0.93%/2.9%	-24.0%/19.8%	484	295	121	69.0%	5.77%	519	3.53%	线上销售 26% 直营 68% 经销 6%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

锦泓集团	45.17/ 2.98	16.55%/1 1.8%	312.4%/28. 6%	1296	247	106	69.0%	6.59%	266	9.18	线上销售 直营 经销	38% 55% 7%
歌力思	28.97/ 1.06	21.7%/2. 8%	184.5%/- 26.2%	654	476	325	67.6%	5.59%	330	3.74%	线上销售 直营 经销	14% 83% 17%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 9 中高端女装上市公司主品牌经营数据对比 (2023 年)

公司	主品牌	主品牌收入 (亿元)	占比	主品牌店数 (家)		单店面积	价格带
江南布衣	JNBY	29.44 (FY2024)	56.2%		924	-	199-9243
赢家时尚	Koradior	18.34	26.5%	直营 484, 加盟 230	714	-	555-82270
地素时尚	DA	14.26	54.4%	直营 115, 加盟 426	541	-	419-4499
朗姿股份	LANCY	14.20	71.6%	直营 212, 加盟 80	292	直营单店面积 110 平米	864-53820
欣贺股份	JORYA	-	-	-	-	直营: 176 平米 (JNRYA、 AIVEI、恩曼琳) 加盟: 125 平米 (AIVEI)	612-14292
锦泓集团	VGRASS	9.63	21.3%	直营 134, 加盟 63	197	-	405-34240
歌力思	Ellassay	10.72	37.0%	直营 198, 加盟 103	301	-	225-13958

资料来源：公司公告，天猫旗舰店，华西证券研究所

对比地素时尚与歌力思加盟业务，江南布衣门店数最多。1) 从加盟门店数来看，江南布衣门店数最多；2) 从加盟店效来看，江南布衣加盟店效低于地素时尚及歌力思，店效尚有提升空间；3) 从加盟收入占比来看，江南布衣加盟收入为 39.5%，略低于地素时尚但高于歌力思；4) 从加盟毛利率来看，地素时尚加盟毛利率处于中游水平，低于地素时尚。

表 10 江南布衣、地素时尚、歌力思加盟对比

品牌名称	加盟店数	加盟店效	加盟毛利率	加盟收入/总收入	分品牌加盟门店数
江南布衣 (FY2024)	1509	137	59.3%	39.5%	

地素时尚	761	144	68.07%	41.53%	DA: 426 家 DM: 6 家 DZ: 329 家
歌力思	148	325	55.93%	16.69%	ELLASSAY: 103 家 Laur è l: 13 家 Ed Hardy 及 Ed Hardy X: 30 家 IRO: 2 家

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.竞争优势：坚持设计驱动，构筑以粉丝为核心的全域零售模式

3.1.设计驱动+快反能力，存货周转天数优于同业

公司坚持设计驱动战略，坚守设计师品牌定位，研发费用逐年增加。与其他公司销售驱动、爆款驱动的策略不同，公司坚持设计的原创性是成功的主要推动力，设计驱动下的优质产品是江南布衣的核心竞争优势。公司由创始人李琳女士任首席创意官负责设计工作，除了深耕行业多年的设计师团队外，公司成立了由 CEO、COO、CMO 及 CFO 等非设计岗的核心管理层组成的创意设计审核管理小组，从法律、货品、品牌营销等多维度对产品设计进行审核，公司层面高度重视设计工作的原创性和谨慎性，保障公司可持续发展。FY2022-2024 公司研发投入分别为 1.36/1.68/1.96 亿元，同比增长 23.5%/16.7%，费用占比从 3.3%增长到 3.7%，研发费用及研发费用占比均高于同业公司，可见公司坚定推动设计驱动，在设计研发商持续投入，持续提升前瞻设计研发能力。

以艺术为标签，研发差异化面料将艺术气息及面料质感深入粉丝心智。2022 年公司携手融设计图书馆开展为期五年的合作，从“织物”出发，对传统面料及其创造语境、工艺细节进行系统化的记录、梳理、研究和总结，尝试结合现代设计和先进制造技术让传统面料和传统工艺得以延续，并通过多元化的当代艺术表现形式，把这些珍贵的服饰文化介绍给更多受众，实现“布尽其用”。公司的产品设计不断汲取传统文化灵感，在设计上与东方美学相融合，JNBY 23 秋冬融合国家非物质文化遗产推出苏绣系列，24 春夏系列融合空申苗寨女性传统服饰，将当代审美与中国传统工艺相结合，彰显独特设计风格。2024 年 LESS 系列携手代言人周迅推出“迅系列”产品，通过设计形象独特的服装、鞋类及配饰，引领时尚潮流、提升品牌影响力及消费者对品牌的认知度。

