2018 年 05 月 23 日
证券研究报告•调研报告
江南布衣（3306.HK）纺织服装

增持（首次）
当前价：19.48 港元
目标价：22.90 港元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

设计师品牌服饰领导者，粉丝经济持久不衰

投资要点

- **中国设计师服装市场的领跑者，收入和净利润增长迅速。**按 2017 年的零售额统计，江南布衣集团在中国设计师品牌时装行业中排名第一（占比约 9%）。集团旗下有 7 个品牌，分别定位女装、男装、童装和家居等细分领域。过往 3 年，渠道的进一步扩张和新增品牌逐步稳定带动收入和净利润快速增长，3 年复合增速分别为 19%和 30%。

- **设计师品牌细分行业在整体服装市场中潜力巨大。**随着个性化和时尚产品的需求不断上升，消费者越趋寻求能够代表其个性的服装。凭借强大的创新能力和品牌个性，设计师品牌能够提供具有高度的独特性差异化产品。根据 CIC 咨询报告统计，预计 2018 年至 2022 年市场容量将从 56.8 亿元增长为 134.6 亿元，复合年增长率为 24.5%。

- **优质稳定设计师团队、多品牌战略与粉丝经济运营构筑核心竞争力。1）集团的设计师团队稳定且优质，未来打造设计师孵化平台助力多品牌战略。**集团目前有 60 多位设计师，其中从集团创始人兼首席创意官李琳女士到主设计师，每一位均在集团工作超过 16 年，在这批老设计师的带领下，集团又不断吸纳优秀的设计师打造稳定的设计师梯队以匹配不断新增的品牌。**2）在多品牌战略的版图里，不断突破细分市场，构筑江南布衣生态圈。**从各设计师品牌比较上来看，江南布衣涵盖的细分市场最为全面且最具性价比。**3）以粉丝经济为核心的全渠道运营模式为销售保驾护航。**集团是目前国内设计师品牌中，最成功的粉丝经济运营者。2017 年有逾 14 万的会员年消费超过 5000 元，共产生超过 16.7 亿的消费金额。集团通过理性的线下门店扩张实现吸粉；充分利用微信、微博等社交媒体强化和粉丝之间的互动，利用线上线下活动进一步提高粉丝对品牌传递的生活理念理解和认知，提高品牌忠诚度，增强复购率；加强电商平台布局，利用库存共享系统进一步提高销售效率，从而实现了以粉丝经济为核心的全渠道运营模式，为集团的销售提供最全面的保障。

- **估值与评级：**我们预计公司 18/19/20 年 EPS 分别为人民币 0.83/1.02/1.22 元，对应的动态市盈率为 19/16/13 倍。我们认为公司是设计师品牌服饰龙头企业，我们给予公司 2018 年 23 倍 PE 估值，对应目标价 22.9 港元，首次覆盖给予“增持”评级。

- **风险提示：**品牌风格不再流行的风险。

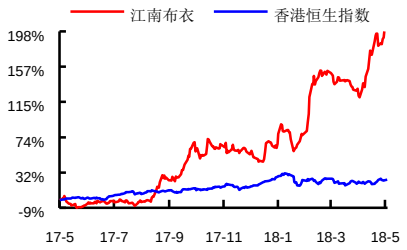
指标/年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元人民币)	1902.6	2332.3	2815.1	3325.8	3922.8
增长率(%)	17.9	22.6	20.7	18.1	18.0
归属母公司净利润(百万元人民币)	239.3	332.5	425.3	518.5	622.0
增长率(%)	21.5	39.0	27.9	21.9	20.0
每股收益 EPS	0.61	0.71	0.83	1.02	1.22
净资产收益率(%)	60.8	43.0	33.3	39.2	44.7
PE	26.01	22.13	18.91	15.51	12.93

数据来源：公司资料，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：沈雯琪
执业证号：S1250518010002
电话：021-58351995
邮箱：swq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	5.96-19.48
3 个月平均成交量(百万)	1.55
流通股数(亿)	5.19
市值(亿)	101.05

相关研究

1 中国设计师服装市场的领跑者，收入和净利润增长迅速

江南布衣集团是中国领先的设计师品牌时尚集团，按 2017 年的零售额统计，集团在中国设计师品牌时装行业中排名第一（占比约 9%）。集团产品主要面向中高层收入客户，满足客户透过服装彰显个性的需求，设计、推广及出售女士、男士、儿童及青少年的时尚服装，目前品牌组合包含 JNBY、CROQUIS（速写）、jnby by JNBY、less、Pomme de terre（蓬马）、JNBYHOME 及 SAMO 七大品牌，各自面向特定的细分客户并拥有集团统一品牌理念【自然、自我】(Just Naturally Be Yourself）的独特设计形象。集团积极布局海外市场，目前在中国大陆以外已有 39 家经销和 5 家直营店铺，已覆盖全球 17 个国家和地区。

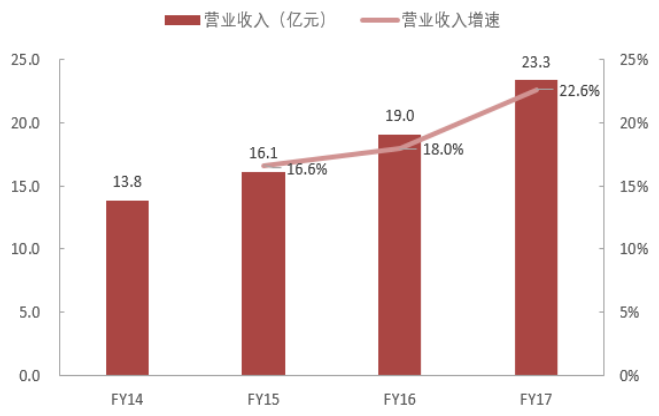
表 1：江南布衣集团旗下品牌介绍

	JNBY	CROQUIS 速写	jnby by JNBY	less	Pomme re terre 蓬马	JNBYHOME	SAMO
发布年份	1999	2005	2011	2011	2016	2016	2018
品牌理念	Just Naturally Be Yourself	Follow your heart	Free Imagination	less is more	Don't be Serious	Live Lively	Simplified, but better
目标客户	25-40 岁女士	25-40 岁男士	3-10 岁儿童	30-45 岁职业女性	8-14 岁青少年	有积极自由的心境追求高品质生活的人	先锋职业男士
设计理念	现代、活力、意趣及坦然	当代、质感、玩味及优雅	自由、想象力、快乐及真实	简约、精致、独立及理性	质感、俏皮、鬼马及雅痞	多样性、舒适、自我、好奇心	典雅、简洁、趣味、实用

