

锦泓集团（603518）公司深度报告

创造“锦”彩、大展“泓”图，中高端女装龙头势能向上业绩释放

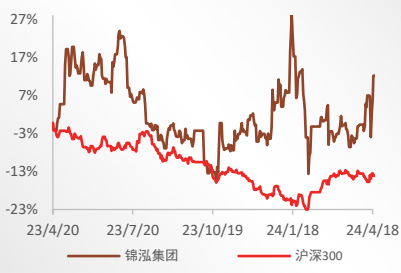
方正证券研究所证券研究报告

推荐（首次）

公司信息

行业	非运动服装
最新收盘价(人民币/元)	10.69
总市值(亿)(元)	37.10
52周最高/最低价(元)	12.20/8.03

历史表现



数据：wind 方正证券研究所

相关研究

国内领先的多品牌时装集团。公司成立于1997年，旗下拥有TEENIE WEENIE（中高端的新复古学院风格标志性品牌）、VGRASS（中国高端女装领导品牌）、元先（中国文化元素特征的高端精品品牌）三大品牌，形成金字塔式的立体品牌矩阵布局。创始人王致勤、宋艳俊夫妇为实控人，股权结构较稳定合计持股达33.3%；管理层行业经验丰富，员工持股计划绑定优秀人才。2023年公司在消费复苏背景下，持续强化自身品牌力、商品力和零售力，全年预计实现利润2.85-3.08亿元，同比增长299%-330%，业绩反弹明显。

女装市场规模大但竞争激烈，中高端女装以独特定位为重要竞争要素。疫情前中国女装行业规模保持稳步增长，且规模在服装细分品类中占比最大，但多年来女装品牌CR5/CR10维持5%/8%左右水平。其中中高端与大众女装品牌核心竞争力不同，中高端女装品牌更迭较为频繁，品牌需要建立起支撑差异化定位的全套商业模式，在消费者心中建立独特品牌心智。

TEENIE WEENIE：学院风标志性品牌，发力线上品牌势能向上。品牌以卡通熊为独特IP定位新复古学院风，形成差异化市场竞争。产品围绕学院风差异化定位不断推陈出新，逐步拓展多场景多业务；营销端IP授权提升品牌力，积极加强同明星和KOL合作；渠道端线上打造电商方法论提升竞争力，线下逐步发力加盟业务。品牌势能向上有望保持较快增长速度。

VGRASS：定位高端女装，融入云锦文化打造东方女性之美。产品端坚持连衣裙之王品牌战略，高端面料融入云锦文化元素；渠道端线下业务逐步恢复，积极推动线上渠道转型；营销端搭建社交媒体矩阵，品牌代言人强势宣传。我们认为VGRASS深耕国内高端女装多年，有望保持稳健增长。

集团化管理整合资源，提质增效强化整体竞争力。公司借力大数据实现全链路数智化管理，同时在设计研发、面料采购、生产供应商以及销售渠道方面实行资源共享，充分利用公司资源优势。

盈利预测与投资建议：公司作为多品牌时装集团，旗下品牌形成金字塔式立体矩阵布局。我们认为TEENIE WEENIE差异化品牌定位势能向上，VGRASS融入中华文化元素有望稳健增长，元先品牌提炼云锦内涵发力线上有望实现高增；叠加集团整合资源提质增效强化竞争力，收入和业绩有望稳步增长。我们预计2023-2025年公司将实现归母净利润3.0、3.7、4.5亿元，当前股价对应24年PE为10.0x。我们首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

风险提示：品牌变革不及预期；行业竞争加剧；终端销售疲软的风险

盈利预测（人民币）

单位/百万	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3899	4528	5080	5608
(+/-)%	-9.83	16.13	12.17	10.40
归母净利润	71	296	372	450
(+/-)%	-68.12	314.89	25.71	20.76
EPS(元)	0.25	0.85	1.07	1.30
ROE(%)	2.31	8.81	9.96	10.71
PE	26.80	12.52	9.96	8.25
PB	0.75	1.10	0.99	0.88

数据：wind 方正证券研究所

注：EPS预测值按照最新股本摊薄

正文目录

1 锦泓集团：多品牌矩阵运营，线上线下并行	5
1.1 公司概况：国内领先的多品牌时装集团	5
1.2 发展历程：从“单品牌单渠道”转向“多品牌矩阵运营，线上线下并行”	5
1.2.1 1997-2013：VGRASS 起家，通过直营实现稳步扩张	6
1.2.2 2014-2018：上交所成功上市，构建立体品牌矩阵	7
1.2.3 2019-至今：疫情加速线上转型，品牌势能向上	8
1.3 业务分析：TEENIE WEENIE 品牌线上发力快速增长，VGRASS 稳步发展	9
1.4 股权结构：创始人王致勤宋艳俊夫妇为实控人，股权结构较稳定	11
1.5 管理团队：创始人夫妇行业经验丰富，员工持股计划绑定优秀人才	11
2 女装市场规模大但竞争激烈，中高端女装以独特定位为重要竞争要素	13
2.1 行业概况：女装市场规模在服饰行业占比大，在集中度长期偏低	13
2.2 中高端女装有望稳步发展，中高端女装以差异化定位为核心竞争力	13
3 三大品牌差异化定位立体布局，集团协同赋能提质增效	16
3.1 TEENIE WEENIE：学院风标志性品牌，发力线上品牌势能向上	16
3.1.1 品牌：目标中高端客群，定位新复古学院风	16
3.1.2 产品：围绕学院风差异化定位不断推陈出新，逐步拓展多场景多业务	17
3.1.3 营销：IP 授权提升品牌力，积极加强同明星和 KOL 合作	17
3.1.4 渠道：线上打造电商方法论提升竞争力，线下逐步发力加盟业务	19
3.2 VGRASS：定位高端女装，融入云锦文化打造东方女性之美	22
3.2.1 品牌：定位高端女装市场，提供高品质女装解决方案	22
3.2.2 产品：连衣裙之王品牌战略，高端面料融入云锦文化匠造东方女性之美	22
3.2.3 渠道：线下业务逐步恢复，积极推动线上渠道转型	23
3.2.4 营销：搭建社交媒体矩阵，品牌代言人强势宣传	23
3.3 集团化管理整合资源，提质增效强化整体竞争力	24
4 财务分析	25
5 盈利预测和投资建议	27
5.1 盈利预测	27
5.2 投资建议	28
6 风险提示	29

