



证券研究报告 • 上市公司深度

纺织服装

重设计+全渠道+粉丝经济多轮驱动， 国内设计师品牌龙头迎快速发展期

江南布衣 (3306.HK)

公司为国内领先的设计师品牌时尚集团，目前旗下共有女装 JNBY、less、男装速写、童装 jnby by JNBY、青少年装蓬马和家居 JNBYHOME 六大品牌。公司坚持“设计驱动”和“粉丝经济”战略指导。2014-2017 财年营业收入由 13.83 亿元增长至 23.32 亿元，CAGR 为 19.0%，毛利率逐年稳定增长，归母净利润由 1.49 亿元增长到 3.32 亿元，CAGR 高达 30.4%。

个性需求叠加收入提升，2010 年后设计师品牌飞速发展。2011-2015 年中国设计师品牌市场规模 CAGR 为 26.25%，2015 年市场规模达到 282 亿。预计 2016-2020 年保持 CAGR 在 26.74% 高位持续增长，2020 年有望达到 916 亿，未来发展潜力仍较大。

设计师资源优异，原创面料具优势。公司设计师团队从首席创意官到主设计师均在公司工作超过 16 年。针对不同品类设有专门的设计研发中心，由李琳女士带队，首席设计师分别负责各品类，构建了 60 多名设计师的强大团队。公司采用设计主导型的零售模式，给予设计师团队足够创新自由。2017 财年推出 4000 多个款式，向客户提供足够多元化的系列产品。同时公司拥有一支专业的新面料及材料开发团队，目前已成功开发 10 种面料。

多品牌多品类运营，突破规模扩张天花板。公司采用内部孵化方式打造多品牌战略，目前已形成六大特色品牌，包含女士、男士儿童及青少年时尚服装、鞋类、配饰及家居等多个品类，覆盖 3-50 岁各年龄段的消费群体。公司各品牌均秉持统一的设计理念，而又专注于独特的细分客户，同时平衡价格区间，促进规模持续扩大。目前主品牌 JNBY 地位稳固，2017 年增速加快；男装速写知名度高，行业领先；童装及家居等新品牌处于迅速扩展期，未来发展空间巨大。

公司以粉丝为核心，完善全渠道互动平台：实体零售店、线上渠道和微信互动营销服务平台，各部分对于将客户转变为忠实粉丝至关重要，有助于培养公司粉丝经济体系。2014-2017 财年公司会员账户数量由 36 万增加至 200 万，活跃会员账户数量由 8.6 万增加至 26 万，会员群体数量扩张迅速。2017 财年消费额购买超过 5000 元以上的会员达到 11.8 万人，年消费金额达 14 亿元，会员黏性及转化率不断提高。

投资建议：我们预计公司 2018-2019 财年实现归母净利润 3.85、4.57 亿元，同比增长 14.7%、20.3%；EPS 分别为 0.74 元/股、0.88 元/股，对应 PE 为 13、11 倍，维持“买入”评级。

风险因素：服饰行业竞争加剧；宏观经济波动影响终端需求；存货跌价风险；未能准确把握市场流行趋势变化的风险等。

维持

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

香港牌照：BJU617

张芳

zhangfang@csc.com.cn

010-85130961

执业证书编号：S1440510120002

发布日期：2017 年 10 月 18 日

当前股价：10.94 港元

目录

一、公司概况：国内服装设计师品牌龙头迎来快速发展	1
（一）国内设计师品牌先驱者之一，20 年深耕铸就行业领先	1
（二）公司业绩持续高增长，多品牌战略不断深化完善	1
（三）线下渠道为主，直营店及线上渠道增长迅速，全渠道模式动力足	6
（四）吴健李琳夫妇共同持股 61.47%，家族控股保证企业凝聚力	8
（五）供应链管理：生产外包，供应商集中度降低提升议价能力	9
二、设计独特，粉丝众多，消费升级下设计师品牌引领风骚	10
（一）设计师品牌属于轻奢，定位年轻中产阶级	10
（二）个性需求叠加收入提升，差异化优势助力设计师品牌腾飞	11
（三）国内外设计师品牌对比	12
三、重设计+多品牌+全渠道，塑造江南布衣 Style	21
（一）国际认可的设计团队，是公司成功的奠基石	21
（二）多品牌多品类运营，突破规模扩张天花板	25
（三）完善的全渠道模式，助粉丝经济最大化	26
四、未来展望：完善生态圈+品牌国际化，未来前景广阔	32
五、盈利预测与投资建议	34
六、风险因素	35

图目录

图 1：公司发展历程	1
图 2：2014-17 财年公司营业收入加速增长（亿元）	2
图 3：2014-17 财年归母净利润、毛/净利率稳步增长（亿元）	2
图 4：各品牌营业收入构成情况（亿元）	4
图 5：公司非 JNBY 品牌营收占比逐年提升	4
图 6：JNBY 营收及毛利率逐年稳定增长	4
图 7：JNBY2017 财年开店提速	4
图 8：less 营收高增速，毛利率逐年稳定增长	5
图 9：less 渠道稳定扩张，同店增长迅速	5
图 10：速写营收 CAGR 为 27.2%，毛利率稳定高水平	5
图 11：速写渠道稳定扩张，同店增长迅速	5
图 12：jnby by JNBY 前期扩张高基数效应使得增速下滑	6
图 13：jnby by JNBY 处快速扩张期，开店迅速	6
图 14：公司店铺稳定扩张，内地经销店为主体	7
图 15：内地二三线城市店铺占比较大	7
图 16：公司自营及经销店营业收入情况（亿元）	7
图 17：自营店毛利率显著高于经销店	7
图 18：公司同店增长 2015 财年快速回升	8
图 19：公司线上销售收入加速增长	8



图 20: 线上毛利率 2015 财年开始提升	8
图 21: 公司股权结构	9
图 22: 公司 OEM 供应商数量逐年增长	10
图 23: 公司供应商集中度不断降低	10
图 25: 轻奢品牌的构成	10
图 26: 2011 年以来中国设计师品牌市场规模保持高速增长	12
图 27: 中国设计师品牌占服装市场比例不断提升	12
图 28: 主线 COMME des GARÇONS 的典型不对称包覆风格	12
图 29: 公司营业收入增速较为平缓*	12
图 30: 支线 Noir Kei Ninomiya 对称建筑性与主线形成反差	14
图 31: 设计师品牌阿部千登势受川久保玲不对称包覆风影响	14
图 32: CdG 的快闪店外形独特（黑色方形店面呼应支线 Black）	15
图 33: Dover Street Market 的店铺设计感极强	15
图 34: CdG 的商业化作品“Play CdG”系列	15
图 35: CdG 与各类品牌的联名款	15
图 36: Maison Margiela 以解构主义、面具、缝合线头等具有辨识度的风格闻名	16
图 37: Maison Margiela 借助资本发展迅速	16
图 38: Maison Margiela 营业收入增速远高于集团整体增速	17
图 39: John Galliano 在面料、袖子等细节进一步创新	17
图 40: 主品牌定位年轻优雅都市女性，CRZ 和 PP 进一步完善品牌定位	17
图 41: 公司营业收入在经历调整后实现正向增长	18
图 42: 公司归母净利润同样在调整后实现增长	18
图 43: 公司加大直营店占比	18
图 44: 线上收入 2016 占比回升	18
图 45: 公司设计以简约的通勤装为主	19
图 46: 江南布衣品牌风格展示图	22
图 47: 2016 年公司雇员结构	23
图 48: 2014-2016 财年公司研发费用率	23
图 49: 想象力学实验室日常活动	23
图 50: 公司新面料及环保面料展示	24
图 51: 最先想到的中国女装设计师品牌 JNBY 第一	24
图 52: 国内女装设计师品牌认知度 JNBY 第一	24
图 53: 2014-2017 财年全球的海外店铺数量情况	25
图 54: 2017 财年海外销售的品类销售结构	25
图 55: 公司全渠道互动平台示意图	27
图 56: 杭州生活方式体验店展示图	28
图 57: 北京亮马桥官舍的江南布衣概念店	28
图 58: 中国内地、香港及台湾地区零售店铺分布	28
图 59: 与同业相比公司线上占比提升空间仍大	29
图 60: 2017 财年公司微信会员同比增长 108%	29
图 61: 国内女装品牌微信公众号粉丝数量排名	29



图 62: 库存共享及分配系统的主要功能.....	30
图 63: 存货共享及分配系统带来的增量零售额.....	30
图 64: 会员制客户忠诚计划	31
图 65: 打通线上线下的会员体系	31
图 66: 三年会员账户数量复合增长率达 77%	31
图 67: 2014-2017 财年活跃会员账户数及增速	31
图 68: 年购买 5000 元以上的会员数量及年消费额.....	31
图 69: 2014-2017 财年会员所贡献的销售额占比	31
图 70: 江南布衣品牌的生活方式生态圈.....	33
图 71: 海外零售网络分布情况	34

表目录

表 1: 江南布衣五大时装设计师品牌覆盖女装、男装、童装.....	2
表 2: 上世纪 90 年代中国设计师品牌部分先驱者.....	11
表 3: CdG 主要品牌及支线介绍.....	13
表 4: 之禾品牌在运营各环节主打环保理念.....	19
表 5: 国内外设计师品牌多维度对比	19
表 6: 设计师品牌与其他类型品牌的对比	21
表 7: 采用多品牌策略的公司对比	25
表 8: 上市募集资金已投入情况	32
表 9: 公司主营业务与盈利拆分（百万元）	34



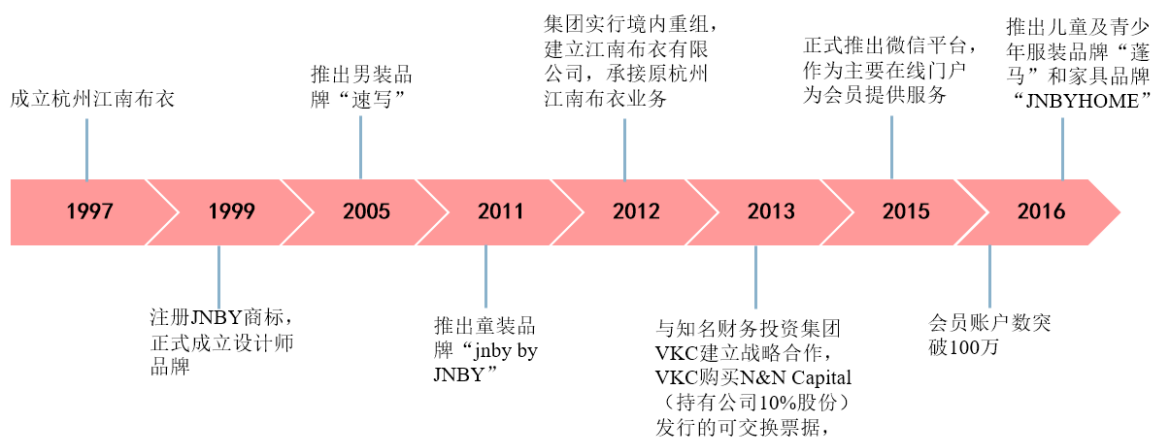
一、公司概况：国内服装设计师品牌龙头迎来快速发展

（一）国内设计师品牌先驱者之一，20 年深耕铸就行业领先

江南布衣有限公司成立于 2012 年 11 月，2016 年 10 月在香港交易所上市，是国内领先的设计师品牌时尚集团，主营业务覆盖时尚女装、男装、童装、青少年服饰、鞋类及配饰的设计、推广和销售，目前旗下共有女装 JNBY、less、男装速写（CROQUIS）、童装 jnby by JNBY、青少年装蓬马（Pomme de terre）和家居 JNBYHOME 六大品牌。公司以“自然、自我”这一统一品牌理念作为设计形象，专注细分客户，坚持“设计驱动”和打造“粉丝经济”的战略指导，以零售额统计，2015 年公司在国内设计师品牌行业市场占有率达到 9.6%，位居榜首。

公司前身是杭州江南布衣，创始人李琳女士与其丈夫吴健先生拥有 20 余年服装行业设计及运营经验。李琳女士作为公司设计灵魂人物，1994 年在杭州销售女装时，形成服装设计应表达个性、彰显自我的设计理念，并于 1996 年在杭州开设首家零售店以销售自己设计的服装。获得市场认可后，1997 年杭州江南布衣正式成立并招募第一批设计团队。1999 年注册“JNBY”商标，正式创立 JNBY 这一设计师品牌。2005、2011、2016 年分别推出男装速写、童装 jnby by JNBY、青少年装蓬马和家居 JNBYHOME（后两者均于 2016 年推出），建立多品牌多品类产品矩阵。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

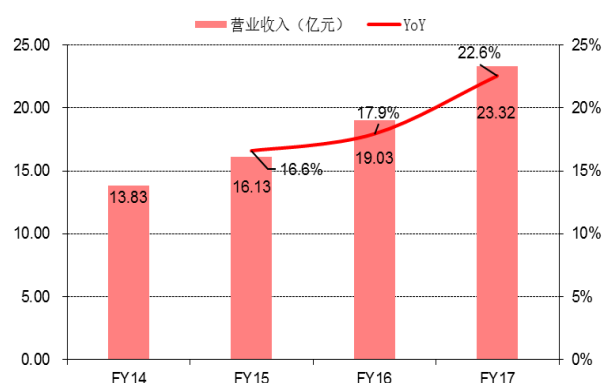
（二）公司业绩持续高增长，多品牌战略不断深化完善

近年来随国内经济增速放缓导致服装消费增速持续趋弱，叠加人力成本以及原材料成本不断上涨，服装企业面临多重挑战。但国民收入不断提升，国内中产阶级及年轻群体逐渐成为消费主力，消费升级中高端服饰品牌提供发展的良机，公司作为国内顶尖设计师品牌之一，迎合新消费时代下消费者个性化、时尚化服装产品的强烈需求。公司在成长迅速的设计师品牌行业东风下，品类逐渐拓展，新老品牌齐发力，粉丝团体不断壮大，

助推经营业绩持续向好。

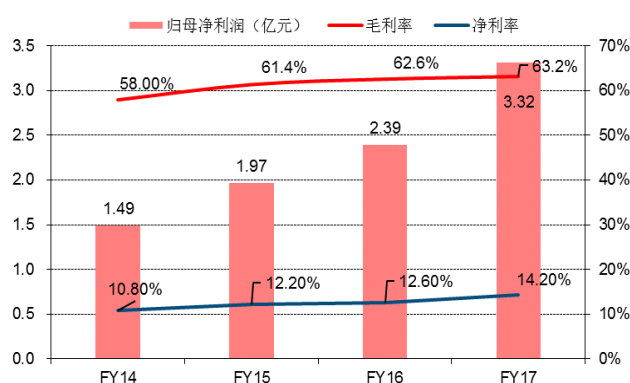
2014-2017 财年（公司财年报告日为每年 6 月 30 日），公司营业收入由 13.83 亿元增长至 23.32 亿元，CAGR 为 19.0%，逐年加速增长，其中 2017 财年年实现营业收入 23.32 亿元，同比增长 22.6%。毛利率普遍较高的新品牌（如速写和 less）以及线上新品的销量不断增加，推动公司毛利率逐年稳定增长，由 2014 财年的 58.0% 升至 2017 财年的 63.2%。受益于营收增加、毛利率提升及自营店经营提效带来的费用率下降，2014-2017 财年，公司归母净利润由 1.49 亿元增长到 3.32 亿元，CAGR 高达 30.4%，其中 2017 财年归母净利润 3.32 亿元，同比增长 38.5%；净利率也由 2014 财年的 10.8% 升至 2017 财年的 14.2%。

图 2：2014-17 财年公司营业收入加速增长（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 3：2014-17 财年归母净利润、毛/净利率稳步增长（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

自公司创始人于 1997 年创立杭州江南布衣后，公司坚持推行多品牌战略，不断扩展品牌矩阵，实现儿童、青少年及时尚男女装多年龄段、多品类覆盖，随 2016 年创立设计师家居品牌 JNBYHOME，公司跨越服装向时尚生活圈进行外延。目前女装 JNBY、less、男装速写（CROQUIS）、童装 jnby by JNBY、青少年装蓬马（Pomme de terre）和家居 JNBYHOME 构成公司风格各异，对标不同群体而又具有统一核心的品牌矩阵。