数据来源：公司公告，西南证券整理

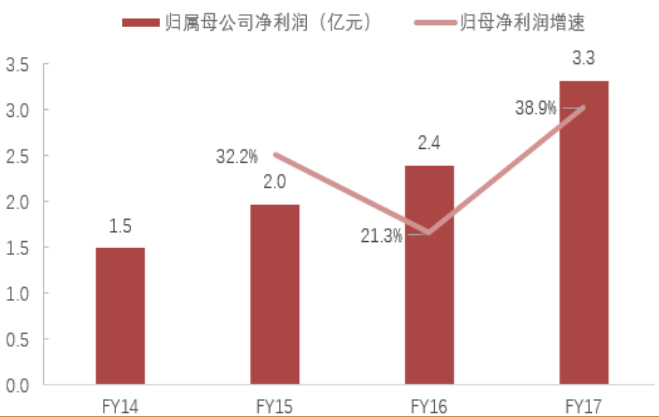
2014 至 2017 财年，集团营业收入从 13.8 亿元增长到 23.3 亿元，过去 3 年复合年增长率为 19.0%，营业收入增长率逐年增加，主要得益于非 JNBY 品牌的加速增长；归母净利润从 1.5 亿元增长至 3.3 亿元，过去 3 年复合年增长率为 30%。

图 1：公司 2014-2017 财年营业收入快速增长



数据来源：wind，西南证券整理

图 2：公司 2014-2017 财年归母净利润快速增长

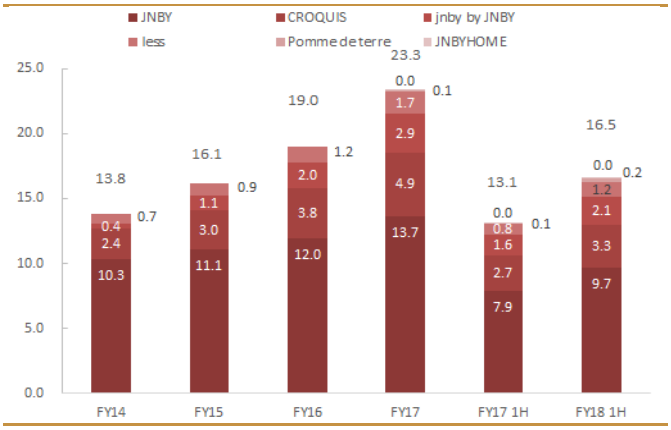


数据来源：wind，西南证券整理

渠道扩张及新增品牌贡献收入增长

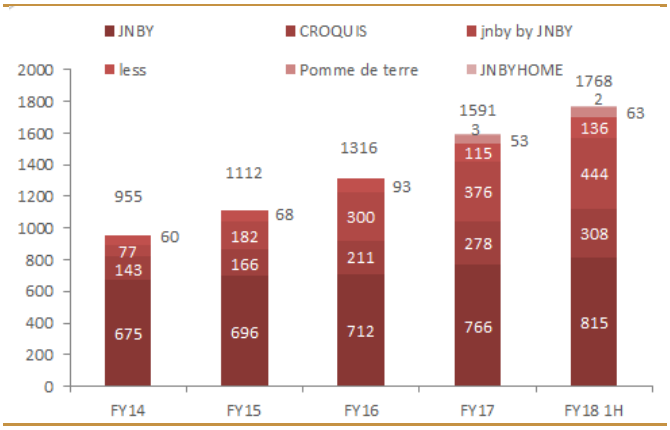
截止 2018 上半财年，集团线下门店数量为 1768 家，过往 3 年门店数量复合年增长率为 16.6%。其中，jnby by JNBY、速写和 less 实现了较快的渠道扩张。伴随着门店扩张，非 JNBY 品牌收入呈现快速增长，并对营业收入的持续增长起到了带动作用。从可比同店数据上看，集团过往几年均呈现持续向上的可比同店增长，市场需求持续向好。

图 3：14 财年-18 上半财年非 JNBY 品牌快速增长



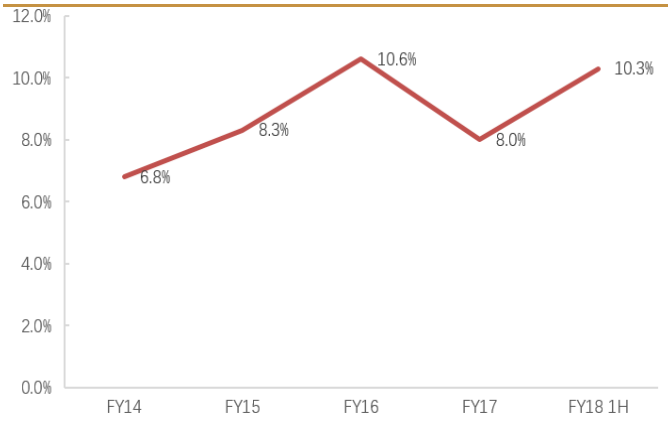
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：各品牌线下门店数量



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：14-18 上半财年公司可比同店情况逐步向好



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：JNBY 已覆盖 17 个国家和地区实现全球化网络布局

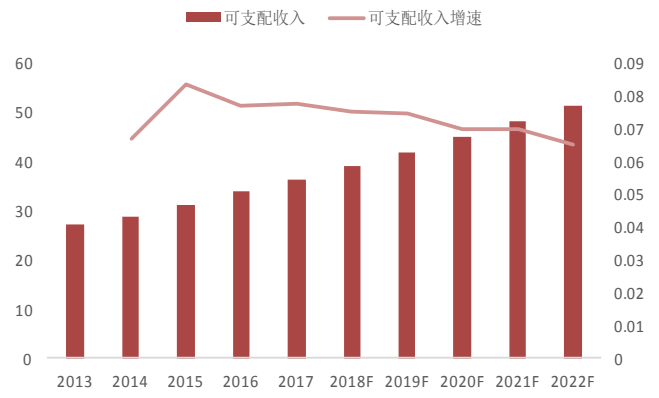
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 细分行业潜力巨大，看好具备全方位竞争力服装品牌