图 19 江南布衣苏绣系列



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 20 LESS 十大工艺



资料来源：公司官网，华西证券研究所

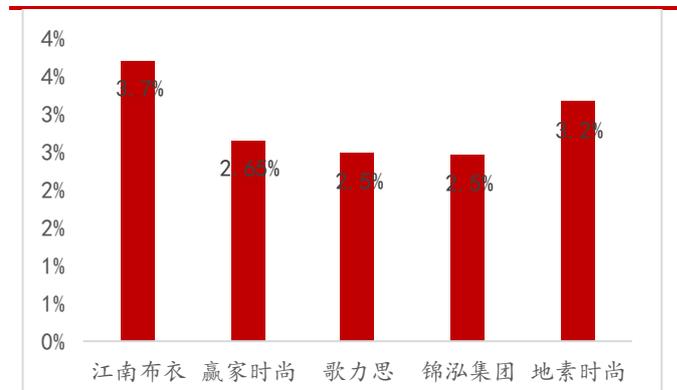
公司供应链快反追单能力强，存货周转天数优于同业。公司在线上线下全渠道布局的同时，也提高了供应链环节的快速追单反应能力，根据界面新闻，目前公司采取订货会和快反追单两个系统双轨并行的策略。在春夏和秋冬两季订货会之余，江南布衣会对上线两周内的热销款式启动快反追单的流程。根据界面新闻 9 月报道，根据公司 2024 财报会内容，目前快反订单的占比已经超过了 12%，贡献新增零售额超过 6.4 亿元。公司 FY2024 公司存货周转天数为 153 天，显著优于同业可比公司。

图 21 FY2022-2024 研发开支及占比（亿元，%）



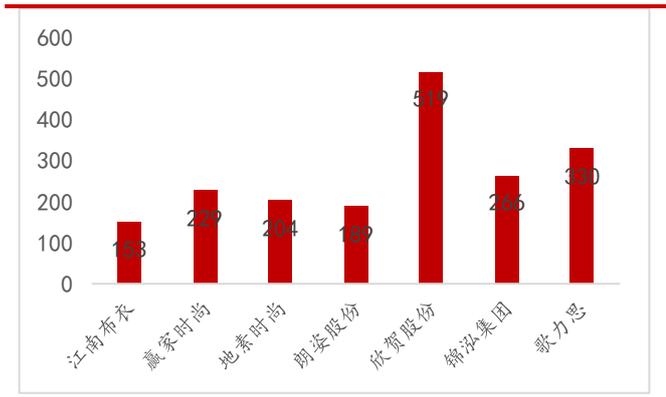
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 22 同行业各公司研发费用率 (%)



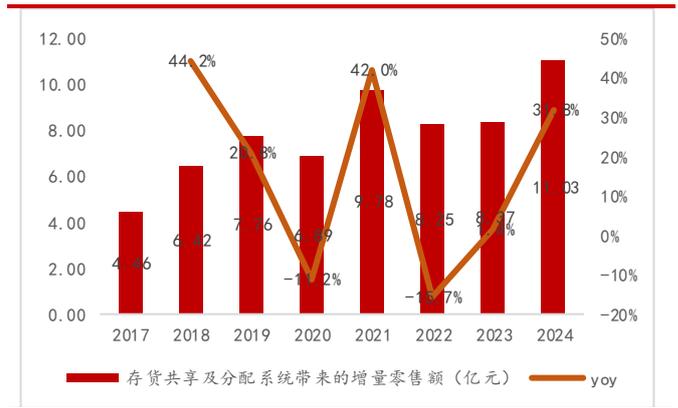
资料来源：各公司公告，华西证券研究所

图 23 各品牌存货周转天数



资料来源：各公司公告，华西证券研究所

图 24 公司存货共享及分配系统带来的增量零售额



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.2. 品牌孵化能力强，全面覆盖目标消费者

公司多品牌营运能力强，不断完善品牌矩阵。FY2024 公司旗下品牌中四大品牌 JNBY/速写/ jnby by JNBY/LESS 收入分别为 29.44/7.55/8.07/6.22 亿元，同比增长 17.2%/11.7%/21.5%/18.3%，公司核心主品牌 JNBY 收入超过大多数中高端女装主品牌。公司品牌全覆盖中高端女装、男装、童装及家居，全方位覆盖目标客群。公司推出不止盒子会员服务以及江南布衣+品牌集合店，帮助消费者尝试不同品牌的风格混搭，提升购买连带率，增加核心会员粘性。

