



江南布衣 (3306.HK): 设计师品牌服装集团如何穿越周期, 实现可持续增长

我们首次覆盖江南布衣 (3306.HK), 首予“买入”评级, 目标价为 26.1 港元, 潜在升幅 20.5%。公司近年派息率稳定在 75%, 现价对应 FY26E 股息率约 7.3%, 股息率吸引, 可作为可持续稳健增长的高股息标的配置。在本报告中我们将回答以下两个问题: (1) 为什么过往公司能穿越周期和舆论危机, 具备经营 Alpha 和业绩韧性? (2) 为什么在当前偏弱的零售环境下, 我们仍看好公司稳健增长的可持续性?

- **公司具备设计和艺术商业基因, 设计和品牌力双驱动: 创始人的审美意志决定了品牌辨识度和粉丝粘性, 商业化能力则决定品牌能否行稳致远。** 共同创始人李琳作为首席创意官把控整体创意, 共同创始人吴健作为董事长统筹商业运营和供应链, 平衡设计与商业。设计团队架构清晰, 核心设计师有股权激励, 设计风格连贯。产品设计和艺术审美是公司的核心优势, 品牌力则是业务“放大器”。
- **独特且具备风格一致性的产品+会员运营能力, 构筑起粉丝高粘性:** 江南布衣客群共性表现为重视个性表达和热爱人文艺术, 对价格并非极度敏感, 更关注服饰产品和品牌所带来的对于个人特质、品味与生活态度的彰显。核心主力客群年龄在 30-40 岁之间。产品创新迭代叠加风格独特连贯, 构成粉丝高粘性根基。同时, 公司具备会员精细化运营能力, 以人文艺术活动链接粉丝群体, 注重会员特权, 会员权益和活动高度契合客群需求。
- **“全域零售+数字化中台+物流能力”三大基础能力支撑持续成长:** 公司以粉丝为核心建立全域零售体系, 粉丝在哪里, 渠道就在哪里。公司经销渠道架构为一层经销商, 由直营 DTC 系统统一管控直营和经销门店, 并建立库存共享系统 (线上及线下、直营及经销渠道货盘共享)。品牌方以先款后货方式结算, 没有账期 (FY25 应收周转天数为 8 天), 设置 10%-20% 退货比例政策。公司采取四年产品生命周期管理体系, 自建的物流园设施位于杭州, 支撑全国货品跨区域调度, 实现商品高效周转和有效控制风险。
- **多品牌规模化策略, 围绕设计师品牌积极拓展:** 展望各品牌中长期规模目标 (零售额口径, 浦银国际估算), 成熟品牌 JNBY 有望以单位数增速持续成长; 成长品牌 LESS、速写中长期潜在规模有望达人民币 25 亿元左右/20-25 亿元, 当前均达 10 亿元以上; 童装品牌 (含 jnby by JNBY、jnby mini、蓬马、onmygame) 的中长期潜在规模有望达约 50 亿元, 目前 jnby by JNBY 零售额规模已达 10-15 亿元。

何丽敏

消费分析师

limin_he@spdbi.com

(852) 2808 6438

林闻嘉

首席消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433


2026 年 4 月 30 日

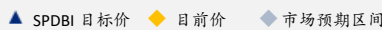
评级


买入

目标价 (港元)	26.1
潜在升幅/降幅	+ 20.5%
目前股价 (港元)	21.7
52 周内股价区间 (港元)	13.0-22.8
总市值 (百万港元)	11,510
近 3 月日均成交额 (百万港元)	39.0

市场预期区间


 HKD 21.7 HKD 22.5 HKD 26.1 HKD 26.8


 ▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

截至 2026 年 4 月 29 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价相对表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



- **估值及目标价：**结合江南布衣集团过往的业绩韧性、增长的可持续性，给予 12 倍 FY26E PE 估值，对应目标价 26.1 港元。
- **投资风险：**（1）终端消费力不足，终端销售不及预期；（2）行业竞争加剧；（3）线下客流承压；（4）品牌老化和创意不足，会员粉丝流失；（5）已有品牌到达规模瓶颈，新品牌整合不及预期等。

图表 1：盈利预测和财务指标（FY2024-FY2028E）

人民币百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	5,303	5,548	6,006	6,364	6,754
同比增速 (%)	18.8%	4.6%	8.2%	6.0%	6.1%
归母净利润	847	893	973	1,034	1,100
同比增速 (%)	36.4%	5.3%	9.0%	6.3%	6.3%
归母净利润率	16.0%	16.1%	16.2%	16.3%	16.3%
每股盈利 (元)	1.67	1.74	1.90	2.02	2.15
PE (x)	11.4	11.0	10.0	9.4	8.9

注：公司财年截至 6 月 30 日结束；E=浦银国际预测；

资料来源：公司报告、浦银国际

目录

投资观点：可持续稳健增长的高股息标的	5
• 业绩及股价复盘	6
解析江南布衣的经营 Alpha 及增长可持续性	8
• 公司具备设计和艺术商业基因，设计和品牌力双驱动	8
• 独特且连贯的产品风格+会员运营能力，粉丝高粘性	11
• 全域零售、数字化中台、物流三大基础能力支撑成长	15
• 多品牌规模化策略，围绕设计师品牌积极拓展	17
与可比公司的财务数据比较	19
盈利预测	20
估值及目标价	21
投资风险	21
SPDBI 乐观与悲观情景假设	23
公司简介及行业背景	24
• 公司介绍	24
• 公司发展历程	24
• 公司管理层	24
• 股权结构	26
• 设计师品牌服装行业：细分有空间，细分有利润	27

财务报表分析及预测

会计年度	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	5,303	5,548	6,006	6,364	6,754
营业成本	-1,807	-1,909	-2,033	-2,157	-2,290
毛利	3,496	3,639	3,973	4,206	4,465
销售费用	-1,855	-1,977	-2,152	-2,265	-2,404
管理费用	-506	-530	-583	-611	-642
其他损益	58	65	82	70	70
营业利润	1,193	1,197	1,320	1,400	1,488
财务收入/(费用)净额	20	23	12	13	14
权益法入账的被投资公司损益	-1	-2	-2	-2	-2
除税前溢利	1,211	1,218	1,331	1,411	1,500
所得税	-365	-321	-353	-371	-395
净利润	847	898	978	1,040	1,106
少数股东损益	-1	5	5	6	6
归属于母公司净利润	847	893	973	1,034	1,100
EPS (人民币元)	1.67	1.74	1.90	2.02	2.15

财务和估值比率

会计年度	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
成长性					
营业收入yoy	18.8%	4.6%	8.2%	6.0%	6.1%
营业利润yoy	39.0%	0.4%	10.3%	6.0%	6.3%
归母净利润yoy	36.4%	5.3%	9.0%	6.3%	6.3%
盈利能力					
毛利率	65.9%	65.6%	66.2%	66.1%	66.1%
净利率	16.0%	16.2%	16.3%	16.3%	16.4%
归母净利率	16.0%	16.1%	16.2%	16.3%	16.3%
ROE	40.4%	38.7%	34.8%	35.3%	44.4%
偿债能力					
资产负债率	50%	47%	45%	44%	42%
有息负债率	0%	0%	0%	0%	0%
负债权益比	101%	88%	82%	78%	73%
流动比率	1.4	1.6	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.0	1.0	1.2	1.2	1.4
营运能力					
存货周转天数	156	161	163	156	156
应收账款天数	9	8	8	8	8
应付账款天数	50	48	43	42	42
每股指标 (元)					
每股收益	1.67	1.74	1.90	2.02	2.15
每股净资产	4.4	4.7	5.2	5.7	6.3
估值比率					
PE	11.4	11.0	10.0	9.4	8.9
PB	5.0	4.6	4.2	3.8	3.5

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

会计年度	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产	2,638	2,763	3,010	3,312	3,620
现金	699	263	529	724	968
应收账款	122	126	137	146	154
应收关联方款项及预付款	362	652	672	691	712
存货	751	933	883	961	996
短期银行存款	680	724	724	724	724
非流动资产	1,809	1,765	1,825	1,877	1,923
物业、厂房及设备	458	434	467	491	508
有使用权资产	642	634	647	660	673
递延税项资产	261	267	275	283	291
无形资产	126	127	134	140	147
其他	321	303	303	303	303
资产总计	4,447	4,528	4,836	5,189	5,543
流动负债	1,822	1,760	1,806	1,881	1,941
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	261	239	236	260	267
应付关联方款及应计费用	908	844	883	924	967
合同负债	459	463	473	482	492
其他	194	213	214	215	215
非流动负债	415	361	373	387	401
递延税项负债	34	31	32	34	36
租赁	181	156	164	173	181
应付关联方款及应计费用	199	173	177	180	184
负债合计	2,237	2,120	2,179	2,268	2,341
股本	5	5	5	5	5
储备	2,163	2,356	2,600	2,858	3,133
少数股东权益	42	47	53	58	64
归属于母公司所有者权益	2,168	2,361	2,604	2,863	3,138
负债及权益合计	4,447	4,528	4,836	5,189	5,543