2.1 设计师品牌细分行业在整体服装市场中潜力巨大

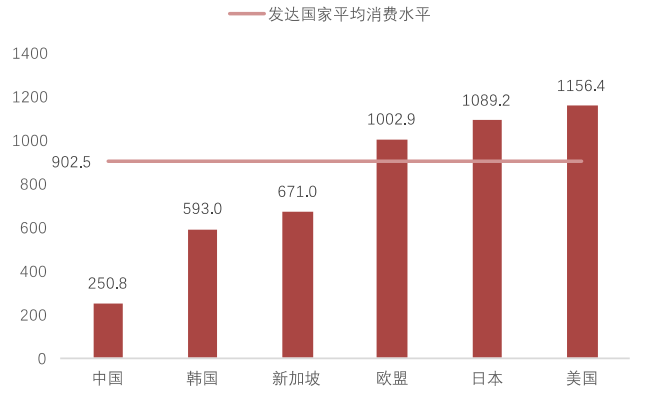
服装消费作为国民消费的重要组成部分在很大程度上取决于居民的收入状况，2013 年至 2017 年我国经济的持续增长为服装行业的发展奠定了良好的基础，预计 2018 年至 2022 年中国城市家庭可支配收入的复合年增长率为 7.1%。中国经济的强势崛起已从多方面对世界第一大经济体美国带来相当的压力，但中国整体人均服装鞋品消费额为 250.8 美元，相比发达国家平均水平 902.5 美元仍处于偏低水平，有较大的上升空间。此外，根据今年 2018 年 3 月 30 日发布的 2018 年消费品市场环境和趋势报告，消费依然是我国经济增长的重要动力，国家将持续推动内需，加强消费对经济增长的基础性作用，消费品市场预计增长 10.1% 左右，这将为服装鞋品的消费增长提供动力。

图 7：中国城市家庭可支配收入（千元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：人均服装鞋品消费额（美元）



数据来源：Wind，西南证券整理

按照品牌类型，服装行业主要有设计师品牌、奢侈品牌、快时尚品牌和商业化品牌。江南布衣是国内领先的设计师品牌时尚集团，设计师品牌主要针对追求高品质服装产品和个人感受的中高收入消费者，服装通常具有较强的设计感和特色，及标志性的品牌个性，容易辨识。

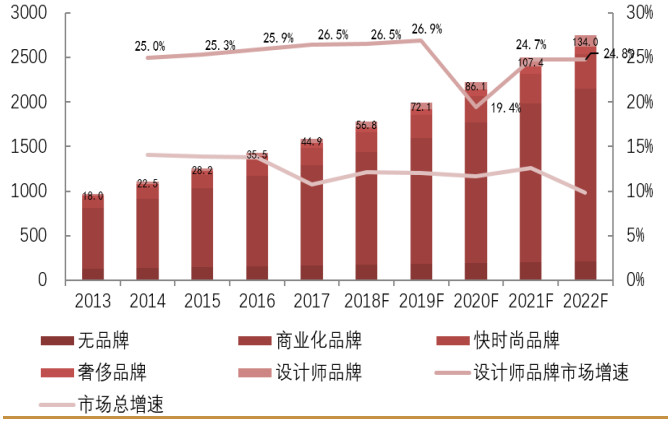
表 2：不同类型服装品牌介绍

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

数据来源：公司公告，西南证券整理

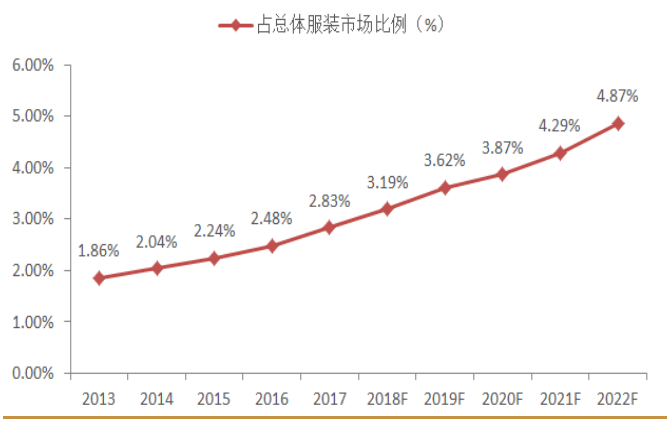
随着个性化和时尚产品的需求不断上升，消费者越趋寻求能够代表其个性的服装。凭借强大的创新能力和品牌个性，设计师品牌能够提供具有高度的独特性差异化产品，因而在过去的数年以及可预测的未来数年中保持迅速增长，根据 CIC 咨询报告统计，2013 年至 2017 年设计师品牌细分市场容量从 18 亿元增长至 44.9 亿元，复合年增长率为 25.7%，预计 2018 年至 2022 年市场容量将从 56.8 亿元增长为 134.6 亿元，复合年增长率为 24.5%，远远超过了服装行业的整体增长水平。

图 9：服装品牌细分市场容量（十亿元）



数据来源：CIC，西南证券整理

图 10：中国设计师品牌占服装市场比例不断提升



数据来源：CIC，西南证券整理

2.2 优质稳定设计师团队、多品牌战略与粉丝经济运营构筑核心竞争力

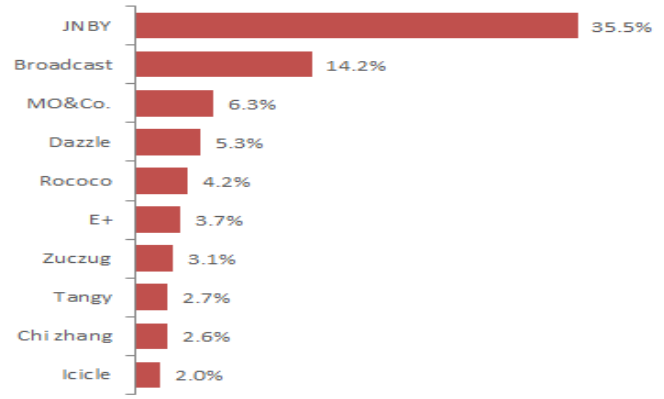
2.2.1 优质稳定设计师梯队，未来打造设计师孵化平台助力多品牌战略

集团采用设计主导型零售模式，给予才华横溢和经验丰富的设计师团队充分创作的自由，在设计过程中注重原创性，能让设计师运用独特的审美眼光去追求艺术美感，而非一直追随或纯粹迎合最新潮流，从而确保集团的产品的高辨识度。上市为集团增加了在国际市场的机会，未来国际化扩张计划的重要步骤就是吸引新的设计人才，成立设计师孵化平台，集团成熟的商业模式能够为设计师提供施展才华的机会，设计师成果的转化则是集团产品保持持久吸引力的源泉，也为集团的多品牌战略提供人才基础。

