

江南布衣 (03306.HK)

国内中高端服饰领军企业，艺术与商业的完美结合

公司作为国内中高端时尚服饰集团，已自我孵化多品牌矩阵，覆盖广泛人群，多渠道效率提升，其规模、经营效率、成长性在中高端服饰领域表现突出。预计公司 FY26-FY28 净利润规模分别为 9.66 亿元、10.42 亿元、11.15 亿元，同比增速分别为 8%、8%、7%。当前市值对应 FY26PE11X，FY27PE10X，年均分红比例 70%以上对应股息率 6%以上，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

□ 江南布衣定位于国内中高端时尚服饰集团，收入规模从 FY2014 的 13.83 亿增长至 FY2025 的 55.48 亿，CAGR=13.5%。FY2026H1 收入同比增 7%至 33.76 亿元。净利润从 FY2014 的 1.49 亿增长至 FY2025 的 8.93 亿，CAGR=18%。FY2026H1 净利润同比增 12.5%至 6.74 亿元。毛利率从 FY2014 的 58%提升至 FY2026H1 的 66.52%。净利润率则从 FY2014 的 10.77%提升至 FY2026H1 的 20%。ROE 从 FY2018 至今始终保持在 30%以上。

□ 自我孵化多品牌能力强：集团品牌组合包括 JNBY（收入占比 55%，FY2016-FY2025 收入 CAGR=11%）、速写（收入占比 12%，FY2016-FY2025 收入 CAGR=7%）、jnby by JNBY（收入占比 15%，FY2016-FY2025 收入 CAGR=17%）、LESS（收入占比 12%，FY2016-FY2025 收入 CAGR=20%）、新兴品牌收入占比 7%，包括蓬马、JNBYHOME 家居、on my game 童装和可持续生活品牌 RE;RE;RE;LAB。每一个品牌专注于独特的细分消费者群体，并且拥有各自的独特设计形象。多元化、细分化的品牌组合使江南布衣能够覆盖较为广泛的群体。

□ 传统渠道提店效，积极尝试新零售：直营收入从 FY2016 的 9.41 亿元增长至 FY2025 的 20.78 亿元，CAGR=9%；门店数保持在 500 家左右，店效 CAGR=8%，FY2025 直营店效 422 万元。直营平均面积为 119 平米，坪效约 4 万，在女装行业处于较高水平。经销收入规模从 FY2016 的 8.19 亿元增长至 FY2025 的 22.69 亿元，CAGR=12%；经销商门店数 CAGR=7%，经销商单店提货收入 CAGR=5%。公司对经销商采用先款后货的方式，实施直营化管理，销售&折扣&库存信息能够实时跟踪，按照货品的生命周期管理并制定折扣。在新零售模式方面，公司积极尝试线下集合店&不止盒子小程序等新零售方式，同时积极进行小红书、抖音、天猫的直播销售。

□ 女装万亿市场格局分散，江南布衣在中高端领域表现突出：根据欧睿数据，2025 年国内女装市场规模约 1 万亿，同比增长 1.5%；格局长期较为分散，2025 年前五大品牌份额共 5.3%、前十大品牌份额共 8.0%。**1) 价格带：**高端商务女装 1500-8000 元，高端时尚女装 1500-6000 元，中高端女装 800-2500 元，中档女装 300-900 元。LESS 在高端女装领域、JNBY 在中高端女装领域性价比突出。**2) 规模与增长：**从规模看，中高端的 Mo&Co、JNBY、中档的 ONLY、Ochirly 规模体量较大，超过了 30 亿。从增速看，2021-2024 年歌力思、Laurèl、LESS、IRO、self-portrait、JNBY 呈现增长态势。**3) 毛利率：**时尚属性高的品牌毛利率更高，self-portrait、DAZZLE、d'zzit 直营毛利率预计高于 80%，LESS 和 JNBY 直营毛利率预计 75%左右。**4) 渠道：**

强烈推荐 (首次)

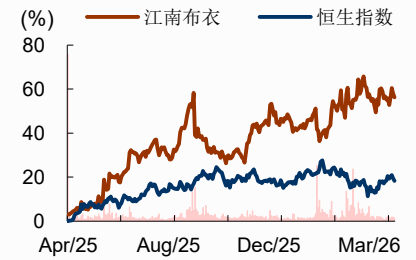
消费品/轻工纺服
目标估值: NA
当前股价: 22.2 港元

基础数据

总股本 (百万股)	533
香港股 (百万股)	533
总市值 (十亿港元)	11.8
香港股市值 (十亿港元)	11.8
每股净资产 (港元)	4.9
ROE (TTM)	34.0
资产负债率	49.0%
主要股东	Cititrust Private Trust
主要股东持股比例	61.3895%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	34	78
相对表现	-0	33	56



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

刘丽 S1090517080006
liuli14@cmschina.com.cn
唐圣扬 S1090523120001
tangshengyang@cmschina.com.cn

从门店数量看，中高端&中档品牌门店数量多，近 4-5 年门店数量增加的品牌主要来自歌力思和江南布衣两家公司。从门店分布看，江南布衣和地素时尚旗下品牌通过加盟模式布局更广（三线及以下城市门店数量占比超 30%）。**5）店效：**江南布衣公司 FY2025 直营店效超 420 万元（包含 JNBY、LESS、速写、jnby by JNBY 等品牌），领先于中高端品牌；歌力思公司 2024 年直营店效超 500 万元（包含歌力思、Laurèl、IRO、self-portrait 以及 2025 年剥离的 Ed Hardy 品牌，预计前 4 个主要品牌的实际店效高于 500 万）。

- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 FY26-FY28 收入规模分别为 59.9 亿元、64.5 亿元、69.2 亿元，同比增速分别为 8%、8%、7%；净利润规模分别为 9.66 亿元、10.42 亿元、11.15 亿元，同比增速分别为 8%、8%、7%。当前市值对应 FY26PE11X, FY27PE10X, 年均分红比例 70%以上对应股息率 6% 以上，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**终端消费不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；多品牌运营管理的风险。部分其他品牌数据为估算值，可能与实际值有所差异。

财务数据与估值

会计年度	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业总收入(百万元)	5238	5548	5990	6453	6921
同比增长	17%	6%	8%	8%	7%
营业利润(百万元)	1137	1132	1235	1330	1421
同比增长	46%	-0%	9%	8%	7%
归母净利润(百万元)	849	893	966	1042	1115
同比增长	37%	5%	8%	8%	7%
每股收益(元)	1.64	1.72	1.81	1.95	2.09
PE	11.8	11.2	10.6	9.9	9.2
PB	4.6	4.2	3.6	3.0	2.6

资料来源：公司数据、招商证券（货币单位：人民币）

正文目录

一、 江南布衣：多品牌&多品类时尚服饰集团	6
1、江南布衣规模稳健扩张，盈利能力领先	7
2、渠道：提升店效与新零售模式创新并举	7
(1) 直营：店效提升与新零售尝试并举	8
(2) 经销：严格规范管理，过去十年收入增速快于直营	9
(3) 电商保持较快增长	10
3、会员运营能力强，贡献了 80%收入	11
4、多品牌多品类覆盖不同年龄人群	11
二、 女装行业：万亿市场格局分散，江南布衣在中高端领域表现突出	14
1、价格带对比：JNBY 和 LESS 在同等品质女装中的性价比优势明显	15
2、规模与增长：中高端&中档品牌规模大，歌力思与江南布衣旗下品牌增长势头良好	16
3、毛利率：高时尚属性品牌毛利率更高	17
4、门店：中高端&中档品牌门店数量多，江南布衣和地素时尚通过加盟布局更广	18
5、店效：高端领域歌力思领先，中高端领域江南布衣领先	20
三、 盈利预测及投资建议	20
四、 风险提示	21

图表目录

图 1：江南布衣公司旗下品牌	6
图 2：江南布衣公司发展历史	6
图 3：江南布衣 FY2014-FY2026H1 收入及 YOY	7
图 4：江南布衣净利润规模、YOY	7
图 5：FY2014-FY2026H1 净利润&毛利率&ROE	7
图 6：江南布衣存货、应收账款、应付账款周转天数	7
图 7：公司门店总数	8
图 8：线下零售店铺可比同店表现	8
图 9：直营收入（亿元）及同比增速	8
图 10：直营门店数及单店报表收入（万元）	8

图 11: 成都万象城-江南布衣集合店	9
图 12: 江南布衣的搭配寄送服务-不止盒子	9
图 13: 经销收入 (亿元) 及同比增速	10
图 14: 经销门店数及单店报表收入 (万元)	10
图 15: 电商收入 (亿元) 及 YOY	10
图 16: 江南布衣小红书直播间	10
图 17: 江南布衣天猫直播间、抖音直播间	10
图 18: 活跃会员数及年购物超过 5000 元的会员数	11
图 19: 活跃会员贡献零售额 (左) 及年平均消费金额	11
图 20: JNBY 品牌风格	11
图 21: JNBY 品牌收入规模 (亿元) 及同比增速	12
图 22: JNBY 品牌门店数	12
图 23: LESS 品牌风格	12
图 24: LESS 品牌收入规模 (亿元) 及同比增速	13
图 25: LESS 品牌门店数	13
图 26: 速写品牌风格	13
图 27: 速写品牌收入规模 (亿元) 及同比增速	13
图 28: 速写品牌门店数	13
图 29: jnby by JNBY 风格	14
图 30: jnby by JNBY 收入规模 (亿元) 及同比增速	14
图 31: jnby by JNBY 品牌门店数	14
图 32: 中国女装市场规模 (亿元) 及 YOY	15
图 33: 头部女装品牌划分	15
图 34: 各品牌主要价格带 (元)	16
图 35: 各品牌线上均价 (元)	16
图 36: 品牌毛利率 (全渠道)	18
图 37: 品牌所属上市公司线下直营渠道毛利率	18
图 38: 各品牌历年门店数	19
图 39: 2025 年品牌门店按城市线级分布	19
图 40: 各品牌平均店效 (万元/年)	20
表 1: 2020-2025 各品牌收入或终端零售规模 (亿元)	17