图表目录

图表 1: 公司金字塔式立体品牌布局	5
图表 2: 公司发展历程	6
图表 3: 2003-2014 年公司店铺数	6
图表 4: 2011-2014H1 直营店月度单店收入 (万元/月)	6
图表 5: 公司平均终端零售价和全国大型零售企业/百货商场服装价格图	7
图表 6: 2014-2017 年公司收入与利润情况	8
图表 7: 公司线上收入及增速	8
图表 8: 公司线上收入占比	8
图表 9: 公司历年收入及收入增速	9
图表 10: 公司分品牌收入及占比	9
图表 11: 公司分品牌毛利率	9
图表 12: TEENIE WEENIE 分产品收入及占比	10
图表 13: TEENIE WEENIE 分产品收入增速	10
图表 14: VGRASS 分产品收入及占比	10
图表 15: VGRASS 分产品收入增速	10
图表 16: 公司分渠道收入及占比	11
图表 17: 公司分渠道收入增速	11
图表 18: 公司股权结构 (截至 23 年 9 月 30 日)	11
图表 19: 公司管理层团队	12
图表 20: 公司第二期员工持股计划	12
图表 21: 2023 年中国男、女、童装行业规模占比	13
图表 22: 2009-2023 年中国女装行业市场规模及增速	13
图表 23: 中国市场女装品牌集中度	13
图表 24: 中国市场女装/男装/童装/运动集中度	13
图表 25: 中国服装市场规模划分	14
图表 26: 高端女装差异化定位图	14
图表 27: 个人可投资资产超过 1 千万元的人数	15
图表 28: 2015、2021、2025E 按可支配收入水平划分的中国城镇家庭数量分布	15
图表 29: 中国品牌和境外品牌关注度占比	15
图表 30: TEENIE WEENIE 品牌发展历程	16
图表 31: TEENIE WEENIE 平均吊牌价及实际单件收入/吊牌价	16
图表 32: 2023H1 TEENIE WEENIE 分品类收入	17
图表 33: TEENIE WEENIE 部分产品图	17
图表 34: 部分明星合作海报	18
图表 35: 部分 IP 联名产品图	18
图表 36: TEENIE WEENIE IP 授权收入及增速	19
图表 37: TEENIE WEENIE 部分配饰/箱包/生活用品产品	19
图表 38: TEENIE WEENIE 品牌曾获抖音电商多项大奖	20
图表 39: TEENIE WEENIE 抖音渠道月度 GMV	20
图表 40: TEENIE WEENIE 抖音渠道平均 ASP	20
图表 41: “锦集心选”商城部分商品图	21
图表 42: TEENIE WEENIE 2017-2022 直营加盟店铺数	21
图表 43: TEENIE WEENIE 品牌单店月平均收入	21
图表 44: 2015-2022 年 VGRASS 分产品平均吊牌价	22

图表 45: 2023H1 VGRASS 分品类收入	23
图表 46: VGRASS 部分产品图	23
图表 47: VGRASS 直营&加盟门店数	23
图表 48: VGRASS 品牌单店月平均收入及增速	23
图表 49: VGRASS 部分宣传图	24
图表 50: VGRASS 部分品牌代言合作图	24
图表 51: 锦泓集团会员中心小程序及关联账号	25
图表 52: 公司分品牌毛利率	25
图表 53: 公司分渠道类型毛利率	25
图表 54: 公司销售/管理/研发/财务费用率	26
图表 55: 公司各项销售费用细分项/收入	26
图表 56: 公司历年净利润及净利率水平	26
图表 57: 可比公司净利率水平	26
图表 58: 公司整体及分品牌存货	27
图表 59: 公司整体及分品牌存货周转率	27
图表 60: 锦泓集团分产品收入预测表	28
图表 61: 可比公司估值表 (截至 2024/4/20)	29

1 锦泓集团：多品牌矩阵运营，线上线下并行

1.1 公司概况：国内领先的多品牌时装集团

锦泓集团成立于1997年，前身是南京劲草服饰厂，2014年在上交所上市。公司主营业务涵盖中高档服饰的设计研发、生产制造、品牌营销及终端销售，旗下拥有TEENIE WEENIE（中高端的新复古学院风格标志性品牌）、VGRASS（中国高端女装领导品牌）、元先（中国文化元素特征的高端精品品牌）三大品牌，形成金字塔式的立体品牌矩阵布局，满足不同消费者需求。2022年公司营收、归母净利润分别为39.0亿元、0.7亿元，2018-2022年CAGR分别为6.0%、-28.6%。2023年公司在消费复苏背景下，持续强化自身品牌力、商品力和零售力，全年预计实现利润2.85-3.08亿元，同比增长299%-330%，业绩反弹明显。截止23Q3，公司拥有门店1322家，其中TEENIE WEENIE 1123家（直营894家、加盟229家）、VGRASS 198家（直营137家、加盟61家）。

图表1:公司金字塔式立体品牌布局

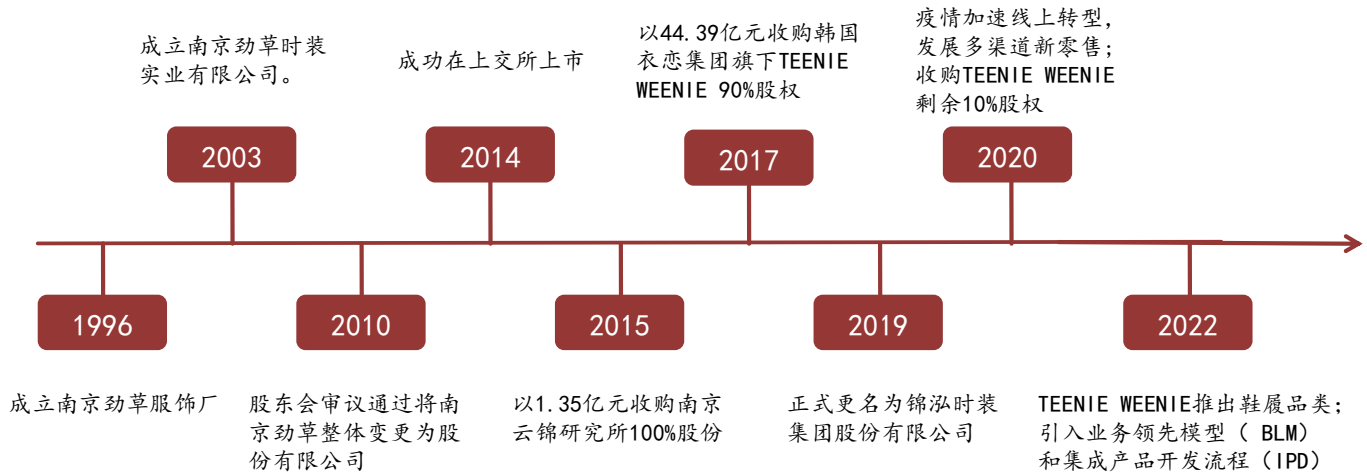
品牌名称	品牌logo	时间	定位	目标客群	目标客群及品牌特征	门店数	收入(亿元)	毛利率
TEENIE WEENIE		1997年成立 2017年收购	中高端女装	Z世代消费群体及儿童	以新复古学院风格为标志，丰富的小熊家族故事和鲜明可爱的卡通形象深受消费者喜爱	1222	30.1	68.0%
VGRASS	V·GRASS	1997年成立	高端女装	追求精致生活的中国女性	坚持自主研发设计，精选优质面料，为中国女性带来舒适自在的穿着体验，满足优雅、知性、追求精致生活的中国女性的需求	207	8.6	73.4%
云先	元先	2015年成立	高端精品品牌	国内外高净值人群	以灿烂的云锦文化和世界非物质文化遗产为根基，以中国文化元素为特色，致力于打造高端国货精品品牌	1	0.2	72.9%

资料来源：公司公告，方正证券研究所；表中门店、收入、毛利率为2022年数据

1.2 发展历程：从“单品牌单渠道”转向“多品牌矩阵运营，线上线下并行”