设计师团队稳定，品牌辨识度高

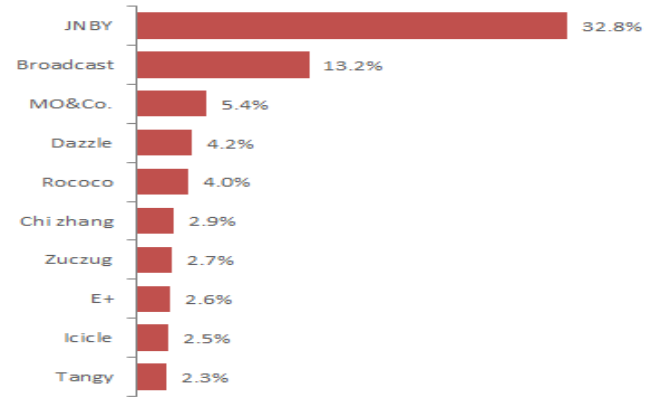
设计师品牌时尚集团的核心是强大的设计能力，一个稳定且优质的设计师梯队能确保在创新的基础上，品牌设计理念得以一脉相承，并将这种品牌理念形象扩展至服装分部以外的领域，接触更广的客户群体。凭借此能力，集团也能不断提供创新产品，赚取较高的产品溢价，长久来看获得更高的利润率水平。从集团创始人兼首席创意官李琳女士到主设计师，每一位均在集团工作超过 16 年，在一批老设计师的带领下，集团不断吸纳优秀的设计师打造稳定的设计师梯队以匹配不断新增的品牌，目前拥有 60 多名设计师，2017 财年推出超过 4000 个款式，在创新的基础上又始终保持江南布衣体系设计灵魂的一致，确保品牌的高认知度。根据 CIC 报告显示，消费者认为 JNBY 品牌具有非常鲜明的设计师特色、设计简约时尚、面料舒适以及品牌认知度高等特点。

图 11：JNBY 在最具辨识度的女装设计师品牌认知度排名第一



数据来源：CIC，西南证券整理

图 12： 女装设计师品牌首个提及品牌认知度



数据来源：CIC，西南证券整理

注重与艺术的结合，为设计师提供灵感源泉

集团于 2008 年成立了想象力学实验室，这是一个非营利性的艺术中心，是发掘扶持新艺术形态的专门机构，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平台。同时，集团也可以通过艺术合作项目培育新一代的设计师人才，通过与具备新颖概念的艺术家进行合作，为设计师提供灵感源泉。

图 13：想象力学实验室的活动内容

数据来源：公司公告，西南证券整理

持续注重面料设计开发，助力设计产品落地

集团专注于设计及研发优质面料，拥有一支专门负责面料开发的团队，已成功开发 10 种面料。秉承对纯手工特有的质感风格的热衷及对手工创作的坚持，集团还成立了江南布衣面料实验室，为旗下品牌开发独立面料系列，提供独一无二的原创锻造面料设计。每季订货会成立专门的设计小组专攻创新型设计，双管齐下全面提升服装的竞争力，力求产品与众不同，尽可能提供品质更高、更能体现设计师理念的产品落地。

2.2.2 在多品牌战略的版图里，不断突破细分市场，构筑江南布衣生态圈

多品牌战略是品牌服饰企业突破单品牌规模天花板的必经之路。集团旗下的 7 大品牌，几乎涵盖所有年龄层次的消费者，每种品牌具有不同的设计风格与品牌定位，能够在相当程度上分散风险，缓解流行风向急速变化造成的单品牌的销量低迷。另外，品牌之间可产生协同效应，主品牌 JNBY 的忠实客户极易产生对集团旗下其余品牌的购买需求，处于不同生命周期的品牌之间相互联动，从而达到整体的可持续增长。截至 2016 年 6 月，超过 2.3 万（7.1%）的会员已同时成为 JNBY 和 CROQUIS 的会员，超过 1.5 万（14.3%）的会员同时成为 JNBY 和 less 的会员，超过 2.4 万（13.9%）的会员同时成为 JNBY 和 jnby by JNBY 的会员。

图 14：在多品牌战略的版图里构建江南布衣生态圈

数据来源：公司公告，西南证券整理

从各设计师品牌比较上来看，江南布衣涵盖的细分市场最为全面，涵盖男装、女装、童装。与各家设计师集团的中高端定位的品牌相比，江南布衣旗下品牌更具性价比。如和同样主打环保自然的之禾品牌比较来看，在同等面料材质的情况下，集团旗下品牌的价位更低。

表 3：各设计师集团中高端品牌定位及价位对比

品牌		品牌成立时间	目标定位	价位（元）	门店数量
日播时尚	PENSONAL POINT	2011	中高端时装 （25-35 文艺女性）	上衣：800-4000 下装：800-3000 裙装：1200-4000	28
地素时尚	DIAMOND DAZZLE	2010	高端时装 （30-45 岁女性）	上装：1000-7000 下装：800-3000 裙装：1500-3000 配饰：200-800	43
	NA BY DAZZLE	2016	中高端时装 （25-40 岁女性）	上装：600-3000 下装：800-2000 裙装:800-2000	
江南布衣	JNBY	1996	中高端女装 （25-40 岁女性）	上装：160-15800 下装：360-1695 裙装：330-2300	815