表 2: 江南布衣收入与盈利预测 (亿元)	20
附: 财务预测表	22

一、江南布衣：多品牌&多品类时尚服饰集团

江南布衣公司创立于1994年，2016年在港交所上市。主营业务为设计、推广及销售时尚服装、鞋类、配饰和家居产品，品牌组合包括JNBY（收入占比55%）、速写（收入占比12%）、jnby by JNBY（收入占比15%）、LESS（收入占比12%）、新兴品牌收入占比7%，包括蓬马（POMME DE TERRE）、JNBYHOME 家居、on my game 童装和可持续生活品牌RE;RE;RE;LAB。每一个品牌专注于独特的细分消费者群体，并且拥有各自的独特设计形象。多元化、细分化的品牌组合，使江南布衣能够覆盖较为广泛的年龄层。

图 1：江南布衣公司旗下品牌



资料来源：公司官网、招商证券

图 2：江南布衣公司发展历史

2024年	发布可持续生活品牌RE; RE; RE; LAB
2019年	不止盒子上线 港交所上市，家居品牌JNBYHOME 诞生，童装品牌蓬马诞生，首家江南布衣+集合店
2016年	第一家江南布衣+概念店开业
2011年	创立童装jnby.BY JNBY品牌
2005年	创立速写品牌
2003年	创立LESS品牌
1999年	创立JNBY品牌
1994年	在杭州开始经营服装业务

资料来源：公司官网、招商证券

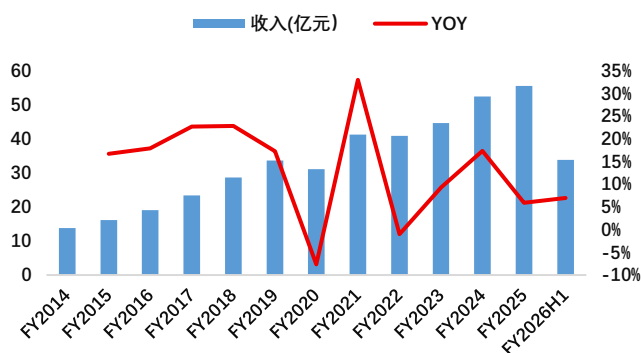
1、江南布衣规模稳健扩张，盈利能力领先

公司收入规模从 FY2014 的 13.83 亿元，增长至 FY2025 的 55.48 亿元，CAGR=13.5%。FY2026H1 收入同比增长 7%至 33.76 亿元。

净利润规模从 FY2014 的 1.49 亿元，增长至 FY2025 的 8.93 亿元，CAGR=17.7%。FY2026H1 净利润同比增长 12.5%至 6.74 亿元。毛利率从 FY2014 的 58%提升至 FY2026H1 的 66.52%。净利润率则从 FY2014 的 10.77%提升至 FY2026H1 的 20%。ROE 从 FY2018 至今始终保持在 30%以上。

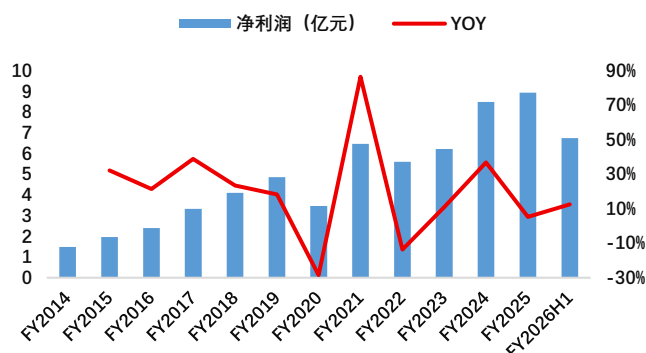
存货周转天数则从 FY2014 的 200 天下降至目前的 150 天。

图 3：江南布衣 FY2014-FY2026H1 收入及 YOY



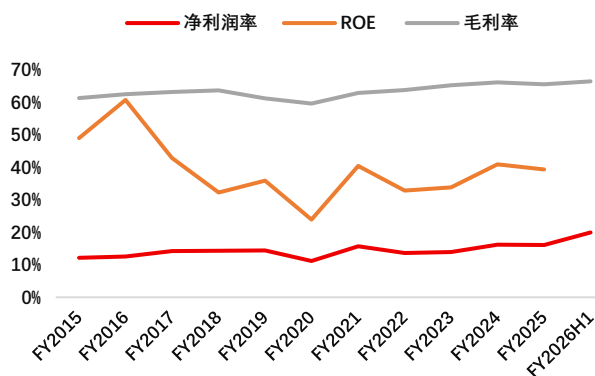
资料来源：公司公告、招商证券（注 FY2025 是指 2024 年 7 月 1 日到 2025 年 6 月 30 日）

图 4：江南布衣净利润规模、YOY



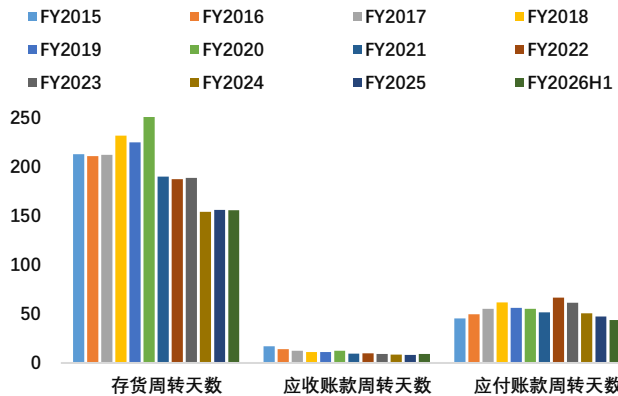
资料来源：公司公告、招商证券（注 FY2025 是指 2024 年 7 月 1 日到 2025 年 6 月 30 日）

图 5：FY2014-FY2026H1 净利润&毛利率&ROE



资料来源：公司公告、招商证券（注 FY2025 是指 2024 年 7 月 1 日到 2025 年 6 月 30 日）

图 6：江南布衣存货、应收账款、应付账款周转天数



资料来源：公司公告、招商证券（注 FY2025 是指 2024 年 7 月 1 日到 2025 年 6 月 30 日）

2、渠道：提升店效与新零售模式创新并举

目前门店总数 2163 家，其中 512 家直营店，1651 家经销商门店。公司在门店扩张方面比较谨慎，更注重店效的提升，过去 10 年来看，只有自然年度 2020 年、2022 年、以及 2025 年下半年可比同店是下滑的，其他年份均为增长。从城市分布来看，一二线零售规模占比超过 50%。

图 7: 公司门店总数

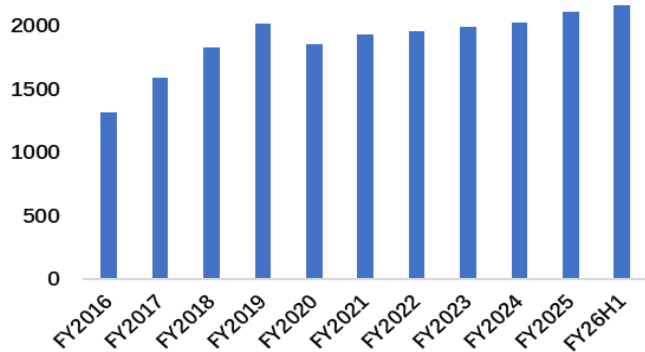
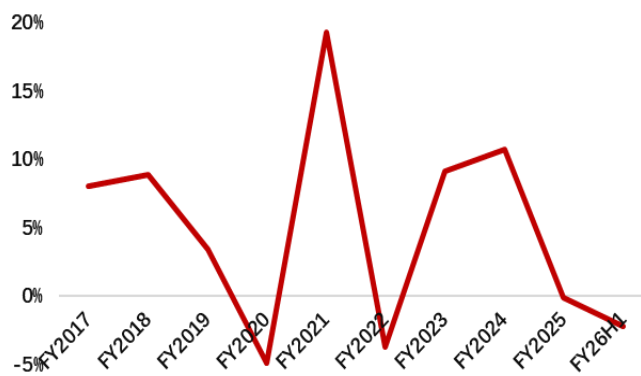


图 8: 线下零售店铺可比同店表现



资料来源: 公司公告、招商证券 (注 FY2025 是指 2024 年 7 月 1 日到 2025 年 6 月 30 日)

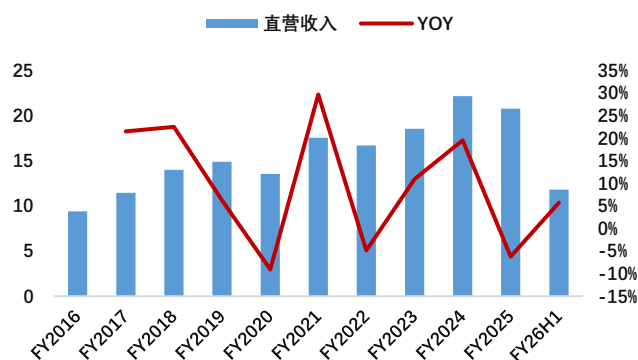
资料来源: 公司公告、招商证券 (注 FY2025 是指 2024 年 7 月 1 日到 2025 年 6 月 30 日)