表 1：江南布衣的品牌覆盖女装、男装、童装、家居多个品类

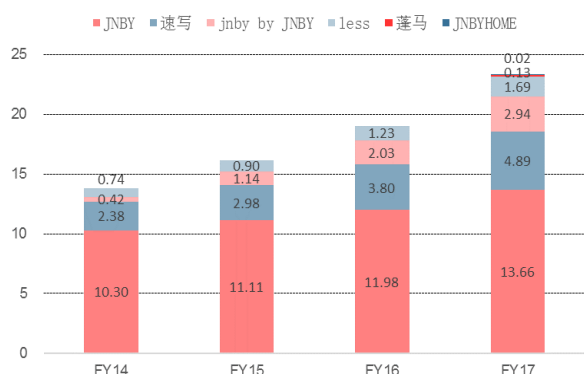
品牌名称	品牌标识	品牌形象	成立时间	目标群体	设计理念	上装售价（元）	下装售价（元）
JNBY	JNBY		1999 年	25-40 岁青年女性	现代、活力、意趣、坦然	160-15800	360-1695
less	less		2003 年	30-45 岁职业女性	简约、精致、独立、理性	560-11800	290-2890



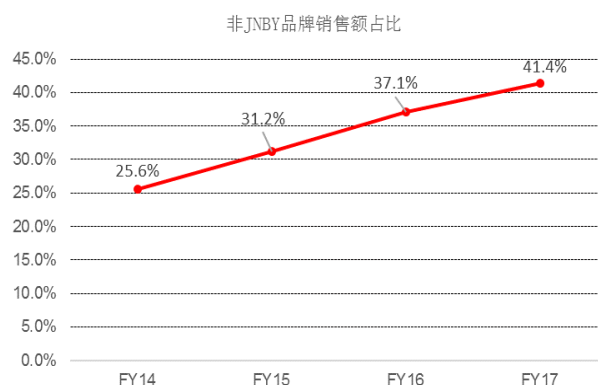
速写 (CROQUIS)			2005 年	30-45 岁男士	当代、质感、 玩味、优雅	350-9500	490-3790
jnby by JNBY			2011 年	3-10 岁的儿 童	自由、想象 力、快乐、真 实	160-1990	185-795
蓬马 (Pomme de terre)			2016 年	6-14 岁儿童 及青少年	质感、俏皮、 鬼马、雅痞	260-1690	390-890
JNBYHOME			2016 年	用积极自由 的心境追求 高品质生活 的人	多样性、舒 适、自我、好 奇心	-	-

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

分产品构成来看，公司主品牌 JNBY 贡献大部分收入，2017 财年 JNBY、速写、less、jnby by JNBY、蓬马和 JNBYHOME 营业收入占比分别为 58.6%、21.0%、12.6%、7.3%、0.6%、0.1%。随公司多品牌战略的不断深化，公司逐渐具备在各细分市场建立规模运营的能力，年轻品牌需求增长迅速。在保持各品牌销售逐年增长的同时，非 JNBY 品牌收入占比逐年增长，由 2014 财年的 25.6% 大增至 2017 财年的 41.4%。随 2016 年新品牌蓬马和 JNBYHOME 开始创收，未来公司多元化运营空间仍大，抗风险能力得到加强，综合实力进一步提升。

图 4：各品牌营业收入构成情况（亿元）


资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

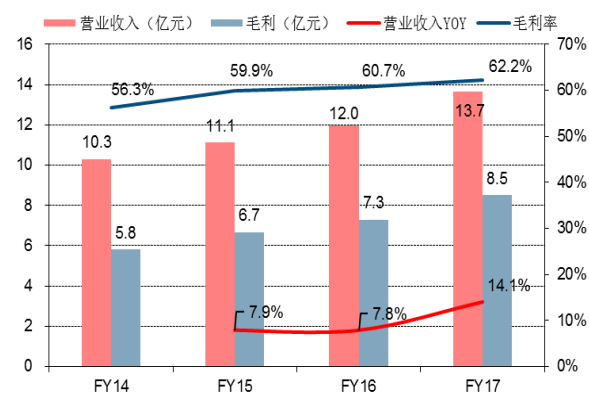
图 5：公司非 JNBY 品牌营收占比逐年提升


资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

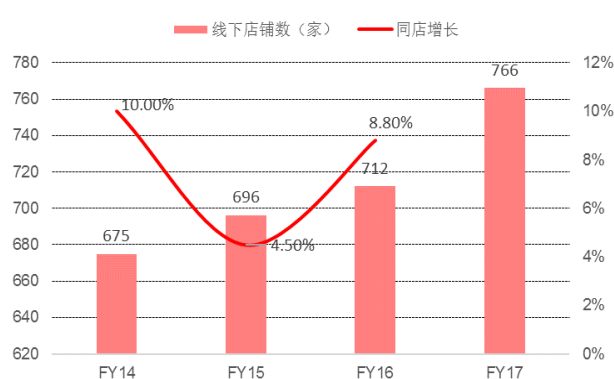
（1）女装板块：松竹布局，错落有致，主品牌 JNBY 地位稳固，收购 less 品牌延展高端定位

JNBY 为公司主品牌，1999 年获商标注册，2011 年被福布斯中国评为“最可能国际化的六大中国品牌”之一。经过近 20 年发展，已跻身中国顶尖设计师女装品牌行列，据 CIC 调查结果显示，JNBY 已经被认为是目前中国最独特及或认可的女装设计师品牌，品牌认知度排名第一，按复购数计算，位于目前中国前十大设计师女装品牌忠诚度第一。

受益于消费升级以及品牌知名度不断提升，JNBY 盈利能力稳定增长，成为公司收入及业绩增长主要动力。2014-2017 财年品牌营业收入 CAGR 为 9.88%，2017 财年达到 13.7 亿元，同比增长 14.1%，增速同比大增 6.3 个 pct，重新回到双位数。该品牌毛利率逐年增长，由 2014 财年 56.3% 增长至 2017 财年 62.2%。线下渠道方面，四年间净开店 91 家，2017 财年开店提速，全年净开店达 54 家，达到 766 家，外延扩展尚有空间。品牌同店增长速度 2015 财年下降至 4.5% 后 2016 财年转增至 8.8%。

图 6：JNBY 营收及毛利率逐年稳定增长


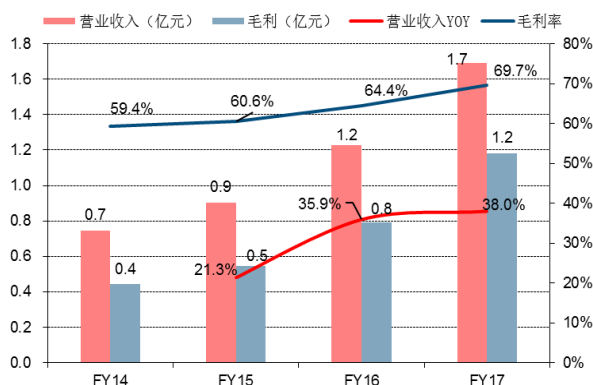
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 7：2017 财年 JNBY 开店提速


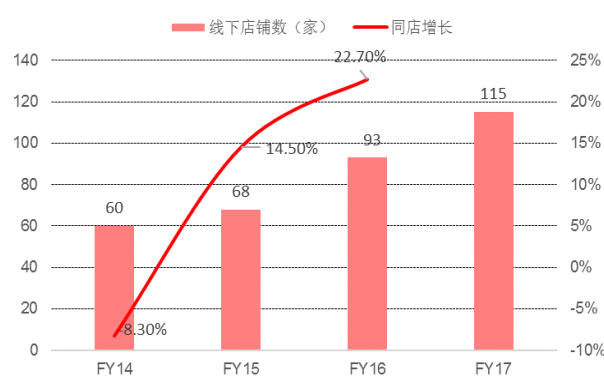
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

另一女装品牌 less 由公司于 2011 年收购，是公司目前唯一一个以收购形式获取的品牌，填补公司高价位高端女装品类，对标职业女性。2014 年公司根据自身设计理念，将该品牌形象进行重新定位，风格改变导致当年销售受影响，同店增长下降为 -8.3%，但度过转型调整期后，后续重拾快速增长。

经过调整，2014-2017 财年品牌营业收入加速增长，CAGR 为 31.5%，2017 财年营收 1.7 亿元，同比增长 38.0%，增速同比提升 2.1 个 pct。同时品牌毛利率水平较高，且逐年增长，由 2014 财年 59.4% 增长至 2017 财年 69.7%，成为推动公司毛利率增长的主要动力之一。渠道方面，品牌四年间门店数近翻倍，2017 财年全年净开店 22 家，达到 115 家。品牌同店销售收入增速经过 2014 财年转型下跌后迅速连续增长至 2016 财年的 22.7%。

图 8: less 营收高增速，毛利率逐年稳定增长


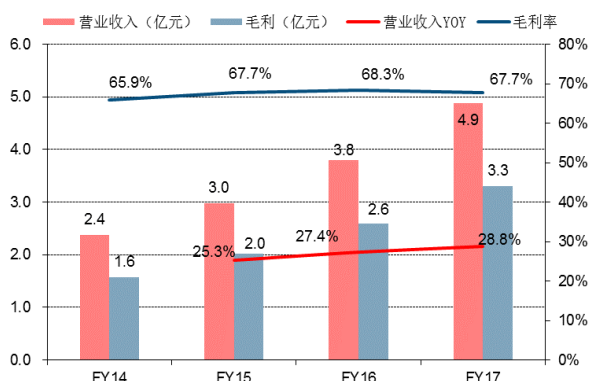
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 9: less 渠道稳定扩张，同店增长迅速


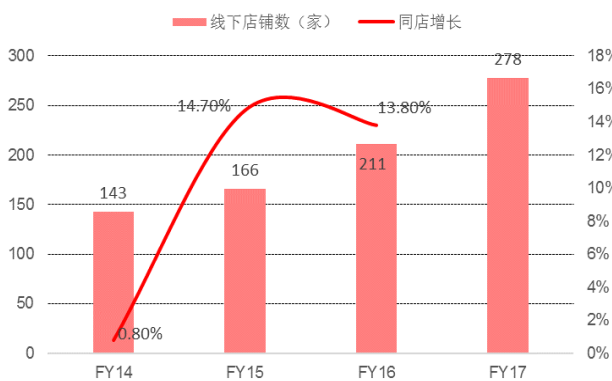
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

(2) 男装板块：速写跻身顶尖设计师男装品牌，与 JNBY 双峰对峙，近年增长喜人

男装品牌速写 (CROQUIS) 由公司于 2005 年推出，2016 年被中国服装协会评为“年最佳潮流男装品牌”，同样根据 CIC 调查显示速写被认为是目前中国最独特及或认可的男装设计师品牌，与 JNBY 一起作为公司男女装设计师品牌双璧。品牌近年来销售增长稳定在 20% 以上，2014-2017 财年营业收入 CAGR 为 27.2%，2017 财年营收 4.9 亿元，同比增长 28.8%，增速同比提升 1.4 个 pct。品牌营收占比从 2014 财年的 17.2% 升至 2017 财年的 21.0%。毛利率稳定高水平，四年平均毛利率为 67.4%。品牌线下店铺稳定扩张，由 2014 财年的 143 家升至 2017 财年的 278 家。

图 10: 速写营收 CAGR 为 27.2%，毛利率稳定高水平


资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 11: 速写渠道稳定扩张，同店增长迅速


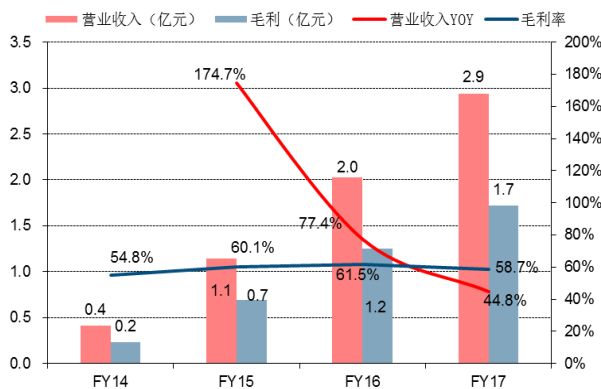
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

(3) 童装、青少年装及家居板块：对标未来高端设计师童装品牌需求，品牌处于快速扩张和成长期



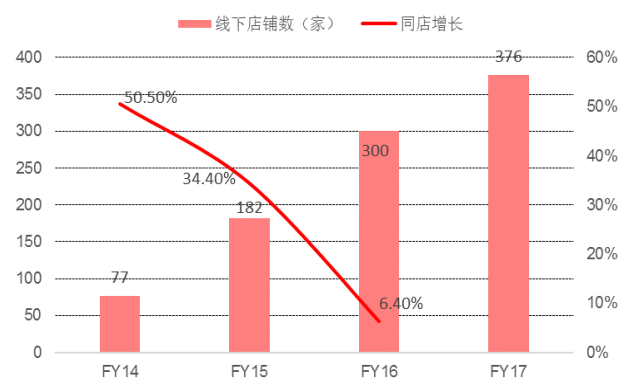
在男女装 JNBY 和速写成功经验的基础上，公司在 2011 年进行品类扩展尝试，创立**首个童装品牌 jnby by JNBY**。随着二胎政策开放引领婴童行业腾飞，叠加消费升级以及未来父母群体年轻化，高质量、个性化的高端婴童服饰需求空间上升巨大。jnby by JNBY 对标此类需求，目前正处于快速扩张占领市场时期，开店迅速，终端店铺由 2014 财年 77 家猛增至 2017 财年末 376 家，规模扩大约 4 倍。品牌营业收入逐年增长，2014-2017 财年 CAGR 为 91.8%，2017 财年营收 2.9 亿元，同比增长 44.8%，增速有所下滑。而品牌毛利率较为稳定，四年间平均毛利率 58.8%。而由于营业收入主要由开店量提升所带动，同店销售增速趋缓，由 2014 财年 50.5% 下滑至 2016 财年 6.4%，进入成熟期。

图 12: jnby by JNBY 前期扩张高基数效应使得增速下滑



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 13: jnby by JNBY 处快速扩张期，开店迅速



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

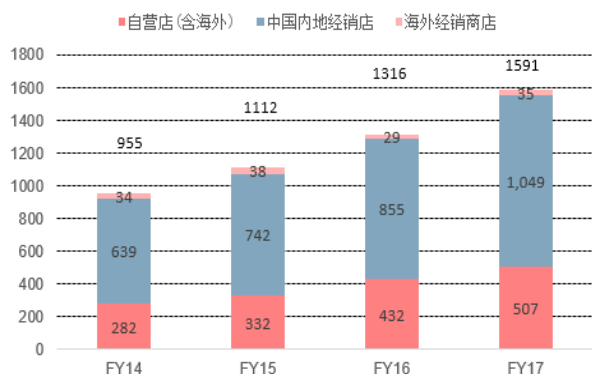
公司 2016 年继续品牌和品类扩张战略，2016 年 3 月公司推出新服装设计师品牌 **Pomme de terre “蓬马”**，对标 6-14 岁的儿童和青少年，进一步完善公司多品牌多年龄段覆盖。公司于 2016 年 7 月开设首间蓬马门店，截止 2017 年 6 月已开设门店 53 家，扩张迅速。2017 财年品牌实现营业收入 1313.8 万元，毛利率 39.8%。2016 年 12 月公司推出**设计师家居品牌 JNBYHOME**，实现服装之外品类覆盖，向进一步特定细分客户提供多样化服务目标迈进，目前品牌处于初期投入期，共拥有 3 家门店。

（三）线下渠道为主，直营店及线上渠道增长迅速，全渠道模式动力足

从渠道来看，公司开辟线下实体零售店、线上平台及微信互动营销服务平台三轮驱动的全渠道互动平台。线下方面，公司终端渠道逐年稳定增长，2014-2017 财年总店铺数量由 955 家增至 1591 家。其中以内地经销店作为主体，由 2014 财年 639 家升至 2017 财年 1049 家，自营店由 2014 财年 282 家升至 2017 财年 507 家。2014 财年以来经销店与自营店数量基本维持在 2.2:1 的比例左右。