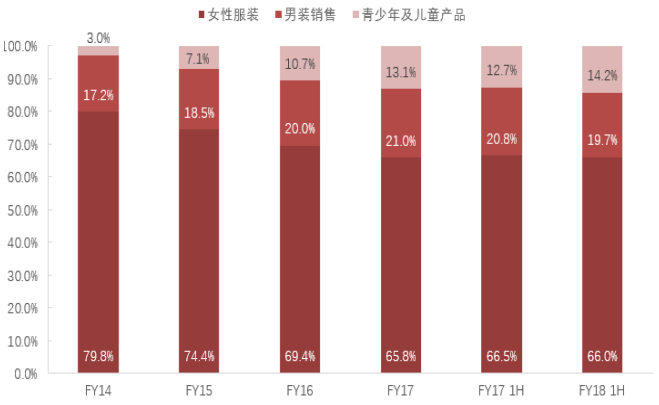
品牌		品牌成立时间	目标定位	价位（元）	门店数量
				配饰：27-2850	
	less	2003	中高端职业女装 （30-45 岁女性）	上装：560-11800 下装：290-2890 裙装：890-2890 配饰：65-2750	136
	CROQUIS.（速写）	2005	中高端潮流男装	上装：350-9500 下装：490-3790 配饰：55-2990	308
	jnby by JNBY	2011	中高端童装 （3-10 岁儿童）	上装：160-1990 下装：185-795 裙装：220-1165 配饰：29-895	444
	Pomme de terre	2016	中高端童装 （6-14 岁的儿童及青少年）	上装：260-1690 下装：390-890 裙装：500-600 配饰 35-640	63
Mo&Co.	Edition 10	2010	中高端时装 （25 - 40 岁女性）	上装：600-3000 下装：450-3000 裙装：500-3500 配饰：500-2500	100
	Little MO&Co	2016	中端童装 （6-14 岁的儿童）	上装：150-1200 下装：150-1000 裙装：200-1000	
ICICLE（之禾）	女装	1997	高端时装 （25-35 岁女性）	上装：195-5996 下装：1166-3595 裙装：1295-5995 配件：595-4995	240
	男装	2011	高端时装	695-3595	
欧柏兰奴		1996	中高端时装 （28-45 岁女性）	上装：800-5000 下装：900-3000 裙装：1000-5000 高端系列：5000-14900	
天意 TANGY		1994	中高端时装 （26-40 岁女性）	上装：400-4000 下装：500-2000 裙装：500-4000	
Zuczug（素然）		2002	中高端时装 （25-40 岁女性）	上装 500-3500 下装：800-3000 裙装：1600-3500 配饰：800-2000	100

数据来源：公司公告，西南证券

按照受众类型对集团业务进一步细分可以发现，从 2014 到 2017 财年，营业收入中女性服装所占比例从 79.8%下降到了 66.0%，增速低于总体水平。其余类型细分市场对营业收入的贡献逐年增大，男装销售对营业收入的贡献变化不明显，增速略高于总体水平。青少年及儿童产品这一细分市场的营业收入增长较快，对总营业收入的贡献率从 2014 财年的 3.0%上升到了 2017 财年的 14.2%，主要是由于二胎政策的开放引起童装行业整体上行，加之消费升级等因素使 jnby by JNBY 销量有较大幅度的上升。

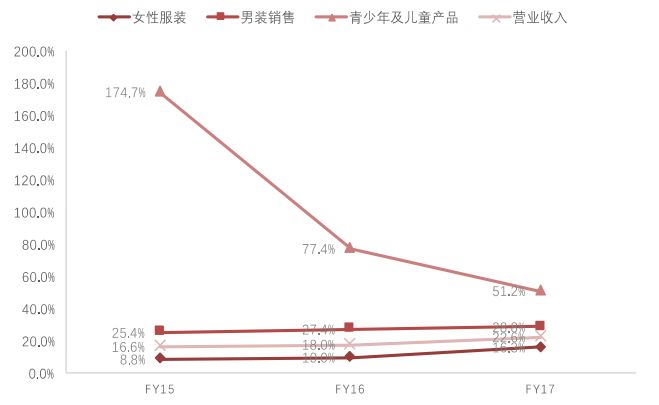
总体而言，男装销售和青少年及儿童产品营业收入的增长对总体营业收入的增长起到了拉动作用，尽管二者增速高于女性服装增速，但在绝对量上仍显著低于女性服装，可粗略估计未来有较大的增长空间。女装由于体量更大导致增速较慢，但却有非常稳定的增长，可以作为集团现金牛，支持集团新品牌的培育发展。

图 15：公司 2014-2018 财年细分市场营业收入构成



数据来源：wind，西南证券整理

图 16：公司 2015-2017 财年细分市场营业收入增速

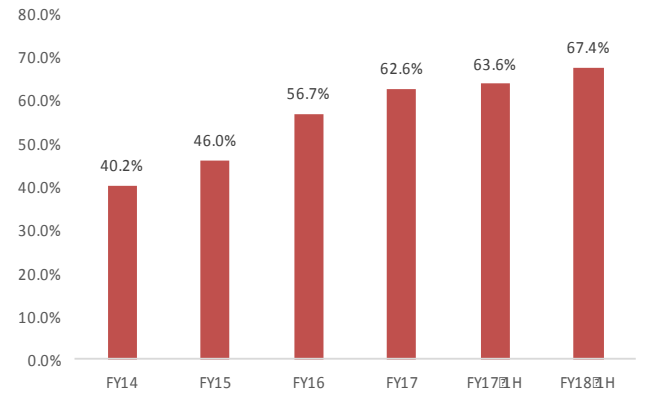


数据来源：wind，西南证券整理

2.2.3 以粉丝经济为核心的全渠道运营模式为销售保驾护航

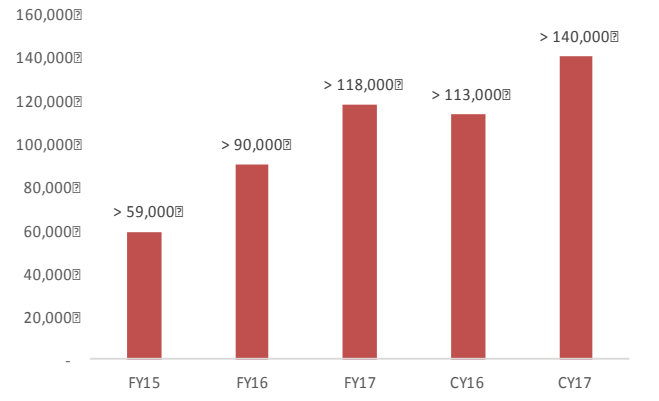
集团是目前国内设计师品牌中，最成功的粉丝经济运营者。截止 2018 财年上半年，优质的粉丝为集团贡献了 67.4%的销售收入。此外，集团的粉丝质量不断提升，从 2015 至 2017 财年，活跃会员量大约从 11.5 万上升至 26 万，复合年增长率约为 50%，2017 年活跃会员数逾 29 万，较上年大约增长 26%。同时，有较高消费的会员人数同样逐年增加，2017 年有逾 14 万的会员年消费超过 5000 元，共产生超过 16.7 亿的消费金额。