(1) 直营: 店效提升与新零售尝试并举

直营: 店效提升驱动收入增长。 直营收入从 FY2016 的 9.41 亿元增长至 FY2025 的 20.78 亿元, CAGR=9%。FY2026H1 收入同比增长 5.7% 至 11.8 亿元。门店数保持在 500 家左右, 直营店效从 FY2016 的 218 万元增长至 FY2025 的 422 万元, CAGR=8%, 收入的增长主要靠店效提升带动。店铺面积每年个位数幅度的提升, 目前平均面积为 119 平方米。(包含多品牌集合店、奥莱门店)。推测目前直营店坪效约 4 万, 在女装行业处于较高水平。

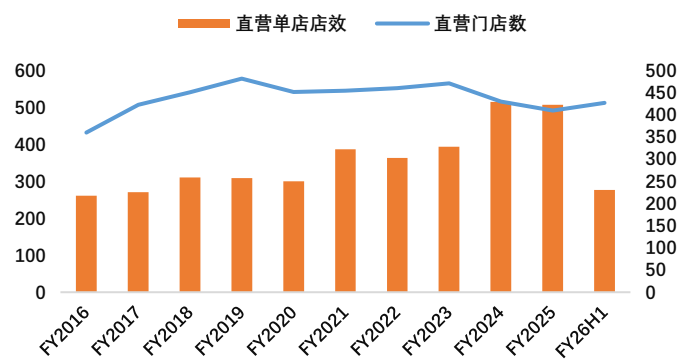
注: 小程序&微信视频号的直播&不止盒子收入核算在直营体系。

图 9: 直营收入 (亿元) 及同比增速



资料来源: 公司公告、招商证券 (注 FY2025 是指 2024 年 7 月 1 日到 2025 年 6 月 30 日)

图 10: 直营门店数及单店报表收入 (万元)



资料来源: 公司公告、招商证券 (注 FY2025 是指 2024 年 7 月 1 日到 2025 年 6 月 30 日)

一线城市开设多品牌集合店, 将品牌风格发挥到极致: 除了常规的单品牌门店以外, 公司目前有 22 家直营的多品牌集合店, 主要分布在杭州、香港、重庆、沈阳、上海、成都、北京、广州、深圳等地区。如成都万象城的江南布衣集合店有 700 平方米, 是全国第三大的集合店, 集合了江南布衣旗下的三大服饰品牌 JNBY、LESS、速写, 及可持续生活品牌 RE; RE; RE; LAB, 还有其生活家居品牌 JNBYHOME。

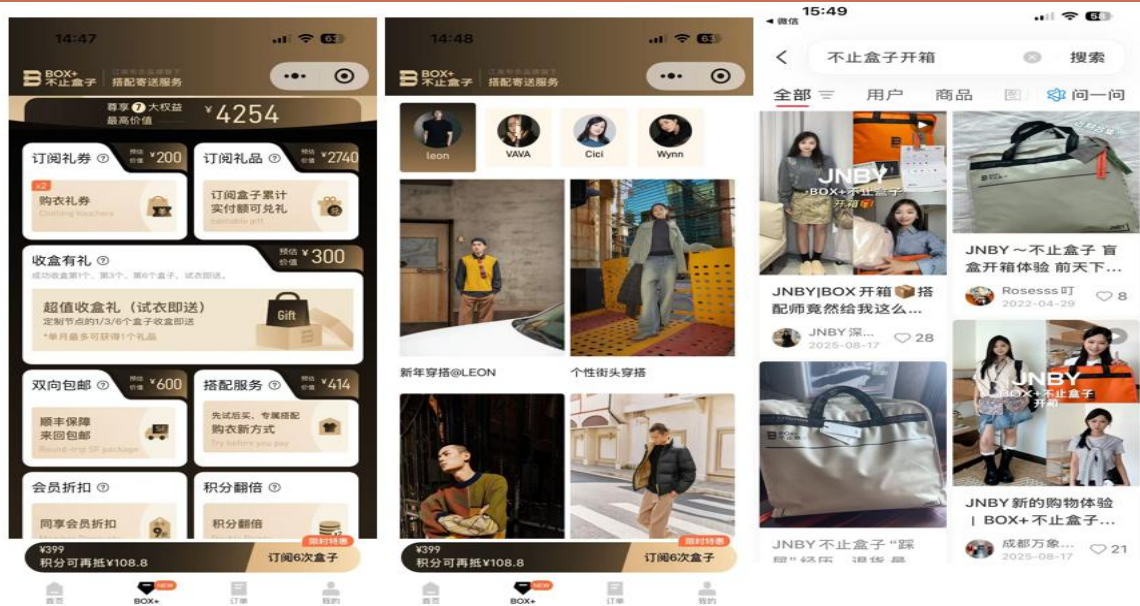
图 11: 成都万象城-江南布衣集合店



资料来源: 小红书、招商证券

不止盒子是江南布衣在 2019 年推出的搭配寄送服务。支持江南布衣旗下所有品牌混搭, 满足各种年龄、性别与风格需求。年费目前是 3990 积分或 199.5 元, 提供 6 次订阅服务。消费者足不出户可免费试穿。线上搭配师把适合的搭配方案装进盒子寄送到家, 签收后可享 5 天试穿, 喜欢的扫码购买, 不喜欢的预约退回。

图 12: 江南布衣的搭配寄送服务-不止盒子

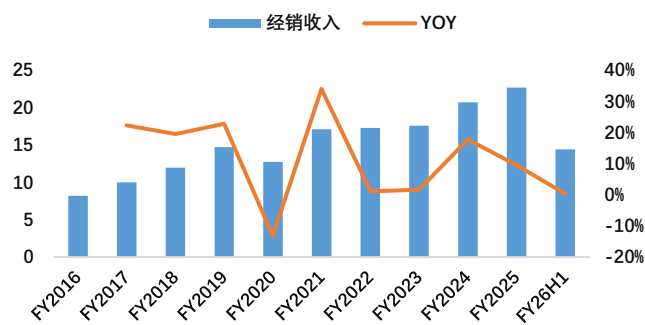


资料来源: 小红书、招商证券

(2) 经销: 严格规范管理, 过去十年收入增速快于直营

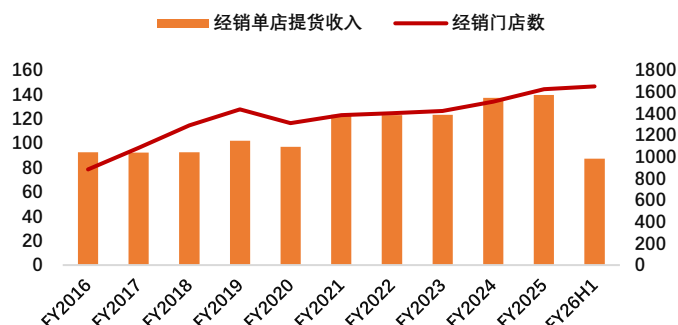
经销收入规模从 FY2016 的 8.19 亿元增长至 FY2025 的 22.69 亿元, CAGR=12%。FY2026H1 的经销收入 14.42 亿元, 同比增长 0.3%。经销商门店数从 FY2016 的 884 家扩张到 FY2026H1 的 1651 家, CAGR=7%。经销商单店提货收入从 FY2016 的 92.65 万元增长至 FY2025 的 140 万元, CAGR=5%。经销收入占比保持在 40%+, 比较稳定。公司对经销商采用直营化的管理方式, 安装运营系统, 销售&折扣&库存信息能够实时跟踪, 按照货品的生命周期管理并制定折扣。

图 13: 经销收入 (亿元) 及同比增速



资料来源: 公司公告、招商证券 (注 FY2025 是指 2024 年 7 月 1 日到 2025 年 6 月 30 日)

图 14: 经销门店数及单店报表收入 (万元)

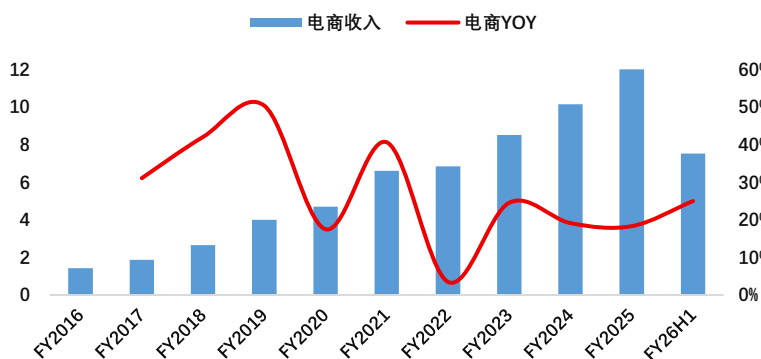


资料来源: 公司公告、招商证券 (注 FY2025 是指 2024 年 7 月 1 日到 2025 年 6 月 30 日)

(3) 电商保持较快增长

公司电商收入 (来自第三方平台的收入) 从 FY2016 的 1.43 亿元增长至 FY2025 的 12 亿元, CAGR=27%, 目前收入占比 22%。

图 15: 电商收入 (亿元) 及 YOY



资料来源: 公司公告、招商证券 (注 FY2025 是指 2024 年 7 月 1 日到 2025 年 6 月 30 日)