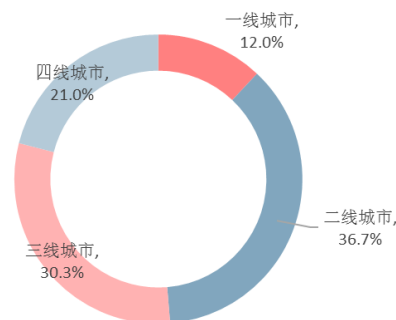
中国内地为公司主要销售渠道所在，2015 财年、2016 财年公司海外（包含香港、台湾）店铺数分别为 30、38 家，仍处于开拓初期。从内地分部来看，目前二三线城市是公司主要销售地区，截止 2017 财年末，公司中国内地店铺中位于二、三线城市占比分别为 36.7%、30.3%，一线城市为 12.0%。一线城市占比较低的原因是列入一线城市的只有北上广深四座城市，数量较少，因此容量有限，总体占比较小。但公司品牌定位中高端，于一线城市占有率实际比较充分，如在北京、上海、广州分别拥有店铺 98、54、56 家，高端新品牌如蓬马等在一线城市扩张更加迅速，未来占比会更高，并向二三线城市辐射。

图 14：公司店铺稳定扩张，内地经销店为主体



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

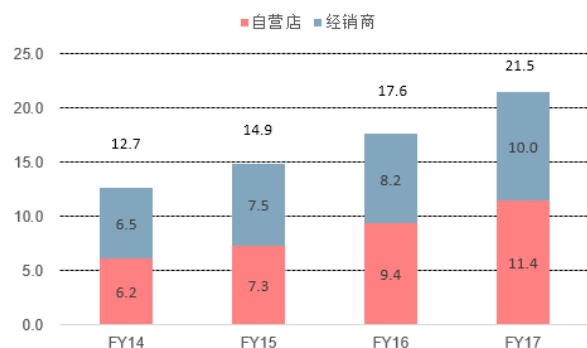
图 15：内地二三线城市店铺占比较大



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

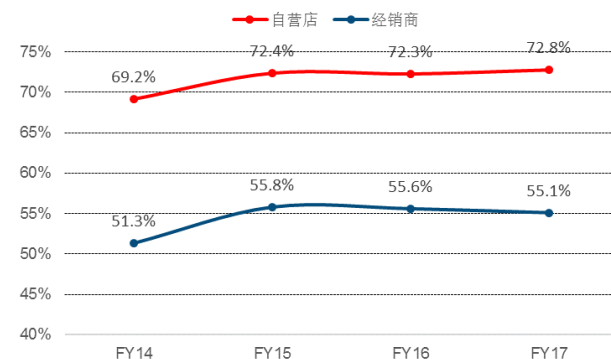
公司线下店铺营业收入 2014-2017 财年 CAGR 为 19.1%，其中自营店营收 CAGR 为 22.8%，经销店营收为 15.4%。虽然经销店数量为自营店两倍以上，但自营店营收 2016 财年已经超过经销店，2017 财年达到 11.4 亿元，经销店营收 10.0 亿元。自营店通常店铺规模比经销商大，同时没有经销商分成，相关成本率也低于经销店，因此盈利效益显著高于经销店，自营毛利率由 2014 财年 69.2% 逐年稳步上升至 2017 财年 72.8%，而经销商毛利率从 2015 财年略有回落，2017 财年为 55.1%，同比下滑 0.5 个 pct。

图 16：公司自营及经销店营业收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

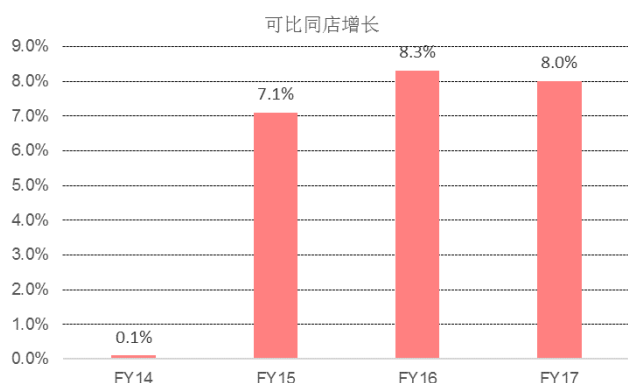
图 17：自营店毛利率显著高于经销店



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

线下可比同店增长方面，公司 2014 财年可比同店增长仅 0.1%，经销商店铺可比同店增长为-2.9%，主要原因是实体店铺受到电商冲击严重，拖累了整体增长。而此后可比同店迅速回升至 8% 左右高水平，一是因为 2014 年公司推出存货共享及分配系统，优化公司补充存货能力，当某地区店铺出现缺型号或缺色的情况，公司能从就近仓库尽快进行补充，显著减少因此产生的销售流失，强化实体店铺满足顾客需求能力。二是因为公司 2015 年 4 月推出微信互动营销服务平台，极大促进“粉丝经济”战略的发展，在移动端收获大量会员，绑定需求与销售，有效促进线上下销售同时增长。2017 财年公司可比同店达到 8.0%，存货共享及分配系统带来的增量零售额 4.5 亿元，同比增长 88.6%，占零售总额的 11.3%。同时会员所贡献的零售额占零售总额 62.6%，较去年同期的 56.7% 提升 5.9pct。

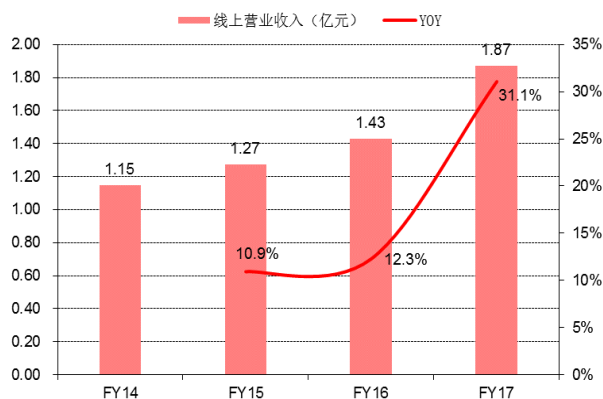
图 18：公司同店增长 2015 财年快速回升



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

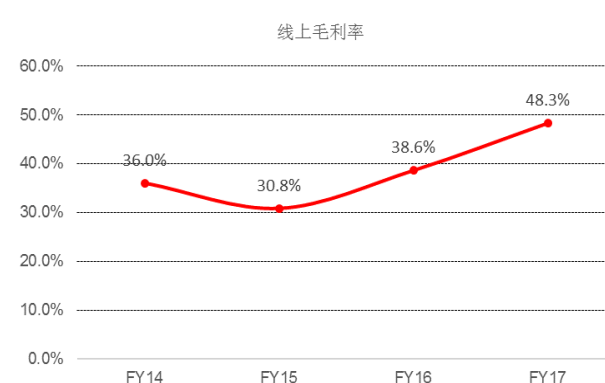
公司线上渠道为天猫、唯品会、京东等主要电商平台以及微信互动营销服务平台，公司线上销售增长略低于整体营收增速，2014-2017 财年线上营业收入 CAGR 为 17.7%。不过 2015 年推出微信互动营销服务平台后，一方面增加线上销售的渠道，一方面为消费者需求带来更大刺激，助推线上销售加速增长，2017 财年线上业务营收同比大涨 31.3%至 1.87 亿元。近年来线上销售收入占整体营收比例稳定在 8%左右，仍存较大上升空间。毛利率方面，由于此前大部分线上销售产品包括以折扣价格促销的过季产品，导致线上毛利率显著低于线下渠道，2015 财年毛利率下滑至 30.8%。近年来公司大力提高线上渠道新品销售占比，有力提升了线上毛利率水平，2017 财年同比提高 9.7 个 pct 至 48.3%。

图 19：公司线上销售收入加速增长



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 20：线上毛利率 2015 财年开始提升



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

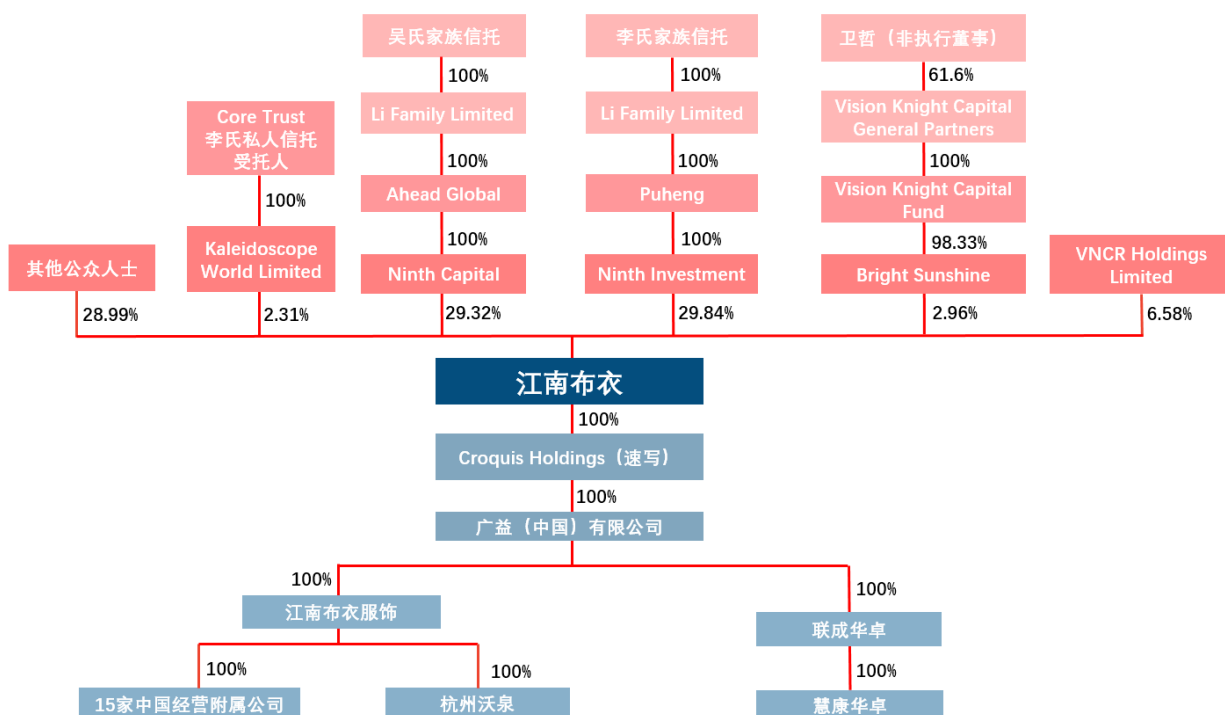
（四）吴健李琳夫妇共同持股 61.47%，家族控股保证企业凝聚力

公司由吴健与李琳夫妇共同控股，他们作为公司创始人以及设计和运营灵魂人物，透过多个信托共计控制公司 61.47%的股权；其中，吴氏家族信托通过 Ninth Capital Limited 持有公司 29.32%的股权，李氏家族信托通过 Ninth Investment Limited 持有公司 29.84%的股权，李氏私人信托 Core Trust 持有公司 2.31%股份。公司主要股东均为元老成员，且拥有丰富的服装行业从业经验，保证公司业务成熟、高效运行。同时非执行董事卫哲，即 2012 年与公司建立战略合作关系的 VKC 公司董事长，作为公司可交换票据持有人，持有公司 2.96%股份。

另一可交换票据持有人 VNCR 持有公司 6.58%股份。

子公司方面，公司全资持有 Croquis Holdings（速写）股权，全资子公司江南布衣服饰为中国境内主要运营子公司，负责所有品牌的设计与开发。公司各自地域市场销售业务由江南布衣服饰、杭州沃泉与其他 15 家中国经营全资子公司共同负责。另两家全资子公司联成华卓主要负责采购原材料及 OEM 管理，慧康华卓主要负责 JNBY 品牌相关进出口业务。

图 21：公司股权结构



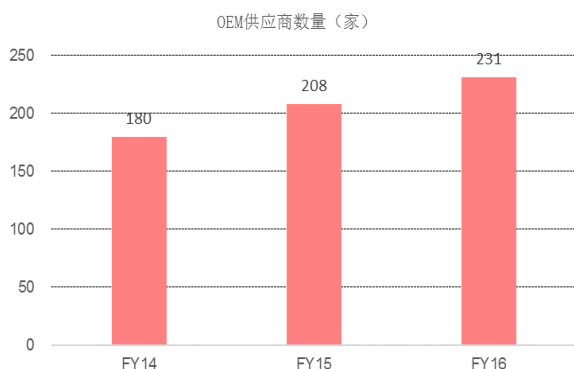
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

（五）供应链管理：生产外包，供应商集中度降低提升议价能力

2015 财年之前，公司保留少部分产品自产，绝大部分产品进行外包。2015 年 7 月起，公司将所有生产外包给国内 OEM 供应商。绝大多数 OEM 供应商为第三方，公司重视对于供应链和供应商的管理，谨慎挑选各类供应商，要求其达到若干评估标准，包括往绩记录、经验、财务实力、声誉、生产优质产品的能力及质量监控效力等，其中主要 OEM 供应商一般已与公司合作超过三年。

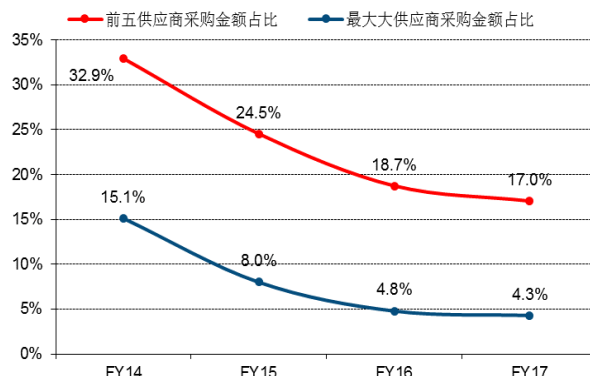
目前主要 OEM 供应商位于广东、浙江、江苏三省，数量逐年增加，2016 财年末为 231 家。与此同时，近年来公司上游供应商集中度迅速降低，前五供应商采购金额占比由 2014 财年的 32.9%锐减至 2017 财年的 17.0%，最大供应商采购金额占比由 2014 财年的 15.1%降至 2017 财年仅 4.3%。公司上游端控制能力显著增强，原材料及加工成本议价能力提升，在有效压缩生产成本的同时有助于控制产品质量。

图 22：公司 OEM 供应商数量逐年增长



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 23：公司供应商集中度不断降低



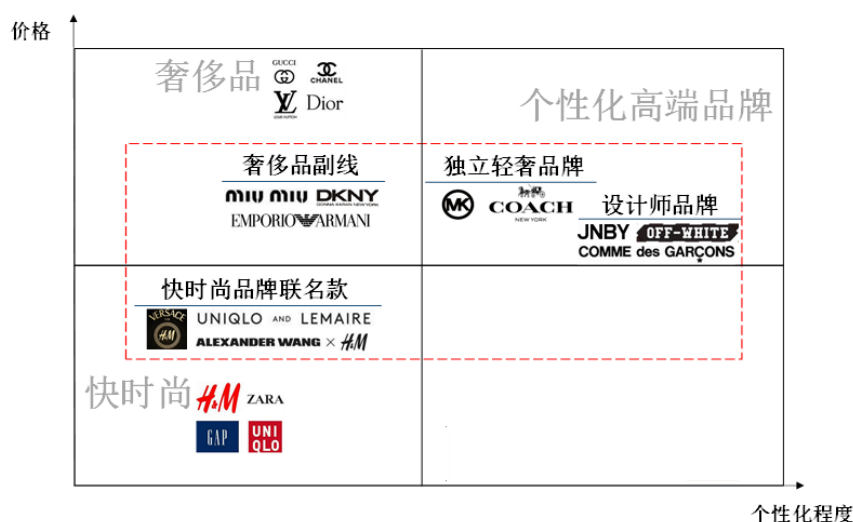
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