图 17：会员消费占比



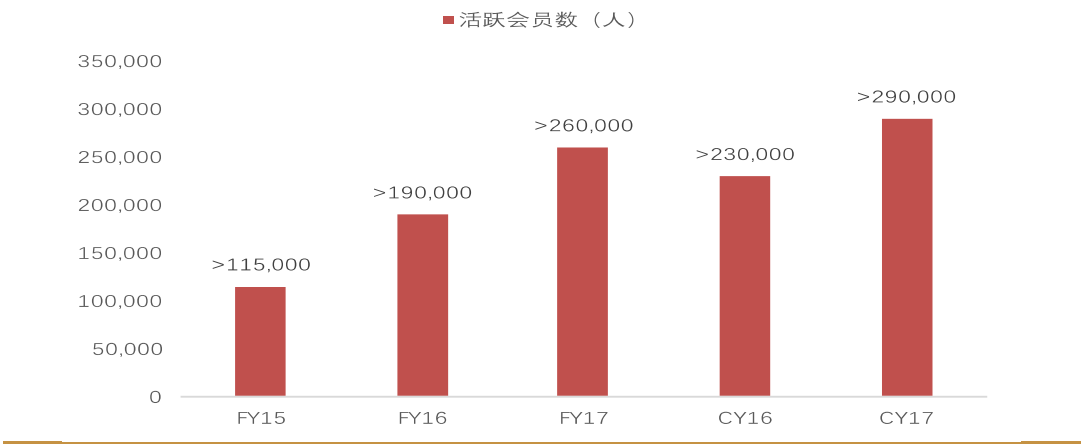
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：年消费超人民币 5,000 元会员数量



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：公司活跃会员数量



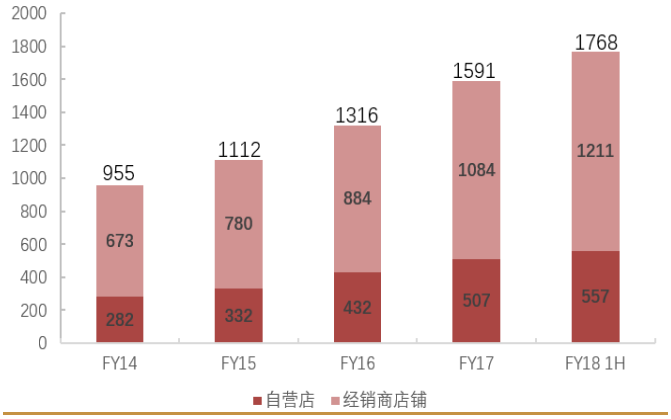
数据来源：公司公告，西南证券整理

从粉丝经济运营的 5 大核心步骤（吸粉、提升粉丝质量、想买能否买到、持续复购率、多渠道能否买到）上看，集团通过理性的线下门店扩张实现吸粉；充分利用微信、微博等社交媒体强化和粉丝之间的互动，利用线上线下活动进一步提高粉丝对品牌传递的生活理念理解和认知，提高品牌忠诚度；加强电商平台布局，利用库存共享系统进一步提高销售效率，从而实现了以粉丝经济为核心的全渠道运营模式，为集团的销售提供最全面的保障。

理性的门店扩张速度实现吸粉

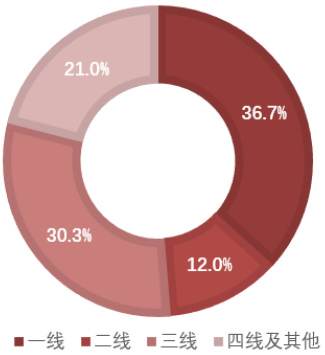
2018 财年，集团计划开设 200-350 家店铺，截止 2017 年 12 月底，已经新增 177 家店铺，整体开店节奏有序。从过往几年的开店情况上看，集团都有保持稳步增加的门店扩张水平。随着集团门店的稳步扩张，集团会员数量也实现了稳步增长。我们认为，集团优质、独特的产品配合渠道扩张产生了惊人的吸粉能力，截至 2017 年底，会员数量超过 240 万，较 2017 年 6 月 30 日增长了大约 20%。其中，线上会员所占比例逐渐增加，截至 2017 年底，线上会员占比逾 79%。同期，微博粉丝增加 3 倍，净增约 60 万，天猫店铺关注粉丝数净增约 50 万，吸粉能力行业领先。

图 20：稳步有序推进渠道扩张



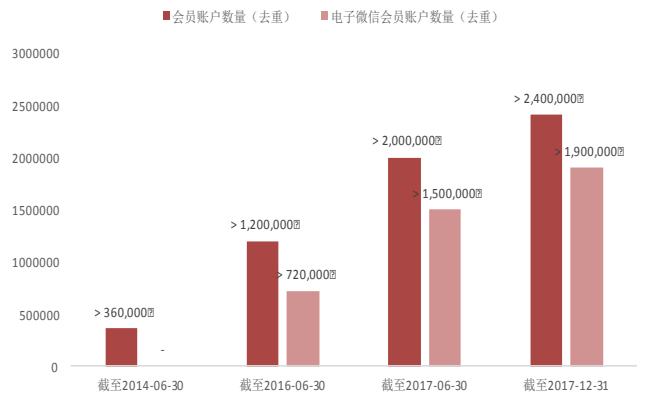
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 21：中国内地店铺层级分布



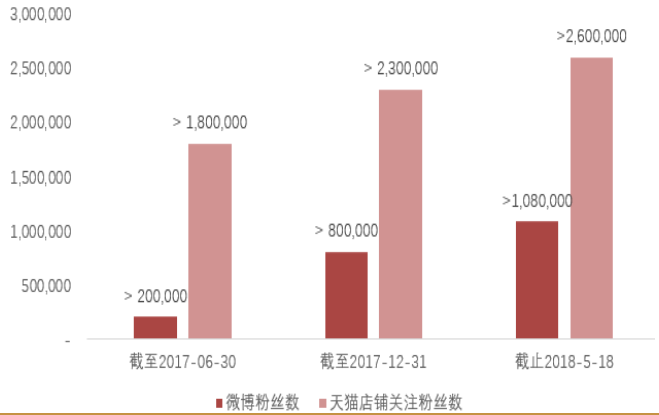
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 22：会员数量持续上升，线上会员占比不断提升



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：微博及天猫店铺关注粉丝不断增加



数据来源：公司公告，西南证券整理

全渠道互动平台强化粉丝粘性，存货共享系统真正实现想买就买

集团建立了全渠道互动平台，旨在培养“粉丝经济”（由于追求集团所提倡的生活方式而购买集团产品），提高粉丝对品牌传递的生活理念理解和认知，提高品牌忠诚度，增强复购率。综合考虑到消费者的信息获取渠道和购买模式，平台包括三个部分（1）线下零售店（2）网上平台（3）微信互动营销平台。