图 16: 江南布衣小红书直播间



资料来源: 小红书、招商证券

图 17: 江南布衣天猫直播间、抖音直播间



资料来源: 天猫、抖音、招商证券

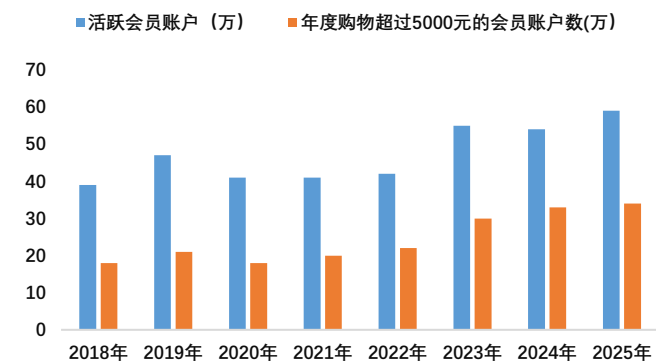
3、会员运营能力强，贡献了 80%收入

公司会员所贡献的零售额占零售总额接近 80%，这一比例在中高端女装行业处于领先水平。活跃会员数 59 万人，年度超过 5000 元的会员 34 万人。

会员可以用积分兑换各种服务，例如不止盒子的一年 6 次寄送到家试穿服务等。如果是资深会员，可以提前预约好试衣服务，到店里之后会发现自己想试穿的衣服已经搭配成套且熨烫挂好在 VIP 试衣间，门店还可以提供直接寄送到家的服务。

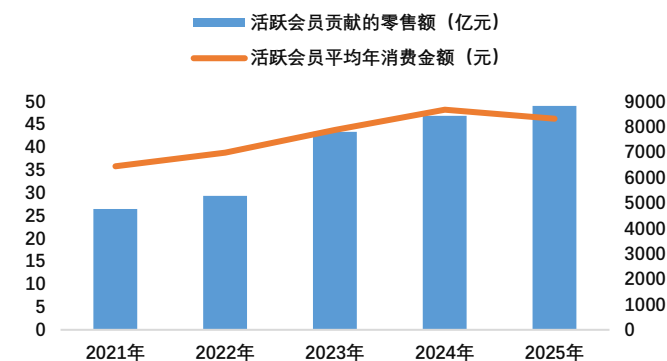
多品牌布局，满足家庭成员购物需求。如一位年轻女白领目前是 JNBY 的会员，也会给老公或者男朋友买速写的衣服，未来等她步入人生或者职业发展新的阶段，有一定的阅历积累后，可能会成为 LESS 的会员，更喜欢简约、高级的美，那如果之后她结婚生子，可能会成为 jnby by JNBY 的会员，等到孩子大一点了，有独立自主意识了，她会选择让孩子穿蓬马。

图 18: 活跃会员数及年购物超过 5000 元的会员数



资料来源：公司公告、招商证券（注此处为自然年度）

图 19: 活跃会员贡献零售额（左）及年平均消费金额



资料来源：公司公告、招商证券（注此处为自然年度）

4、多品牌多品类覆盖不同年龄人群

JNBY 主品牌的产品风格：随意、艺术、一点知识分子和一点酷。定价比风格接近的 EDITION、DAZZLE 低 30%。版型偏宽松，适合通勤、休闲场景。

图 20: JNBY 品牌风格



资料来源：公司官网、招商证券

主品牌 JNBY 品牌收入规模从 FY2016 的 11.98 亿元增长至 FY2025 的 30.13 亿元, CAGR=11%。受新品牌规模扩张影响, JNBY 的收入占比从 63% 下降至 55%。

门店数从 FY2016 的 712 家扩张到 FY2026 的 992 家, CAGR=3.4%, 所以 JNBY 品牌收入规模的增长主要还是靠线下店效的提升, 以及线上渠道的增长实现的。

图 21: JNBY 品牌收入规模 (亿元) 及同比增速

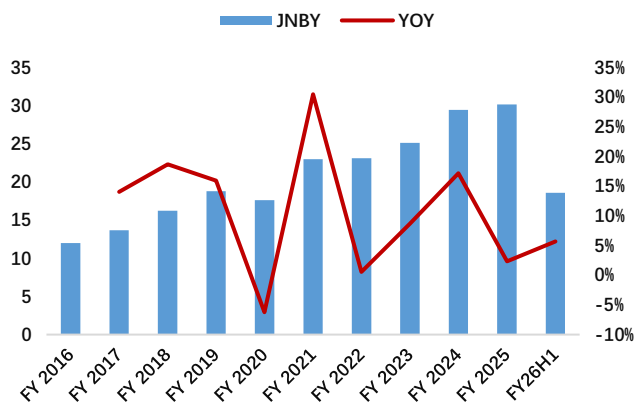
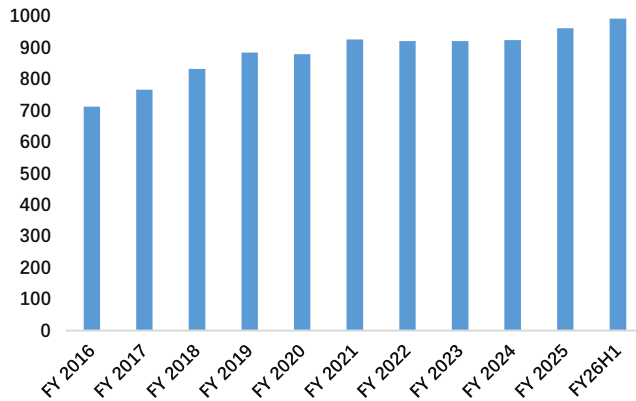


图 22: JNBY 品牌门店数



资料来源: 公司公告、招商证券 (注 FY2025 是指 2024 年 7 月 1 日到 2025 年 6 月 30 日)

资料来源: 公司公告、招商证券 (注 FY2025 是指 2024 年 7 月 1 日到 2025 年 6 月 30 日)

LESS 品牌 简约风格, 注重剪裁和面料质感, 适合 30+ 职场女性。价格带高于 JNBY, 与 EDITION、DAZZLE、THEORY 定价类似。适合会议、通勤、休闲场景。

图 23: LESS 品牌风格



资料来源: 公司官网、招商证券

LESS 品牌的收入规模从 FY2016 的 1.23 亿元增长至 FY2025 的 6.23 亿元, CAGR=20%。门店数从 FY2016 的 93 家扩张到 FY2026H1 的 271 家, 复合增速为 11%。所以 LESS 品牌的收入增长主要由拓店以及店效提升共同推动。

图 24: LESS 品牌收入规模 (亿元) 及同比增速

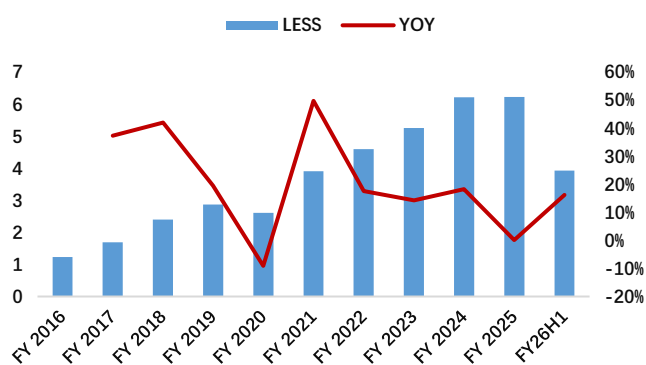
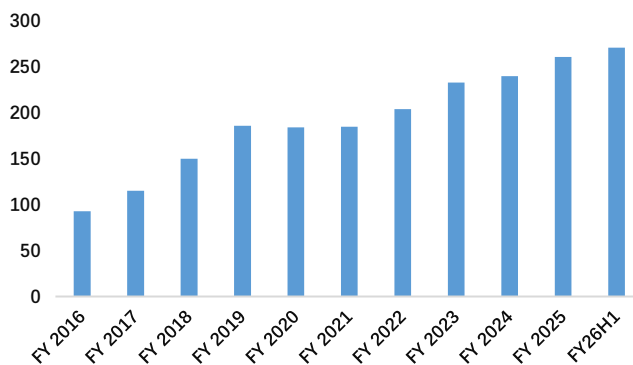


图 25: LESS 品牌门店数



资料来源: 公司公告、招商证券 (注 FY2025 是指 2024 年 7 月 1 日到 2025 年 6 月 30 日)

资料来源: 公司公告、招商证券 (注 FY2025 是指 2024 年 7 月 1 日到 2025 年 6 月 30 日)

速写品牌元素为优雅、质感、现代、文艺, 对购买者的气质和身材要求较高, 所以受众人群有限。定价: 夹克 2000 元+, 毛衫 2000 元+, 裤子 1000 元-1500 元。风衣 2500-4000 元。

图 26: 速写品牌风格



资料来源: 公司官网、招商证券

速写品牌收入规模从 FY2016 的 3.8 亿元增长至 FY2025 的 7.2 亿元, CAGR=7%。门店数从 FY2016 的 211 家扩张到 FY2026H1 的 297 家, CAGR=4%。