会计年度	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
除税前溢利	1,211	1,218	1,331	1,411	1,500
折旧摊销	129	134	130	139	147
利息收入	-45	-44	12	13	14
营运资金变动	215	-313	61	-34	-8
已付所得税	-341	-323	-353	-371	-395
其它	430	461	0	0	0
经营活动现金流	1,600	1,133	1,182	1,159	1,258
投资活动现金流	-286	-517	-181	-183	-185
筹资活动现金流	-1,147	-1,051	-734	-781	-829
现金净增加额	167	-435	266	195	244
现金期初金额	530	699	263	529	724
现金期末金额	699	263	529	724	968

江南布衣(3306.HK): 设计师品牌服装集团如何穿越周期, 实现可持续增长

投资观点: 可持续稳健增长的高股息标的

为何江南布衣集团能穿越周期和可持续增长? 我们的观点如下:

(1) 公司具备设计和艺术商业基因, 设计和品牌力双驱动。

创始人的审美意志决定了品牌辨识度和粉丝粘性, 商业化能力则决定品牌能否行稳致远。公司共同创始人李琳作为首席创意官把控整体创意, 吴健作为董事长统筹商业运营和供应链, 平衡设计与商业。

设计团队架构清晰, 且公司对核心设计师有股权激励, 品牌保持风格连贯。产品设计力和艺术审美是公司的核心优势, 品牌力则是业务“放大器”, 通过代言、大型活动等, 进一步传播品牌美誉度。

(2) 独特且具备风格一致性的产品+会员运营能力, 构筑粉丝高粘性。

江南布衣客群共性表现为重视个性表达和热爱人文艺术, 对价格并非极度敏感, 更关注服饰产品和品牌所带来的对于个人特质、品味与生活态度的彰显, 核心主力客群年龄段位于 30-40 岁之间。产品创新迭代叠加风格独特连贯, 构成粉丝高粘性根基。

会员精细化运营能力, 有效链接粉丝群体: 公司具备意愿和资源投入会员运营。会员运营体系完善、运营管理精细、注重会员特权。公司以人文艺术活动链接粉丝群体, 会员权益和活动高度契合客群需求。据公司调研, 当年购买的新会员, 在第 n+1、第 n+2 年的复购率都达到 35% 以上。

(3) “全域零售+数字化中台+物流能力” 三大基础能力支撑持续成长。

公司以粉丝为核心建立全域零售体系, 粉丝在哪里, 渠道就在哪里。FY25 公司直营/经销/电商渠道分别占总收入 37%/41%/22%。公司经销渠道架构为一层经销商, 由直营 DTC 系统统一管控直营和经销门店, 并建立库存共享系统, 因此消费者对直营和经销门店的感知并无差别。品牌方以先款后货方式结算, 没有账期 (FY25 应收周转天数为 8 天), 设置 10%-20% 退货比例政策。

产品存货管理上, 公司采取四年产品生命周期管理体系, 建设了全国库存共享分配系统——线上及线下、直营及经销渠道货盘共享。公司自建的物流园设施位于杭州, 支撑全国货品跨区域调度, 实现商品高效周转和有效控制风险。

(4) 多品牌规模化策略，围绕设计师品牌积极拓展。

公司定位多品牌规模化的设计师品牌服装集团，公司所在的设计师品牌服装市场是一个 niche market，细分有空间，细分有利润。

展望各品牌中长期规模目标（零售额口径，浦银国际估算）：成熟品牌 JNBY 有望以单位数增速持续成长；成长品牌 LESS、速写中长期潜在规模有望达人民币 25 亿元左右/20-25 亿元，这两个品牌目前零售额规模均达 10 亿元以上；童装品牌（含 jnby by JNBY、jnby mini、蓬马、onmygame）的中长期潜在规模有望达 50 亿元左右，目前 jnby by JNBY 零售额规模已达 10-15 亿元。

(5) 公司具备可持续稳健增长属性，为高股息优质配置标的。

江南布衣集团近年派息率稳定在 75%，现价对应 FY26E 股息率约 7.3%（截至 2026 年 4 月 28 日），股息率吸引。

• 业绩及股价复盘

FY19-FY25，公司收入/归母净利润复合增速分别为 8.7%/10.7%，期间疫情导致 FY20 和 FY22 的业绩短暂承压，2021 年下半年至 2022 年的童装舆情阶段性压制估值。从 2023 年至今，我们看到江南布衣业绩跑赢同业，公司收入端保持中高单位数正增长，呈现正向经营杠杆（而同期中高端女装行业增长乏力），并多年保持 75% 的稳定派息率。在 2017 年 1 月 1 日至 2026 年 4 月 15 日期间，按前复权口径，公司股价累计涨幅达 567%。

在本报告中我们将解析以下两个问题：

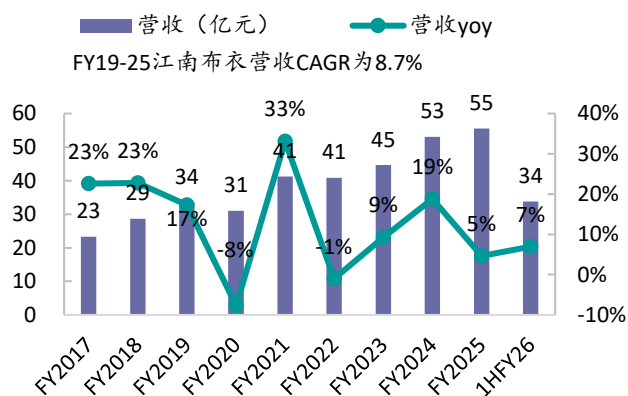
- 一是为什么过往公司能穿越周期和舆论危机，具备经营 Alpha 和业绩韧性？
- 二是为什么在当前偏弱零售环境下，我们仍看好公司稳健增长的可持续性？

图表 2：公司股价复盘



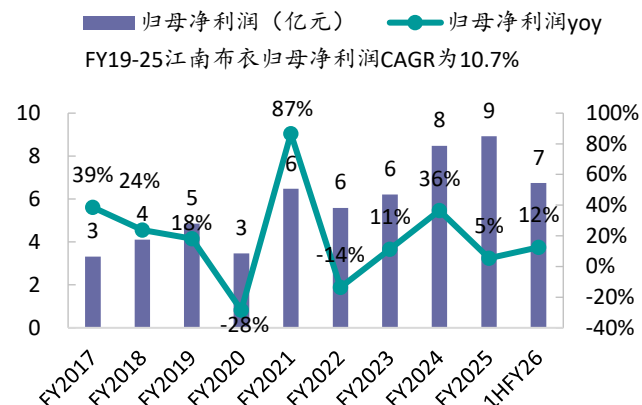
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3：江南布衣 FY19-FY25 收入 CAGR 为 8.7%



资料来源：JNBY 官方公众号、品牌官网、浦银国际

图表 4：江南布衣 FY19-FY25 归母净利润 CAGR 为 10.7%



资料来源：JNBY 官方公众号、品牌官网、浦银国际

解析江南布衣的经营 Alpha 及增长可持续性

• 公司具备设计和艺术商业基因，设计和品牌力双驱动

创始人的审美意志决定了品牌辨识度和粉丝粘性，商业化能力则决定品牌能否行稳致远。共同创始人李琳作为首席创意官把控审美原点，共同创始人吴健作为董事长统筹商业运营。李琳女士深度参与集团整体创意方向，保障集团多品牌长期风格的一致性和高辨识度，奠定了江南布衣集团审美基石。李琳女士自 2016 年起已连续 10 年上榜 ARTnews Top 200 Collectors。共同创始人吴健作为董事长统筹商业策略，协同专业背景强的高管团队，将设计力转化为高效的商业产出。

公司构建了清晰的决策与执行体系。在决策和汇报架构上，设计端向共同创始人兼首席创意官李琳汇报，运营端向首席执行官、首席营销官等汇报，董事长吴健统筹发展策略和监督营运及供应链。公司架构保障了设计与艺术探索和商业目标的契合。

设计团队架构清晰，核心团队稳定，风格连贯。目前集团设计团队规模为 70 人以上，设计中心位于杭州。从架构上，共同创始人李琳女士作为首席创意官，负责管理集团设计和创意部门，把控整体设计理念和产品方向。每个品牌设置独立的设计师团队，由拥有多年经验的品牌主设计师领衔，例如 JNBY 主设计师在集团任职超过 20 年，速写、LESS、JNBYHOME 品牌的主力设计师亦长期在集团任职。此外，公司还对核心设计师设有股权激励，有利于设计团队稳定。

公司鼓励创新，并设置机制平衡创意和时尚风险，保持品牌创新性和商业可持续性。(1) 鼓励创新：SKU 中有 20%-30% 为新锐探索款，对创新有一定容错率，以创意保持品牌活力，以新品吸引客流和提升转化。同时，公司还设有设计委员会以评选设计概念和创意，并设有审核委员会进行风控。(2) 在订货和销售环节设置机制降低时尚风险和增强货品周转。在订货环节，公司每年举行 2 次订货会，邀请来自全国各地的门店买手筛选款式和下单，有助于判断市场对款式接受度，降低时尚风险。同时，在销售环节，公司具备全国范围的调货能力，有效增强货品周转效率。