纵观公司发展历程，我们将其划分为三个阶段：

图表2:公司发展历程

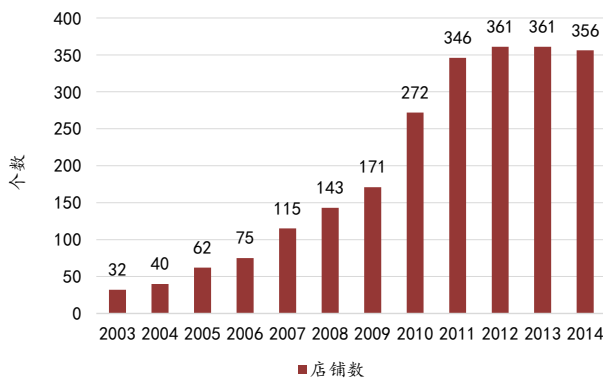


资料 : 公司公告, 方正证券研究所

1.2.1 1997-2013: VGRASS 起家, 通过直营实现稳步扩张

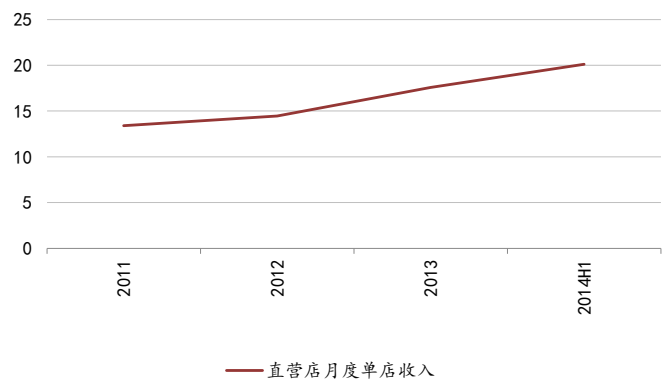
VGRASS 起家早期以直营模式为主稳步发展。锦泓集团于1996年成立,前身为南京劲草服饰厂,经营劲草(VIGOUR GRASS)品牌,2010年将品牌更名为维格娜丝(VGRASS)。公司自创立之初专注于以直营为主的营销网络建设,大力发展直营店,经历2003-2009年的稳步拓店后,建立了一整套包括店铺选址、店铺装修、货品陈列、店员招聘及培训、物流配送、店铺终端管理、售后服务等在内的标准化管理制度。在经历前期经验积累后,公司2010-2011年店铺实现快速扩张,2011年末店铺数量达346家,2年净开店175家。

图表3:2003-2014年公司店铺数



资料 : 公司公告, 方正证券研究所

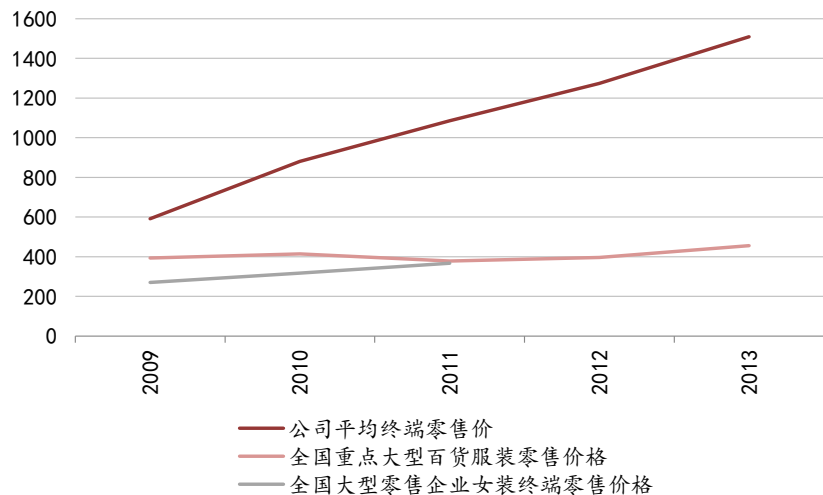
图表4:2011-2014H1 直营店月度单店收入(万元/月)



资料 : 公司公告, 方正证券研究所

渠道快速扩张后公司积极优化门店结构。在早期渠道保持较快扩张的同时,2012年起公司放缓了开店速度,集中力量对内部管理进行优化提升,并通过提高产品档次、定价策略等手段提升品牌形象和影响力。2009年-2013年公司平均ASP由591元提升至1508元,年均CAGR提价达26.4%,而同期全国重点大型百货服装零售价格约为400元左右。在价增驱动,这一时期公司单店收入也实现快速提升,单店收入由2011年13.4万元提升至2014H1的20.1万元。

图表5:公司平均终端零售价和全国大型零售企业/百货商场服装价格图



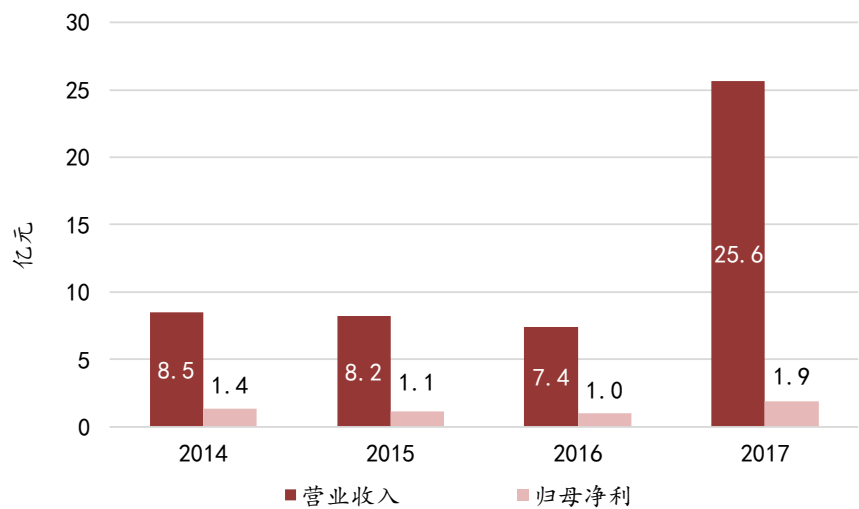
资料来源：公司公告，方正证券研究所

1.2.2 2014-2018：上交所成功上市，构建立体品牌矩阵

2014年成功上市，逐步布局多品牌矩阵。2014年，锦泓集团在上交所成功上市，募集资金总额7.4亿元，主要用于终端建设和研发设计中心建设。此外，公司开始逐步发力多品牌，通过差异化品牌布局满足不同消费者需求。2015年，公司以自有资金1.4亿元收购南京云锦研究所100%股份并推出元先品牌，定位具有中国文化元素特征的高端精品品牌。2017年，公司以44.4亿元（外部融资35.8亿元）收购韩国服装巨头ELAND集团旗下的中高端休闲品牌TEENIE WEENIE 90%股权，并协议在2020年收购剩下10%的股份，形成金字塔式的立体品牌矩阵布局。这一时期，由于TEENIE WEENIE收入体量较大，公司收入从2014年的8.5亿元增长至2017年的25.7亿元，但由于TEENIE WEENIE收购后仍处于磨合期，对利润贡献较小，归母净利润由1.4亿元增长到1.9亿元。

VGRASS品牌大幅优化渠道结构，提升品牌形象。2014-2017年，VGRASS品牌继续向高端渠道进行转型，主动进行战略性提档，大幅关闭与品牌定位不符的店铺，精简加盟商门店，并持续与具有市场影响力的高端渠道建立合作关系。2015-2018年公司分别净关闭VGRASS品牌门店135、31、27、9家，但2018品牌年收入较2014年同比提升1.9%。