图 27: 速写品牌收入规模 (亿元) 及同比增速

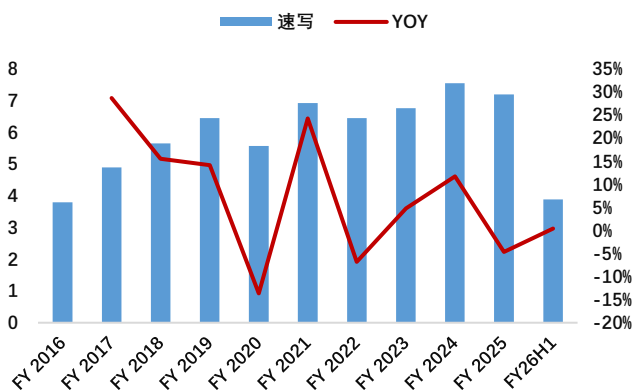
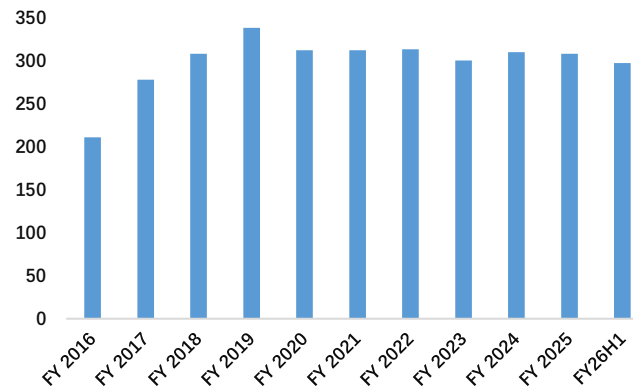


图 28: 速写品牌门店数



资料来源: 公司公告、招商证券 (注 FY2025 是指 2024 年 7 月 1 日到 2025 年 6 月 30 日)

资料来源: 公司公告、招商证券 (注 FY2025 是指 2024 年 7 月 1 日到 2025 年 6 月 30 日)

Jnby BY JNBY 品牌以“自由的想象力”为理念，为 0-10 岁的孩子而设计，借助当代艺术的设计手法，以“自由、想象力、快乐、真实”为设计核心。同时注重穿着的舒适度和面料品质。价格带中高：T 恤的价格 200 元+，裤子 300 元+，卫衣 500 元+，夹克 1000 元+。

图 29: jnby by JNBY 风格

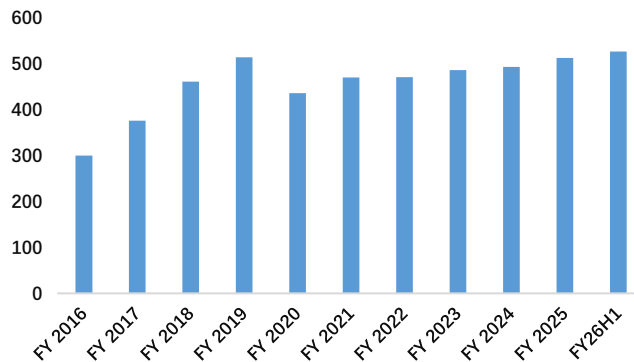
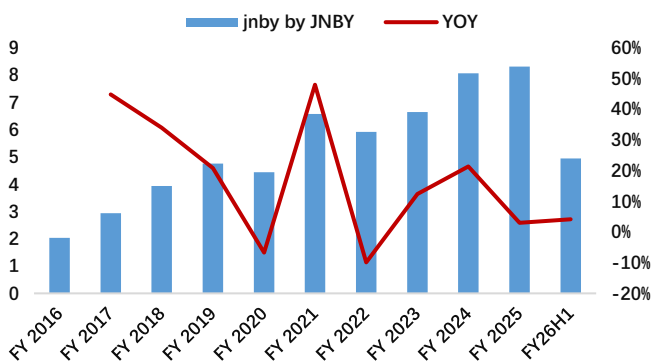


资料来源：公司官网、招商证券

jnby BY JNBY 品牌收入规模从 FY2016 的 2 亿元增长至 FY2025 的 8.31 亿元，CAGR=17%。门店数从 300 家扩张到 527 家，CAGR=6%。

图 30: jnby by JNBY 收入规模（亿元）及同比增速

图 31: jnby by JNBY 品牌门店数



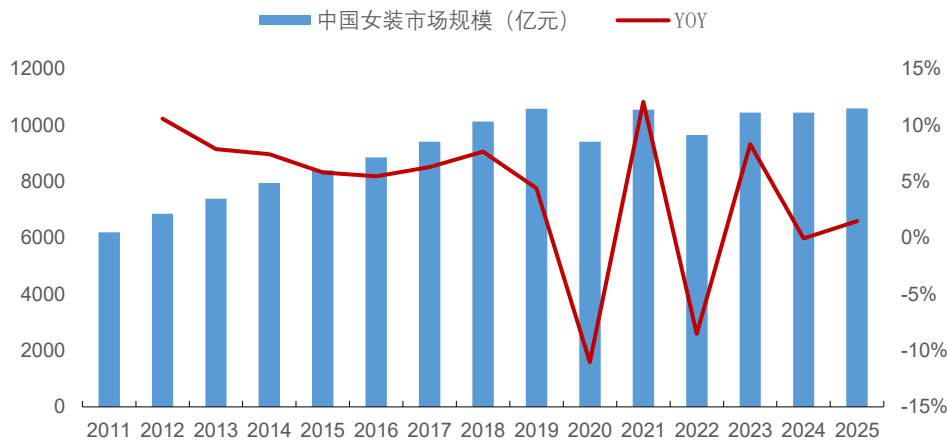
资料来源：公司公告、招商证券（注 FY2025 是指 2024 年 7 月 1 日到 2025 年 6 月 30 日）

资料来源：公司公告、招商证券（注 FY2025 是指 2024 年 7 月 1 日到 2025 年 6 月 30 日）

二、女装行业：万亿市场格局分散，江南布衣在中高端领域表现突出

万亿市场格局分散，女装品牌百花齐放。根据欧睿数据，2025 年国内女装市场规模约 1 万亿，同比增长 1.5%；格局长期较为分散，2025 年前五大品牌份额共 5.3%、前十大品牌份额共 8.0%。按照定位差异，我们将头部品牌划分为 5 大类：1) 奢侈品：Prada、miumiu 等；2) 高端商务女装：歌力思、Laurèl、LESS、宝姿、Marisfrolg、THEORY 等；3) 高端时尚女装：IRO、self-portrait、DAZZLE、edition、maje、sandro 等；4) 中高端通勤女装：JNBY、Mo&Co、OVV、d'zzit 等；5) 中档女装：ONLY、Ochirly、Tennie Wennie 等。

图 32: 中国女装市场规模 (亿元) 及 YOY



资料来源: Euromonitor、招商证券

图 33: 头部女装品牌划分

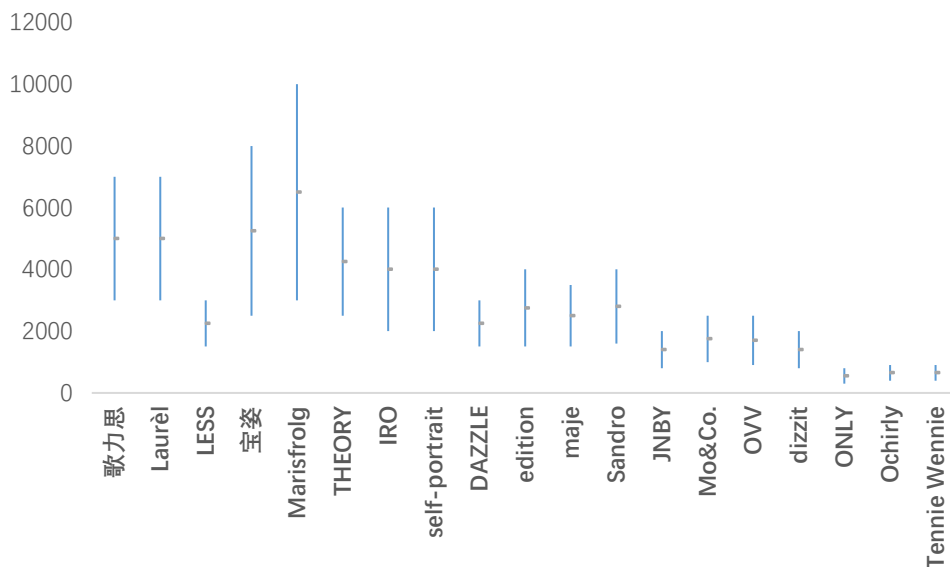


资料来源: 招商证券

1、价格带对比: JNBY 和 LESS 在同等品质女装中的性价比优势明显

奢侈品主要价格带在 6000-50000 元, 显著高于其他层级; 自奢牌以下, 高端商务女装 1500-8000 元, 高端时尚女装 1500-6000 元, 中高端女装 800-2500 元, 中档女装 300-900 元。LESS 在高端女装领域、JNBY 在中高端女装领域性价比优势突出。

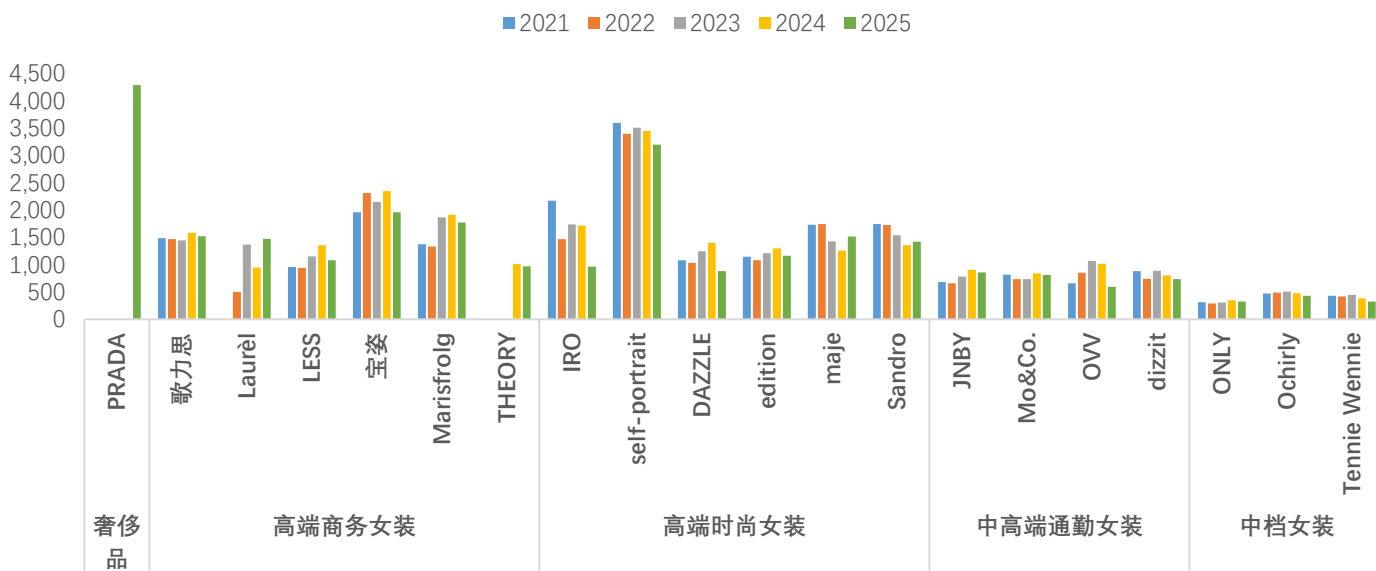
图 34: 各品牌主要价格带 (元)