公司以设计师品牌女装 JNBY 为基石，收入占比为 56.2%，成长品牌整体增速更快，新兴品牌蓬马、JNBYHOME、A PERSONAL NOTE 等还处于孵化阶段，且公司还在持续收购中，2024 年 11 月公告购买融合当代艺术与生活美学的买手制百货品牌 B1ock，新兴品牌有望成为收入快速增长接力棒，实现公司的可持续整体增长。

表 11 多品牌运营高端女装集团 2023 年品牌收入对比

公司	品牌名	收购/创立时间	收入 (亿)	18-23 收入 CAGR	占比	23 年店数	店效 (万元/年)
江南布衣)	JNBY	1999 年	29.44 (FY24)	9.40% (19-24)	56.20%	924	319
	速写	2005 年	7.55	3.21% (19-24)	14.41%	310	244
	jnby by JNBY	2011 年	8.07	11.14% (19-24)	15.41%	493	164
	LESS	2003 年	6.22	16.69% (19-24)	11.86%	240	259
赢家时尚	Koradior	2007 年	23.87	7.85%	34.37%	714	334
	La Koradior	2012 年	4.62	17.28%	6.65%	46	1004
	ELSEWHERE	2014 年	5.32	8.54%	7.65%	172	309
	CADIDL	2016 年	4.30	17.41%	6.20%	161	267

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

	FUUNNY FEELN	2019 年	1.36	-	1.95%	91	149
	NAERSI	2019 年	14.64	-	21.09%	454	323
	NAERSILIN G	2019 年	4.98	-	7.17%	95	524
	NEXY.CO	2019 年	10.04	-	14.45%	231	435
	ELLASSAY	1996 年	10.72	1.33%	36.78%	301	356
	Laur è l	2015 年	3.48	25.58%	11.94%	87	400
歌力思	Ed Hardy 及 Ed Hardy X	2016 年	3.08	-9.13%	10.58%	95	325
	IRO Paris	2017 年	7.30	5.18%	25.04%	112	652
	Self- Portrait	2019 年	4.18	-	14.32%	56	746
锦 泓 集 团	VGRASS	1997 年	9.63	1.59%	22.06%	197	489
	云锦	2015 年	0.50	0.42%	0.58%	1	4964
	TEENIE WEENIE	2017 年	35.07	11.50%	77.36%	1098	319

资料来源：各公司公告，华西证券研究所

3.3. 构筑以粉丝为核心的全域零售模式

会员数量持续增长，会员转化效果优异。公司坚持以数据为驱动、技术为载体、粉丝经济为核心，持续不断地为粉丝创造及提供增值服务的场景和触点建设，用户粘性强，打造一套“江南布衣粉丝经济”体系。FY2019-2024H1，公司会员账户数由逾 360 万增长到逾 740 万，FY2024 零售额贡献占比由七成增长至逾八成；FY2019-2024 年购买额超过 5000 元的会员账户数由 19.9 万个增长到近 31 万个，FY2024 这部分客户的消费零售额为 44.9 亿元，贡献了超过六成线下零售额。公司精细化会员运营制度效果显著，未来头部会员的粘性及销售贡献有望持续增长。

全渠道触达消费者，数字化运营能力持续提升。公司建立主要以线下直营和加盟店、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，在吸引粉丝及将潜在粉丝转化过程中均起到重要作用。FY2024 公司线下自营/线下经销/线上渠道收入分别为 21.59/20.71/10.08 亿元，占比分别为 41.2%/39.5%/19.2%；线上渠道增长快速、占比持续提升，得益于公司较早布局电子化会员及全域零售，截至 24/12/13，JNBY 品牌在社交平台抖音、微博、小红书上粉丝数量为 143.7/58.5/13.1 万人，粉丝数量明显高于其他中高端女装品牌，由此可见公司会员运营能力。