二、设计独特，粉丝众多，消费升级下设计师品牌引领风骚

（一）设计师品牌属于轻奢，定位年轻中产阶级

在传统大牌奢侈品出现增速放缓甚至销量下降时，轻奢品牌异军突起，成为在年轻消费群体中开疆辟土的利器。目前轻奢品牌主要由独立的个性化高端品牌、设计师品牌、一线奢侈品副线品牌、和快时尚品牌向上延伸的奢侈款构成。其产品价格相比一线奢侈品更为亲民，多数产品形象与定位都直击年轻化和个性化。设计师品牌作为轻奢中重要一环，与独立轻奢品牌和奢侈品副线相比具备个性化更高的优势。

图 24：轻奢品牌的构成



资料来源：中信建投研究发展部

Euromonitor 关于 2016 年中国奢侈服装报告表示，“千禧一代”和崛起中的中产阶级人群已经成为 2016 年中国奢侈服装消费的绝对主力军和核心力量。一方面，他们的消费观念和消费能力决定了轻奢品牌比起一线奢

侈品更具吸引力。2009-2014 年间我国轻奢品消费额（含海外消费）不断增长，CAGR 约 10%，2014 年消费额突破 96 亿美元。轻奢品牌消费群体在追求时尚的同时也在追求极致的个性化，可以与明星同款却不想款式“滥大街”。这样的消费基础和心理为众多个性化品牌和设计师品牌提供了良好的发展基础。

（二）个性需求叠加收入提升，差异化优势助力设计师品牌腾飞

与传统服装品牌不同，设计师品牌由于其带有强烈的个人设计风格、设计标志，辨识度极高。设计师自身作为产品标签极大程度保证了时尚程度，同时相比传统品牌，其细分定位满足了年轻消费者“怕撞衫”的追求时尚的心理，成为轻奢市场中颇具竞争力的一类品牌。

上世纪 90 年代初期，我国出现了一系列本土独立服装师品牌。以张肇达 1991 年创立“MARKCHEUNG”品牌为始，90 年代相继诞生一批中国设计师品牌先驱者，其中如“例外”等品牌成长为日后国内设计师品牌佼佼者。

表 2：上世纪 90 年代中国设计师品牌部分先驱者

成立时间	设计师/创始人	成立品牌
1991 年	张肇达	MARK CHEUNG
1993 年	邓皓	邓皓
1994 年	梁子	天意 TANGY
1996 年	罗峥	OMNIALO（欧柏兰奴）
1996 年	马可	例外
1997 年	叶寿增、陶晓马	ICICLE
1999 年	李琳	JNBY

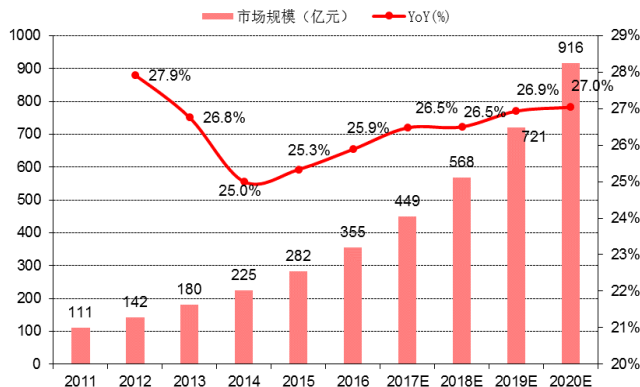
资料来源：互联网公开资料，中信建投研究发展部

随着中国消费者个性需求与社会整体时尚意识的提升，时尚领域出现审美专业化与审美独立之间日益突出的矛盾，为服装设计师品牌备受推崇创造了良好条件。设计师将个性审美与独立设计相结合，在审美矛盾调和方面相较其他种类的品牌具备更多的差异化竞争优势。同时部分设计师以前卫或标新立异作为标签，与社会的分层形成明显的对应关系，具有直击特定群体的文化认同感的意味，与崛起的中产阶级对品味与象征的诉求完美契合，同样使设计师品牌在当代中国如鱼得水。这在设计师品牌的两大主题渠道中有所体现。**大众设计师品牌**为中端小众消费群体提供原创个性化服务，受众大多在 25 岁—40 岁，强调品牌的文化内涵和对一种特殊的生活方式认同，如“例外”、“江南布衣”、“ICICLE”、“杰施”等。**高级定制品牌**为享受高品质的服装消费者提供定制服务，针对消费者具体年龄、体型、气质、穿着场合等情况量身定制，其价格决定了排他性，以玫瑰坊、NE TIGER、夏姿陈等奢侈品设计师品牌为代表。

2003 年以后，中国设计师品牌进入发展壮大期，尤其是 2010 年之后随中产阶级迅速扩大及年轻消费者占据消费主体，个性化需求旗帜大张，引领设计师品牌市场飞速扩展，独立服装设计师品牌更是如雨后春笋般涌现，据 CIC 咨询统计及预测，2011-2015 年中国设计师品牌市场规模 CAGR 为 26.25%，远高于服装整体增速，2015 年市场规模达到 282 亿。随著品牌知名度提高及服装设计更受重视，预计 2016-2020 年增速不减，保持 CAGR 在 26.74% 的高位持续增长，2020 年有望达到 916 亿。得益于高增速，设计师品牌占总体服装市场比例由 2011 年的 1.55% 上升至 2015 年 2.24%，预计 2020 年占比提升至 3.85%，未来发展潜力仍较大。

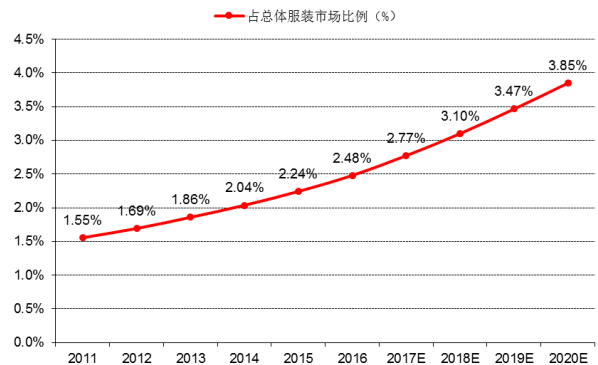


图 25：2011 年以来中国设计师品牌市场规模保持高速增长



资料来源：CIC，中信建投研究发展部

图 26：中国设计师品牌占服装市场比例不断提升



资料来源：CIC，中信建投研究发展部

（三）国内外设计师品牌对比

1、COMME des GARÇONS：商业与设计并驾齐驱

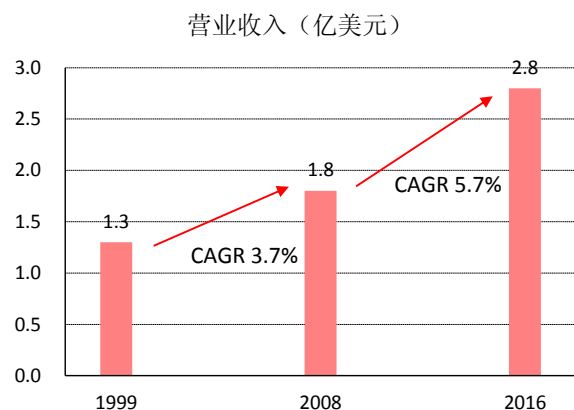
COMME des GARÇONS (CdG) 品牌由日本知名设计师川久保玲在 1969 年创立，CdG 公司于 1973 年成立。主线品牌 COMME des GARÇONS 以不对称、宽松包覆感和解构重组风格为主，品牌在 1981 年巴黎的一场时装秀上，凭借异于传统高贵时装的“乞丐装”设计和暗黑的展示风格迅速闻名于欧洲。随后 1982、1983 年先后在巴黎和纽约开设专卖店，1986 年美国子公司成立，1989 年首家旗舰店在日本东京开设。公司扩张速度相对稳健，截至 2017 年 10 月，其在日本拥有 87 家分店，日本以外拥有 40 家分店，并且从 2004 起在伦敦、纽约、东京、北京和新加坡开设品牌集合店 Dover Street Market（丹佛街集市），2016 年收入超 2.8 亿美元。

图 27：主线 COMME des GARÇONS 的典型不对称包覆风格



资料来源：互联网，中信建投研究发展部

图 28：公司营业收入增速较为平缓*



资料来源：Business of Fashion，中信建投研究发展部

*注：由于公司未上市，收入数据来自于公司董事长的访谈纪要

（1）品牌与设计师孵化基地

品牌创立的近五十年间，共诞生了超过 17 个品牌，除了 COMME des GARÇONS、COMME des GARÇONS

HOMME Plus、Junya 等高端时装，还包括融入欧美街头风的 GANRYU 以及以 GARÇONS HOMME DEUX（较高可穿度的商业装）、Play COMME des GARÇONS（基础休闲爆款）为代表的商业化系列。各支线风格和定位互补性较强且价格区间相对较宽，主线品牌外套、裙装价格区间 7000-35000 人民币，而 CdG COMME des GARÇONS 等副线的外套、裙装价格区间则在 4000-20000 人民币，更为亲民“Play”系列开衫则低至 2000 人民币。品牌矩阵的不断完善不仅丰富了 CdG 品牌的自身内涵、扩大了自身的影响力和受众范围，还极大程度上增强了品牌的盈利能力。

表 3：CdG 主要品牌及支线介绍

品牌名称	代表时装展示	简介
COMME des GARÇONS		- 推出时间：1969 - 主要特点：女装主线品牌，早期以黑色系为主线，以不对称、宽松包覆和解构重组风格闻名 - 价位：外套 7000-30000；裙装 6000-35000 - 主要设计师：川久保玲
Tricot COMME des GARÇONS		- 推出时间：1978 - 主要特点：女装支线品牌，剪裁相对主品牌更为合体，定位也更偏年轻化 - 主要设计师：川久保玲、渡边淳弥、栗原大
COMME des GARÇONS HOMME Plus		- 推出时间：1984 - 主要特点：男装主线，注重细节设计，延续了不对称和解构主义风格 - 价位：衬衫 3000-8000；西装及外套 9000-20000 - 主要设计师：川久保玲
COMME des GARÇONS SHIRT		- 推出时间：1988 - 主要特点：男装衬衫支线，衬衫设计感强，但易穿搭且定位较为亲民 - 价位：衬衫及 T 恤 800-5000；下装 4000-8000 - 主要设计师：川久保玲



JUNYA WATANABE
COMME des GARÇONS



- 推出时间：1992
- 主要特点：延续主线风格，但面料材质方面偏向使用皮革、塑胶等创新材料
- 价位：上衣、衬衫 5000-10000；裙装及外套 10000-30000
- 主要设计师：渡边淳弥

PLAY
COMME des GARÇONS



- 推出时间：2003
- 主要特点：主打基础款无设计风格，川久保玲商业爆款
- 价位：T 恤 800-2000；开衫外套 2500-5000
- 主要设计师：川久保玲、波兰插画师 Filip Pagowski 设计爱心形象

资料来源：互联网，中信建投证券研究发展部整理

另外，川久保玲培养了众多知名设计师，其中渡边淳弥、栗原大等已经是 CdG Homme、Junya Watanabe CdG、Tricot CdG 等子品牌的主理设计师，而二宫启、阿部千登势、Gosha Rubchinskiy 等在川久保玲的培养下已经拥有了自己的独立设计师品牌。一方面，强大的设计师团队能够增强品牌的创新能力，使品牌保持活力，另一方面，培养的成熟设计师则能通过自身影响力提高品牌的知名度。

图 29：支线 Noir Kei Ninomiya 对称建筑性与主线形成反差



资料来源：互联网，中信建投研究发展部

图 30：设计师品牌阿部千登势受川久保玲不对称包覆风影响



资料来源：互联网，中信建投研究发展部

（2）创新的不只设计，商业拓展成果颇丰

川久保玲在商业方面同样保持不懈的创新，在川久保玲和丈夫 Adrian Joffe 的主导下，2004 年在德国柏林开设了其第一家快闪店，其“限制顾客每日消费额、开设 3 个月-1 年便关停”等饥饿营销的方式起到了很好的推广效果；而另一成功的商业化运作则是 2004 年开始在伦敦、纽约、东京、和北京相继开设的品牌集合店 Dover Street Market (DSM/丹佛街集市)，店铺不仅包括 CdG 的自有品牌，还集合了众多国际一线奢侈品和新兴设计师品牌，并通过设计师和建筑师对店铺的精心设计突出各个品牌的特点，让消费者体验升华成为艺术品展览。据 Business of Fashion 对 CdG 董事长 Adrian 的采访，2016 年公司 35% 的收入均来自于 DSM 集合店。

图 31: CdG 的快闪店外形独特(黑色方形店面呼应支线 Black)



资料来源: 互联网, 中信建投研究发展部

图 32: Dover Street Market 的店铺设计感极强



资料来源: Business of Fashion, 中信建投研究发展部

同时, CdG 在设计方面同样保有创新和开放的态度, 虽然“Play CdG”系列在设计与定位上都与主线背道而驰, 但“Play”系列每年贡献的营业收入约占公司总收入的 12%, 且其带来的引流效果和影响力对品牌主线同样有积极的拉动作用; 另外, 尽管川久保玲对联名等抱有谨慎的态度, 但依然会选择与各类品牌中的翘楚发布联名款提升品牌影响力, 从 H&M 等快时尚品牌到 Nike 等运动品牌再到高端奢侈品 Gucci 等, 都与 CdG 合作发布过红极一时的产品。

图 33: CdG 的商业化作品“Play CdG”系列



资料来源: 互联网, 中信建投研究发展部

图 34: CdG 与各类品牌的联名款



资料来源: 互联网, 中信建投研究发展部

2、Maison Margiela: 风格独特, 借资本, 扩全球

Maison Margiela 品牌是设计师马丁马吉拉 (Martin Maison Margiela) 1988 年在法国成立, 马吉拉毕业于极具影响力的安特卫普皇家艺术学院, 并曾在 1997 年出任爱马仕 (Hermes) 女装设计总监。其设计风格同样钟情黑色, 并以创新的解构主义 (大量拆解重构与拼接设计)、面具、特定的缝合线头等特点闻名。

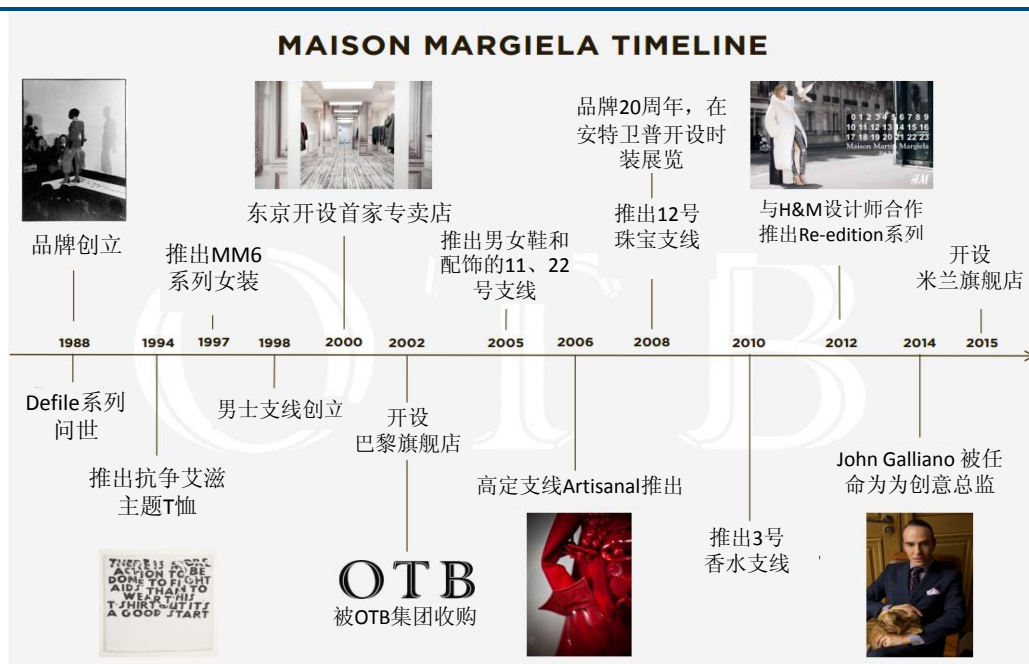
图 35: Maison Margiela 以解构主义、面具、缝合线头等具有辨识度的风格闻名