资料来源: 各品牌官网、招商证券

线上价格差距缩小，竞争更激烈。从线上销售均价来看：奢侈品牌线上均价虽然低于其品牌主流价格带但依然显著领先；高端商务女装线上 1000-2000 元，高端时尚女装线上 1000-1500 元 (self-portrait 因线上线下同款同价所以价格较高)，二者差距较小；中高端女装线上 600-1000 元，具有相对性价比优势；中档女装线上 300-500 元。从线上均价的变动来看：2025 年大多数女装品牌均价同比都有所回落，体现出线上渠道竞争压力较大。

图 35: 各品牌线上均价 (元)



资料来源: 久谦、招商证券

2、规模与增长：中高端&中档品牌规模大，歌力思与江南布衣旗下品牌增长势头良好

从上市公司年报中的收入规模结合欧睿与久谦的零售规模来看：中高端的

Mo&Co、JNBY、中档的 ONLY、Ochirly 规模体量较大，在 30 亿以上；其次是奢侈品、高端商务类的宝姿、Marisfrolg、中档的 Tennie Wennie，规模在 20-30 亿；高端的歌力思品牌、DAZZLE、edition 规模在 10-20 亿；Laurèl、IRO、self-portrait、LESS、d'zzit、THEORY 规模 4-10 亿；maje、Sandro、OVV 规模 2-4 亿。

从增速看：2021-2024 年间 CAGR 正增的品牌有奢牌、歌力思、Laurèl、LESS、IRO、self-portrait、JNBY，主要来自歌力思和江南布衣两家上市公司；中档女装与部分高端女装下滑。

表 1：2020-2025 各品牌收入或终端零售规模（亿元）

分类	品牌	2020	2021	2022	2023	2024	2025	近 5 年 CAGR	21-24 年 CAGR
奢侈品	PRADA					22.9	29.4	29%	29%
	Miumiu			14.4	19.8	32.3	26.3	22%	50%
高端商务女装	歌力思	9.4	10.1	8.9	10.7	11.6		5%	5%
	Laurèl	1.5	2.4	2.4	3.5	4.1		30%	20%
	LESS	3.9	4.6	5.3	6.2	6.2		12%	11%
	宝姿		31.6	19.3	31.3	20.9	21.2	-10%	-13%
	Marisfrolg		21.1	19.3	20.9	20.9	21.2	0%	0%
	THEORY		8.3	9.6	12.1	7.7	6.6	-5%	-3%
高端时尚女装	IRO	5.4	5.9	6.6	7.3	6.6		5%	4%
	self-portrait	0.3	1.8	2.8	4.2	5.1		98%	42%
	DAZZLE	14.8	16.3	13.1	14.3	11.6		-6%	-11%
	edition		21.1	19.3	20.9	10.4	10.6	-16%	-21%
	maje		7.3	5.1	5.3	3.4	2.5	-24%	-23%
	Sandro		9.1	6.1	6.1	3.6	3.2	-23%	-26%
中高端通勤女装	JNBY	23.0	23.1	25.1	29.4	30.1		7%	9%
	Mo&Co		52.7	38.6	52.2	52.2	53.0	0%	0%
	OVV		3.8	3.5	3.2	3.2	3.2	-4%	-6%
	d'zzit	8.6	10.3	8.9	10.2	8.8		1%	-5%
中档女装	ONLY		73.8	67.5	73.1	41.7	42.4	-13%	-17%
	Ochirly		63.2	48.2	52.2	41.7	31.8	-16%	-13%
	Tennie Wennie	16.1	23.6	22.1	24.6	22.9		9%	-1%

资料来源：歌力思、江南布衣、地素时尚、锦泓集团年报，欧睿，久谦，招商证券

注：歌力思、Laurel、IRO、SP，DAZZLE、d'zzit、JNBY、LESS，TW 数据为品牌收入规模，来自上市公司年报（2020-2024 年，其中江南布衣的年度有错期，2024 年实为 2024.7-2025.6）；宝姿、Marisfrolg、edition、Mo&Co、ONLY、Ochirly 数据为终端零售规模，根据欧睿的数据估算（2021-2025 年）；其他品牌数据为线上零售流水+线下门店销售，来自久谦（2021-2025 年）

3、毛利率：高时尚属性品牌毛利率更高

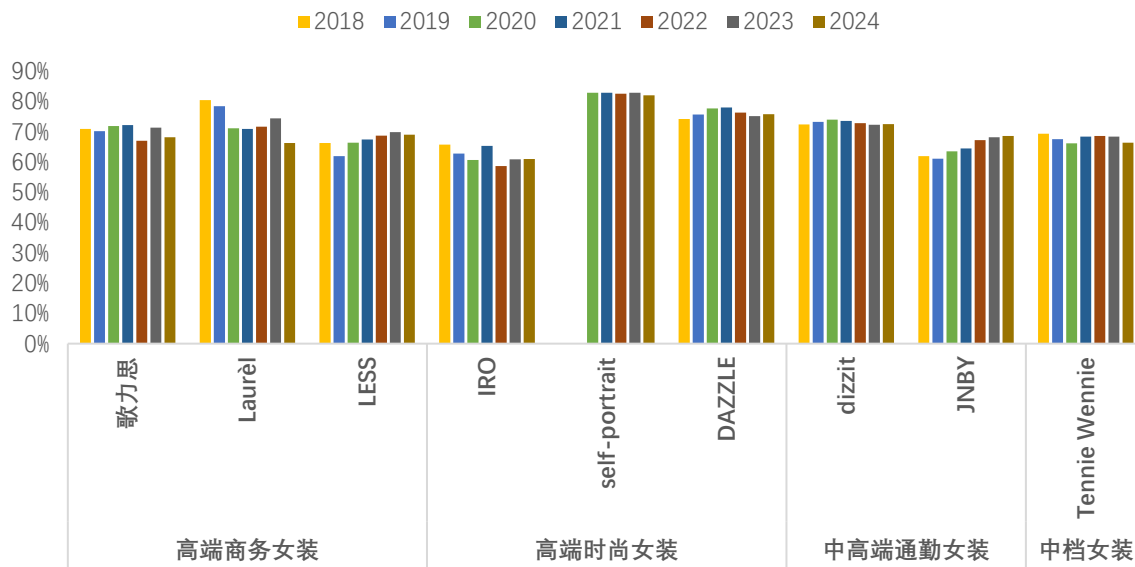
时尚属性高的品牌毛利率更高（直营毛利率 ≥ 80%）：高端时尚 self-portrait、DAZZLE 与中高端时尚 d'zzit 的品牌毛利率高于 70%（高端时尚 IRO 因包含法国的影响除外），self-portrait 全直营，即其 2024 年直营毛利率为 82%，DAZZLE 和 d'zzit 加盟比例较高，结合上市公司直营门店的毛利率为 81%，推测 DAZZLE 和 d'zzit 品牌直营毛利率在 80% 以上。

其他品牌毛利率大多在 65%-70%，其中江南布衣旗下的设计师品牌 LESS 和 JNBY 更接近 70% 且过去几年保持提升，考虑到这两个品牌是加盟为主，估算其直营毛利率更高（推测直营毛利率 75% 左右），高于高端商务品牌、中档品牌。