江南布衣以艺术为标签构筑差异化护城河，区别于传统商业化服装品牌和快时尚品牌，持续通过多元艺术合作，为品牌注入活力与审美辨识度。公司总部坐落在杭州市天目里，这是一个涵盖办公空间、美术馆、买手百货、艺术人文的多元空间，选址于此是公司风格的独特展现。公司共同创始人李琳是艺术收藏家，也是多个艺术家项目和展览的赞助者。受此影响，集团与不同品牌或艺术家的跨界合作。例如 2008 年集团和艺术家耿建翌创立“想象力学实验室”，资助和策划当代艺术活动和项目；2020 年集团设立了芝麻实验室，致力于研发和生产过程中零散面料的再想象、再利用、再创造；2024 年发起“100 个创作者计划”；2026 年 JNBY 与 Art Basel 合作官方制服。

图表 5: 江南布衣集团设计团队架构清晰、设计师团队稳定

团队架构	姓名	设计师简介
首席创意官	李琳 联合创始人	李琳女士主要负责集团服装业务的设计与创新。她毕业于浙江大学化学系，毕业后在化工厂工作 2 年，于 1994 年在杭州销售女装并开发 JNBY 独立设计，1997 年成立杭州江南布衣。 李琳自 2004 年担任英国泰特美术馆国际理事，2016 年至今已连续 10 年上榜 ARTnews Top 200 Collectors。
JNBY 品牌总设计师	尹晓越	1997 年毕业于浙江理工大学，2020 年加入江南布衣，并担任 JNBY 总设计师； 在集团任职超 25 年，全程参与 JNBY 品牌迭代。
速写主设计师	郑孟琳	1999 年加入江南布衣，1999-2004 年任职 JNBY 女装设计师。 2005 年创立江南布衣集团旗下速写品牌，并任总设计至今，江南布衣集团任职超 25 年。
LESS 主设计师	张亚宁	LESS 品牌核心设计师，主导「精工系列」、「迅系列（周迅联名）」
JNBYHOME 主设计师	林凯西	2013 年毕业于伦敦艺术大学，2014 年加入江南布衣成立的面料实验室，任织物面料设计师； 2016 年起担任 JNBYHOME 主设计师，在江南布衣集团任职超 10 年。

资料来源：公司 FY25 年报、ARTnews Top 200 Collectors、江南布衣集团官网、浦银国际

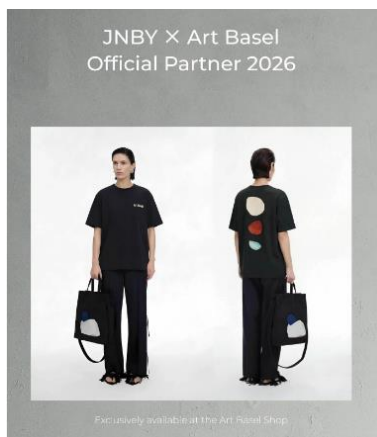
图表 6: JNBY 艺术活动——100 个创作者计划，链接艺术创作人及粉丝群体

100 个创作者计划部分活动:

1. 携手苗绣国家级传承人龙女三九，展览锡绣作品及工艺，进行艺术对话，地点北京三里屯和凹凸空间。
2. 携手戏剧编剧/导演陈思安，在上海 Young 剧场举行社群活动“从戏剧空间中塑造自己的世界”。
3. 携手作家周嘉宁、柴老诗、Tim 及社群，在厦门一只耳 Art & Books 城市书店中举办阅读沙龙。

资料来源：JNBY 官方公众号、品牌官网、浦银国际

图表 7: 江南布衣与 Art Basel 2026 合作打造官方制服



资料来源：JNBY 官方公众号、品牌官网、浦银国际

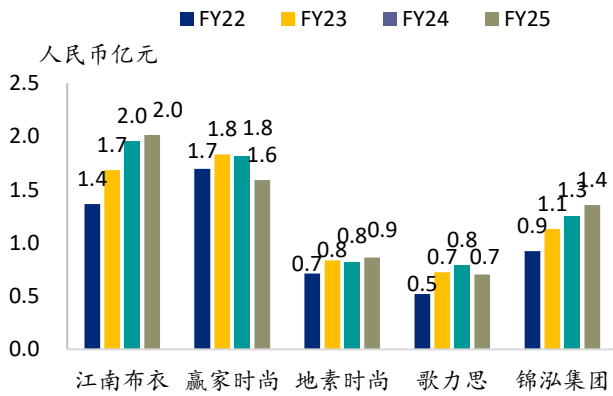
公司自 FY21 起，在设计驱动基础上加大品牌力投入，实现设计力和品牌力双驱动。例如 JNBY 品牌与睢晓雯、梅耶·马斯克等合作，周迅作为品牌代言人与 LESS 品牌合作，并携手推出“LESS 讯系列”。设计力和品牌力利于产品美誉度和定价权，体现为 FY21-FY25 各渠道毛利率稳步提升（图表 9）。

图表 8: 江南布衣总部坐落于杭州天目里, 这是一个涵盖办公、美术馆、买手百货、艺术商业的多元空间



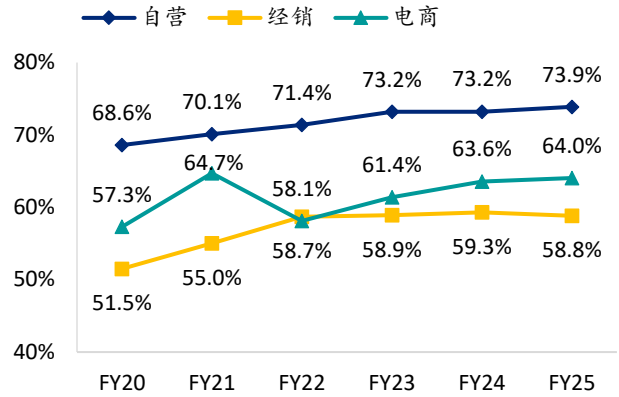
资料来源: 公司官网、浦银国际

图表 10: 江南布衣研发费用在同业中具备竞争力



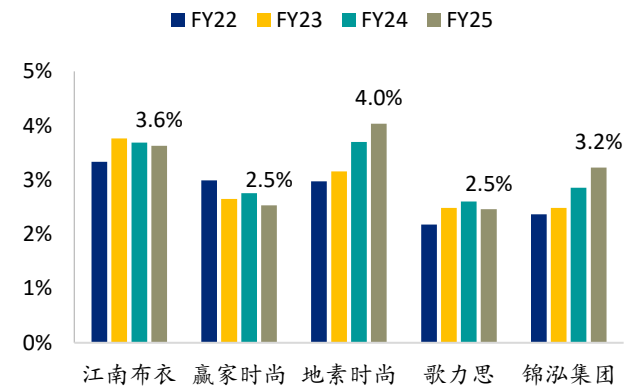
注: 江南布衣财年于6月30日结束, 同业数据为2022-2025自然年;
资料来源: 公司年报、浦银国际

图表 9: 近五年公司各渠道毛利率稳步提升



资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 11: 江南布衣集团研发费用率与同业对比



注: 江南布衣财年于6月30日结束, 同业数据为2022-2025自然年;
资料来源: 公司年报、浦银国际

• 独特且连贯的产品风格+会员运营能力，粉丝高粘性

(1) 产品创新迭代+风格独特连贯，是粉丝高粘性根基

江南布衣品牌客群具备共性——热爱人文艺术，追求审美的个性化表达和精神共鸣。以 JNBY、LESS 品牌为例，核心客群以 30-40 岁女性为主，其中主品牌 JNBY 客群相对偏爱文艺、个性化风格；LESS 客群聚焦高知职场女性。

品牌促活的核心是产品迭代创新，以新品吸引会员到店，巩固用户粘性。产品的独特风格，以及能体现个性化表达的设计语言是会员购买和复购的动因。以 JNBY 品牌为例，品牌设计灵感根植于人文艺术、自然、个体叙事，保持高度审美连贯性，偏好意境表达与情绪叙事，而非直白潮流化设计。设计元素包括堆积褶皱、量感下摆、不对称结构、松弛廓形、艺术印花等。品牌在迭代中坚守风格统一，形成可持续的独特设计语言。

对于设计师品牌，创始人的审美意志决定品牌辨识度和粉丝粘性，商业化能力决定品牌能否走远。不少日本设计师品牌于 1980s 兴起。回顾三宅一生、山本耀司、川久保玲、Kenzo 等日本设计师品牌的兴衰历程，我们的观点如下：

1) 设计师品牌的核心资产是不可复制的审美判断与原创能力，而非追逐或依附潮流。独特的设计风格和人文理念使其具备辨识度，获得粉丝粘性和溢价。山本耀司的黑色解构、三宅一生的褶皱设计、川久保玲的反叛美学，均由创始人审美原点出发，数十年不偏移，形成了极高的品牌辨识度。

2) 商业能力是品牌稳定发展的关键。例如，山本耀司品牌在 2009 年破产重组，其核心原因并非设计不足，而是创意与商业失衡。创始人专注设计，但扩张失控，忽视财务管理；破产重组后，日本私募 Integral Corporation 引入专业商业管理团队，山本耀司本人留任首席设计师职位，品牌得以存续和恢复活力。