（1）线下零售店：设计师品牌强调体验的消费，线下实体店不仅提供穿衣体验，通过对自营店及经销商店外观进行统一指引，也体现了品牌追求自然舒适的生活方式形象。集团会不定期举办一些线下活动，比如之前组织小朋友去非洲旅行。在北京亮马桥官舍的概念店中，从装修到陈列布置，每隔几个月就会带来一次全新的主题，并以展览的方式让艺术形态在概念店的商业空间中展现。江南布衣联合当代艺术家举办“没有糖果，来捣乱”的展览活动，不仅展现了艺术家和孩子一起设计的众多展品，还举办了有创造力的服装秀，来自江南布衣消费者家庭的 30 个小朋友在艺术家的装置作品中展示了旗下童装品牌 jnby by JNBY 当季的最新产品，让小朋友和家长们享受“疯狂又温馨”的时光。集团通过加大实体店和线下活动中消费者的体验感和互动性，传递设计师品牌特有的精神内质，将更多消费者转化成了品牌的粉丝。

图 24：北京亮马桥概念店“香蕉”主题

数据来源：公司官网，西南证券整理

图 25：“没有糖果，来捣乱”的线下活动

数据来源：公司官网，西南证券整理

（2）网上平台：满足客户随时随地购物的需求，采取“同步售新，同款同价，利益归属线下”的电商策略化解渠道冲突。即如果顾客在线上平台上下单，所订购的产品将通过零售店或物流中心交付（离客户最近位置）及通过收入共享系统分配各种渠道产生的利润。

表 4：国内部分设计师品牌服饰线上购买渠道对比

品牌	微信公众号	微博	唯品会	天猫	京东
江南布衣	可直接在推送消息中购买商品	有购买链接	有旗舰店	有旗舰店	无
例外	不支持微信平台购物，但有天猫链接	有天猫链接	有旗舰店	有旗舰店	无
素然	有专门的微信精品店，与公众号分离	不支持购买	有旗舰店	有旗舰店	无
卓卡	不支持微信平台购物	不支持购买	有旗舰店	有售，但无专卖店	有旗舰店
地素	近期已可在推送消息中购买商品	有天猫链接	有旗舰店	有旗舰店	无
ICICLE（之禾）	可直接在推送消息中购买部分商品	有天猫链接	无	有旗舰店	无
欧柏兰奴	不支持微信平台购物	不支持购买	无	有旗舰店	有旗舰店
天意 TANGY	不支持微信平台购物	不支持购买	有旗舰店	有旗舰店	有旗舰店
卓卡	不支持微信平台购物	不支持购买	有旗舰店	有旗舰店	有旗舰店
Mo&Co	有专门的微信精品店，与公众号分离	不支持购买	有旗舰店	有旗舰店	有旗舰店

数据来源：微信，微博，天猫，京东，唯品会，西南证券

（3）微信平台：连接品牌与消费者、传递艺术时尚资讯、同步最新产品信息、货架延伸-在线购物、互动增值服务。区别于传统的服装企业，集团对于微信、微博等自媒体不仅仅用于加强消费者黏性、更是提供了一个线上体验和购物的平台。自媒体渠道所连接的不仅仅是消费者，更多是将消费者转化为品牌的粉丝，通过传递“更好的设计、更好的生活”理念，进一步加强粉丝对于品牌的黏性。为了让粉丝在线，江南布衣在微信内容的营造上，除了新品主题和搭配信息，还提供艺术及时尚资讯等粉丝感兴趣的内容。此外，通过在自媒体上与粉丝就新品的互动，还可以在一定程度上预测销量，并随时对“爆款”进行补单，降低了传统模式下产品滞销的可能，有效提升当季产品设计、生产、销售的效率。通过与同类型设计师品牌服装的线上销售渠道对比发现，集团的线上销售渠道最为全面，彻底地将信息获取和购买渠道融合在一起，最大化地实现了从信息传递向购买力转化。

图 26：JNBY 公众号定期发布新品信息

数据来源：JNBY 公众号，西南证券整理

图 27：16 年 Q3 国内中高端女装品牌微信公众号影响力对比

排名	品牌名称	粉丝数	头条平均阅读	平均阅读	平均发文条数	类型
1	ochirly	152万	92717	27242	4	服务号
2	JNBY	95万	59009	41007	3	服务号
3	MO&Co.官方服务号	61万	43875	27468	4	服务号
4	DAZZLE	58万	34770	34770	1	服务号
5	太平鸟时尚女装	54万	39083	18620	3	服务号
6	VGRASS	47万	41985	41985	1	服务号
7	EP雅莹	38万	46390	11857	4	服务号
8	FivePlus	33万	34439	17702	3	服务号
9	Edition10	29万	23069	16219	3	服务号
10	JORYA	22万	31478	10403	2	服务号
11	歌莉娅GOELIA	21万	14698	11668	2	服务号
12	EXCEPTION例外	19万	16340	16340	1	服务号
13	Marisfrolg玛丝菲尔	17万	24280	24280	1	订阅号
14	ZUCZUG素然	14万	15288	12197	4	服务号
15	珂莱蒂尔	12万	13751	13751	1	订阅号
16	broadcast播	11万	12889	7353	2	订阅号
17	歌力思	10万	12598	12598	1	订阅号
18	MYTENO中国	10万	10612	10612	1	服务号
19	initialfashion	9万	7499	3578	2	服务号
20	哥弟官方旗舰店	7万	8798	8798	1	订阅号

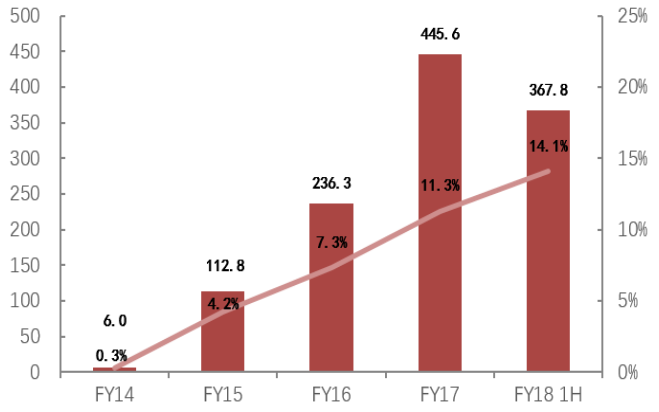
数据来源：时尚头条网，西南证券整理

全渠道互动平台让消费者随时随地，使用各种方式表达其购物要求，有效的存货管理系统则让集团能在最短时间内实现消费者的购物需求，二者结合，让顾客想买就能买到。集团是为数不多的拥有存货共享及分配系统的公司，该系统由集团针对其零售网络自行研发，能够使客户即使在某一所需商品在该门店缺货的情况下仍可按需求购买，提升客户购物体验并带动销售；此外，该系统能够缩短产品上市时间、改善存货管理，提高行业竞争力。