图表6:2014-2017 年公司收入与利润情况



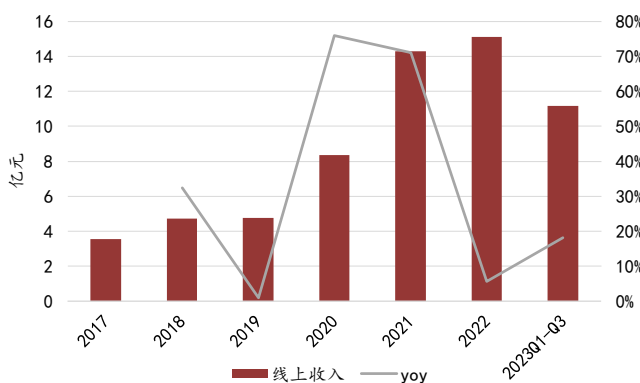
资料 : wind, 方正证券研究所

1.2.3 2019-至今：疫情加速线上转型，品牌势能向上

顺应趋势转型线上，大力发展线下新零售模式。2019年，公司正式更名为锦泓时装集团股份有限公司，旨在整合资源，增强集团整体竞争力。2020年，由于疫情影响门店正常销售，公司积极调整经营战略，加速线上转型。彼时正值抖音大力发展“兴趣电商”之时机，TEENIE WEENIE 抢抓机遇试水抖音电商渠道并成功实现品牌出圈，线上收入大幅增长，当年荣获抖音电商年度品牌，此后品牌线上维持较快增长。此外，公司也同步推动VGRASS复制TEENIE WEENIE线上销售模式，开设了VGRASS品牌天猫官方旗舰店，探索如直播、小程序等新型销售模式，推动线上销售增长。截至2022年底，公司线上业务收入占比已达38.9%，2017-2022年线上CAGR达24.4%。

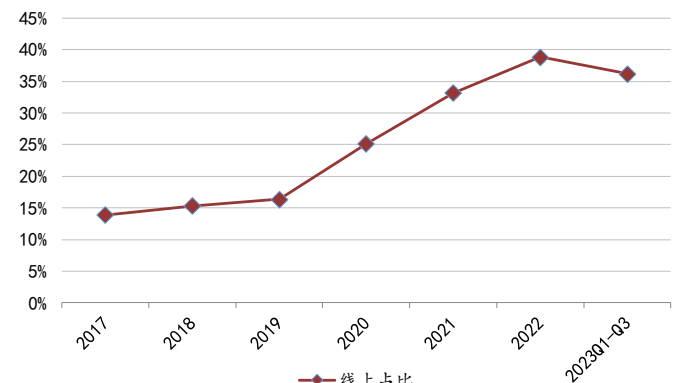
规范公司组织流程提升管理效率。2022年，公司引入外部标杆企业的业务领先模型(BLM模型)和集成产品开发流程(IPD流程)，提升集团及各品牌的市场洞察力、产品研发能力、业务管理能力以及经营能力。

图表7:公司线上收入及增速



资料 : wind, 方正证券研究所

图表8:公司线上收入占比

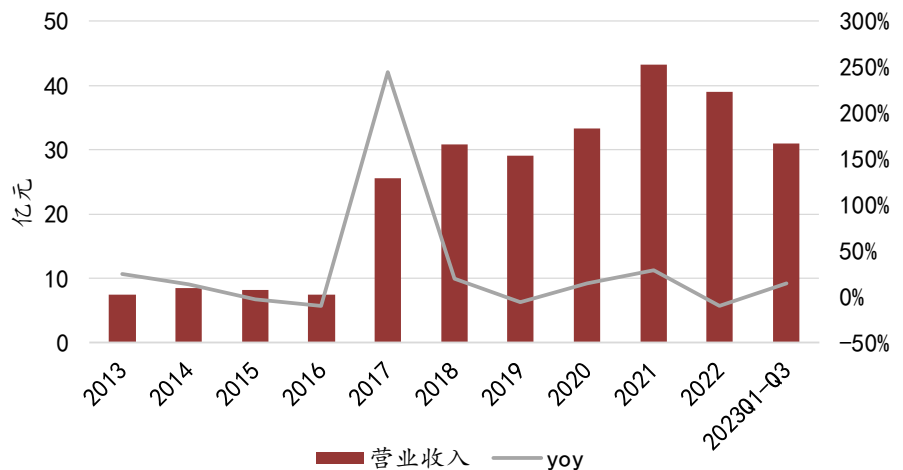


资料 : wind, 方正证券研究所

1.3 业务分析：TEENIE WEENIE 品牌线上发力快速增长，VGRASS 稳步发展

线上驱动收入整体逆势增长。2017 年公司收购 TEENIE WEENIE 后收入规模大幅增长，当年实现营收 25.1 亿元，其中 TEENIE WEENIE 营业收入为 17.4 亿元，占总营收比重 67.9%。2020 年疫情后公司加速线上渠道发展，叠加 TEENIE WEENIE 品牌出圈，当年线上收入同比+75.9%实现了在疫情期间的逆势增长。2022 年由于疫情影响消费承压，收入略有回调；2023 年消费复苏下公司前三季度实现收入 31.0 亿元，同比+14.4%。

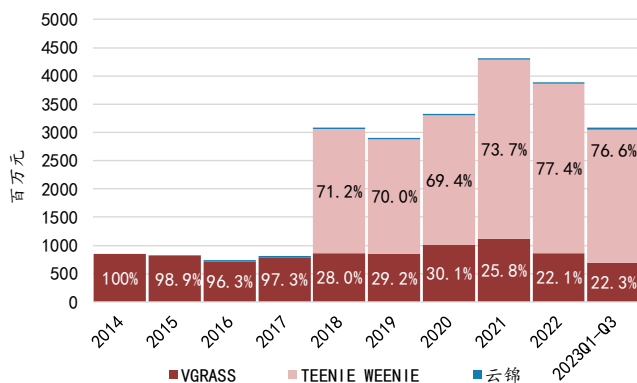
图表9:公司历年收入及收入增速



资料 : wind, 方正证券研究所

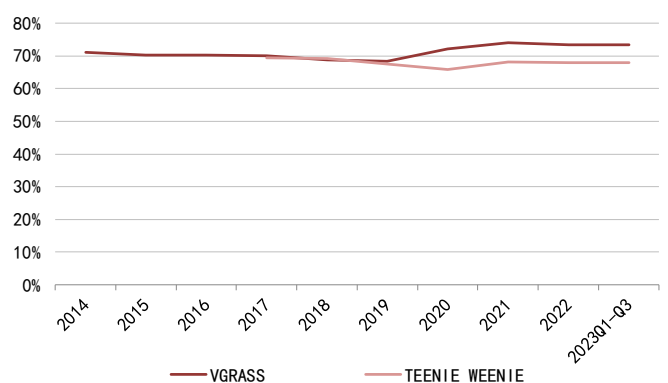
分品牌看，TEENIE WEENIE、VGRASS 收入占比 77.4%、22.1%。公司构建立体品牌矩阵，其中 TEENIE WEENIE、VGRASS 双品牌为公司主要营收。2022 年 TEENIE WEENIE 品牌、VGRASS 品牌分别实现收入 30.1 亿元、8.6 亿元，占主营业务收入比重分别为 77.4%、22.1%，2018-2022 年 CAGR 分别为-0.2%、8.2%。2022 年 TEENIE WEENIE、VGRASS 品牌毛利率分别为 68.0%、73.4%，其中 TEENIE WEENIE 2020 年因线上占比提升对毛利率有所影响，但近年其线上毛利率也有所提升。

图表10:公司分品牌收入及占比



资料 : wind, 方正证券研究所

图表11:公司分品牌毛利率

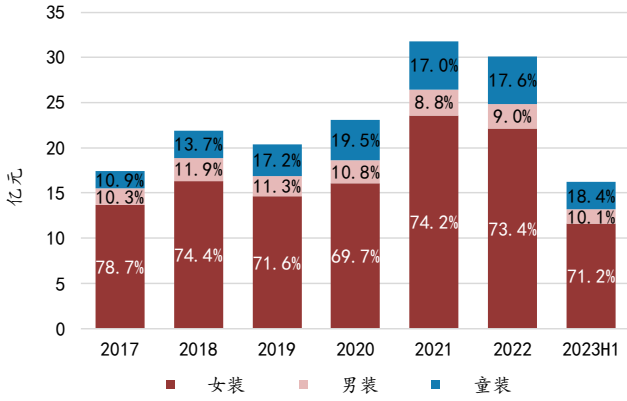


资料 : wind, 方正证券研究所

TEENIE WEENIE 分产品看，女装为主但逐步向多品类拓展。TEENIE WEENIE 以女装为主，2022 年女装、男装、童装分别收入占比 73.4%、9.0%、17.6%。此外，2021 年品牌 IP 资产开发利用取得阶段性成果，与行业头部供应链及经销商企业