图表 12: 江南布衣集团具备设计师基因, JNBY 品牌保持 “Just Naturally Be Yourself” 的风格一致性



unspeakable

2017 SPRING/SUMMER

SS2017 春夏

主题: Unspeakable

新品设计理念: 自然与自我的对话中, 探索真实与幻象、古典与现代、物质与精神, 强调留白叙事与个体表达

版型/廓形: 宽松 H 型、茧型、无袖/短袖长连衣裙、Oversize 罩衫、不对称下摆、微透层次, 强调垂坠线条与体量感



小程序

**SS20 HER PERSONA
JNBY**

SS2020 春夏

主题: Her Persona

新品设计理念: 勾勒丰富多态的女性群像, 传递复杂多面的女性本质

版型/廓形: 宽松 H 型、垂坠直筒、落肩、Oversize、微 A 字, 不对称解构、叠层混搭



SS2023 春夏

主题: 片刻的旅行

新品设计理念: 艺术化演绎东欧、埃及、赞比亚以及海滩四个目的地, 以艺术的方式重新演绎旅行目的地

廓形/版型: 简约 H 型、垂坠宽松、“壳”感立体、缠裹式、上短下长、无袖 A 字、不对称



SS2026 春夏

主题: 凝视

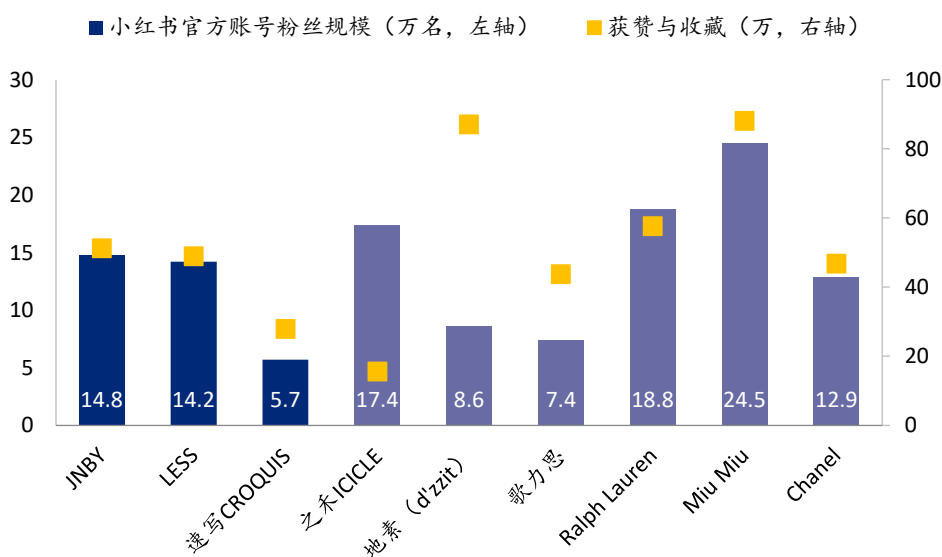
灵感: 艺术家 Domenico Gnoli 画作, 放大日常物件局部, 画中事物好像停留在某时间点

新品设计理念: 定格生活日常时刻, 叙述现代女性内在自我

廓形/版型: 经典 H 型、圆肩复古、宽肩西装、扭扭乐、不对称、垂坠直筒、微 Oversize

资料来源: 品牌小红书、浦银国际

图表 13: 以小红书粉丝为例, 江南布衣领先服装同业



注: 数据截至 2026 年 3 月 31 日

资料来源: 小红书品牌官方账号、浦银国际

(2) 会员精细化运营，有效链接粉丝群体

江南布衣集团通过新品持续种草新会员，并通过精细化会员运营、优化服务和体验，提升会员粘性和复购。具体：

1) 公司具备意愿和资源投入会员运营。会员运营体系完善且数字化程度高，运营管理精细，打通全渠道和全品牌会员体系。总部提供会员运营标准和指引（例如营销节奏和社群运营方案）、数字化工具包和素材库，打好门店运营基础。在运营执行上，会员运营管理具体至日/每周执行标准，并下沉至门店店员的具体运营动作，例如通过数字化面板提醒店员完成顾客转化、复购推动、专属问候、一对一优惠券推送、搭配推荐等工作。店员结合会员实际情况和偏好需求以搭建情感链接，以达到运营效果，而非生硬的标准化文案推送。同时，公司打通经销商数据+旗下多品牌会员数据，整合全渠道会员资源，扩大可运营、可促活的会员基数，实现一体化运营。

2) 会员权益分层，福利丰厚且管控严格，兼顾实惠与专属感。例如会员均可享十年维修服务、积分兑券和积分兑礼，部分会员专享正价新品 9 折优惠、生日月 8 折优惠。品牌还联动渠道打通双重权益，例如与华润万象合作双会员身份、店庆期间可享多倍积分福利和积分可高额抵现。

3) 注重会员特权，会员活动契合客群审美，以高质量的体验提升粘性。金卡会员专属特权包括“不止盒子”搭配寄送服务、会员生日礼等。“不止盒子”搭配寄送服务是指用户提供基础信息和风格偏好后，集团专属搭配师进行搭配，提供顺丰双向包邮试穿。对于 VIP 客户，品牌开展设计沙龙、调香、手工艺 Workshop、茶吧服务、私享会秀场、不定期明星到店等活动，通过高质量的线下交互，深化品牌内涵和传播审美。

图表 14：江南布衣集团 VIP 会员活动契合客群特质（会员活动包括手作、调香、编织、非遗工艺、穿搭沙龙、明星见面、私享会秀场、VIP 答谢会等）



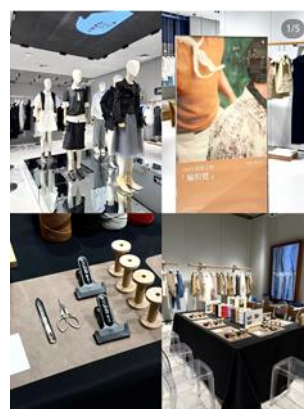
万速递 | 来自江南布衣+的春日邀约

江南布衣会员私享会秀场



JNBY 家宴 | 长安夜话时

JNBY25 秋冬家宴·西安站



JNBY 26SS 色彩工坊·编制凳



LESS | 压褶体验【精工工坊】

LESS 精工工坊·压褶体验

资料来源：品牌小红书、浦银国际

图表 15：江南布衣集团会员体系完善、权益丰富

类别	会员权益	会员权益详情
积分	积分兑礼 积分兑券	按会员消费实付金额（不含积分抵扣/优惠券部分）及折扣累积积分 积分获取：7折及以上商品：1元=1积分；7折以下商品：2元=1积分 积分兑券：每1500积分兑100消费券
生日特权	金卡生日折扣+生日礼	金卡会员生日当月可享正价商品8折（限购买3件）
金卡会员折扣	金卡/铂金卡专享	消费享正价商品9折优惠
不止盒子	搭配寄送、先试后买	专属搭配寄送、2张100元购衣券、3次超值礼盒礼、累计兑换专属好礼、顺丰双向包邮 金卡/铂金卡/白金卡：3888积分开通或199元付费开通 银卡会员：399元付费开通
洗护维修类	十年维修	核心服务：为衣物提供专属守护，包含破损缝补、配件修补、尺寸修改 服务流程：填写申请、送衣到店导购验收、支付运费快递送修、维修、包邮回寄 服务价格：180元/件
	精致洗护	服务：定制洗涤程序、6项洗涤技术、8道洗护工序 流程：线上预约、确认支付、送衣到店、实施洗护、包邮寄回 服务价格：395元/件
	甄选养护	服务：20+年经验养护专家、一衣一审个性化、保养、维修、清洗、熨烫一站式服务

资料来源：公司公告、品牌官网、浦银国际

会员运营结果和集团业绩表现高度相关，集团社交平台粉丝数、活跃会员数、活跃会员贡献度持续提升。截至2025年12月31日，集团在各平台粉丝数达到1,038万名，同比增长9%；活跃会员数量（定义为过去12个月内连续180天内消费2次及以上）近60万名。这一数据曾在2021-2023年疫情期间出现波动，但之后稳步增长，2025自然年同比增长9%。自FY21起，年购买超过5000元的活跃会员贡献度持续提升，其占整体活跃会员数的比例从FY19的40+%提升到2025自然年的57%，平均消费达1.4万元，贡献线下零售额的6成。同时据公司调研，当年购买的新会员，在第n+1、第n+2年的复购率都达到35%以上。