资料来源: 互联网, 中信建投研究发展部整理

与川久保玲不同, Maison Margiela 品牌更善于借助商业化实现扩张, 2002 年被意大利时装集团 Only the Brave (OTB, 旗下拥有 Diesel 等品牌) 收购, 资本的介入加速了公司的扩张, OTB 集团在意大利的生产和物流基地大幅提高了品牌的运营效率。据报道截至 2014 年公司在全球拥有 50 家专卖店, 截至 2016 年公司的终端渠道已经在 15 个国家布局, 并在收购后新推出了 7 条重要支线品牌 (目前共超过 20 条重要支线品牌), 还与 H&M 等知名品牌进行了联名款的发布。

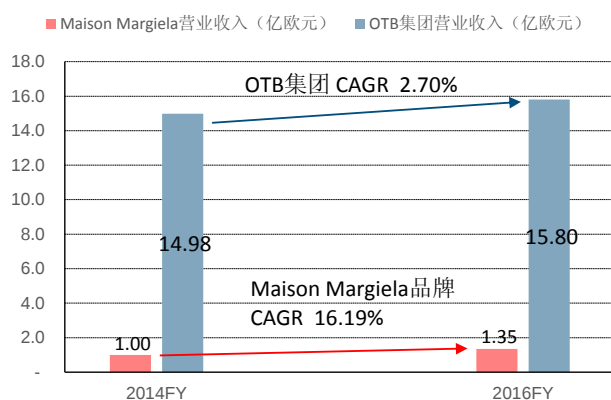
图 36: Maison Margiela 借助资本发展迅速



资料来源: 公司官网, 中信建投研究发展部整理

另外, 2009 年马吉拉退休后, 2014 年 10 月公司聘请曾任职于纪梵希、迪奥的 John Galliano 为创意总监, 新老交接使品牌在原有风格的基础上添加了新鲜的元素, 公司收入也因此中高端时装低迷的 2014-2016 年期间逆势增长, 2014-2016 年复合增长率达 16.18% (其母公司期间增长率仅为 2.7%)。

图 37: Maison Margiela 营业收入增速远高于集团整体增速



资料来源: Thirdlooks, 中信建投研究发展部整理

图 38: John Galiano 在面料、袖子等细节进一步创新



资料来源: 互联网, 中信建投研究发展部

3、Broadcast: 播: 定位中高端, 资本介入强化商业运作

“broadcast:播”母公司日播时尚于2002年成立, 2017年5月登陆A股, 公司旗下还拥有CRZ(90后及00后中高端潮牌定位)和PERSONAL POINT(25-35岁, 定位原创个性女装)两大品牌, 同时通过投资共存国际, 参与设计师品牌“Taoray Wang”的运营。其中“broadcast:播”定位25-35岁女性, 主打知性、优雅、都市文艺风格, 设计大气干练, 价格也相对温和, 裙装价位区间500-1500元, 外套价格600-3000元。

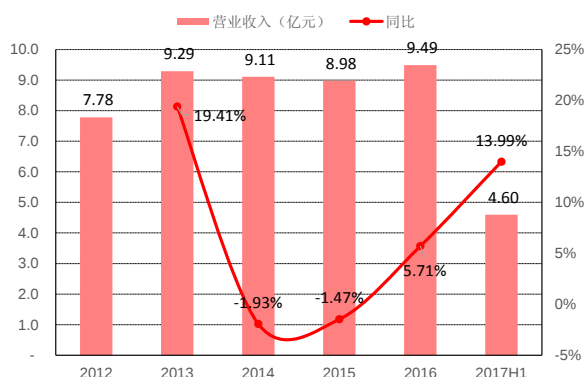
图 39: 主品牌定位年轻优雅都市女性, CRZ 和 PP 进一步完善品牌定位



资料来源: 招股说明书, 中信建投研究发展部

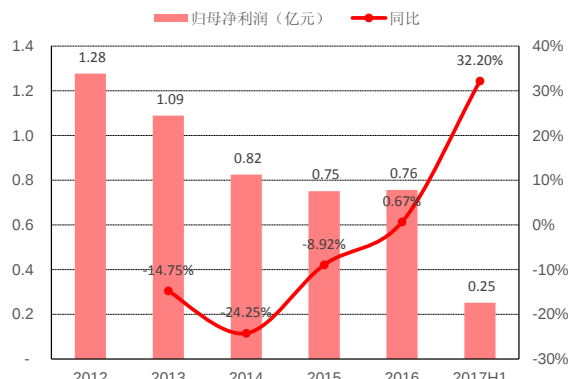
相比奢侈时装设计师品牌, “broadcast:播”的风格调性相对较窄, 同时也更加平民化, 公司以细分化精准定位和全渠道运营近年迅速铺开规模。截至2016年12月31日, 公司在中国25个省已拥有销售终端门店合计886家。虽然2014年公司开始应用VMI(供应商-用户库存管理系统)供应模式影响销售加之业绩低迷拉低业绩, 但2016年公司业绩已经开始触底回升, 2017H1实现营业收入4.60亿元, 同比增长13.99%, 归母净利润2524.06万元, 同比增长32.20%。

图 40：公司营业收入在经历调整后实现正向增长



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

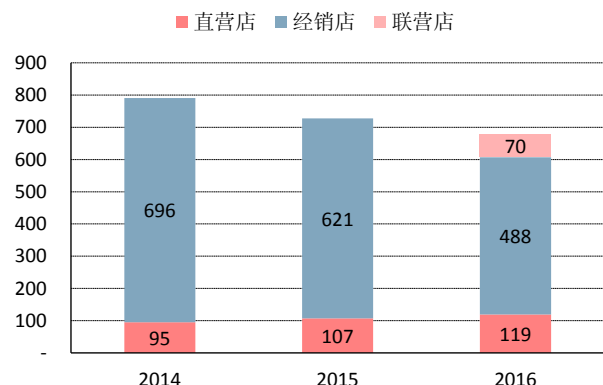
图 41：公司归母净利润同样在调整后实现增长



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

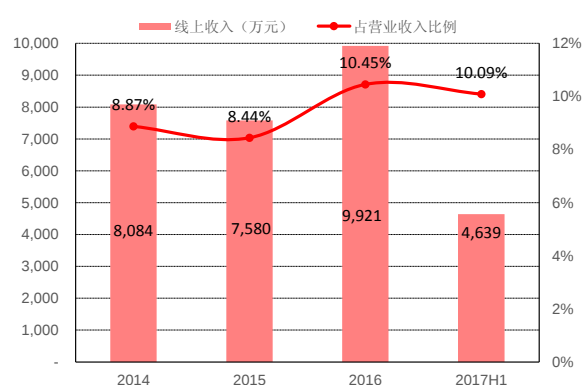
具体来看，公司在商业化方面的优势集中在设计、供应链、营销和信息化管理方面：**研发团队实力强**：公司的创始人王卫东、曲江亭均为设计师出身，设计总监王陶曾任日本设计师小筱顺子男装支线的助理，公司在上海和广州共设立三个品牌设计研发部，同时从香港、韩国、日本等地引进优秀的设计研发人员，公司的设计研发团队共计166人，大多数拥有5年以上从业经验。其中“broadcast:播”设计师36人，并配有面辅料、面料、视觉陈列等设计师。**掌握研发到生产全链条**：公司除了拥有研发设计中心外，还设立了工厂技术部，主要负责研发新品的大货变现，而VMI的成熟应用使优秀设计能够高效落地。生产方面以外协为主自制为辅，通过自有工厂自制保证精品品质，通过大批量委外加工提升效率。**全渠道布局**：截至2016年，公司拥有直营店179家（较2015年增加18家，主要位于大型商场和购物中心），联营店82家，经销店625家。线上方面，已能在直营店实现消费者“线上下单、线下提货或配货”以及“线下体验、线上下单”等服务功能，2016年线上收入0.99亿元，同比增30.89%，占营收比例由2015年的8.59%上升到10.64%，2017H1线上收入占比10.09%，仍然维持16.22%的较高速度增长。

图 42：公司加大直营店占比



资料来源：Thirdlooks，中信建投研究发展部整理

图 43：线上收入 2016 占比回升

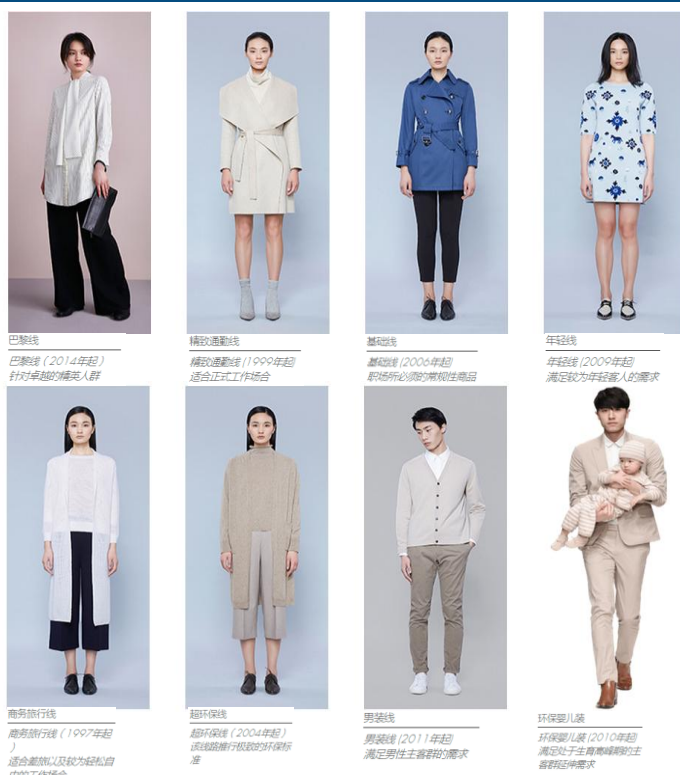


资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

4、之禾 (ICICLE)：创新理念，紧随市场需求

之禾创立于1997年，创始人叶寿增为东华大学研究生，设计师多为本科以上科班毕业，品牌共分为8条支线，整体以舒适、简约设计为主要风格，定位追求生活质量的都市高级白领，衬衫价位1200-3000元，裙装1500-5000元，外套价位2000-8000元。

图 44：公司设计以简约的通勤装为主



资料来源：公司官网，中信建投研究发展部

将设计感带入职场，理念创新提高品牌认同感：一方面，品牌专注于将设计感融入商务装，在保持独特风格的同时进行拓宽了设计师品牌的受众。另一方面，品牌对自然环保理念的应用凸显了自身的差异化，无论是高品质的天然面料、环保化的生产过程还是主打“回归自然”的品牌推广，都更能够获得年轻、高学历一代消费者的认可。截至 2017 年 10 月，品牌已在全国拥有 200 家以上的专卖店或专柜，2017 年 2 月品牌还开立了集服装、图书、画廊、餐厅于一体的“之禾空间”体验店，进一步将品牌倡导的生活方式实体化提供给消费者。

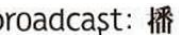
表 4：之禾品牌在运营各环节主打环保理念

运营环节	环保理念的应用
原材料	采用有机棉、高品质的麻、毛、丝等天然材料，并采用大豆、竹子、玉米纤维等新型环保材料作为原材料
印染	采用蔬菜、粮食作为印染主要材料
成衣生产	部分生产环节采用纯手工制作
营销	时装发布会以“自然之旅”为主题，以动植物相关的艺术品与天然制作工艺介绍等为主要展示内容

资料来源：公司官网，中信建投研究发展部

表 5：国内外设计师品牌多维度对比

设计师品牌	代表风格	核心设计师背景	支线品牌数量	价位 (人民币)	终端数量
川久保玲 (1969) COMME des GARÇONS	主品牌以不对称、宽松的包裹感和解构重组风格为主	川久保玲：毕业于日本庆应义塾大学艺术专业，被奉为日本的时尚教母。	超过 17 个	主线裙装： 6000-35000	127 家专卖店/专柜；5 家品牌集合店 (Dover Street Market)

	Maison Margiela (1988) 黑色系为主，大幅运用解构主义，并拥有突出的粗糙缝合线头、面具、袖子等设计细节	马丁·马吉拉 (Martin Margiela) ：毕业于安特卫普学院，曾任爱马仕女装设计总监； 约翰·加利亚诺 (John Galiano) ：毕业于圣马丁学院，曾任职于纪梵希、迪奥。	超过 20 个	衬衫、毛衣等上装：2000-8000 裙装、外套：8000-30000	15 个国家超过 50 个专卖店/专柜
	Kenzo (1970) 用色大胆，有标志性老虎头、花卉等设计，结合欧洲时装和日本禅风	高田贤三 ：日本文化服装学院毕业，毕业后在欧洲游历，作品于 70 年代崛起。	超过 14 个	上装：700-4000 外套：2000-7000	超过 12 个欧美国家拥有 80 余家专卖店/专柜，在日本、中国、新加坡、泰国等也有成熟布局
	江南布衣 (1999) 秉承“简约、简洁、大气”的设计思想，追求“率性自然、环保舒适”的款式造型，穿搭选择多样化	李琳 ：拥有 20 多年的从业经验，亦是北京当代艺术馆和温哥华美术馆理事会成员，2010 年被福布斯网站评选为“全球时尚界 25 位最有影响力华人”。	5 个	裙装 300-2000 外套：1000-8000	截至 2017 财年共 1591 家，其中自营 507 家，国内经销 1049 家，海外经销 35 家
	broadcast: 播 (1997) 知性、优雅、都市文艺风格，剪裁以简约和大气风格为主	王陶 ：日本时装设计学院 Tokyo Mode GAGUEN 毕业，曾任日本设计师小筱顺子男装支线助理。	3 个	裙装：500-1500 外套：600-3000	截至 2017H1 共 677 家门店
	Zuczug (2002) 以生活和想象力为基本理念，定位明朗、独特而幽默的轻时装	王一扬 ：曾于东华大学服装学院任教，目前设计师团队主要由 80 后、90 后年轻设计书组成。	超过 5 个	T 恤毛衣等上装：800-3000 外套：2000-6000	100 家左右
	ICICLE (1997) 简约设计感的商务风，同时主打环保面料和环保设计	叶寿增 ：曾于东华大学服装学院服装设计专业任教。	超过 8 个	衬衫：1200-3000 裙装：1500-5000 外套：2000-8000	2017 年超 200 家
	例外 (1996) 色调以灰、白、酒红为主，简洁含蓄、舒适实用、兼具文化艺术特质及时尚品味	马可 ：苏州大学丝绸工学院工艺美术系毕业，曾多次获得国内服装设计奖，其与作品“无用之土地”作为贾樟柯《无用》主题获威尼斯电影节最佳纪录片奖。	1 个	针织、毛衣等上装：1500-3600 裙装：2500-5000	100 家左右

资料来源：中信建投研究发展部整理

5、他山之石：设计团队化+品牌矩阵助增长，拥抱资本强化内功

设计师团队保障内生发展：正如前文对江南布衣和国内外设计师品牌的分析，核心设计师的重要程度不言而喻，但是无论是桃李满天下的川久保玲时尚帝国还是新兴品牌 broadcast 播、之禾的都市时尚，其不断补充新鲜血液的设计师团队是让品牌枝繁叶茂，历久弥新的重要因素。

品牌矩阵拓宽品牌上下限：川久保玲、Maison Margiela 等高端设计师品牌旗下的支线或子品牌数量众多，而较为年轻的江南布衣、日播时尚等也在积极扩充自身的品牌矩阵。品牌矩阵的扩充一方面使自身的设计内涵得到丰富，另一方面也有利于品牌拓展当前市场、提高市场份额。

借力资本枝繁叶茂：以历史视角来看，引入资本等商业化手段并未影响各大品牌（如 Maison Margiela、Kenzo、

江南布衣等)的设计内核,无论入驻时装集团还是登陆资本市场,各设计师品牌通过引入资本,能够在供应链、营销、渠道等环节实现更有效的协同和更快的扩张。

三、重设计+多品牌+全渠道,塑造江南布衣 Style

(一) 国际认可的设计团队,是公司成功的奠基石

1、设计师品牌风格独立且辨识度高

相比于其他类型的服装品牌,设计师品牌体现更多的是独树一帜的品牌经验理念、独具内涵的服装产品、个性化的营销方式等。设计师品牌时装产品一般具有强烈的设计师特色及标志性风格,依托强大的设计创新传递创作思想及艺术追求,从而引领时尚潮流。