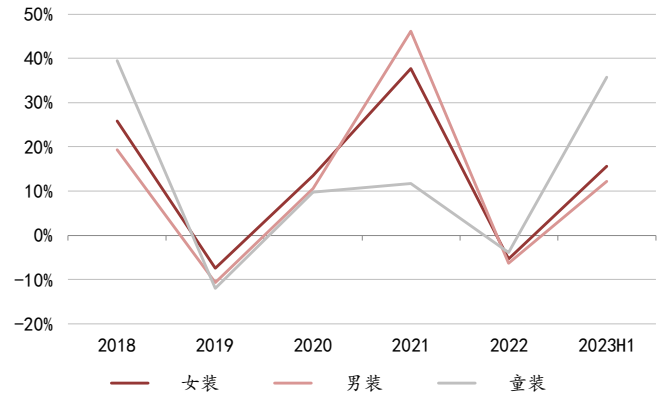
进行合作授权经营、相互赋能，打造时尚生活品类矩阵。展望后续，公司将持续拓展鞋履、婴童休闲、露营、女童胶囊、IP 颜值办公等系列新品作为品牌新增长点。

图表12:TEENIE WEENIE 分产品收入及占比



资料 : wind, 方正证券研究所

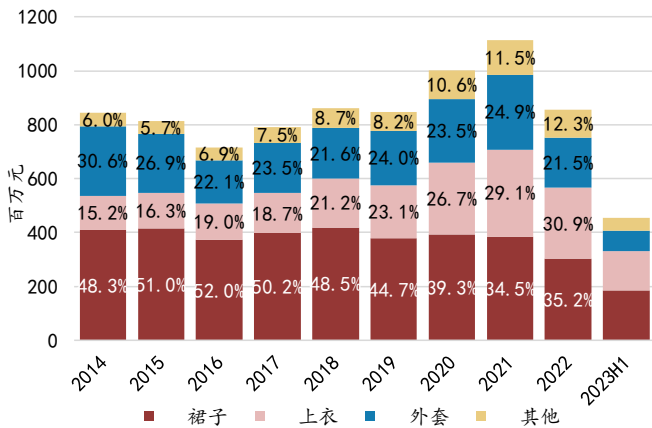
图表13:TEENIE WEENIE 分产品收入增速



资料 : wind, 方正证券研究所

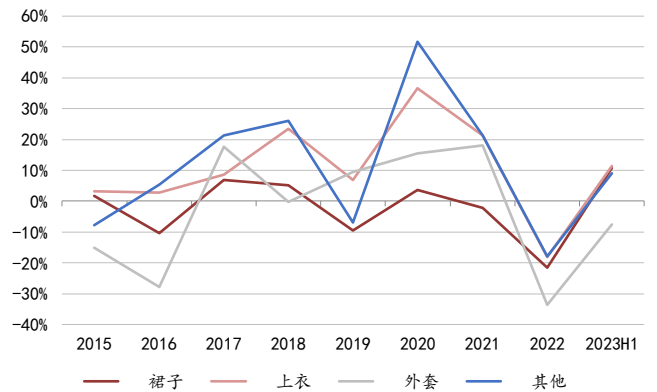
VGRASS 分产品看，裙子占比为主，其他品类稳步发展。VGRASS 坚持走高端女装路线，对产品面料与细节持续升级迭代，匹配消费者需求建立品牌版型库，实现连衣裙单品类的多样化。品牌以连衣裙为核心单品，实现单品类多样化，2022 年 VGRASS 品牌裙子、上衣、外套收入占比分别为 35.2%、30.9%、21.5%。展望未来，品牌将采用自主设计的定制化进口面料，使用传统云锦工艺，加入苏绣、钉珠等重工手工工艺，打造具有中国文化元素的高端场合装。

图表14:VGRASS 分产品收入及占比



资料 : wind, 方正证券研究所

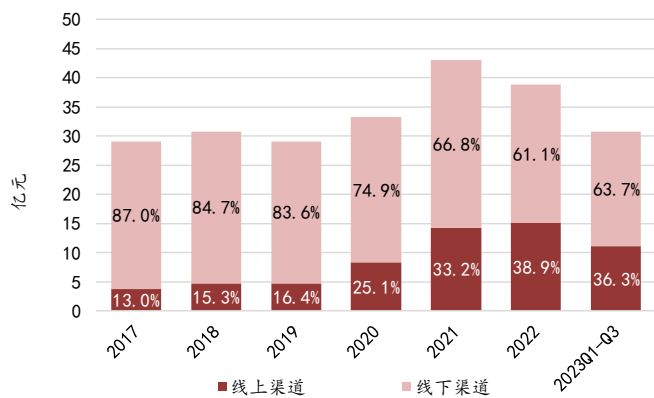
图表15:VGRASS 分产品收入增速



资料 : wind, 方正证券研究所

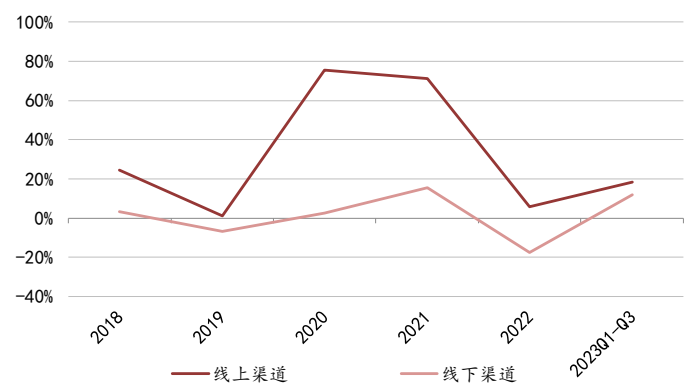
分渠道类型看，线下渠道为主，但线上渠道快速起量。2022 年公司线上和线下渠道分别实现营业收入 15.1、23.8 亿元，占主营业务收入比重分别为 38.9%、61.1%；线上占比较 2019 年提升 23 个点。展望未来，公司将加速布局线上全渠道发展，线上渠道仍有望保持快速增长；同时线下积极发展加盟业务，加快在相对偏远地区和城市加盟渠道的布局，旨在打造一个综合性强大的线下营销网络体系。

图表16: 公司分渠道收入及占比



资料 : wind, 方正证券研究所

图表17: 公司分渠道收入增速

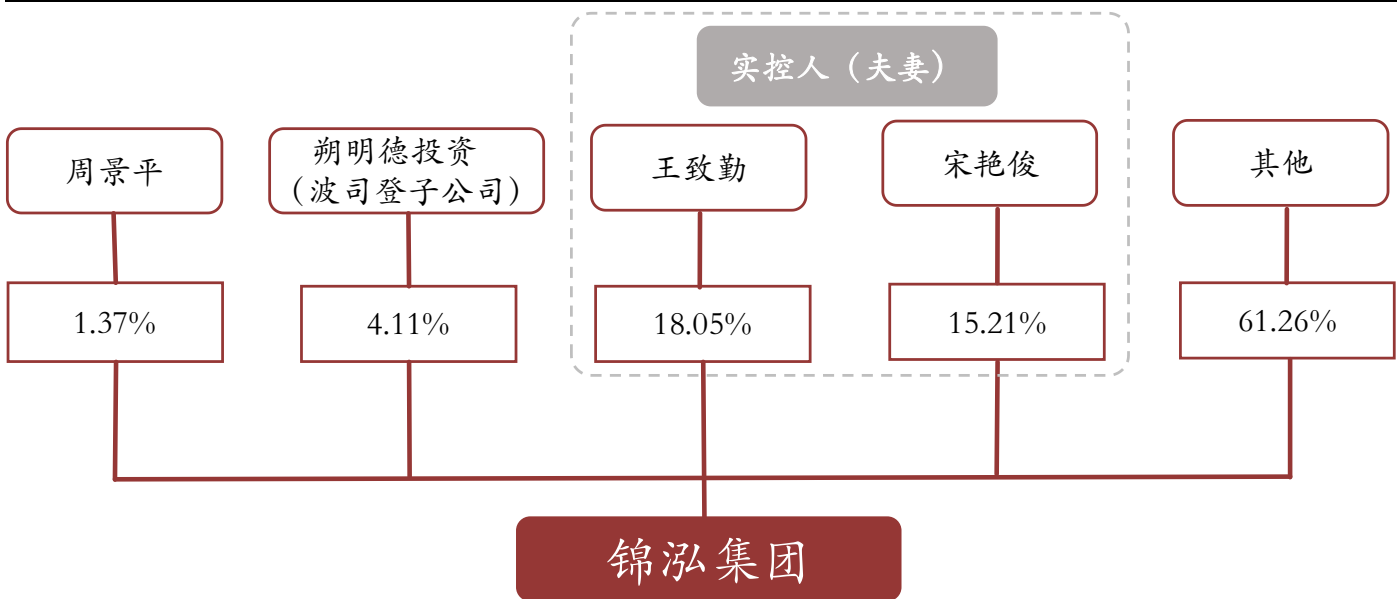


资料 : wind, 方正证券研究所

1.4 股权结构: 创始人王致勤宋艳俊夫妇为实控人, 股权结构较稳定

控股股东为创始人王致勤、宋艳俊夫妇, 持股比例合计达 33.3%。截至 2023 年 9 月 30 日, 创始人王致勤、宋艳俊夫妇作为锦泓集团创始人及实控人, 分别持有公司 18.05%、15.21% 股权。

图表18: 公司股权结构 (截至 23 年 9 月 30 日)



资料 : 公司公告, 方正证券研究所

1.5 管理团队: 创始人夫妇行业经验丰富, 员工持股计划绑定优秀人才

公司管理团队稳定, 引入职业经理人负责各品牌部门。公司创始人王致勤与宋艳俊夫妇深耕服装行业 20 余年, 具备丰富的行业经验与魄力, 并引入职业经理人分管旗下品牌。其中 TEENIE WEENIE 事业部总经理张世源先生历任衣恋(中国)、FILA 品牌、KINGKOW 品牌高管。维格娜丝设计中心总监赵玥兼任东华大学设计学院合作讲师。

组织结构而言, 公司 TEENIE WEENIE、VGRASS、元先三大品牌以事业部形式独立运营, 其中 TEENIE WEENIE 品牌按品类下设女装、男装、童装、IP 授权等事业部;

各品牌在保持独立经营的同时，又形成了相互协调与资源共享的良性竞争的生态圈，共同推动公司的创新发展。2022年公司顺利完成了相关事业部及中后台职能部门的组织架构调整、岗位设置与编制精简、人员任命与优化等重点工作。

图表19:公司管理层团队

姓名	职务	履历
王致勤	董事长兼总经理	1986年9月至1992年5月，就职于南京第二钢铁厂；1993年至1995年，个体经商；1996年1月至2003年3月，任南京劲草服饰厂总经理；2003年3月至2010年3月，任南京劲草时装实业有限公司执行董事兼总经理；2010年3月至今，任本公司董事长兼总经理。
宋艳俊	董事兼设计总监	1980年至1994年，就职于南京电力仪表厂；1995年，个体经商；1996年至2003年，任南京劲草服饰厂设计总监；2003年至2010年3月，任南京劲草时装实业有限公司设计总监；2010年3月至今，任本公司董事兼设计总监。
王宝林	董事	文博系列研究员、高级工艺美术师、高级经济师、南师大社发院硕士研究生兼职导师；是云锦成功申报人类非物质文化遗产的发起者和组织者。2015年9月至今任公司董事。
赵玥	董事、维格娜丝设计中心总监	2010年7月起就职于维格娜丝时装股份有限公司设计中心，2014年7月至2018年12月任维格娜丝企划还原部经理、图案设计部经理。2018年12月至今担任维格娜丝设计中心总监，兼任东华大学设计学院合作讲师。
陶为民	副总经理、董秘、CFO	1986年9月至2009年6月，就职于南京三五二一特种装备有限公司，历任技术员、厂长助理、厂长、董事长；2009年7月至2013年2月任际华集团股份有限公司副总经理；2013年4月入职，2014年1月至今任本公司副总经理。
张世源	副总经理、TEENIE WEENIE事业部总经理	2002年至2012年任职于韩国衣恋集团；2012年3月至2012年12月，任韩国SEJUNG公司NII品牌市场营销总监；2013年2月至2017年6月，历任衣恋（中国）童装事业部总经理和男装事业部总经理；2017年6月至2019年10月任安踏集团FILA品牌童装总经理和KINGKOW品牌总经理；2019年10月至2020年12月，任锦泓集团TEENIE WEENIE品牌童装事业部总经理；2021年1月至今，任公司副总经理，兼TEENIE WEENIE事业部总经理。
苏泽华	副总经理、TEENIE WEENIE品牌童装事业部总经理	2013年7月至2019年12月历任上海维格娜丝时装有限公司营销部经理、营销中心总监，2017年8月至2019年10月任维格娜丝意大利有限公司总经理，2019年10月至今任TEENIE WEENIE品牌男装事业部总经理，2022年5月至今任锦泓时装集团股份有限公司副总经理，2022年8月至今任TEENIE WEENIE品牌童装事业部总经理，2022年3月至今任甜维你（上海）商贸有限公司法定代表人。

资料：公司公告，方正证券研究所

股权激励&员工持股计划绑定公司核心人才。公司上市后曾于2017年发布股权激励计划，2021与2023年发布两期员工持股计划，深度绑定优秀人才。2021年8月公司公布《第一期员工持股计划管理办法》，对象包括高级管理人员张世源、周景平、陶为民及其他核心管理人员，合计16人，激励股权合计254.1万股，占总股本的0.96%。2023年3月公司审议通过《第二期员工持股计划（草案修订稿）》，本次员工持股计划购买标的股票的价格为4.36元/股（为当日收盘价9.22元的50%），限售期合计股权激励为360万股（占当时公司股本总额的1.04%），分12、24、36个月三个归属期，每期归属比例分别为30%、30%、40%，根据员工持股计划，23-25年度的业绩考核目标分别为2.07亿元、3.06亿元、4.46亿元（yoy分别为192%、48%、46%）。2023年公司业绩预告披露当年净利润为2.9-3.1亿元，超额完成股权激励目标。

图表20:公司第二期员工持股计划

归属期	员工持股计划份额 (占总股本比例)	业绩考核目标	
		业绩考核目标A 公司层面归属系数100%	业绩考核目标B 公司层面归属系数60%
第一个归属期	108万股 (0.31%)	2023年净利润值不低于2.07亿元	2023年净利润值不低于1.77亿元
第二个归属期	108万股 (0.31%)	2024年净利润值不低于3.06亿元	-
第三个归属期	144万股 (0.42%)	2025年净利润值不低于4.46亿元	-

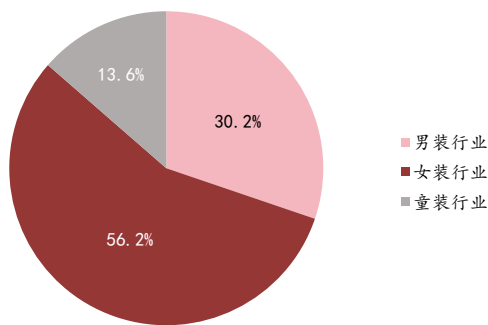
资料：公司公告，方正证券研究所

2 女装市场规模大但竞争激烈，中高端女装以独特定位为重要竞争要素

2.1 行业概况：女装市场规模在服饰行业占比大，在集中度长期偏低

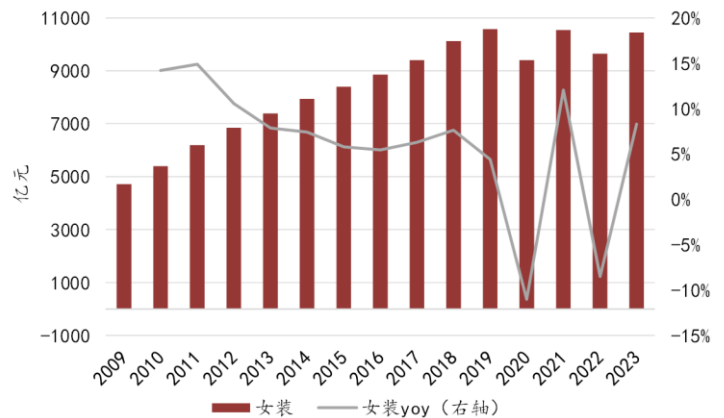
疫情前中国女装行业规模保持稳步增长。疫情前女装行业稳步增长，且规模在服装细分品类中占比最大。根据欧睿数据，2009-2019年中国女装行业市场规模CAGR约为8.4%，但2020-2022年疫情下行业波动较为明显，2023年消费弱复苏下女装行业规模同比+8.3%至10443.2亿元，但仍未恢复至疫情前2019年水平。

图表21:2023年中国男、女、童装行业规模占比



资料：欧睿数据，方正证券研究所

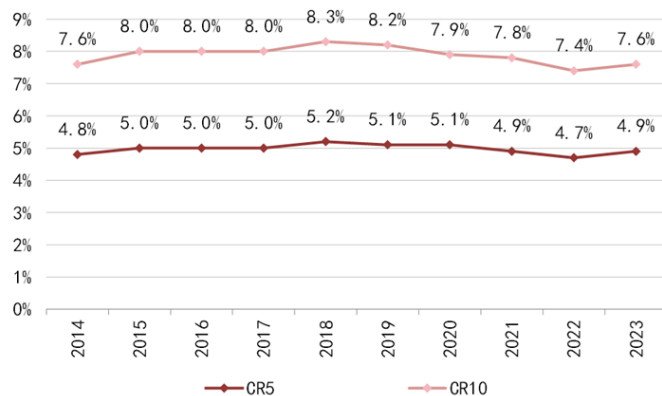
图表22:2009-2023年中国女装行业市场规模及增速



资料：欧睿数据，方正证券研究所

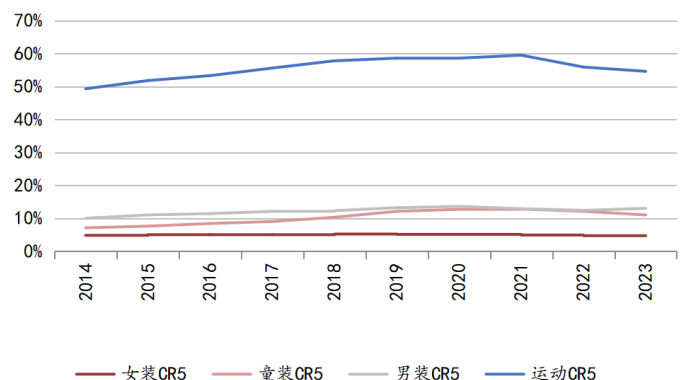
女装行业集中度较低，多年来CR5/CR10维持5%/8%左右水平。女性消费者相对于服装品牌忠诚度更低，且随着年龄变化对品牌偏好/风格发生偏移，故女装行业集中度相较男装/童装/运动品类而言较低。根据欧睿数据，2023年女装行业CR5、CR10分别为4.9%、7.6%，近年来集中度基本保持平稳。

图表23:中国市场女装品牌集中度



资料：欧睿数据，方正证券研究所

图表24:中国市场女装/男装/童装/运动集中度

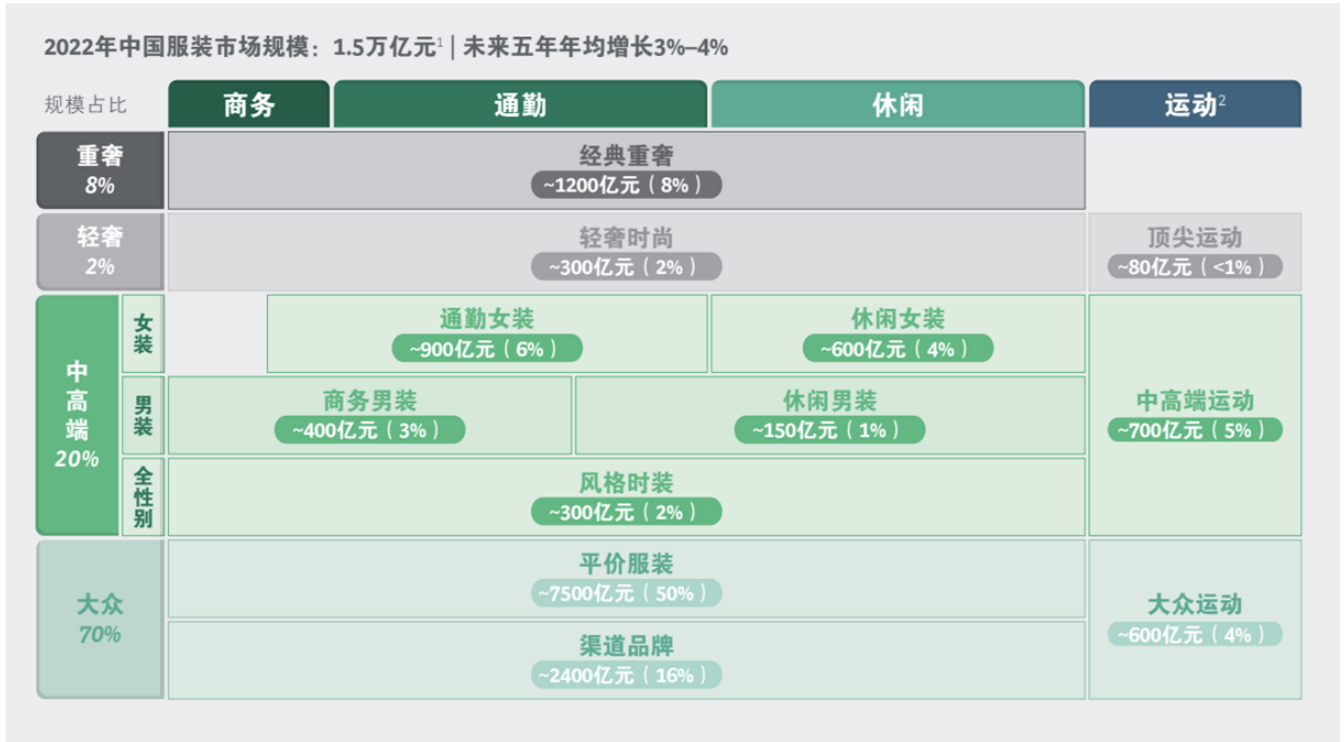


资料：欧睿数据，方正证券研究所

2.2 中高端女装有望稳步发展，中高端女装以差异化定位为核心竞争力

中高端与大众女装竞争核心要素存在差异。若区分中高端与大众市场来看，中高端服装市场占比约 20%、大众服装市场占比约 70%。但中高端与大众女装两个市场对于品牌要求的核心竞争力不同。大众女装作为红海市场竞争激烈，品牌以模式竞争为主，依托极致效率做到极致性价比实现份额提升；中高端女装品牌更迭较为频繁，品牌需要建立起支撑差异化定位的全套商业模式，在消费者心中建立独特品牌心智。

图表25: 中国服装市场规模划分



资料：BCG 报告，欧睿数据，方正证券研究所；注 1：仅包含男装和女装，不包含童装和内衣。2022 年中国服装市场整体规模 2 万亿元。注 2：仅包含运动服，不包含鞋和装备

中高端女装差异化定位占领消费者心智。近年来相较于传统的中高端女装品牌，以精品人设、潮流平替、高级基本款三类具备独特核心竞争力的品牌崛起更快。三类品牌通过在成本管理、反应速度、品质工艺、设计原创性打造不同的核心竞争力，从而建立差异化品牌定位，满足消费者需求。

图表26: 高端女装差异化定位图

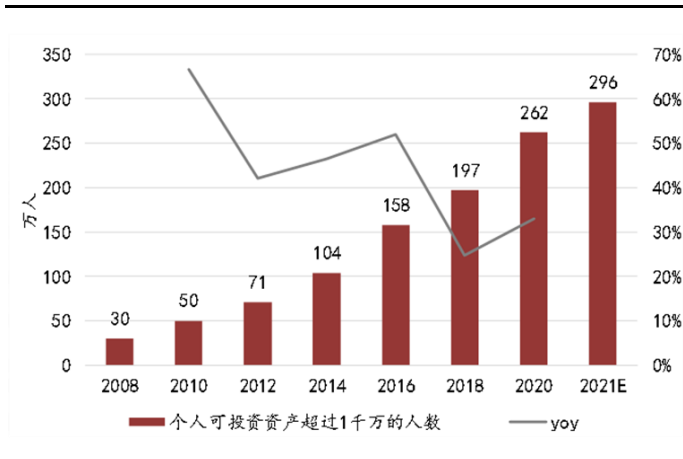
	精品人设品牌	潮流平替品牌	高级基本款品牌
品牌定位	品牌人设鲜明有个性 独特原创设计做透一类客群	快速“潮流”上新高性价比产品 吸引需求相似的几类客群	极致性价比的经典款满足大多数人的基础衣橱需求
打造核心竞争力	款式少而精，注重产品设计和质量，以调性拉高倍率	款式多、上新快，注重商品企划效率，较高性价比	聚焦基本款，重视品质和成本管理，打造极致性价比
成本管理	高倍率~8x	中等倍率4-6%	中低倍率2.5~4x
反应速度	端到端周期：6-8个月	端到端周期：9周-6个月	端到端周期：~3个月
品质工艺	核心版型形成技术参数	设计开发型/快反型供应商	自建产能或锁定生产线
设计原创性	原创款式占比高	FOB爆款款占比高	大牌经典款复刻

资料：BCG 报告，方正证券研究所

中国中高收入人群占比稳步提升，驱动行业稳健发展。随着我国中高收入人群占比持续提升，有望驱动中高端服饰行业保持长期稳健增长。根据贝恩&招商银行

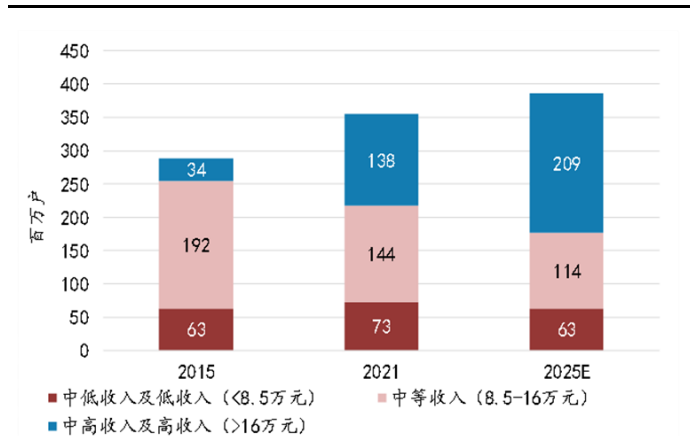
数据，中国高净值人群（以个人可投资资产超过1千万计）规模持续上升，2008年至2020年中国高净值人群数量由30万提升至262万人，CAGR达19.8%，并主要集中于广东、上海、北京、江苏、浙江、山东等东部沿海省份，前五省占高净值人群人口比重约44%。另一方面，中国中高收入以上人群规模快速增长，根据MGI洞见中国宏观模型，我国中高收入(>16万元)城镇家庭数由2015年的0.34亿户提升至2021年的1.38亿户，CAGR约26%。麦肯锡预计2025年中国中高收入城镇家庭数有望提升至2.09亿户，占比将达54%。

图表27:个人可投资资产超过1千万元的人数



资料：贝恩，招商银行，方正证券研究所

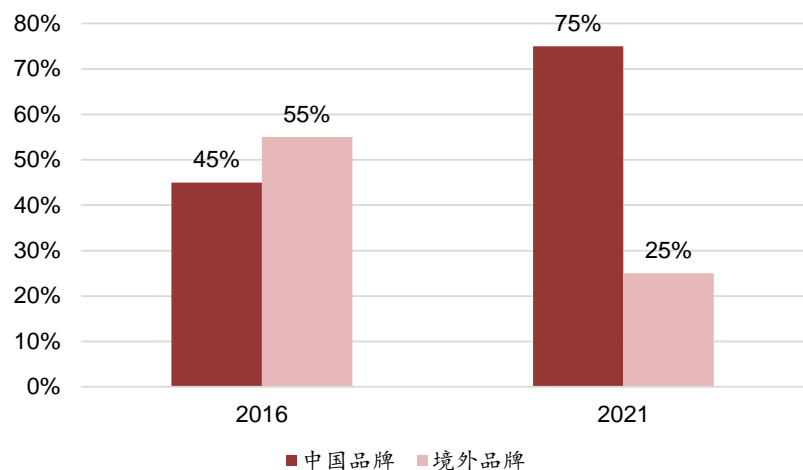
图表28:2015、2021、2025E按可支配收入水平划分的中国城镇家庭数量分布



资料：MGI洞见中国宏观模型，麦肯锡，方正证券研究所

本土品牌有望受益于国货崛起。近年来随着我国经济实力持续增强、国际地位提升，国民对于中国文化自信感增强，叠加本土品牌产品力逐步提升，消费者对于国货的关注度和认可度逐步提升。服饰行业来看，本土龙头品牌产品质量、设计已接近于国际龙头，叠加新疆棉事件对海外品牌的短期冲击，品牌格局正逐步向本土运动品牌倾斜。百度搜索大数据显示，近五年中国品牌搜索热度占品牌总热度比例从45%提升至75%，达境外品牌三倍，其中国产服饰品类搜索热度提升56%，增速居全品类第二。

图表29:中国品牌 and 境外品牌关注度占比



资料：百度，人民网研究院，方正证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/846205230121010121>