图表 16：江南布衣集团会员数据——粉丝数、会员活跃度、粘性、ASP持续提升

会员数单位：万名	2019-06-30	2020-06-30	2021-06-30	2022-06-30	2023-06-30	2024-06-30	2025-06-30	2024-12-31	2025-12-31
	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	自然年2024	自然年2025
各社交平台粉丝数					778	897	996	950	1038
	yoy					15%	11%	12%	9%
会员消费占比	7成	7成	7成	>7成	8成	>8成	>8成	>8成	>8成
活跃会员(过去12个月内连续180天内消费2次及以上)	45.0	43.0	43.0	42.0	50.8	55.6	56.8	54.5	59.6
	yoy	25%	-4%	0%	-2%	21%	8%	2%	9%
年购买金额5000元以上会员数	20.3	17.9	20.9	21.1	25.9	31.9	33.7	33.3	34.0
	yoy	25%	-12%	17%	1%	23%	23%	8%	2%
年购买超过5000元会员占活跃会员数%	45%	42%	49%	50%	51%	57%	59%	61%	57%
年购买超过5000元会员账户零售金额(亿元)	24.7	21.0	26.1	27.8	35.4	44.9	48.6	46.8	49.0
	yoy	29%	-15%	24%	7%	27%	27%	8%	5%
年购买超过5000元会员的平均花费(元)	12,167	11,732	12,488	13,175	13,668	14,075	14,421	14,054	14,412
	yoy	3%	-4%	6%	6%	4%	3%	0%	3%
年购买>5000元会员账户占线下零售额%	>4成	>4成	>4成	>4成	>6成	>6成	>6成	>6成	>6成
集团总收入(亿元)	3,358	3,099	4,126	4,086	4,465	5,303	5,548	5,453	5,768
	集团收入yoy	17%	-8%	33%	-1%	9%	19%	7%	6%

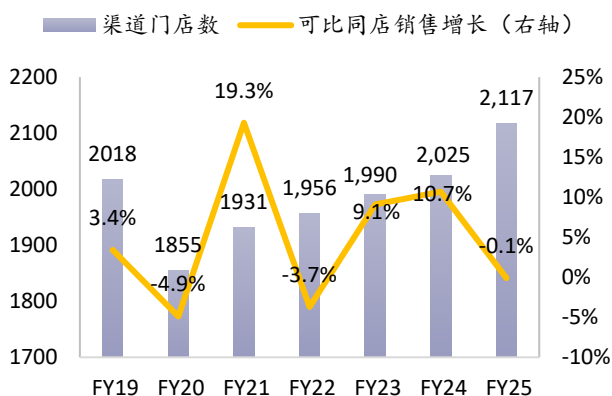
注：2024、2025自然年集团收入是根据半年度加总计算；资料来源：公司公告、品牌官网、浦银国际

• 全域零售、数字化中台、物流三大基础能力支撑成长

公司以粉丝为核心建立全域零售体系，粉丝在哪里，渠道在哪里。渠道布局上，公司在一线和部分重点二线城市以直营为主，在二三线城市以经销店为主。公司对经销商采用直营化管理模式，设一层经销商。在经销商管理方面，公司统一安装运营系统，实现经销商库存及经营数据实时可视，并围绕粉丝提供产品，货品全国统一调配。经销商开店选址需经公司审批，公司严格管控店铺形象、陈列、员工培训，使得消费者在自营和经销店体验一致。

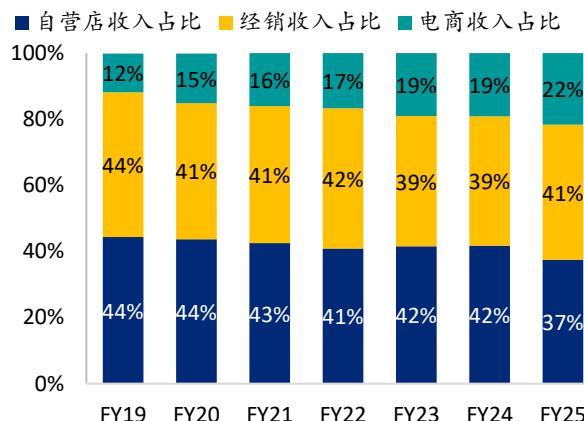
订货政策采取先款后货，并设置 10%-20% 政策性退货比例。公司与经销商伙伴关系长期稳定，目前合作经销商数量 400 余家，多数已伴随品牌多年。经销商自主制定订货预算，公司提供专业订货建议，最终由经销商结合区域市场特点决策；结算上执行先款后货政策，并要求经销商按约定比例完成订货，拿货折扣略高于 4 折。在货品管理上，公司执行 10%-20% 的政策性退货比例，每年分春夏、秋冬两次集中退货。经销商退回的货品进行统一归集整合，形成规模化库存进行统一去化。

图表 17: 江南布衣渠道店铺数和同店



资料来源：公司公告、浦银国际

图表 18: 江南布衣渠道结构



资料来源：公司公告、浦银国际

在库存管理上，公司采取四年产品生命周期管理体系。

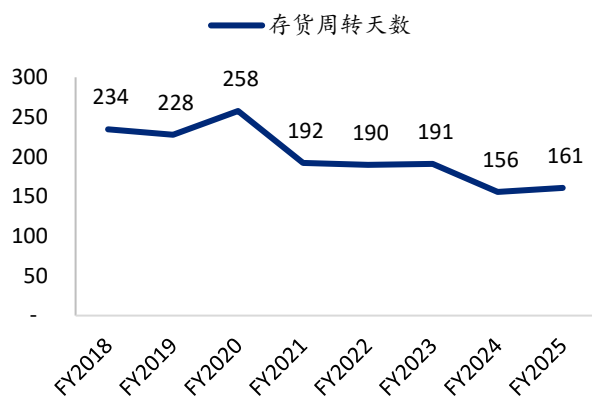
(1) 第一年为新品波段上市期，主要在商场与百货渠道以原价销售，当季综合折扣在 8 折以上(季末控制在 7 折以上)，目标当年产品售罄率达 70%，因为当季新品折扣和售罄关乎品牌形象与品牌力。

(2) 对于第二至第三年货品，第二年货品通过线下奥莱、天猫、京东等渠道以 5-6 折销售，第三年货品以 3-4 折在唯品会等深度折扣渠道销售。

(3) 公司依托清晰的梯度折扣与渠道分层，通常前三年可实现约 95% 货品售罄，剩余少量货品在第四年完成消化。公司可实时监控存货周转天数，截至 2025 年 12 月 31 日，公司存货周转天数为 158 天，该周转水平与当年货

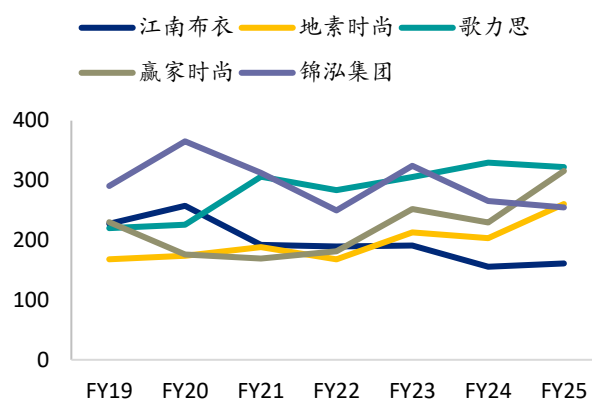
品 70%售罄，约 25%货品在第二至三年完成消化相匹配。集团并不盲目追求过短周转天数，而是结合产品生命周期把控库存，避免因备货不足而错失销售机会。

图表 19：江南布衣公司存货周转总体持续向好



资料来源：公司公告、浦银国际

图表 20：江南布衣公司存货周转天数与同业对比



资料来源：公司公告、iFinD、浦银国际

公司线上及线下渠道货盘共享，全国库存共享分配，物流园设施自建，支撑全国货品跨区域调度，实现商品高效周转，有效控制风险。由于服装品类线上退货率相对偏高，且设计师品牌具有款多量少、SKU 宽度大、深度较浅特点，需高效周转以减少库存滞留。高效的物流基础设施是运营竞争力的关键。

公司现有萧山物流中心，规划在杭州建设全新物流中心。

(1) 现有货品调配中心位于杭州萧山。该物流中心由上市募集资金投资建设，自 2019 年投入使用以来承担全国线上线下全渠道货品共享调度工作。自 2024 年下半年（FY25 上半年）起，萧山物流中心已处于超负荷运转状态，公司通过临时租赁外部场地维持正常运转。

(2) 公司规划建设全新的文化创意型物流园，按未来 15 年发展的吞吐量来规划。2025 年 7 月，公司以 2.81 亿元中标杭州西湖区土地使用权。项目整体分两期推进，一期主要为物流仓储与周转；二期规划建设配套文化中心及创意研究孵化基地。项目不含土地的资本开支约 15-20 亿元，以自有资金分期建设和分批投入，建设周期约 3-4 年，预计不会对公司现金流造成集中压力，公司有望维持现有的稳定派息政策。

图表 21: 江南布衣 FY26H1 快反追单占 10%以上



资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 22: 江南布衣自建物流园支持全国货品调配

已有物流园	萧山物流中心, 用于全国货品调配, 使用上市募集资金建造, 从 24H2 (对应 FY25H1) 已超负载。
新建物流园	规划: 作为新型文化创意物流园。分两期建设, 一期用于物流, 二期是配套文化中心和创意研究孵化基地。
Capex	一期+二期整体 15-20 亿元(不含土地) 地块: 2025 年 7 月 11 日以 2.81 亿元中标杭州西湖区土地的使用权
资金来源	自有资金为主, 不影响派息
建设周期	3-4 年, 分批投入

资料来源: 公司公告、公司业绩会、浦银国际

• 多品牌规模化策略, 围绕设计师品牌积极拓展

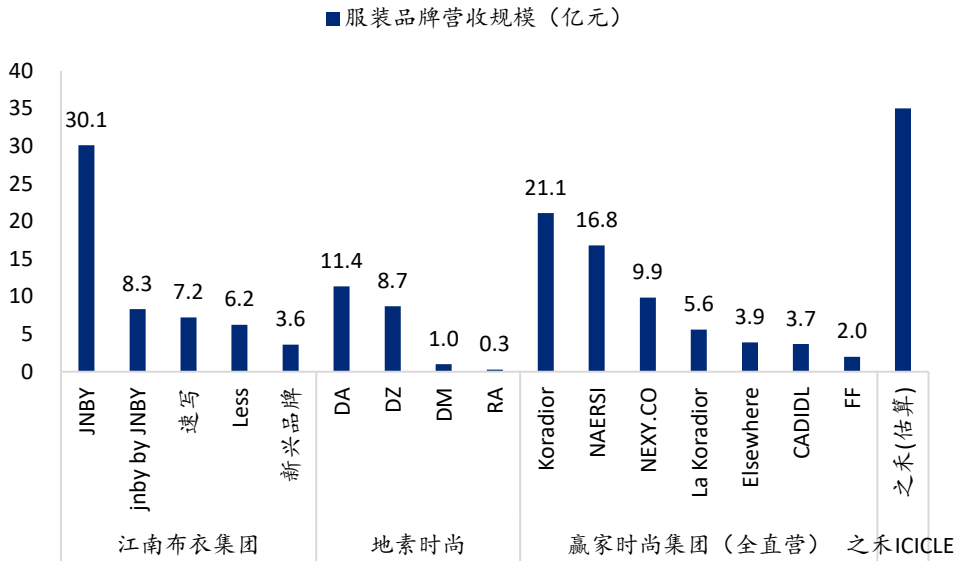
公司定位是有影响力的设计师品牌集团, 公司构建了层次清晰的品牌组合。公司客群以中高收入群体为主, 偏好以服饰表达个性与审美。公司各品牌均基于公司“Just Naturally Be Yourself”的理念, 并专注于独特的细分客群。除主品牌 JNBY 外, 公司内部孵化出数个品牌, 包括 LESS 女装、速写男装、jnby by JNBY 童装、蓬马童装和 JNBYHOME 家居、RE;RE;RE;LAB 等。2024 年, 公司通过收购纳入了 onmygame 童装品牌、B10CK 设计师买手百货品牌。公司多品牌规模化发展, 降低个性化设计单位成本, 在保持设计的独特性和人文意趣同时, 迈向长期健康增长。

公司采取“内部培育+外部收购”方式发展新兴品牌。对于设计师品牌的收购, 公司采取稳健策略。过往公司收购的标的营收规模体量通常为 1-2 亿元之间, 能与集团现有品牌矩阵和资源形成协同。公司优先选择已实现盈亏平衡的项目。2024 年公司对汇集了 300 多个设计师品牌的 B10CK 进行收购, 为潜在的深度合作锁定源头, 同时 B10CK 的品牌溢价可助力集团在进驻全国高端商场时获得商务优势。

展望各品牌中长期规模目标 (零售额口径, 浦银国际估算):

- (1) 成熟品牌 JNBY 目前约 50-60 亿元零售额规模, 以单位数增速持续成长;
- (2) 成长品牌 LESS、速写目前零售额规模都在 10 亿元以上, LESS 品牌聚焦职场女性和高线城市发展, 我们估算 LESS 品牌的中长期潜在规模有望达 25 亿元左右; 男装速写的中长期潜在规模有望达 20-25 亿元;
- (3) 童装品牌 (含 jnby by JNBY、jnby mini、蓬马、onmygame) 的中长期潜在规模有望达 50 亿元左右, 目前 jnby by JNBY 零售额规模已达 10-15 亿元。

图表 23：江南布衣集团成熟品牌 JNBY 规模领先，多品牌规模化能力强



注：截至 2026 年 3 月 31 日数据
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 24：江南布衣集团品牌矩阵清晰，成熟品牌占营收一半，成长品牌梯队完善，新兴品牌定位多元

品牌	发布年份	品牌理念 设计理念	目标主力客群	春夏产品 价格带 (元)	FY25收入 亿元	店数	FY25 毛利率
成熟品牌					30.1	992	68.6%
JNBY	1990s	Just Naturally Be Yourself; 理念现代、活力、意趣、坦然	25至40岁，好奇心强，善于发现平凡生活中的惊喜、诗意，将此自然表达的现代女性	500-2000	30.1	992	68.6%
成长品牌					21.7	1,082	63.8%
LESS	2011	Less is more; 设计理念 简约、精工、精致、独立	30至45岁，追求简约生活，独立、理性的新一代职场女性	800-3000	6.2	271	69.0%
jnby by JNBY (童装)	2011	Free Imagination; 设计理念 自由、想象力、快乐、真实	0至10岁，热爱生活，独立自我，具有一定生活品质的中高产阶级家庭的孩子	300-800	8.3	527	57.9%
速写 (男装)	2005	Re-Consider Humorously; 设计理念 优雅、玩味、当代、质感	25至40岁，追求穿衣乐趣的男士	400-2000	7.2	297	66.2%
新兴品牌					3.6	54	51.5%
蓬马 (童装)	2016	Don't be Serious; 设计理念为 随性自在、探索精神、可持续	5-14岁，随性自在，充满探索精神，追求高品质生活的家庭的儿童	200-1000			
JNBY HOME (家居)	2016	Live Lively; 设计理念为有趣、 真实、探索、自由、开放	25-40岁，有一定审美水平、关心生活品质，对社会议题有见解，拥有自宅且多数组建了家庭的人群	200-800			
Onmygame (童装)	2022	科技升级运动体感; 设计理念为舒 适、专业、活力、自由	4-15岁，热爱运动品质家庭的孩子	200-500			
B10CK (设计师品牌买手店)	2020	BOLDLY BEYOND; 设计理念先锋艺 术、当代设计、创意零售	25至45岁，热爱艺术与先锋时尚，追求生活品质与独特购物体验的都市精英人群	800-3000			
RE.RE.RE.LAB	2024	再思考、再利用、再创造; 长期主义、时尚、可持续	引领可持续生活方式的当代消费者，认同“长期主义”的时尚哲学	800-3000			

注：门店数截至 2025 年 12 月 31 日；
资料来源：公司公告、品牌官网、浦银国际

与可比公司的财务数据比较

1) 江南布衣集团历史经营韧性强于同业。尽管 2023-2025 年中高端女装同业业绩增长承压，但公司的营收和利润仍持续增长，FY19-25 的收入/净利润复合增速分别达到 8.7%/10.7%。我们认为这与公司作为设计师品牌服装集团，拥有以设计力为引领的基因，并以独特且连贯的产品风格+会员运营能力构成粉丝高粘性密切相关。

2) 公司历史毛利率略低于中高端女装同业，但净利润率显著高于同业。这说明公司通过高效的商品管理和营运，实现高质量的盈利。我们认为这与公司全域零售、数字化中台、物流三大基础能力支撑其实现商品高效周转相关。

3) 公司 ROE 远高于同行，其中公司净利润率、总资产周转率、权益乘数都较同业高。在控制存货风险和提升商品效率上，公司自建物流园并设有全国线上线下、经销直营的库存共享分配系统。因此，存货周转效率优于中高端女装同业。尽管公司权益乘数高于同业，但公司的有息负债率为 0%，说明公司在上下游具备较好的付款条件。前文提及，公司具备较好的议价权，品牌方对经销商采取先款后货的订货政策。

图表 25：江南布衣集团与可比公司的历史经营数据

单位：百万元人民币	3306.HK	3709.HK	603587.SH	603808.SH	603518.SH
2025财年	江南布衣	赢家时尚	地素时尚	歌力思	锦泓集团
收入	5,548	6,286	2,136	2,857	4,202
yoy	4.6%	-4.6%	-3.7%	-5.9%	-4.4%
毛利	3,639	4,812	1,600	1,911	2,852
归母净利润	893	397	260	165	226
yoy	5.3%	-16.3%	-14.2%	NA	-26.1%
经营现金流	1,133	1,555	485	576	529
使用权资产折旧	296	866	116	178	245
经调整经营现金流	837	690	369	399	284
经调整经营现金流/净利润	94%	174%	142%	242%	125%
毛利率	65.6%	76.6%	74.9%	66.9%	67.9%
毛利率同比（百分点）	-0.3	0.1	0.1	-0.5	-0.8
归母净利润率	16.1%	6.3%	12.2%	5.8%	5.4%
归母净利率率同比（百分点）	0.1	-0.9	-1.5	16.0	-1.6
ROE	38.7%	8.7%	7.1%	6.5%	6.2%
存货周转天数	161	380	269	297	299
派息率	75%	54%	71%	40%	31%
2023-2025收入CAGR	11%	-5%	-10%	-1%	-4%
2023-2025净利润CAGR	20%	-31%	-27%	19%	-13%
2019-2025收入CAGR	9%	7%	-2%	1%	6%
2019-2025净利润CAGR	11%	-0%	-14%	-12%	13%