图 28：JNBY 公众号推送消息中自带购买链接

数据来源：JNBY 公众号，西南证券整理

图 29：库存共享分配系统新增零售额及销售占比不断提升



数据来源：公司公告，西南证券整理

3 估值与评级

关键假设：

假设 1：公司每年开 200 家左右的店铺；

假设 2：各品牌毛利率基本保持不变或略有提升。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 5：分业务收入及毛利率

单位：百万元人民币		2017A	2018E	2019E	2020E
JNBY	收入	1365.9	1549.9	1655.1	1765.0
	增速	6.0%	6.0%	5.5%	6.0%
	毛利率	62.2%	63.0%	63.0%	63.0%
CROQUIS	收入	488.8	579.6	703.6	858.6
	增速	-2.3%	3.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	67.7%	67.5%	67.0%	67.0%
jnby by JNBY	收入	293.5	412.0	567.8	759.8
	增速	15.5%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	58.7%	56.0%	56.0%	56.0%
less	收入	169.3	242.9	349.7	463.5
	增速	11.6%	17.0%	16.0%	16.0%
	毛利率	69.7%	70.0%	70.0%	70.0%

单位：百万元人民币		2017A	2018E	2019E	2020E
Pomme de terre	收入	13.1	23.5	36.7	54.8
	增速	-	30.0%	20.0%	18.0%
	毛利率	39.8%	48.0%	50.0%	52.0%
JNBYHOME	收入	1.6	7.2	11.9	17.4
	增速	-	230%	10%	10%
	毛利率	-78.1%	-35.0%	10.0%	15.0%
Samo	收入	-	-	1.0	3.8
	增速	-	-	-	25%
	毛利率	-	-	40.0%	50.0%
合计	收入	2332.3	2815.1	3325.8	3922.8
	增速	22.6%	20.7%	18.1%	18.0%
	毛利率	63.2%	63.1%	63.0%	63.0%

数据来源：公司公告，西南证券

表 6：可比公司估值情况

股票代码	证券简称	股价（人民币）	市值（亿元人民币）	PE		
				2017A	2018E	2019E
603196.SH	日播时尚	11.42	27.41	33	25	21
603839.SH	安正时尚	18.04	73.00	26	20	16
603877.SH	太平鸟	33.67	162.00	29	25	19
行业平均	-	-	-	-	19	16
中位数	-	-	-	-	22	18

数据来源：Wind，西南证券整理

附：财务报表

損益表

12 月 31 日年結(百万 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	**1,903**	**2,332**	**2,815**	**3,326**	**3,923**
毛利	1,190	1,475	1,777	2,097	2,470
EBIT	**343**	**460**	**586**	**717**	**866**
財務收入(費用)	-1	9	14	15	10
聯營公司	0	1	0	0	1
非經常性項目	0	0	0	0	1
稅前利潤	**342**	**469**	**600**	**732**	**878**
稅項	-103	-137	-175	-213	-256
非控股權益	0	0	0	0	0
淨利潤(归属母公司)	**239**	**333**	**425**	**518**	**622**

資產負債表

12 月 31 日年結(百万 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
現金及現金等價物	175	699	765	518	442
應收賬款	224	317	464	464	576
存貨	439	570	662	785	940
其他流動資產	0	131	44	58	78
物業、廠房及設備	84	108	161	259	345
無形資產	5	7	7	7	7
其他非流動資產	67	94	94	94	95
總資產	**995**	**1,925**	**2,196**	**2,185**	**2,483**
應付賬款	120	159	236	286	342
短期借款	0	0	0	0	0
其他流動負債	578	495	654	533	697
長期借款	0	0	0	0	0
遞延稅項負債	9	13	12	11	12
其他非流動負債	0	0	0	0	0
總負債	**707**	**668**	**902**	**831**	**1,051**
股本	0	5	5	5	5
儲備	288	1,253	1,290	1,349	1,427
股東權益	**288**	**1,257**	**1,294**	**1,354**	**1,432**
非控股權益	0	0	0	0	0
總權益	**288**	**1,257**	**1,294**	**1,354**	**1,432**
淨現金（負債)	175	699	765	518	442

現金流量表

12 月 31 日年結(百万 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
稅前利潤	342	469	600	732	877
稅項	-114	-142	-18	-335	-92
營運資本變動	116	-315	-75	-89	-229
經營現金流量	**429**	**121**	**534**	**335**	**581**
資本開支	-120	-168	-79	-124	-113
自由現金流量	**310**	**-47**	**455**	**211**	**468**
股息	80	-24	-319	-389	-466
其他非流動資產變動	-26	-53	0	0	0
股本變動	0	5	0	0	0
其他	-221	670	-69	-70	-78
淨現金流量	**143**	**551**	**67**	**-248**	**-76**
期初淨現金（負債)	32	32	699	765	518
期終淨現金（負債)	175	583	765	518	442

財務比率

12 月 31 日年結(百万 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
增長(%)					
收入	17.9	22.6	20.7	18.1	18.0
EBITDA	14.6	32.2	24.1	21.3	20.1
EBIT	15.7	34.0	27.6	22.2	20.8
淨利潤	21.5	39.0	27.9	21.9	20.0
每股盈利	NA	15.7	17.5	21.9	20.0
利潤率(%)					
毛利	62.6	63.2	63.1	63.0	63.0
EBITDA	19.6	21.2	21.8	22.3	22.7
EBIT	18.0	19.7	20.8	21.5	22.1
淨利潤	12.6	14.3	15.1	15.6	15.9
其他比率					
ROE(%)	60.8	43.0	33.3	39.2	44.7
ROA(%)	24.1	17.3	19.4	23.7	25.1
淨負債率	(60.8)	(46.3)	(59.1)	(38.2)	(30.9)
利息覆蓋率(倍)	137.2	459.6	NA	NA	NA
應收賬款周轉天數	43.0	49.7	60.1	51.0	53.6
應付賬款周轉天數	61.5	67.8	83.0	85.0	86.0
存貨周轉天數	224.8	242.4	232.6	233.3	236.1
有效稅率(%)	30.0	29.2	29.2	29.2	29.2

数据来源：公司资料，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn