

从高端女装到轻奢品牌集团

赢家时尚 (3709.HK)

主要观点:

► 公司历史回顾: 拥有3个以上零售超10亿品牌

赢家时尚定位中高端女装集团, 于2007年创立, 2014年在香港主板上市, 2019年以23.9亿港元收购Kenn Reach全部股份, 并更名为赢家时尚。目前公司旗下有八大品牌, 是国内唯一拥有3个零售超10亿品牌的高端女装集团, 分别为Koradior (2015年收入超10亿元)、NAERSI (2020年收入超10亿元)、NEXY.CO (2021年零售额超10亿元)。

► 高端女装行业: 单品牌天花板低, 多品牌运营能力是胜负手

根据Euromonitor统计, 2022年中国女装市场规模为9842亿元, 中高端女装市场规模为2173亿元, 未来随着中高端女装渗透率提升及客单价提升, 我们预计2033年中高端女装市场规模有望突破5800亿元, 对应2023-2033CAGR达9%。从竞争格局来看, 相对分散, 10亿元以上品牌仍较为稀缺, 中国高端女装集中度仍有提升空间。

► 竞争优势: 产品体系改革+多品牌运营能力

(1) 公司围绕产品力、品牌力开展精耕细作, 积极推动卓越商品力体系改革, 核心在于优化商品结构, 商品开发流程以及改为一年4次订货会; (2) 品牌孵化能力较强: 具备3个零售10亿元以上品牌, 公司明确不同品牌风格定位, 将品牌色、品牌花融入产品设计及线下营销, 加深差异化认知, 同时平台化管理架构能够进一步保障品牌孵化能力; (3) 中台系统优化, 存货周转好于同业。

► 成长驱动: 店数店效驱动收入增长, 净利率仍有增长空间

(1) 小品牌仍有较大开店空间; (2) 店效存在提升空间, 未来随着大店占比提升, 门店优化及升级, 以及卓越商品体系改革成效进一步显现, 单店收入有望继续增长; (3) 净利率仍有增长空间, 长期有望达20%。

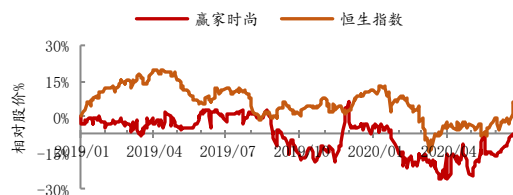
投资建议

我们预计23-25年公司收入有望达69.19/82.45/98.22亿元, 同比增长22.2%/19.2%/19.1%; 预计23-25年归母净利润为8.49/10.64/13.90亿元, 同比增长122.0%/25.3%/30.6%, 对应23-25年EPS为1.21/1.51/1.97元, 23年12月23日公司收盘价14.34港元对应PE为11/9/7X (1港元=0.91元), 首次覆盖, 考虑公司大中台体系下的多品牌孵化能力、卓越商品体系改革的高壁垒、未来店效和净利率仍有提升空间, 给予“买入”评级。

风险提示

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	14.34
股票代码:	3709.HK
52周最高价/最低价:	15.48/8.96
总市值(亿):	100.96
自由流通市值(亿):	100.96
自由流通股数(亿):	7.04



分析师: 唐爽爽
邮箱: tangss@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519090002
联系电话: 010 5977-5330

卓越商品体系改革效果不及预期风险；行业竞争加剧风险；
新品牌增长不及预期风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	6354.88	5663.43	6918.94	8244.65	9822.25
YoY (%)	19.34%	-10.88%	22.17%	19.16%	19.13%
归母净利润 (百万元)	564.02	382.43	848.91	1063.70	1389.51
YoY (%)	24.55%	-32.20%	121.98%	25.30%	30.63%
毛利率 (%)	74.56%	75.12%	75.46%	75.46%	75.66%
每股收益 (元)	0.80	0.54	1.21	1.51	1.97
ROE	0.14	0.10	0.18	0.18	0.19
市盈率	15.11	18.76	10.82	8.64	6.61

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 公司历史回顾：拥有 3 个以上零售超 10 亿品牌.....	5
1.1. 发展历程：19 年整体上市，奈蔻、CADIDL21 年进入快速成长期.....	5
1.2 股权结构：家族控股比例超 60%.....	11
1.3 资本市场表现：最低跌至 12 倍 PE，18 年分红率达 70%.....	12
2. 高端女装行业：单品牌天花板低，多品牌运营能力是胜负手.....	14
2.1. 中高端女装：22 年市场规模 2173 亿元，CAGR6.5%.....	14
2.2. 竞争格局：相较男装更加分散，10 亿以上品牌仍较稀缺.....	16
3. 竞争优势：产品体系改革+多品牌运营能力.....	19
3.1. 卓越商品体系改革，更加注重产品质量.....	19
3.2. 品牌孵化能力较强：具备 3 个零售 10 亿以上品牌.....	21
3. 渠道端，重线下投入。.....	22
3.3. 中台系统优化，存货周转好于同业.....	23
4. 成长驱动：店效增长，净利率仍有提升空间.....	24
4.1. 门店扩张：小品牌仍有较大开店空间.....	24
4.2. 店效存在提升空间.....	25
4.3. 净利率仍有增长空间，长期有望达 20%.....	25
5. 盈利预测和投资建议.....	26
5.1. 盈利预测.....	26
5.2. 投资建议.....	28
6. 风险提示.....	29