资料来源：公司公告、iFinD、浦银国际

图表 26：江南布衣及可比公司杜邦分析，2024-2025 年

	江南布衣 (3306.HK)		赢家时尚 (3709.HK)		地素时尚 (603587.SH)		歌力思 (603808.SH)		锦泓集团 (603518.SH)	
	FY24	FY25	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
净利率	16.0%	16.2%	7.2%	6.4%	13.7%	3.4%	-8.4%	8.0%	7.0%	5.4%
资产周转	1.2	1.2	1.0	0.9	0.5	0.5	0.7	0.7	0.8	0.7
财务杠杆	2.0	1.9	1.5	1.5	1.2	1.2	1.6	1.6	1.7	1.6
ROE	40.4%	38.7%	10.3%	8.7%	8.2%	7.1%	-11.5%	6.5%	8.7%	6.2%

资料来源：公司数据、iFinD、浦银国际

盈利预测

图表 27：江南布衣 (3306.HK) 的盈利预测

单位：百万元人民币	2024-06-30	2025-06-30	预测区		
	FY2024	FY2025	FY26E	FY27E	FY28E
总收入	5,303	5,548	6,006	6,364	6,754
yoy	19%	5%	8%	6%	6%
整体毛利率	65.9%	65.6%	66.2%	66.1%	66.1%
毛利率同比 (百分点)	0.6	-0.3	0.6	0.0	0.0
分品牌：成熟品牌					
-JNBY品牌收入	2,944	3,013	3,227	3,373	3,526
yoy	17%	2%	7%	5%	5%
成熟品牌占总收入	56%	54%	54%	53%	52%
分品牌：成长品牌	2,184	2,174	2,316	2,435	2,562
yoy	17%	0%	7%	5%	5%
-Less 收入	622	623	713	775	838
yoy	18%	0%	14%	9%	8%
-速写CROQUIS 收入	755	720	730	748	771
yoy	12%	-5%	1%	3%	3%
-童装jnby by JNBY 收入	807	831	873	912	954
yoy	21%	3%	5%	5%	5%
分品牌：新兴品牌	174	361	462	555	666
yoy	104%	107%	28%	20%	20%
销售费用率	35.0%	35.6%	35.8%	35.6%	35.6%
管理费用率	9.5%	9.6%	9.7%	9.6%	9.5%
有效税率	30.1%	26.3%	26.5%	26.3%	26.3%
归母净利润	847	893	973	1,034	1,100
yoy	36%	5%	9%	6%	6%
归母净利润率	16.0%	16.1%	16.2%	16.3%	16.3%

E=浦银国际预测

资料来源：公司公告、浦银国际预测

估值及目标价

结合江南布衣集团过往的业绩韧性、增长的可持续性，给予 12 倍 FY26E PE 估值，对应目标价 26.1 港元。

图表 28：江南布衣及同业公司估值表

日期 代码	29/4/2026 公司简称	当地货币		每股收益（元）			每股收益yoy			PE		
		收盘价	市值(亿)	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
3306.HK	江南布衣	21.66	115.5	1.74	1.90	2.02	4%	9%	6%	11.0	10.0	9.4
3709.HK	赢家时尚	6.68	47.3	0.59	0.68	0.73	-14%	16%	7%	10.0	8.7	8.1
2020.HK	安踏体育	83.20	2,326.8	4.89	5.26	5.63	-12%	8%	7%	15.0	13.9	13.0
2331.HK	李宁	20.44	528.3	1.14	1.17	1.32	-3%	3%	12%	15.8	15.3	13.7
603587.SH	地素时尚	13.17	62.4	0.56	0.61	0.68	-14%	9%	11%	23.5	21.6	19.5
603808.SH	歌力思	10.58	38.5	0.45	0.57	0.68	NA	26%	20%	23.5	18.6	15.5
603518.SH	锦泓集团	9.73	33.6	0.66	0.90	1.10	-26%	37%	22%	14.7	10.8	8.8
均值										16.2	14.1	12.6

注：除江南布衣数据中 E=浦银国际预测外，其他 E=iFinD 一致预期

资料来源：公司数据、iFinD、浦银国际

投资风险

- 1) 终端消费力不足，终端销售不及预期；
- 2) 行业竞争加剧；
- 3) 线下客流承压；
- 4) 品牌老化和创意不足，会员粉丝流失；
- 5) 已有品牌到达规模瓶颈，新品牌整合不及预期等。

图表 29：SPDBI 目标价：江南布衣（3306.HK）

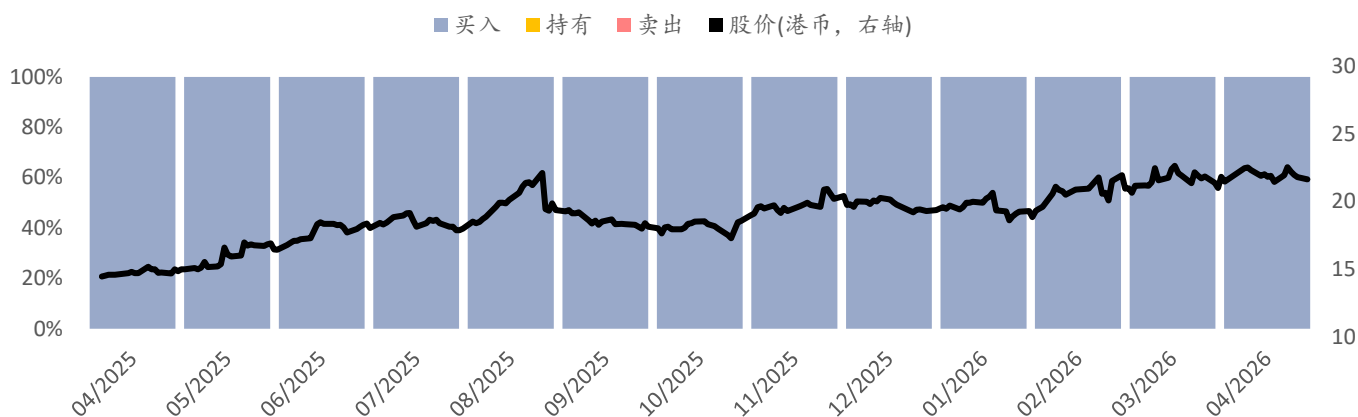


注：截至 2026 年 4 月 29 日收盘。

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

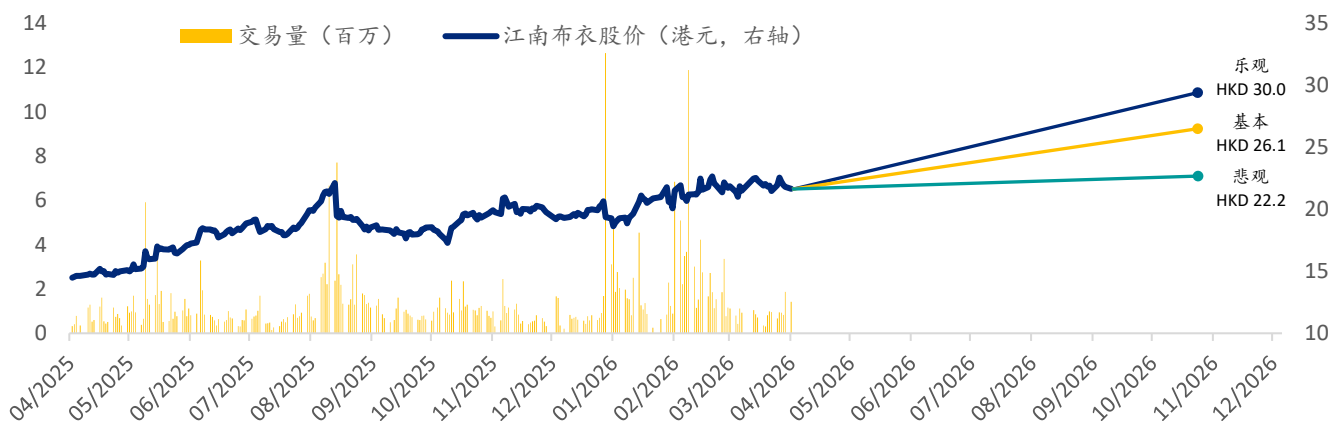
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 30: 江南布衣 (3306.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 31: 江南布衣 (3306.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 30.0 港元

概率: 15%

- 江南布衣集团 FY26 收入同比增长 10%以上;
- 可比同店销售增长 5%;
- 毛利率 2026 年同比提升 100bps;

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 22.2 港元

概率: 15%

- 江南布衣集团 FY26 年收入同比持平;
- 可比同店销售同比为负;
- 毛利率 2026 年同比持平;

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

公司简介及行业背景

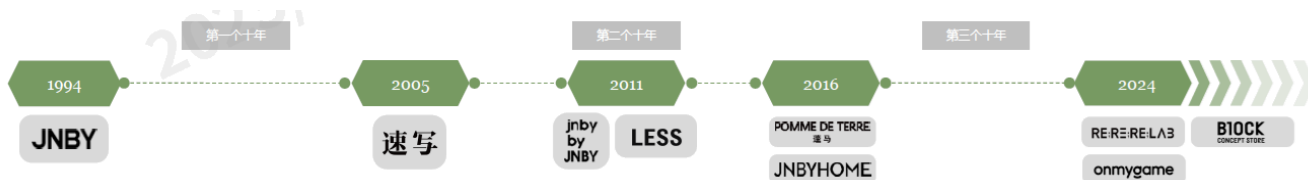
• 公司介绍

江南布衣是设计师品牌集团，FY25（截至 2025 年 6 月 30 日）营收/归母净利润为 55.5/8.9 亿人民币元，毛利率/归母净利率 65.6%/16.1%。于 FY19-FY25，公司收入/归母净利润的复合增速分别为 8.7%/10.7%。公司品牌组合包括成熟品牌（JNBY）、成长品牌（速写、jnby by JNBY、LESS）、新兴品牌（蓬马、JNBYHOME、onmygame、B1OCK、RE;RE;RE;LAB）等组成。