设计师品牌的核心竞争力便是设计能力,最大的特点在于具有较高的辨识度。设计师品牌大多与某一设计师、某一面料/色彩、某一服装风格等因素密切相关,通过独特鲜明的服装风格保证极强的客户黏性,同时赚取较高的价格溢价,获取较高的毛利率。

设计师品牌的购买对象是具有较高购买力的年轻一代消费者,他们通过服装表达个性及文化,对于设计师品牌的忠诚度较高,购买力较强,并且对于设计师品牌的价格敏感度较低,他们往往更加看重服装设计、风格及独特的购物体验。因此,设计师品牌更容易形成基于对其品牌理念认可的忠实粉丝群,这也是设计师品牌的最大无形资产。

表 6: 设计师品牌与其他类型品牌的对比

项目	设计师品牌	奢侈品牌	快时尚品牌	商业品牌
定义及说明	一般具有突出设计师特色及标志性风格,辨识度高。消费者对价格敏感度较低。	昂贵、高品质、美观、稀缺、稀缺及非功能性特征。	紧贴最新时尚潮流,因周期快得以蓬勃发展:迅速成型、小批量及多品种相结合、运输及交货效率高。	通常生产数量庞大的以销售为导向的服装产品,注重较为流行及大众风格的畅销服装产品。
设计及风格	具有突出的设计师特色及标志性风格;强调一致性设计;设计师对终端产品影响最大。	强调品牌文化与产品稀缺性;设计师对产品影响较大。	潮流设计快速成型;强调服装产品的种类及多样性;设计师跟随市场潮流趋势。	设计追随大众市场潮流趋势;注重大众市场所广泛接受的流行及普通风格;设计师跟随大众市场趋势。
主要目标客户	追求优质服装产品的中高收入人群	注重身份及品牌的高收入人群	中等收入水平人群	对服装产品有多元化需求的不同收入水平人群
代表性品牌	JNBY、例外、素然、卓卡	LV、Chanel、Armani	H&M、Zara、UNIQLO	La chapelle、E-land、Vera Moda

资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

2、追求高度差异化设计以彰显个性

设计能力是设计师品牌的核心精神,设计决定了产品能否从竞争对手中脱颖而出。设计师品牌时尚集团非常依赖顶尖设计师管理监督公司的整体运作,设计师团队通常深入参与全方面的业务运作。江南布衣没有选用明星代言、鲜有广告投放,主要通过设计打动消费者,其与众不同的服装风格便是最好的代言人,这也是其成

功的关键元素。

（1）李琳女士对设计不懈追求

公司坚持设计驱动，是中国设计师品牌时装行业的领军者，设计及研发团队由创始人兼首席创意官李琳女士领导。作为公司核心设计理念的灵魂，李琳女士拥有 20 多年的从业经验，亦是北京当代艺术馆和温哥华美术馆理事会成员，2010 年被福布斯网站评选为“全球时尚界 25 位最有影响力华人”。

李琳女士提倡“自然、健康、完美”的生活方式，传达“自我、个性”（Just Naturally Be Yourself）的品牌精神，秉承“简约、简洁、大气”的设计思想，追求“率性自然、环保舒适”的款式造型。公司六个品牌均保持了基于一致设计理念的独特清晰形象。独特的设计和多样化的穿衣风格让消费者肆意搭配、彰显个性，使消费者从穿着中获得乐趣，提升品牌价值及目标客户的品牌认知度。

随着时代背景的变化，不断迎合更多人群的偏好。江南布衣的品牌呈现以下一些特点：

- ①注重设计原创性，倡导运用本土元素不断创新。
- ②引导设计师与时俱进追求艺术美感、引领潮流，而非盲目追随纯粹迎合最新潮流。
- ③JNBY 中的 J 代表 Joyful（意趣），强调设计趣味，结构剪裁独特，一件衣服有多种穿法。
- ④坚持采用棉、麻、毛、丝等纯天然面料，让穿着更加舒适、自然、健康、环保。
- ⑤零售店的店面装修、陈设布局等，具有“舒展、大气、简洁”后现代主义设计风格。

图 45：江南布衣品牌风格展示图



资料来源：公司官网，中信建投研究发展部

（2）打造文艺范儿的设计师团队

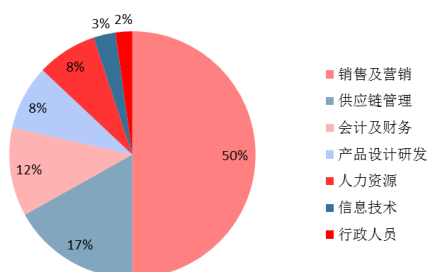
公司品牌的推动力源于不断培养与激励设计师，对现代质朴时尚生活风格的独特诠释。公司针对不同品类设有专门的设计研发中心，品牌设计工作由李琳女士带队，并由首席设计师分别负责女装、男装、童装等，目

前拥有 60 多名设计师。依品牌不同，设计师团队大小有所差异，如 JNBY 主品牌一年 SKU 较多，团队包括面料、图案、款式设计等共十余人，而童装 jnby BY JNBY 有许多设计元素衍生自女装，且每年 SKU 仅为女装一半多，因此设计团队仅 4-5 人，非常高效。

公司采用设计主导型的零售模式，并给予才华横溢及经验丰富的设计师团队足够创新自由，促使设计师运用其独特的审美眼光去追求艺术美感。此外，为设计师提供吸引力的薪酬待遇，公司的设计师团队创新性 & 稳定性较强，从首席创意官到主设计师每一位均在公司工作超 16 年。

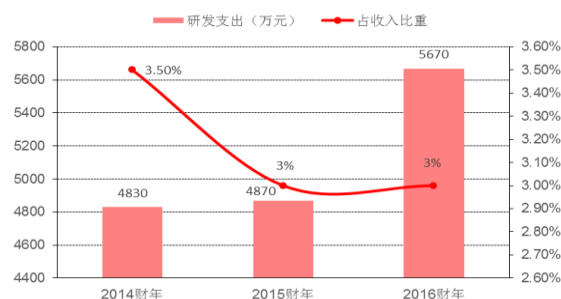
公司持续投资产品设计及研发，以保持品牌认知度及竞争力。在公司持续的设计研发投入以及极具创新活力的设计师团队支持下，2017 财年，公司推出 4000 多个款式，向客户提供足够多元化的系列产品。

图 46：2016 年公司雇员结构



资料来源：公司财报，中信建投研究发展部

图 47：2014-2016 财年公司研发费用率



资料来源：公司财报，中信建投研究发展部

公司设计师团队的设计灵感来源于文化的各个方面，包括艺术、建筑、音乐等。公司赞助的艺术中心“想象力学实验室”主要围绕寻找和推动创新事物展开工作，为艺术家们搭建交流和发展的平台，目前进行的持续性项目有月食、课堂和茶部等活动，与具有新颖概念的艺术家进行合作。并且还启动了 8 赫兹催眠、不日归和感官造物三个艺术实验室，大航海、院线映画艺术项目及数个展览，参加东京、多伦多时装周及时尚系列活动，打造江南布衣富有艺术感的团队文化，激发设计潜能。

图 48：想象力学实验室日常活动



资料来源：公司财报，中信建投研究发展部



(3) 重视面料研发确保产品调性与质感

面料及原材料也是服装设计非常重要的环节。原创面料是公司一大优势所在，公司拥有一支专业的新面料及材料开发团队，同时建立面料实验室，目前已成功开发 10 种面料。公司专注于设计开发与与众不同的优质面料，以诠释亲近自然的品牌理念及差异化产品，如通过全球有机纺织品标准认证的天然有机棉，经过国际羊毛局认证的纯羊毛等。另外公司也选择环境友好型原材料，如回收棉纶、有机棉汗布、VITA 面料等环保材料。例如 VITA 面料是由 78 %环保尼龙制造，尼龙纱线 100%提取自再回收的材料。

图 49：公司新面料及环保面料展示



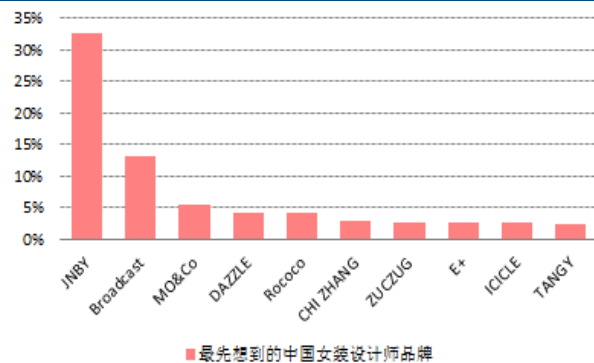
资料来源：公司财报，中信建投研究发展部

(4) 原创设计是成功的关键推动力

公司传播品牌文化、设计理念及风格，凭借强大的创新能力不断提供新产品，各个品牌呈现非常独特的差异性，其受欢迎程度大增，获得越来越多消费者的认同，并且在品牌认知度、百货/购物中心的渠道支配、客户忠诚度等方面享有明显优势。

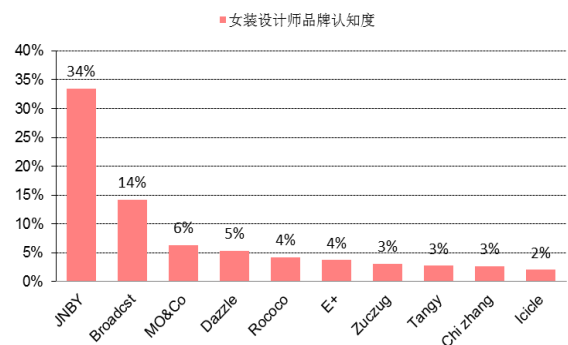
获得行业领先的高品牌认可度。根据 CIC 数据显示：2015 年，JNBY 品牌被列为受调查消费者最常购买的设计师品牌，占据中国设计师品牌行业 9.6%的市场份额，位居第一，JNBY 与 CROQUIS 分别被认为是最独特及获认可的女装与男装设计师品牌。2010 年，JNBY 商标荣获“中国驰名商标”。2011 年，JNBY 被福布斯中国评为“最可能国际化的六大中国品牌”之一，并被称为中国女装品牌进入国际市场的领跑者。2016 年，CROQUIS 在中国服装协会举办的“中国服装品牌年度大奖”中被评选为“最佳潮流男装品牌”。

图 50：最先想到的中国女装设计师品牌 JNBY 第一



资料来源：CIC，中信建投研究发展部

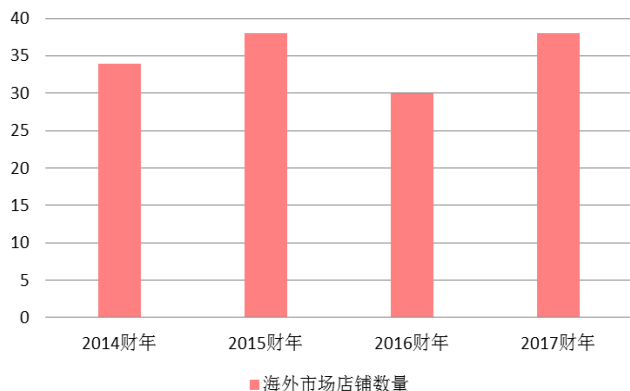
图 51：国内女装设计师品牌认知度 JNBY 第一



资料来源：CIC，中信建投研究发展部

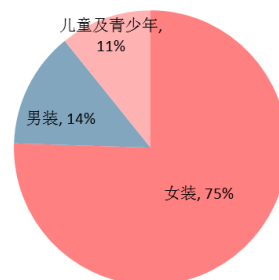
凭借自然的风格、独特的设计及高品质的布料，公司迅速迈出品牌发源地杭州，并顺利进入国际市场。2005年江南布衣在莫斯科的首个跨国精品店很快带动了其广泛的国际扩张。截止 2017 财年，在海外拥有 39 家经销店。在加拿大、日本、美国、俄罗斯等海外市场的布局，成功把中国当代的时尚风格元素带向世界，也验证了品牌设计倍受国际客户的认可。

图 52：2014-2017 财年全球的海外店铺数量情况



资料来源：公司财报，中信建投研究发展部

图 53：2017 财年海外销售的品类销售结构



资料来源：公司财报，中信建投研究发展部

（二）多品牌多品类运营，突破规模扩张天花板

1、多品牌运营以实现可持续增长

在越发注重品牌意识的带动下，消费者对于服装的消费需求日益成熟，对时装个性及独特性追求增强，对服装设计的喜欢更加多元化，因此越来越多的服装公司开始采用多品牌策略，持续扩大及多元化品牌产品组合，以提供可吸引不同年龄层、性别及消费倾向的消费者，实现可持续增长。

表 7：采用多品牌策略的公司对比

品类	江南布衣	歌力思	安正时尚	太平鸟	朗姿股份
女装	高端	less	歌力思、Laural、Ed Hardy、IRO VIVIENNE TAM	玫姿、尹默、摩萨克、斐娜晨	-
	中高端	JNBY	-	-	朗姿
	大众	-	-	PEACEBIRD 女装、乐町、MATERIAL GIRL	莱茵、玛丽、俪雅、朗姿
男装	CROQUIS	Ed Hardy	安正	PEACEBIRD 男装	-
童装及青少年装	Jnby by JNBY、Pomme de terre	Ed Hardy	-	MINIPEACE	阿卡邦
家居/家具	JNBYHOME	-	-	-	-

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2003 年，公司开始采用内部孵化方式打造多品牌战略，目前已形成 JNBY、CROQUIS（速写）、jnby by JNBY

（小江南）、less、Pomme de terre（蓬马）、JNBYHOME 六大特色品牌，设计、推广及销售女士、男士儿童及青少年时尚服装、鞋类、配饰及家居等多个品类，覆盖 3-50 岁各年龄段的消费群体。

公司各品牌均保持统一的设计理念及形象，传递时尚及搭配信息，引领时尚潮流，提升品牌价值与客户认知度，增强目标顾客的粘性。而每一个品牌又专注于独特的细分客户，具有不同的设计风格、品牌定位，适应不同的零售需求。更加重要的是，江南布衣以艺术为出发点，在保持精致、前卫设计的同时，又很好的平衡了价格区间，进而促进规模的持续扩大。

2、建立良性循环的客户生态圈

公司秉承“更好地设计，更好地生活”的核心价值观，致力于打造综合设计主导型平台，根据品牌核心理念扩大及多元化产品选择，将其价值链中的设计能力及整合资源扩展至服装以外，逐渐向鞋类及配饰、家居陈设、家具、家纺等时尚生活相关领域延伸，向多种消费群体交叉销售很大广度及深度的高度差异化产品。顾客可为其孩子、配偶等家庭成员关联购买不同品牌多种产品，为不同年龄层的粉丝创造及提供服务场景，实现品牌与客户的共同成长。

每件服装设计不仅体现了着装者的穿衣风格，也传递了他们的生活方式和生活态度。公司不仅在经营品牌，更是在经营一群追求“回归自然、追求意趣”生活品质的特定消费群体，通过广泛的产品及品牌组合打动消费者内心，让具有相同消费能力的消费者产生一种感同身受、相融合的认知，创建一种能够满足客户在不同生活阶段所需要的生活方式的生态圈，进而更广泛地接触客户群，打造更庞大且忠实的粉丝群体。