多品牌 2024 年受终端消费不景气影响毛利率承压，但地素时尚与江南布衣旗下

品牌的品牌毛利率与直营门店毛利率逆势提升。

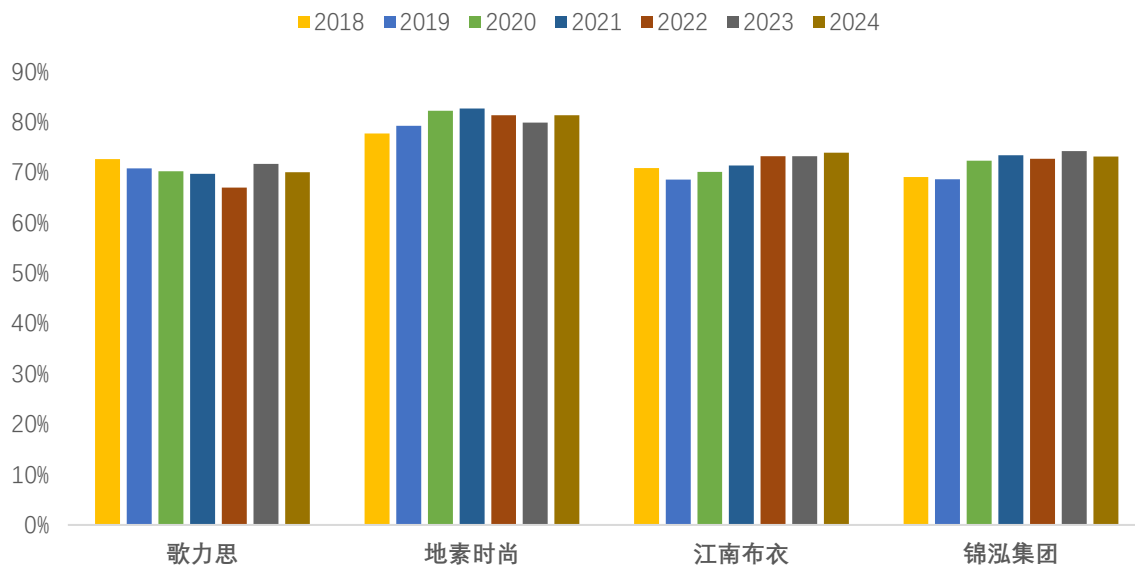
图 36: 品牌毛利率 (全渠道)



资料来源: 歌力思、江南布衣、地素时尚、锦泓集团年报, 招商证券

注: 此处品牌毛利率包含直营和加盟, 其中 SP 全直营, 其毛利率即为直营毛利率; 歌力思、Laurel、IRO、TW 直营为主, 其直营毛利率应略高于品牌毛利率; DAZZLE、d'zzit、LESS、JNBY 加盟为主 (此处 JNBY 和 LESS 的 2024 年对应为 2024.7-2025.6), 其直营毛利率应更高于品牌毛利率。

图 37: 品牌所属上市公司线下直营渠道毛利率



资料来源: 歌力思、江南布衣、地素时尚、锦泓集团年报, 招商证券

注: 此处线下直营渠道毛利率包含上市公司旗下多品牌, 江南布衣的 2024 年对应为 2024.7-2025.6

4、门店: 中高端&中档品牌门店数量多, 江南布衣和地素时尚通过加盟布局更广

从门店数量看: 中档女装 Tennie Wennie 数量最多, 直营和加盟门店共计 1000 家以上, 其中直营 700 家以上; 中高端 JNBY、d'zzit 和高端时尚 DAZZLE 门店数约 400-1000 家, 这 3 个品牌加盟店数量是直营店的 3 倍左右, 依靠加盟更大

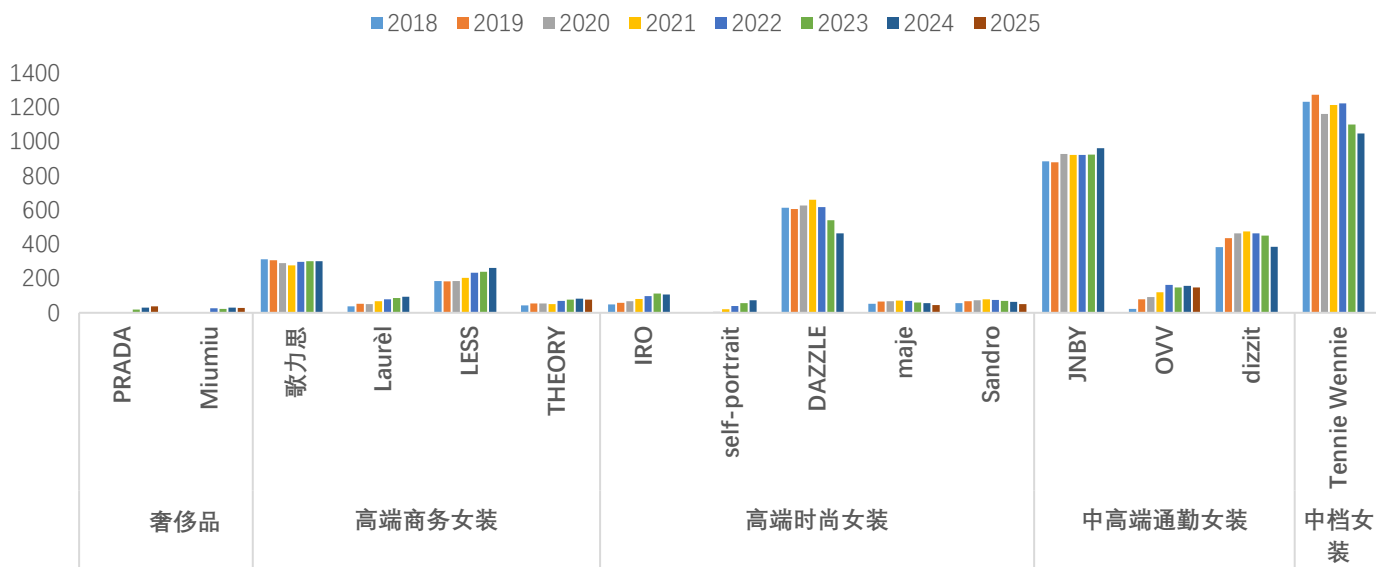
敬请阅读末页的重要说明

幅拓店；高端的歌力思和中高端的 LESS 门店数 200-300 家。

近 4-5 年门店数量增加的品牌有：歌力思、Laurèl、LESS、THEORY、IRO、self-portrait、JNBY，主要来自歌力思和江南布衣两家公司。

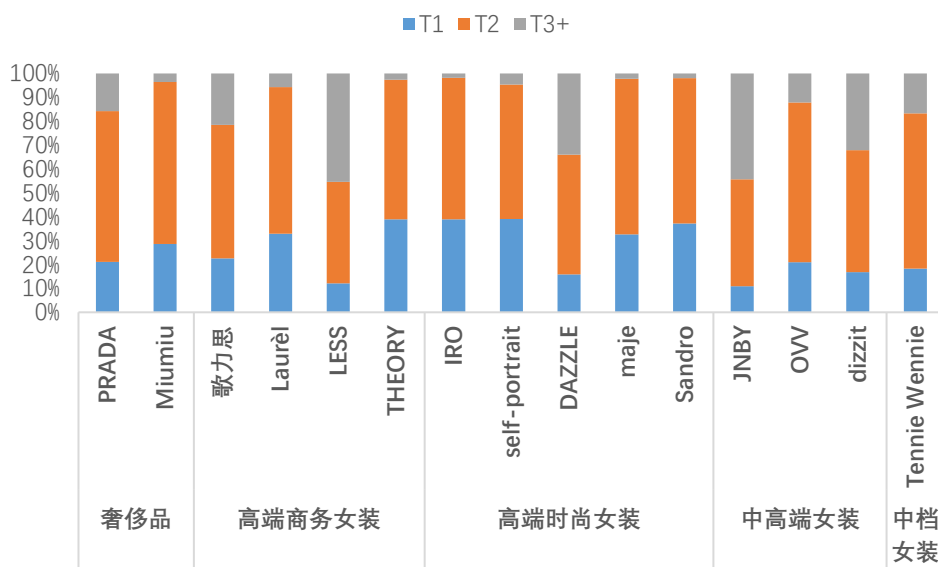
从门店分布看：中高端江南布衣和地素时尚旗下品牌通过加盟模式能够覆盖到三线城市城市，江南布衣（JNBY 和 LESS）门店在一二线城市/三线及以下城市分别占比 55%/45%，地素时尚（DAZZLE 和 d'zzit）分别占比 67%/33%，对应这几个品牌加盟店数量也更多；其他品牌门店在一二线占比约 80%甚至 90%以上。

图 38: 各品牌历年门店数



资料来源：歌力思、江南布衣、地素时尚、锦泓集团年报，久谦，招商证券
 注：歌力思、Laurèl、IRO、SP, DAZZLE、d'zzit, JNBY、LESS, TW 品牌数据来自上市公司年报（2018-2024 年，JNBY 和 LESS 的 2024 年对应为 2024.7-2025.6），其他品牌数据来自久谦（2018-2025 年）

图 39: 2025 年品牌门店按城市线级分布

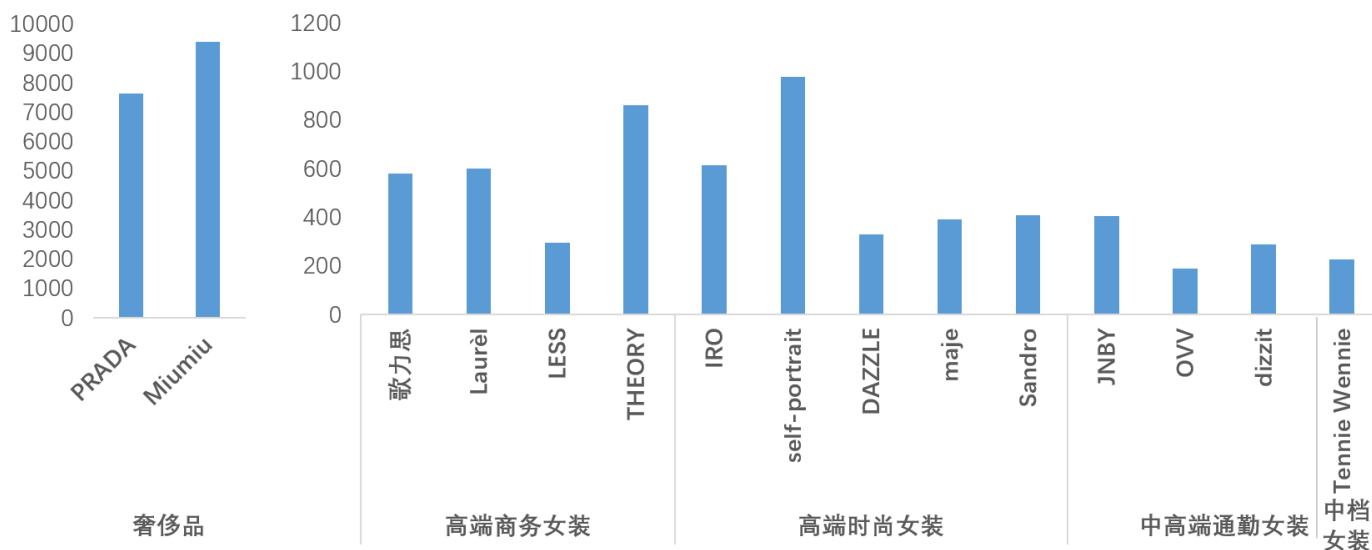


资料来源：久谦、招商证券

5、店效：高端领域歌力思领先，中高端领域江南布衣领先

店效：奢侈品年度店效 7500 万-1 亿元遥遥领先，但女装品类只是其中一部分，其皮包配饰贡献较高。高端女装中歌力思公司 2024 年直营店效超 500 万元/年，其中包含歌力思、Laurèl、IRO、self-portrait 以及 2025 年剥离的 Ed Hardy 品牌，预计前 4 个主要品牌的实际店效高于 500 万；中高端女装江南布衣公司 FY2025 直营店效超 420 万元/年，其中包含 JNBY、LESS、速写、jnby by JNBY 等品牌。

图 40：各品牌平均店效（万元/年）



资料来源：上市公司公告、久谦、招商证券

三、盈利预测及投资建议

公司将继续追求健康稳健增长，保持个位数净开店幅度，更加重视门店位置与经营质量，提升单店店效，从而实现收入规模的持续增长。分品牌看，成熟品牌 JNBY 收入体量已超 30 亿，预计将保持中单位数增长；成长品牌 LESS 受益于前期门店形象升级、签约代言人等举措的效果，增速将快于成长品牌 jnby by JNBY、速写；新兴品牌规模基数较小，预计将延续较快的增长。毛利率方面，预计公司多品牌毛利率均稳中有升，但考虑到毛利率较低的新兴品牌增速更快、收入比重提升，公司整体毛利率将保持稳健。

表 2：江南布衣收入与盈利预测（亿元）

	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
一、成熟品牌	29.44	30.13	32.00	33.70	35.10
1、JNBY	29.44	30.13	32.00	33.70	35.10
YOY	17%	2%	6.2%	5.3%	4.2%
门店数	924	961	995	1015	1025
二、成长品牌	21.84	21.74	23.21	24.72	26.17
2、速写	7.55	7.20	7.29	7.76	8.17
YOY	12%	-5%	1.3%	6.4%	5.3%
门店数	310	308	300	310	320
3、jnby by JNBY	8.07	8.31	8.76	9.10	9.45
YOY	21%	3%	5.4%	3.9%	3.9%

		FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
门店数		493	513	530	540	550
3、LESS		6.22	6.23	7.15	7.86	8.54
	YOY	18%	0%	14.8%	9.9%	8.7%
门店数		240	261	275	285	295
三、新兴品牌		1.74	3.61	4.69	6.10	7.93
	YOY	104%	107%	30.0%	30.0%	30.0%
营业总收入		53.02	55.48	59.90	64.53	69.20
	YOY	19%	5%	8.0%	7.7%	7.2%
毛利率		66.3%	65.6%	66.3%	66.3%	66.2%
归母净利润		8.49	8.93	9.66	10.42	11.15
	YOY	36.7%	5.1%	8.3%	7.8%	7.1%
净利率		16.2%	16.1%	16.1%	16.1%	16.1%

资料来源：公司公告、招商证券（注：FY2025 是指 2024 年 7 月 1 日-2025 年 6 月 30 日）

我们预计公司 FY26-FY28 收入规模分别为 59.9 亿元、64.5 亿元、69.2 亿元，同比增速分别为 8%、8%、7%；净利润规模分别为 9.66 亿元、10.42 亿元、11.15 亿元，同比增速分别为 8%、8%、7%。当前市值对应 FY26PE11X, FY27PE10X，年均分红比例 70%以上对应当前股息率 6%以上，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

四、风险提示

- 1、终端消费不及预期的风险：**服装行业易受宏观经济波动、消费信心、流行趋势及季节气候等多重因素影响，若外部因素导致终端客流、客单价及复购率下滑，公司营收与利润增长将面临压力。
- 2、行业竞争加剧的风险：**公司处于高度竞争并相对分散的女装行业，有可能面临来自现有及新加入竞争者的各类挑战。竞争加剧可能会导致打折、营销开支增加或市场份额损失，进而对公司经营状况及盈利能力造成不利影响。
- 3、多品牌运营管理的风险：**公司多品牌发展，各品牌在定位、设计、客群及运营模式上存在差异。随着品牌数量增加，若公司无法持续提升多品牌统筹管理能力、实现资源高效配置，可能导致内部管理效率下降、运营成本上升，进而对整体经营业绩产生不利影响。
- 4、文中提到的部分其他品牌数据为估算值，可能与实际值有所差异。**

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产	2594	2763	3267	3839	4457
现金及现金等价物	699	263	652	1083	1556
交易性金融资产	20	66	66	66	66
其他短期投资	680	724	724	724	724
应收账款及票据	122	126	136	146	157
其它应收款	350	652	704	758	813
存货	720	933	985	1062	1141
其他流动资产	3	0	0	0	0
非流动资产	1778	1765	1887	2017	2124
长期投资	294	279	279	279	279
固定资产	427	434	556	686	793
无形资产	768	762	762	762	762
其他	288	291	291	291	291
资产总计	4372	4528	5153	5856	6582
流动负债	1746	1760	1855	1993	2137
应付账款	261	239	253	272	293
应交税金	77	74	74	74	74
短期借款	0	0	0	0	0
其他	1409	1447	1528	1647	1770
长期负债	415	361	361	361	361
长期借款	0	0	0	0	0
其他	415	361	361	361	361
负债合计	2161	2120	2215	2354	2497
股本	5	5	5	5	5
储备	2165	2356	2881	3440	4015
少数股东权益	42	47	52	58	64
归属于母公司所有者权益	2169	2361	2886	3444	4020
负债及权益合计	4372	4528	5153	5856	6582

现金流量表

单位：百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动现金流	1603	1133	1303	1508	1704
净利润	849	893	966	1042	1115
折旧与摊销	417	430	434	555	685
营运资本变动	222	(313)	(20)	(3)	(2)
其他非现金调整	115	123	(78)	(86)	(95)
投资活动现金流	(283)	(517)	(472)	(594)	(692)
资本性支出	(144)	(442)	(556)	(686)	(793)
出售资产获得的现金	0	1	1	1	1
投资增减	2333	2551	0	0	0
其它	116	30	84	92	101
筹资活动现金流	(1148)	(1051)	(442)	(483)	(539)
债务增减	(419)	(327)	0	0	0
股本增减	(2)	(93)	0	0	0
股利支付	727	629	442	483	539
其它筹资	0	(2)	(0)	(0)	(0)
其它调整	(1453)	(1259)	(884)	(966)	(1078)
现金净增加额	174	(436)	389	431	473

利润表

单位：百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
总营业收入	5238	5548	5990	6453	6921
主营业务收入	5238	5548	5990	6453	6921
营业成本	1768	1909	2017	2174	2337
毛利	3470	3639	3973	4279	4583
营业支出	2333	2507	2738	2949	3163
营业利润	1137	1132	1235	1330	1421
利息支出	38	32	0	0	0
利息收入	45	44	9	17	26
权益性投资损益	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
其他非经营性损益	71	76	76	76	76
非经常项目损益	0	0	0	0	0
除税前利润	1213	1218	1319	1421	1522
所得税	365	321	347	374	400
少数股东损益	(1)	5	5	6	6
归属普通股股东净利润	849	893	966	1042	1115
EPS(元)	1.64	1.72	1.81	1.95	2.09

主要财务比率

	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
年成长率					
营业收入	17%	6%	8%	8%	7%
营业利润	46%	-0%	9%	8%	7%
净利润	37%	5%	8%	8%	7%
获利能力					
毛利率	66.3%	65.6%	66.3%	66.3%	66.2%
净利率	16.2%	16.1%	16.1%	16.1%	16.1%
ROE	39.1%	37.8%	33.5%	30.2%	27.7%
ROIC	39.6%	38.3%	33.1%	29.9%	27.5%
偿债能力					
资产负债率	49.4%	46.8%	43.0%	40.2%	37.9%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.5	1.6	1.8	1.9	2.1
速动比率	1.1	1.0	1.2	1.4	1.6
营运能力					
资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
存货周转率	2.3	2.3	2.1	2.1	2.1
应收账款周转率	11.8	8.9	7.4	7.4	7.4
应付账款周转率	7.1	7.6	8.2	8.3	8.3
每股资料(元)					
每股收益	1.64	1.72	1.81	1.95	2.09
每股经营现金	3.09	2.18	2.44	2.83	3.20
每股净资产	4.18	4.55	5.41	6.46	7.54
每股股利	1.56	1.26	1.36	1.46	1.57
估值比率					
PE	11.8	11.2	10.6	9.9	9.2
PB	4.6	4.2	3.6	3.0	2.6
EV/EBITDA	7.1	7.1	6.8	6.0	5.4

资料来源：公司数据、招商证券（货币单位：人民币）

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。