在公司营收结构中，按品牌成长阶段，成熟品牌/成长品牌/新兴品牌分别占总营收的 54%/39%/7%；按渠道，自营店/经销/电商渠道分别占总营收的 37%/41%/22%。截至 2025 年 12 月 31 日，公司共有门店 2,163 个，其中 2,141 个门店位于中国内地；中国内地的自营店/经销店分别为 511/1,630 个。

• 公司发展历程

图表 32：江南布衣发展历程



资料来源：公司业绩展示材料、浦银国际

• 公司管理层

公司管理团队由创始人吴健、李琳夫妇和资深高管组成。李琳和吴健二人为联合创始人，合计持有公司约 60% 的股份，李琳负责设计创意整体把控，吴健负责把控集团供应链、监督营运和业务管理。吴华婷于 2019 年作为首席执行官加入公司，持有公司约 1.5% 的股份，拥有丰富的互联网运营和投资经营，带领公司推进数智化零售与货品运营提效。公司创始人和核心高管（CEO、CFO）为浙江大学校友。

图表 33: 江南布衣管理团队

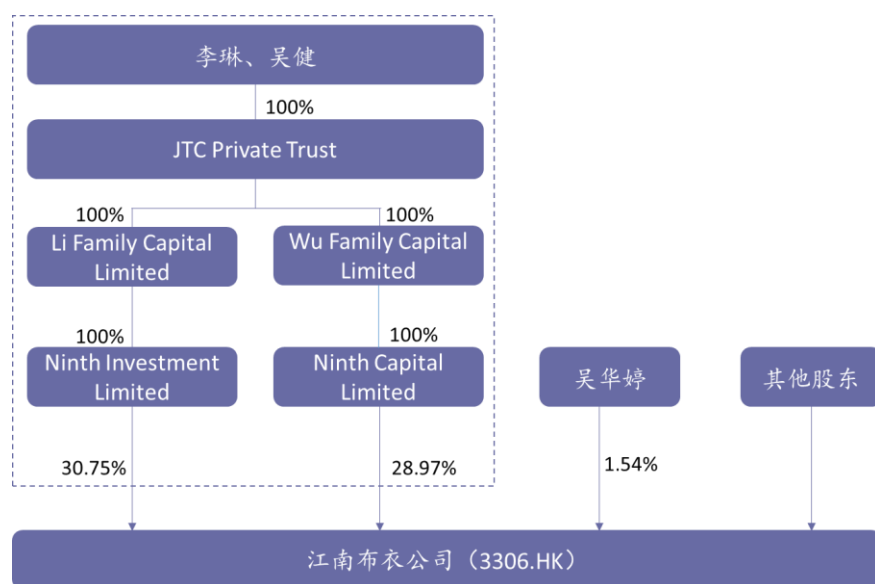
管理层	职务	职责与履历
吴健 联合创始人	董事会主席	负责集团制定整体发展策略、监督集团营运和业务管理。吴先生毕业于浙江大学，自 1994 年底起，吴先生已致力于经营李琳女士的服装设计，他一直是业务策略及成就的主要推动者。
李琳 联合创始人	执行董事 首席创意官	主要负责集团服装业务的设计与创新，于服装设计与零售业务有逾 30 年的经验。 李琳女士毕业于浙江大学，1994 年在杭州销售女士服装，逐步创立及开发 JNBY 设计，1997 年成立杭州江南布衣，2024 年 5 月担任英国泰特美术馆国际理事。
吴华婷	执行董事 首席执行官	负责集团整体战略制定、业务规划及发展。吴女士于 1997 年毕业于浙大，有逾 20 年的零售、互联网运营、管理及投资经验。她自 2006 年起于阿里巴巴任资深总监，负责品牌、业务营销运营、互联网在线营销的渠道管理和运营优化。2011-18 年任 Vision Knight Capital 合伙人。
范永奎	首席财务官	范先生自 2006 年毕业于浙江大学，于 2015 年 9 月加入集团任财务总监，2021 年 8 月获委任为集团副总裁，2022 年 12 月任首席财务官。
黄盛	首席营销官	主要负责本集团品牌营销策略、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 品牌和速写品牌自营业务管理、B10CK 的业务及运营管理。 她自 2019 年 9 月加入本集团起出任本集团首席营销官。此前，黄女士在 2018 年 9 月至 2019 年 9 月任拉夏贝尔营销副总裁兼 NAFNAF 品牌中国区首席执行官，2017 年 8 月至 2018 年 9 月任 GAP 市场总监。
方磊	首席信息官	主要负责制定本集团的信息规划，信息技术平台搭建，互联网产品的设计和研发。 方先生于 2014 年加入公司时获委任为信息中心项目经理，2021 年 8 月获委任为首席信息官，过往在 2005 年 7 月至 2014 年 3 月于石基大商信息技术有限公司任开发经理，负责购物中心和百货公司 ERP 管理系统、CRM 系统的研发和项目管理。

资料来源：公司 FY26 中报、品牌官网、浦银国际

• 股权结构

公司实际控制人和大股东是李琳和吴健二人，其合计持有公司 59.72% 股份，CEO 吴华婷女士持有公司 1.54% 的股份（截至 2026 年 1 月 30 日）。

图表 34：江南布衣股权结构（截至 2026 年 1 月 30 日）



资料来源：公司公告、浦银国际

图表 35：江南布衣前 10 大股东

	主要股东	占比 (%)
1	Ninth Investment Ltd	30.75
2	Ninth Capital Ltd	28.97
3	Energetic Design Ltd	3.11
4	Vanguard Group Inc	1.58
5	FIL Ltd	1.29
6	Carne Global Fund Managers Ireland Ltd	1.13
7	Wu Huating	1.11
8	Blackrock Inc	0.99
9	Fullgoal Fund Management Co Ltd	0.98
10	Invesco Ltd	0.74

注：数据截至 2026 年 4 月 22 日；

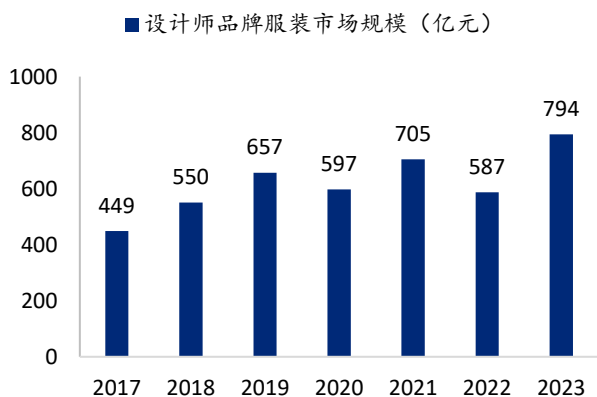
资料来源：Bloomberg、浦银国际

• 设计师品牌服装行业：细分有空间，细分有利润

设计师品牌通常聚焦特定细分客群和细分市场，细分有空间，细分有利润。据灼识咨询和我们的估算，中国设计师品牌服装规模约 800-1000 亿元。浦银国际估算 FY25 江南布衣规模（按终端零售额）为 90-100 亿元，在设计师品牌服装市场中的市占率约 11%。

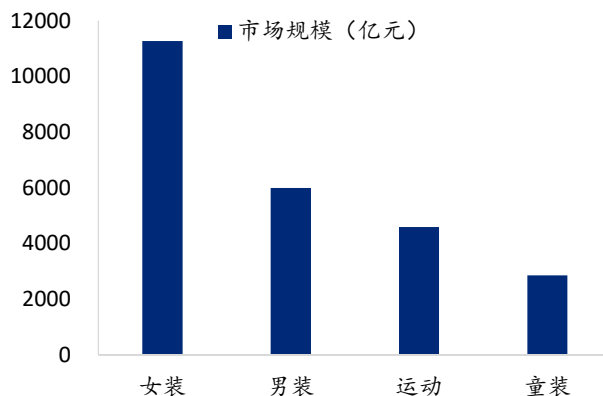
从行业发展规律看，设计师品牌的崛起往往伴随社会审美与消费趋势变迁。1980 年代日本设计师品牌迎来快速发展。以三宅一生、山本耀司、川久保玲、菊池武夫等为代表，这些品牌呼应了当时社会对自我表达、个性彰显以及本土文化与审美觉醒的需求。当前中国市场呈相似趋势，2025 年中国人均 GDP 近 1.4 万美元，消费者需求从单纯的物质满足走向悦己和精神层面满足，对东方美学、个性化的追求凸显，带动服装、配饰、香化等领域涌现出一批代表性品牌，如之禾、山下有松、观夏等。

图表 36：中国设计师品牌服装市场规模



资料来源：灼识咨询、浦银国际

图表 37：中国服装市场规模



资料来源：Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本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。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