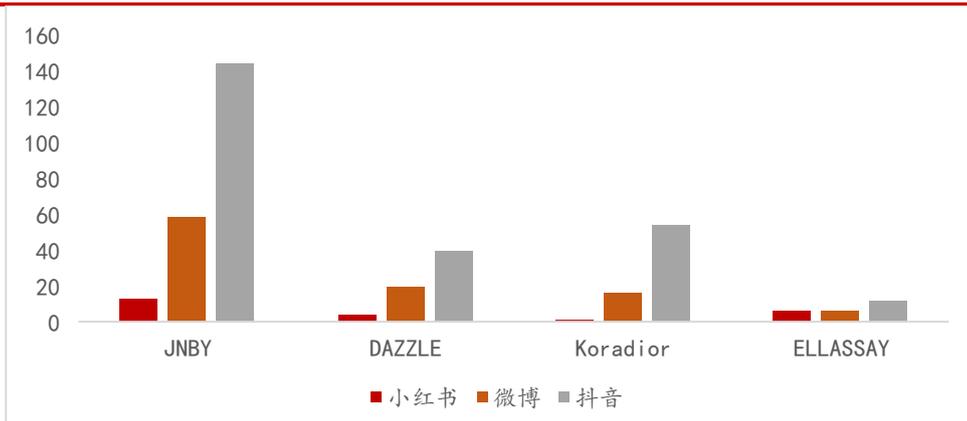
新店铺形象不断升级及数智化运营能力带动同店销售持续提升。公司不断推出不止盒子及江南布衣多品牌集合店等新兴消费场景或商品，逐步升级店铺形象，给客户更好地购物体验。公司充分运用零售网络精细化运营，运营数字化、精细化库存管理赋能销售，FY2024 数字化存货分配系统带来的增量零售为 11.03 亿元，同比增长 31.8%，在消费需求不景气情况下，公司 FY2024 线下零售店铺可比同店取得 10.7% 同比增长。

表 12 中国中高端女装品牌会员情况对比（2023 年）

品牌名称	活跃会员账户数	活跃会员贡献销售额	注：
江南布衣	51 万（GY2024）	活跃会员贡献销售额逾八成	-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 --年度购买总额超过人民币 5,000 元的会员账户数逾 31 万个，其消费零售额为 44.9 亿元
赢家时尚	超过 300 万名会员注册，包括 152 万名 VIP 会员	-	
地素时尚	-	-	全渠道 CRM 项目旨在打通线上线下渠道会员数据、统一会员体验、优化会员权益，为线上线下消费者提供更优质的服务和一体化的体验，进一步树立高品质品牌形象。
朗姿股份	-	-	公司逐步打通消费者在公域、私域电商及线下门店同享的会员权益，实现跨渠道、实时的数据采集与整合，通过数据回流分析生成会员画像与相应营销互动策略，并结合微信小程序商城与企业微信，借由自动化引擎实现全域内容管理与触达，提高转化效率。
欣贺股份	-	-	公司与资深会员体系咨询公司合作，通过多层次的市场调研和会员画像洞察，升级会员体系管理规划，全渠道打通会员数据，刻画产品生命周期、节日活动和商品节点的沟通人群，形成各触点链路及会员生命周期沟通策略
锦泓集团	-	-	为了向顾客提供更优质且精准的产品与服务，公司大数据中心持续打造数字化中台系统，完善会员标签体系，助力提升会员对品牌的关注度，增强各品牌与会员的互动性和黏性。
歌力思	-	-	通过上线达摩会员管理系统，构建了集团层面的会员管理体系，通过数据回流分析生成会员画像与相应营销互动策略，借由自动化引擎在微信等社交平台实现全域内容管理与触达，并最终构建多品牌数字化全渠道营销闭环。