（三）完善的全渠道模式，助粉丝经济最大化

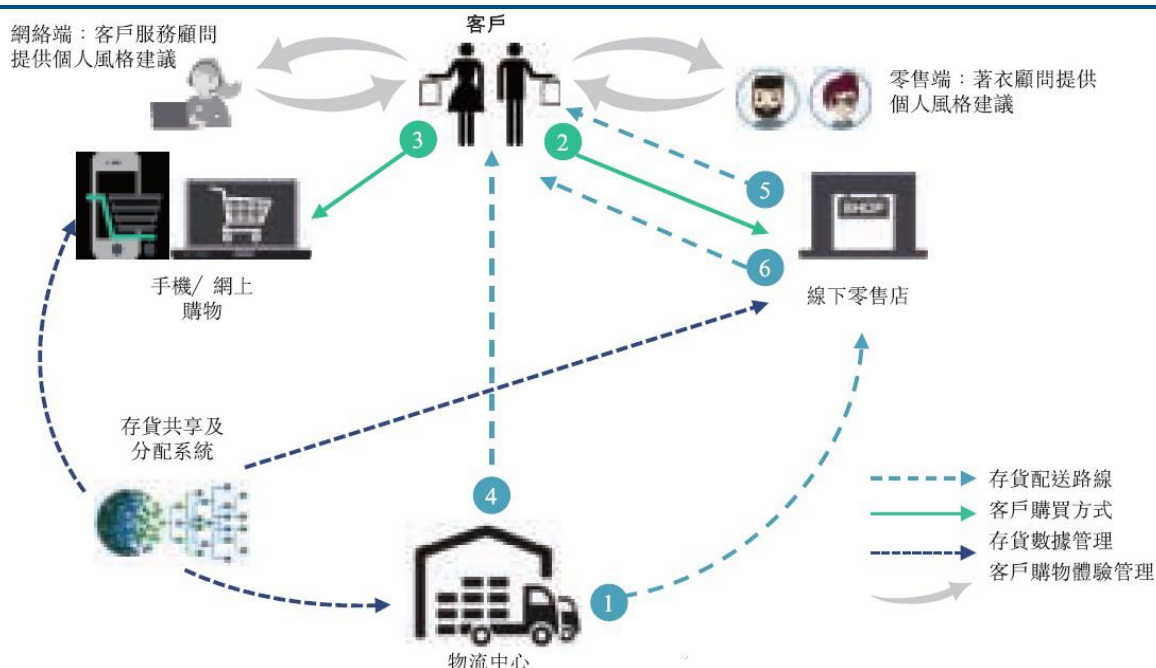
1、全渠道布局的雏形已现

公司以粉丝为核心，运用互联网思维与技术，完善全渠道互动平台，主要包括三大部分：一是实体零售店，二是线上销售渠道，三是微信互动营销服务平台，各部分对于将客户转变为忠实粉丝至关重要。

全渠道平台具有两大特点：一是统一销售新产品；二是统一的商品及定价；三是同步的会员计划，使得客户专注于寻觅最合适的产品，而非最低价的产品。

公司搭建全渠道互动平台，有助于增强公司零售网络及优化渠道组合，不断提升客户综合购物体验，培养江南布衣的粉丝经济体系。

图 54：公司全渠道互动平台示意图



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

（1）实体零售店增强体验感与互动性

目前公司零售店包括自营店、经营商经营店及海外经营店三类。由于设计师品牌注重体验，线下实体店仍是设计师品牌销售的主要渠道。公司对实体店持续进行升级改造，如开设集合多品牌的生活方式体验店、概念店等，融入最新的产品设计、视觉及技术元素，蕴含创新的生活方式和文化体验。

公司对直营店及经销商经营店铺的门店选址装修、设计外观、商品陈列、店员培训、价格标签、灯光音乐等提供指引，以呈现始终如一的品牌形象，传递品牌理念与设计精髓。由实体店的销售员也即穿衣顾问提高穿搭建议，为顾客提供舒适的穿衣体验场景，因此实体店成为客户深入认识公司产品及品牌理念的有效方式，有助于将更多消费者转化为品牌的粉丝。

截止 2017 财年，公司在中国及全球 17 个国家和地区拥有 1591 家零售店，门店网络布局完善。并且通过加强店内试穿顾问的培训、分析顾客销售数据、促进线上线下渠道互动等措施，全方位优化顾客购物体验，提高可比零售店同店增长。2014-2017 财年，零售店的可比同店增速逐年提升，2017 财年同店可比增长率达到 8%。

图 55: 杭州生活方式体验店展示图



资料来源: 公司公告, 中信建投研究发展部

图 56: 北京亮马桥官舍的江南布衣概念店



资料来源: 公司公告, 中信建投研究发展部

图 57: 中国内地、香港及台湾地区零售店铺分布



资料来源: 公司公告, 中信建投研究发展部

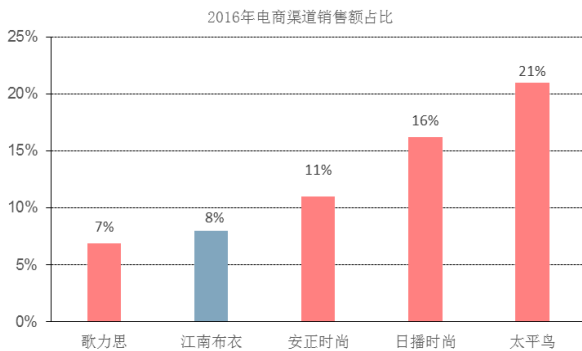
(2) 线上渠道促进销售及品牌建设

与传统零售店相比, 线上渠道一般提供比较广泛的产品选择、快捷配货、较优惠价格及便利购物方式 (每周 7 天每天 24 小时随时购物)。随着移动端的逐渐普及, 服装公司已在天猫、唯品会线上平台销售商品, 将线下客流量带到线上渠道, 以通过社交媒体及互联网加强营销力度, 提高品牌知名度及认知度。

线上平台也是测试新产品市场接纳度、评估消费者意见及收集信息的一种有效方式, 依靠节省中间环节的电商平台, 与消费者建立个人化的互动联系, 有助于及时了解市场动向和消费需求, 从而按照顾客的要求进行产品设计, 生产适销对路的产品, 通过与消费者的密切合作来提高产品的市场竞争力。2017 财年, 公司电商收入占比为 8%, 而且当季商品占比逐步提升, 但与同行业女装品牌相比未来仍有较高提升空间。



图 58：与同业相比公司线上占比提升空间仍大



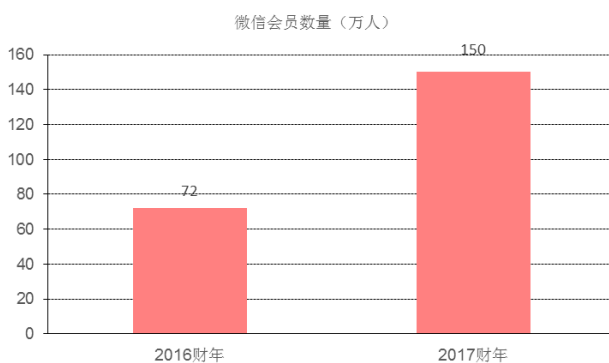
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

（3）社交平台强化与粉丝的互动

作为全渠道互动平台，公司微信营销服务平台于 2015 年正式推出，这不仅是向客户提供产品销售的一种补充方式，更是与消费者共享新产品信息、新促销活动及艺术时尚资讯的快捷路径，以有些地传达公司的品牌理念及生活愿景，有助于认同公司该理念愿景的客户成为忠实粉丝，帮助维护客户忠诚度。

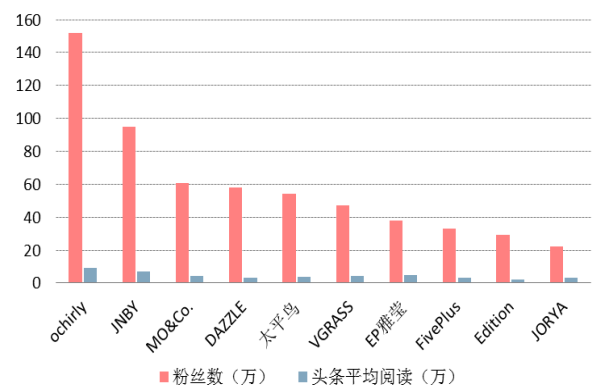
截止 2017 财年，公司微信服务号关注用户数量已达 150 万个，同比增加 108%，自平台推出以来，用户会员以每月 6 万以上的速度快速增加。根据 LADYMAX 的资料：选取 2016 年第三季度作为统计期间，按照微信公众号的粉丝数量及发布的文章读者数量来看，JNBY 在国内女装品牌中排名第二。江南布衣的微信公众号内容打造上注重栏目的设置，以及结合旅行、摄影、美食、建筑等艺术，来展现身边人身边事对时尚文艺的态度等，文章阅读量“10 万+”的帖子比比皆是。

图 59：2017 财年公司微信会员同比增长 108%



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 60：国内女装品牌微信公众号粉丝数量排名



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

2、内淘宝系统实现全渠道订单整合

2014 年 3 月，公司推出库存共享及分配系统，又称“内淘宝”，它是仿照淘宝的规则构建的企业内部的信息化平台，能够优化产品补货、货品调配及存货管理，带动销售；即使某地区出现型号或颜色缺货情况，亦可帮助更好地满足客户需求，全面提高消费者的购物体验。

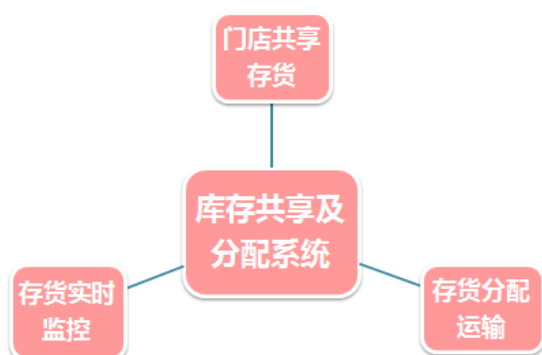
（1）**门店共享存货**。通过即时存货追踪、线上或店内的订单下达及送货上门服务，来优化线上及线下渠道间的存货共享及分配（包括自营店及经销商经营店），以提升消费者的购物体验。

(2) **存货分配运输**。凭借该系统可实时密切监察积压产品及高需求的存货水平，当某一家零售店的某一类产品出现断货时，该系统能让从物流中心或附近的另一家店铺调货并下达订单，然后尽可能在最短时间内直接将产品送达给消费者。

(3) **存货实时监控**。公司采取严格的存货铺货政策，当经销商的存货达到规定水平时，系统会提醒其补充热卖产品的存货，并且主动监督经销商的订单，以确保及时交付足够数量的产品满足消费者需求。

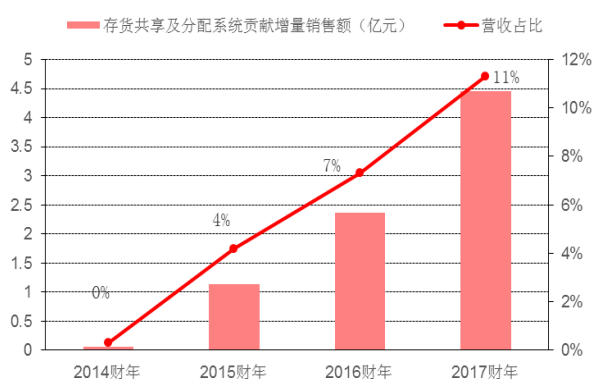
公司的全渠道互动平台由自行研发的有效存货共享及分配系统支持。目前该系统已实现自营渠道全覆盖，并逐步向经销渠道推广。2017 财年，由存货共享及分配系统带来的增量零售额为 4.46 亿元，占比达到 11.3%，同比提升 4 个 pct。

图 61：库存共享及分配系统的主要功能



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 62：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，中信建投研究发展部

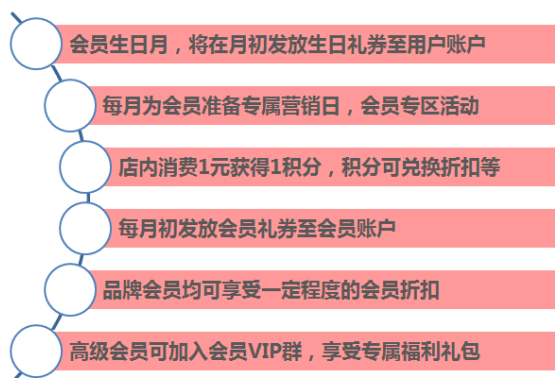
3、打通会员体系提升客户的购物体验

公司整合线上线下渠道，通过公司网站、公众平台、邮件、营销活动及社交媒体（微信、微博、QQ 空间）等渠道平台，与 VIP 会员客户积极互动，促进客户变成忠实粉丝，并掌握有效的用户数据库，帮助公司做出正确的市场判断。

(1) **公司建立了客户关系管理系统**，通过定向优惠、幸运抽奖、每日签到有礼、生日送祝福、积分兑换权利和会员专属福利等活动，以及新推出的会员定制福利栏目“江南夜总会”，为顾客提供相应的增值服务，稳定及维护现有会员群体，传达品牌价值，提升顾客的购物体验。

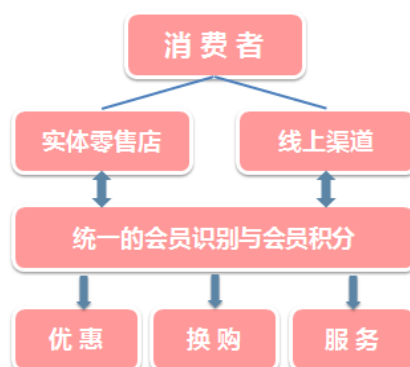
(2) **公司实施会员制客户忠诚计划**，包括及时的新产品推广、客户行为研究及提高更多折扣的奖励政策，会员客户可通过购买商品积累奖励积分并将该奖励积分兑换为后续购买中可享受折扣的抵用券，以进一步扩大核心客户群，保持并提高客户忠诚度。

图 63：会员制客户忠诚计划



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

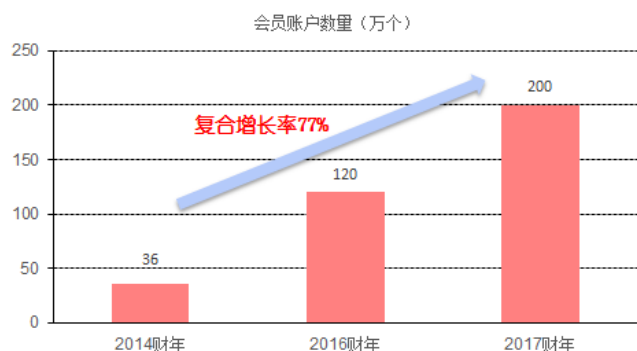
图 64：打通线上线下的会员体系



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

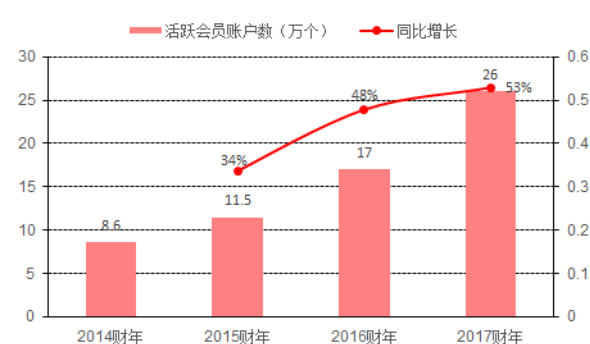
“粉丝经济”是业绩增长贡献的主要力量。2017 财年，来自会员的零售额占比已提升至 63.6%，同比提升 5.9 个 pct，在国内品牌服饰企业中遥遥领先。2014-2017 财年，公司会员账户数量由 36 万增加至 200 万，复合增长率为 77%；其中活跃会员账户数量（过去 12 个月内任意连续 180 天内至少购买两次）由 8.6 万增加至 26 万，复合增长率为 44.6%，会员群体数量扩张迅速。其中年 2017 财年消费额购买超过 5000 元以上的会员达到 11.8 万人，年消费金额达 14 亿元，会员黏性及转化率不断提高。

图 65：三年会员账户数量复合增长率达 77%



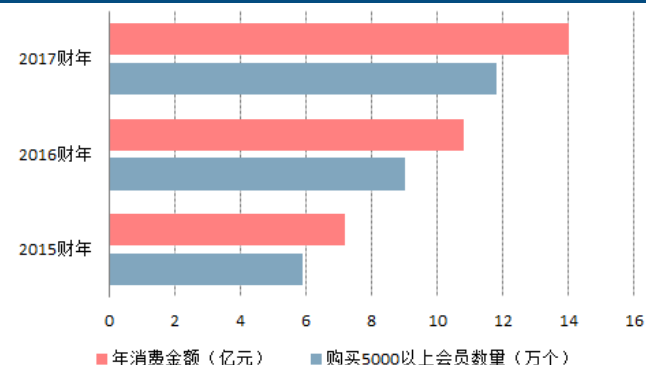
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 66：2014-2017 财年活跃会员账户数及增速