资料来源：各公司公告，华西证券研究所

图 25 JNBY 及同类品牌粉丝数



资料来源：小红书、抖音、微博（截至 2024/12/13），华西证券研究所

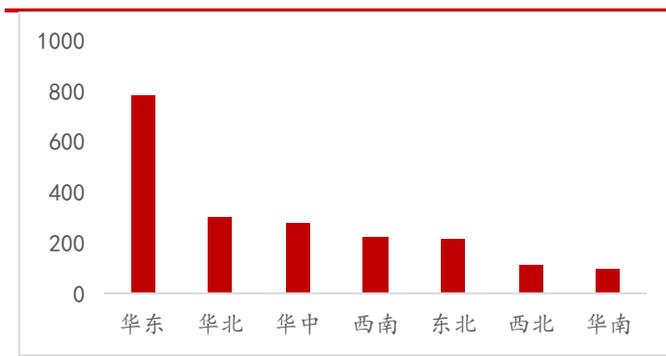
4. 成长驱动：店效增长，净利率仍有提升空间

4.1. 门店扩张：新兴品牌仍有较大开店空间

截至 FY2024，公司品牌 JNBY/速写/jnby by JNBY/LESS/新兴品牌门店数分别为 924/755/493/240/37 家。目前公司品牌中 JNBY 和速写门店数突破 700 家，我们认为未来 jnby by JNBY 和 LESS 开店还有较大空间，集团可以利用多品牌优势争取更多优质商场资源。新兴品牌包含 POMME DE TERRE（蓬马）、JNB YHOME 及 on my game，门店数仅有 37 家，仍具有较大增长空间。

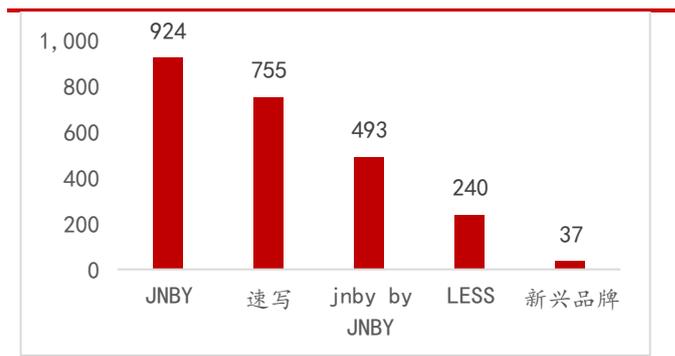
从区域分布来看，目前线下门店相对集中于华东地区，华中/西南/华南/东北/西北地区仍然存在较大的开店空间。在未来的发展中，随着各品牌的产品力和品牌力提升，公司通过当前弱势地区加速开店可实现快速增长，提升市场份额和品牌影响力。分直营和加盟来看，公司主要策略为在一二线城市开直营门店，低线城市开加盟门店，未来加盟门店拓店仍有空间。

图 26 FY2024 公司各地区零售店数量



资料来源：wind，华西证券研究所

图 27 FY2024 公司各品牌门店数



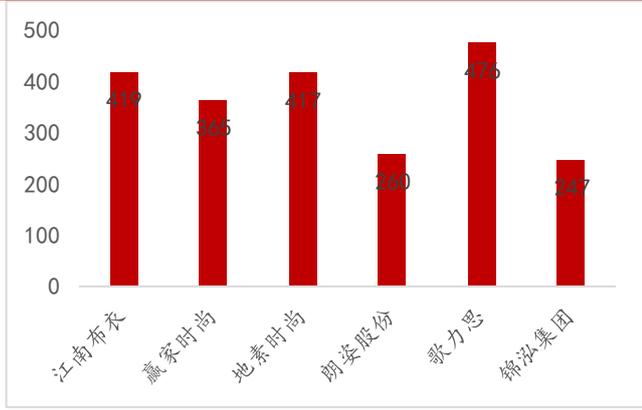
资料来源：公司年报，华西证券研究所

4.2. 店效存在提升空间

2023 年江南布衣 (FY2024) /赢家时尚/地素时尚/朗姿股份/歌力思/锦泓集团直营店效分别为 419/365/417/260/476/247 万元，加盟单店出货分别为 137/87/144/98/325/106 万元。公司直营店效相比于歌力思仍有较大增长空间，未来随着大店占比提升，门店结构优化升级，多品牌集合店增加，不止盒子加持，直营店效仍有较大提升空间。

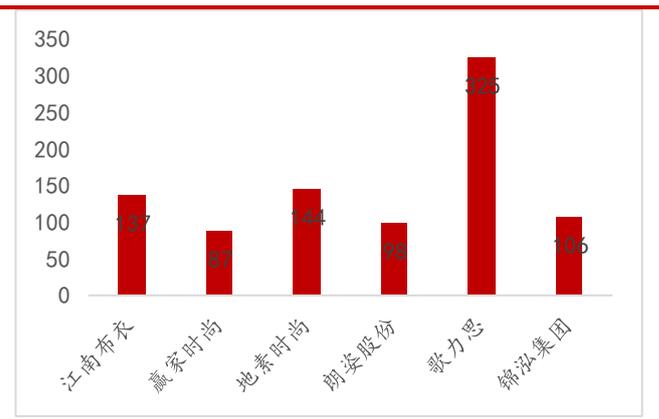
公司加盟单店出货目前处于行业中位，未来利用其多品牌优势有望增加优质经销商资源，叠加公司高用户粘性，从而进一步提升加盟单店收入。

图 28 2023 年同业公司直营店效比较 (万元)



资料来源: 各公司公告, 华西证券研究所

图 29 2023 年同业公司加盟店效比较 (万元)

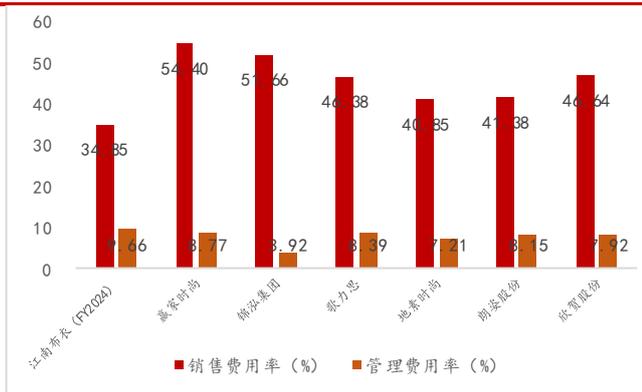


资料来源: 各公司公告, 华西证券研究所

4.3. 净利率仍有增长空间

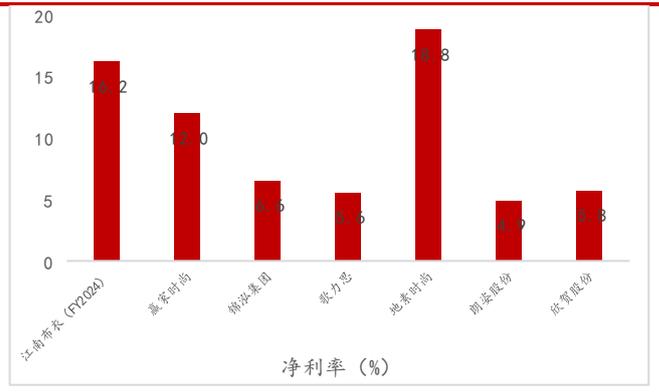
我们分析公司毛利率提升及费用下降有望带动公司净利率进一步增长, 长期来看。1) 毛利率提升: 随着公司品牌力和产品力进一步提升, 有望进一步收紧折扣及提升提价空间; 随着存货共享及分配系统的升级和有效运用, 随着未来商品结构优化改革成效显现, 商品售罄率有望进一步提升; 继续运用互联网+思维和技术赋能销售, 不止盒子、微商城等数智零售帮助提升销售。2) 江南布衣 FY2024 销售费用率处于行业最低水平, 净利率处于行业较高水平, 可见公司品牌力强劲, 用户粘性极强, 未来公司有望通过持续优化以粉丝为核心的全域零售网络的建设, 增长用户黏性, 并建立包括零售店、网上平台及微信营销服务平台的全渠道互动平台以培养“粉丝经济”。利用数智化工具在各平台上培育年轻消费者对品牌的忠诚, 持续降低营销费用率从而提升利润率。

图 30 同业销售费用率及管理费用率对比 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 31 同业净利率对比 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

4.4.拓品类至儿童运动赛道，多品类共同发展

收购 onmygame，拓品类至儿童运动赛道。公司 2024 年 3 月以 9644 万元收购慧聚 51% 股权，慧聚主要经营 onmygame 品牌，onmygame 为儿童运动品牌，主要销售儿童户外探索和城市运动产品，此次收购进一步丰富公司品牌矩阵，弥补儿童运动品类空缺，多品牌驱动为公司运营一大策略，多元品牌矩阵定位不同目标客户，onmygame 之前仅在线上销售，未来有在公司江南布衣+集合店内与其他品牌协同销售以及开设线下独立门店，增长潜力巨大。

5.盈利预测和投资建议

5.1.盈利预测

预计 FY25-27 公司收入分别为 55.02/60.04/63.96 亿元，同比增长 5.03%/9.12%/6.53%，净利润分别为 8.74/9.09/9.93 亿元，同比增长 2.90%/4.05%/9.24%，我们按渠道对公司收入利润进行了拆分：