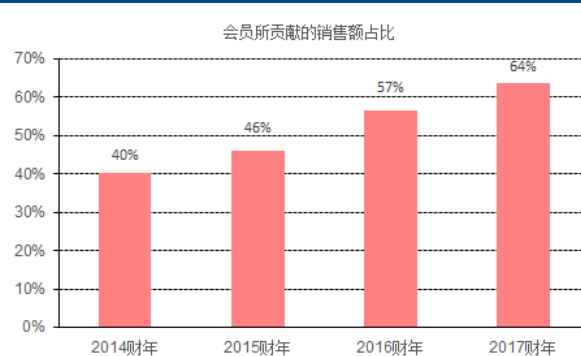
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 67：年购买 5000 元以上的会员数量及年消费额



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 68：2014-2017 财年会员所贡献的销售占比



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

四、未来展望：完善生态圈+品牌国际化，未来前景广阔

中短期来看，公司通过推出服装设计新品、推进全渠道互动营销，依托粉丝经济扩大会员规模，进一步提升顾客的消费体验、增强会员活跃度及复购率，仍有望保持一定的内生能力。长期来看，通过孵化或并购方式，不断扩展品牌组合和产品种类、完善生活方式生态圈，拓展广阔的海外市场空间，形成收入增长的接力棒。

公司上市所募集资金净额约 6.84 亿万港元，折合约人民币 5.97 亿元，拟将用于扩大品牌及产品组合、加强全渠道互动平台、建设新物流中心等，有助于在多品牌、多品类、多渠道等方面形成江南布衣未来增长的引擎。

表 8：上市募集资金已投入情况

项目	金额（人民币百万元）
加强全渠道互动平台	61.1
扩大产品种类及品牌组合	14
建设一座新的物流中心	8.4
一般用途	29.8
总额	113.3

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

1、构造生态圈想象空间巨大

从品牌及品类方面看，一方面公司通过深耕细作设计师女装 JNBY、男装 CR(速写)、童装 jnby by JNBY 以及高端女装 less 五个品牌矩阵，有望在各自细分领域“更上一层楼”；另一方面通过不断扩展新品牌、新品类，完善“江南布衣+”个性简约的生态圈布局。继 2016 年推出青少年装 Pomme de terre(蓬马)、家居品牌 JNBYHOME 后，未来不排除采取内部孵化及外延并购的方式，逐渐延伸至体育运动、饰品等时尚相关领域。

截止 2017 财年，上市所募集资金中已投入人民币 1400 万元用于品牌及品类拓展业务。未来继续通过选择性地并购、战略联盟及合营，扩大品牌组合和产品种类，完善生活方式生态圈计划。主要内容包括四部分：

（1）扩大店铺中鞋品的展示及销售。根据公司市场分析，自营店中配有独立鞋品展示柜的店铺比没有设置的店铺有较高的零售额，鞋品专柜能够给顾客提供更好的购物体验，提高店铺销售额；

（2）新推运动系列、饰品等品牌或产品。选择性进行体育产品或饰品品牌的策略性收购，或选择性与供应商及产品制造商进行策略性联盟；

（3）计划与第三方伙伴成立合营企业，建立设计平台；

（4）增加新品牌及产品的研发开支和成衣成本开支。

图 69：江南布衣品牌的生活方式生态圈



资料来源：公司官网，中信建投研究发展部

2、拓展广阔的海外市场空间

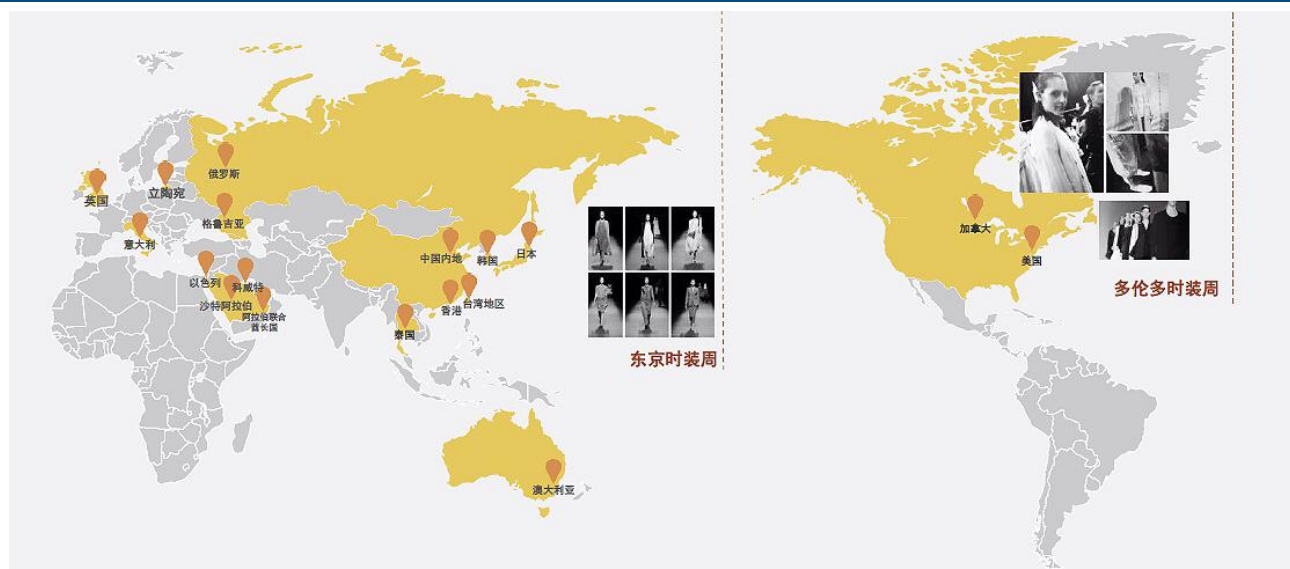
截止 2017 财年，上市所募集资金中已投入人民币 6110 万元用于全渠道互动平台业务。未来的全渠道互动平台建设由三部分内容构成，以进一步完善零售网络、优化渠道组合。

（1）海外扩大补充零售网络。2005 年，江南布衣在俄罗斯成立第一家海外专营店，推开国际市场的大门。截止 2017 财年，江南布衣的海外零售网络已覆盖美国、日本等 17 个国家和地区。公司参加东京、伦敦、多伦多等国际时装周及时尚系列活动，增加海外曝光率提升品牌的国际影响力，作为对品牌推广和商业运作的有益洗练，为品牌在海外主流消费市场的后续发力奠定基础。公司选择有品牌共识的代理商，支持经销商进驻新区域，扩充现有的经销网络，建立广泛及管理完整的零售网络，为公司的未来成长提供坚实的基础。

（2）翻新现有的门店。翻新现有的自营店，加强店铺视觉陈设效果及形象提升；促进经销商经营店的店铺形象升级，从而降低经销商成本，支持刺激经销商开店及提升品牌形象。此外，利用智能装置图示，以及在旧自营店中增加鞋品展示专柜等。

（3）国内开设新的自营店。开设“江南布衣+”多品牌集合店，现有品牌及 Pomme de terre、JNBYHOME 等新品牌自营店。“江南布衣+”多品牌集合店，彰显多元化产品一站式购物的好处，店铺不但销售服饰、鞋品及配饰产品，还出售家具及家居产品，让顾客能够体验及购买各种不同的产品系列以照顾其家庭成员的需要。

图 70：海外零售网络分布情况



资料来源：公司官网，中信建投研究发展部

五、盈利预测与投资建议

公司作为国内领先设计师品牌时尚集团，多品牌、多品类、多梯度布局成效渐显，粉丝粘性持续提升，通过全渠道布局，后继发展有力。我们预计公司 2018-2019 财年分别实现营业收入 23.32 亿元、27.39 亿元，同比增长 17.4%、16.6%；归母净利润 3.85 亿元、4.57 亿元，同比增长 14.7%、20.3%；EPS 分别为 0.74 元/股、0.88 元/股，对应的 PE 分别为 13、11 倍，维持“买入”评级。

表 9：公司主营业务与盈利拆分（百万元）

项目	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
JNBY					
销售收入	1,111	1,198	1,366	1,612	1,883
YoY	7.9%	7.8%	14.1%	18.1%	16.8%
期间平均门店数	696	712	766	908	1,053
单店销售收入	1.60	1.68	1.78	1.78	1.79
毛利率	59.9%	60.8%	62.2%	62.3%	62.3%
CROQUIS					
销售收入	298	380	489	570	667
YoY	25.3%	27.4%	28.8%	16.6%	17.0%
期间平均门店数	166	211	278	321	372
单店销售收入	1.80	1.80	1.76	1.78	1.79
毛利率	67.7%	68.3%	67.7%	68.3%	68.4%
jnby by JNBY					
销售收入	114	203	294	338	387
YoY	174.7%	77.4%	44.8%	15.3%	14.5%



上市公司深度报告

期间平均门店数	182	300	376	446	521
单店销售收入	0.63	0.68	0.78	0.76	0.74
毛利率	60.1%	61.5%	58.7%	58.5%	58.3%
less					
销售收入	90	123	169	202	238
YoY	21.3%	35.9%	38.0%	19.3%	18.0%
期间平均门店数	68	93	115	136	158
单店销售收入	1.33	1.32	1.47	1.48	1.51
毛利率	60.6%	64.4%	69.7%	70.4%	70.6%
Pomme de terre					
销售收入			13	15	16
YoY			-	11.3%	10.0%
期间平均门店数			53	63	73
单店销售收入			0.25	0.23	0.22
毛利率			39.8%	39.8%	39.8%
JNBYHOME					
销售收入			2	2	2
YoY				2.0%	10.0%
期间平均门店数			3	4	4
单店销售收入			0.55	0.47	0.44
毛利率			-78.1%	-58.1%	-33.1%
合计					
销售收入	1,613	1,903	2,332	2,739	3,194
YoY	16.6%	17.9%	22.6%	17.4%	16.6%
毛利率	61.4%	62.6%	63.3%	63.5%	63.6%

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

六、风险因素

服饰行业竞争加剧带来风险；宏观经济波动影响终端需求风险；存货跌价风险；未能准确把握市场流行趋势变化的风险等。



附表 1：江南布衣 2018-2019 财年主要财务指标及预测（单位：百万元）

利润表				现金流量表			
截至 6 月底	2017	2018E	2019E	截至 6 月底	2017	2018E	2019E
收入	2,332	2,739	3,194	息税前利润	477	533	636
销售成本	(858)	(999)	(1,164)	折旧与摊销	(34)	(40)	(46)
毛利	1,475	1,740	2,030	净利息费用/收益	9	10	10
销售及营销开支	(859)	(1,009)	(1,164)	所得税费用	(137)	(159)	(189)
行政开支	(198)	(232)	(271)	营运资本调整	(68)	(20)	(53)
其他收益及利得净额	59.0	34.4	40.2	其他	55	82	96
息税折旧摊销前利润	511	573	682	经营性现金流	303	406	454
折旧与摊销	34	40	46	资本开支	(24)	(150)	(150)
息税前利润	477	533	636	收购	(131)	-	-
净利息费用/收益	(9)	(10)	(10)	资产处置	-	-	-
非经常项目	(17)	-	-	其他	4	-	-
合资和附属公司	-	-	-	投资性现金流	(151)	(150)	(150)
除所得税前利润	469	544	646	EBIT/营业收入	7.5%	7.6%	9.8%
所得税费用	(137)	(159)	(189)	运营效率			
少数股东权益	-	-	-	股利	(468)	(276)	(327)
净利润	332	385	457	发行股数	644	-	-
经调整净利润	344	385	457	负债调整	-	66	113
基本每股盈利（元人民币）	0.71	0.74	0.88	其他	(1)	-	-
经调整基本每股盈利（元人民币）	0.74	0.74	0.88	融资性现金流	175	(210)	(214)
稀释后每股盈利（元人民币）	0.70	0.73	0.87	现金调整	327	47	90
经调整稀释后每股盈利（元人民币）	0.73	0.73	0.87	年初现金及现金等价物	168	494	541
每股股息（元人民币）	n.a.	n.a.	n.a.	年末现金及现金等价物	494	541	631
				自由现金流	196	244	291
资产负债表				主要比率			
截至 6 月底	2017	2018E	2019E	截至 6 月底	2017	2018E	2019E
现金	494	541	631	营运比率			
短期投资	131	131	131	毛利润率(%)	63.2	63.5	63.6
应收账款	83	111	121	息税前利润率(%)	20.4	19.5	19.9
库存	570	586	682	息税折旧摊销前利润率(%)	21.9	20.9	21.4
其他流动资产	303	317	336	有效税率(%)	29.2	29.2	29.2
流动资产总值	1,581	1,685	1,900	收入增长率(%)	22.6	17.4	16.6
财产、厂房和设备	108	218	322	净利润增长率(%)	38.6	16.0	18.8
无形资产	7	7	7	经调整净利润增长率(%)	30.8	11.9	18.8
合资和附属公司	-	-	-	经调整基本每股盈利增长率(%)	8.8	0.7	18.8
其他长期资产	230	278	321	每股股利增长率(%)	n.a.	n.a.	n.a.
非流动资产总值	344	503	650	流动资金比率			
资产总值	1,925	2,188	2,550	股本回报率(%)	27.3	28.2	30.6
短期债务	-	66	179	资本回报率(%)	37.3	38.4	41.7



应付账款	151	139	167	资产周转率 (x)	1.2	1.3	1.3
其他流动性负债	495	593	681	营运现金/息税前利润 (x)	0.6	0.8	0.7
流动性负债总值	646	797	1,027	折旧/资本开支 (x)	0.3	0.3	0.3
长期债务	-	-	-	库存周转天数	213.9	214.0	213.7
递延税	13	16	19	应收账款周转天数	12.6	14.7	13.9
可转债	-	-	-	应付账款周转天数	55.7	50.7	52.3
其他长期债务	8	8	8	杠杆比率			
非流动性负债总值	22	24	27	净负债/权益 (%)	(39.3)	(34.8)	(30.2)
负债总值	668	821	1,054	净负债 / 折旧摊销息税前利润 (x)	(1.0)	(0.8)	(0.7)
				利息覆盖率 (x)	(54.0)	(51.0)	(62.6)
股东资金	1,257	1,367	1,496	流动比率 (x)	2.4	2.1	1.9
少数权益	-	-	-	估值			
负债和权益总值	1,925.0	2,187.5	2,550.0	市盈率 (x)	13.2	13.1	11.0
净现金/ (负债)	494	475	452	市盈率(x) - 完全稀释经调整每股	13.4	13.3	11.2
				盈利			
				企业价值倍数 (x)	8.0	8.1	6.8
				市帐率 (x)	3.6	3.7	3.4

资料来源: WIND, 中信建投证券股份有限公司

分析师介绍

花小伟：中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士，2012-2014 年中国银河证券轻工纺服研究，所在银河团队历史成绩：新财富纺服行业 2012 年第 4，2013 第 2，2014 第 4；水晶球纺服 2012 年第 3，2013 第 2，2014 第 3；金牛奖纺服行业 2012 年第 3，2013 第 4，2014 第 3。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名，2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名。

张芳：中国人民大学管理学硕士，十年以上行业研究经验。

报告贡献人

张溢（香港牌照：BKM737）：清华大学经济学硕士，三年石油行业研究经验，2015 年加入中信建投轻工研究团队，所在团队获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名，2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名。

史琨：2017 年 7 月加入中信建投从事纺织服装行业研究，2015-2017 年于东兴证券从事商贸零售行业研究。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京非公募组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

罗刚 15810539988 luogang@csc.com.cn

上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn

邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn

朱丽 021-68821600 zhuli@csc.com.cn

杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn

谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京中信建投证券研究发展部

中国北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海中信建投证券研究发展部

中国上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622