1) 线下直营渠道：预计 FY25-27 线下直营渠道收入分别为 22.15/24.10/25.48 亿元，增速为 2.6%/8.8%/5.7%，其中门店数分别为 489/479/465，店效分别为 453/503/548 万元。假设线下直营渠道 FY25-27 净利率分别为 3.6%/3.4%/3.6%，预计 25-27 年贡献净利 0.80/0.82/0.92 亿元。

2) 线下经销渠道：预计 FY25-27 线下经销渠道收入分别为 22.18/24.45/26.19 亿元，增速为 7.1%/10.3%/7.1%，其中门店数分别为 1584/1664/1747，店效分别为 140/147/150 万元。假设线下经销渠道 FY25-27 净利率分别为 29.4%/28.0%/28.5%，预计 25-27 年贡献净利 6.52/6.85/7.46 亿元。

线上渠道：预计 FY25-27 线上渠道收入分别为 10.68/11.49/12.29 亿元，增速为 6.0%/7.5%/7.0%，假设线上渠道 FY25-27 净利率分别为 8.6%/8.0%/8.5%，预计 25-27 年贡献净利 0.92/0.92/1.04 亿元。

表 13 收入拆分

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	5238	5502	6004	6396
YOY (%)	17.3%	5.0%	9.1%	6.5%
一、线下渠道 (百万元)	4230	4,433	4,855	5,167
YOY (%)	17.1%	4.8%	9.5%	6.4%
直营收入 (百万元)	2159	2215.13	2409.62	2547.69
YOY (%)	16.5%	2.6%	8.8%	5.7%
门店数	515	489	479	465
YOY (%)	-8.8%	-5%	-2%	-3%
店效 (万元)	419	453	503	548

YOY (%)	27.8%	8%	11%	9%
净利率	3.9%	3.6%	3.4%	3.6%
净利润 (百万元)	84	80	82	92
经销收入 (百万元)	2071	2218.04	2445.39	2619.01
YOY (%)	17.7%	7.1%	10.3%	7.1%
门店数	1,509	1584	1664	1747
YOY (%)	5.9%	5.0%	5.0%	5.0%
店效 (万元)	137	140	147	150
YOY (%)	11.2%	2%	5%	2%
净利率	29.8%	29.4%	28.0%	28.5%
净利润 (百万元)	617	652	685	746
二、线上渠道 (百万元)	1008	1068	1149	1229
YOY (%)	18.3%	6.0%	7.5%	7.0%
净利率	9.0%	8.6%	8.0%	8.5%
净利润 (百万元)	91	92	92	104
归母净利润 (百万元)	849.09	873.68	909.08	993.07
YOY (%)	36.66%	2.90%	4.05%	9.24%
归母净利率	16.2%	15.9%	15.1%	15.5%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

5.2.投资建议

预计 FY25-27 公司收入分别为 55.02/60.04/63.96 亿元，同比增长 5.03%/9.12%/6.53%，净利润分别为 8.74/9.09/9.93 亿元，同比增长 2.90%/4.05%/9.24%，对应 FY25-27 年 EPS 为 1.68/1.75/1.91 元，25 年 1 月 14 日公司收盘价 16.84 港元对应 PE 为 9.30/8.94/8.18X (1 港元=0.93 元人民币)，估值较同类中高端女装品牌较低，考虑公司高 ROE、高粉丝粘性打造离店销售及高股息率的优势，且未来品牌开店、店效提升、净利率提升仍有空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 14 可比公司估值

公司名称	收盘价 (元)	2024E EPS	2025E EPS	2026E EPS	2024E PE	2025E PE	2026E PE	2024E 净利增速	2024E PEG
江南布衣	16.84	1.64	1.68	1.75	8.65	9.30	8.94	36.66	0.24
歌力思	7.28	0.27	0.53	0.67	27.37	13.70	10.93	-7.07	-3.87

锦泓时尚	9.23	0.85	1.00	1.16	10.82	9.23	7.96	-0.59	-	18.28
朗姿股份	15.15	0.69	0.82	0.96	21.85	18.38	15.78	36.31	0.60	
赢家时尚	8.02	0.94	1.10	1.27	7.87	6.72	5.83	-20.95	-0.38	
地素时尚	11.95	0.76	0.87	0.96	15.67	13.70	12.39	-26.34	-0.59	
平均值					16.72	12.35	10.58			

资料来源：wind，华西证券研究所，注：收盘价和 PE 数据截至 2024 年 1 月 14 日，对应汇率 1 港元=0.93 元人民币（注：江南布衣 PE 及 EPS 为我们预测，其余公司为 wind 一致预期）

6.风险提示

产品力改善不及预期可能会导致终端销售效率、销量、售罄率等不及预期；

行业竞争加剧风险：中高端女装行业竞争激烈，若行业竞争者增加可能会导致公司市场份额下降，影响公司业绩；同店增长不及预期；

新品牌增长不及预期风险：消费者需求变化较快，若新品定位不受消费者认可，新品可能面临效率不及预期及存货积压风险；

系统性风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5242.73	5501.66	6003.63	6395.73	净利润	849.09	873.68	909.08	993.07
YoY(%)	17.39%	4.94%	9.12%	6.53%	折旧和摊销	416.73	60.06	59.96	59.86
营业成本	1767.66	1925.58	2095.27	2225.71	营运资金变动	222.28	-407.28	384.24	-299.96
营业税金及附加					经营活动现金流	1602.97	471.17	1297.95	697.55
销售费用	1827.14	2167.65	2296.39	2305.02	资本开支	-143.89	-58.00	-58.00	-58.00
管理费用	506.26	285.00	447.93	627.13	投资	-255.04	-120.00	-120.00	-120.00
财务费用	-11.29	-6.77	-5.64	-21.01	投资活动现金流	-283.04	-116.49	-116.49	-116.49
资产减值损失					股权募资	-2.23	0.00	0.00	0.00
投资收益	-1.35	0.00	0.00	0.00	债务募资	-99.51	0.00	0.00	0.00
营业利润					筹资活动现金流	-1148.05	-411.20	-413.20	-415.20
营业外收支					现金净流量	173.50	-56.52	768.27	165.86
利润总额	1213.11	1246.73	1297.24	1397.13	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	364.97	374.02	389.17	405.17	成长能力				
净利润	848.14	872.71	908.07	991.96	营业收入增长率	17.31%	5.03%	9.12%	6.53%
归属于母公司净利润	849.09	873.68	909.08	993.07	净利润增长率	36.66%	2.90%	4.05%	9.24%
YoY(%)	36.66%	2.90%	4.05%	9.24%	盈利能力				
每股收益(元)	1.64	1.68	1.75	1.91	毛利率	66.25%	65.00%	65.10%	65.20%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	净利率	16.21%	15.88%	15.14%	15.53%
货币资金	698.65	642.13	1410.39	1576.26	总资产收益率 ROA	19.42%	17.84%	16.36%	15.85%
预付款项					净资产收益率 ROE	39.14%	33.11%	28.93%	26.64%
存货	720.11	1149.87	884.90	1276.55	偿债能力				
其他流动资产	3.43	0.00	6.00	6.40	流动比率	1.49	1.72	1.91	2.13
流动资产合计	2594.46	3101.19	3743.36	4434.18	速动比率	1.07	1.08	1.46	1.51
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.40	0.36	0.72	0.76
固定资产	427.20	415.59	404.56	394.08	资产负债率	49.42%	45.27%	42.73%	39.89%
无形资产	744.97	754.53	763.60	772.22	经营效率				
非流动资产合计	1777.88	1795.82	1813.86	1832.00	总资产周转率	1.24	1.19	1.15	1.08
资产合计	4372.34	4897.01	5557.22	6266.18	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.64	1.68	1.75	1.91
应付账款及票据	260.89	289.28	309.37	326.55	每股净资产	4.18	5.09	6.06	7.18
其他流动负债	1408.65	1430.43	1560.94	1662.89	每股经营现金流	3.09	0.91	2.50	1.34
流动负债合计	1746.26	1802.23	1960.37	2085.37	每股股利	0.78	0.70	0.70	0.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	414.50	414.50	414.50	414.50	PE	8.65	9.30	8.94	8.18
非流动负债合计	414.50	414.50	414.50	414.50	PB	3.38	3.08	2.59	2.18
负债合计	2160.77	2216.73	2374.87	2499.87					
股本	4.62	4.62	4.62	4.62					
少数股东权益	42.33	41.36	40.34	39.23					
股东权益合计	2211.57	2680.28	3182.35	3766.31					
负债和股东权益合计	4372.34	4897.01	5557.22	6266.18					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。