图表目录

图 1 2011-2023H1 收入、净利及增速（亿元）.....	7
图 2 2011-2023H1 毛利率和净利率.....	7
图 3 2011-2023H1 期间费用率.....	8
图 4 2014-2022 分渠道门店数及增速（家，%）.....	10
图 5 直营店、经销店单店收入及增速（万元，%）.....	10
图 6 店铺数量分结构占比变化.....	10
图 7 2014-2022 线上分渠道收入及增速.....	10
图 8 2023H1 公司线下零售店按地区分布.....	10
图 9 2022 年公司线下零售收入按地区分布.....	10
图 10 2023H1 公司股权结构.....	11
图 11 上市至今股价走势（前复权）.....	13
图 12 PE BANDS 走势图.....	13
图 13 公司分红率及股息率.....	14
图 14 国内女装市场规模及增速（亿元）.....	14
图 15 国内中高端女装市场规模及增速（亿元）.....	14
图 16 不同性别职场人薪酬水平（元/月）.....	15
图 17 全球发达地区女性人均服装消费支出（美元）.....	15
图 18 中国女装市场 CR5/CR10 市占率.....	16
图 19 中国女装/男装/童装市场 CR5 市占率.....	16
图 20 2016-2022 年 SKU 数量（个）.....	19
图 21 2017-2021 年系列数量（个）.....	19
图 22 2017-2022 年研发开支及占比（亿元，%）.....	20
图 23 公司前五大供应商及最大供应商占比.....	20
图 24 同行业各公司研发费用费用率比（亿元）.....	20
图 25 同行业各公司研发人员数量（人）.....	20
图 26 公司组织架构.....	23

图 27 同行业各公司存货周转天数	24
图 28 公司历年存货周转天数	24
图 29 同行业各公司存货跌价准备/存货	24
图 30 同业公司存货按库龄计提比例	24
图 31 2023 公司各地区零售店数量	25
图 32 2023 公司各品牌门店数	25
图 33 2020-2021 年同业公司直营店效比较 (万元)	25
图 34 2020-2021 年同业公司加盟店效比较 (万元)	25
图 35 同业销售费用率及管理费用率对比	26
图 36 同业净利率对比	26
图 37 同业单店销售人数	26
图 38 同业商场费用率	26
表 1 公司八大品牌简介	5
表 2 公司历史事件	6
表 3 历年各渠道收入情况	8
表 4 公司管理团队简历	12
表 5 中高端女装市场规模测算	15
表 6 中国中高端女装品牌市占率	17
表 7 中国中高端女装品牌经营对比 (2022 年) (亿元)	18
表 8 中高端女装上市公司主品牌经营数据对比 (2022 年)	18
表 9 公司核心创新面料	21
表 10 多品牌运营高端女装集团 2022 年品牌收入对比	21
表 11 收入拆分	27
表 12 可比公司估值	29

1.公司历史回顾：拥有3个以上零售超10亿品牌

1.1.发展历程：19年整体上市，奈蔻、CADIDL21年进入快速成长期

赢家时尚定位中高端女装集团，覆盖25-55岁、核心客群为30-45岁具有经济实力的女性，未来目标为成为轻奢品牌的管理集团。主品牌Koradior由董事主席兼行政总裁金明先生于2007年创立，公司于2014年在香港主板上市，2019年以23.9亿港元收购Kenn Reach（为其母亲陈灵梅女士1994年创立，拥有NAERSI、NAERSLING、NEXY.CO3个自有品牌）全部股份，并更名为赢家时尚。目前公司旗下有八大品牌，是国内唯一拥有3个零售超10亿品牌的高端女装集团，分别为Koradior（2015年收入超10亿元）、NAERSI（2020年收入超10亿元）、NEXY.CO（2021年零售额超10亿元）。

2022年公司收入/净利润为56.85/3.82亿元，直营/加盟门店数为1555/451家，自有品牌和收购品牌收入占比各半，2022年主品牌Koradior收入已达20亿元、占比35%，接近许多女装公司的总收入。

表1 公司八大品牌简介

	品牌名称	创立/收购时间	品牌风格	22年收入（亿元）/19-22CAGR	门店数量	价格带（元）
自有品牌	Koradior	2007	时尚、优雅、女人味	19.77/1.8%	直营501/加盟237	3,500 - 7,800
	La Koradior	2012	奢雅、浪漫	3.46/13.13%	直营43	4,800 - 9,800
	Koradior elsewhere	2014	悠闲、舒适	4.42/2.45%	直营152/加盟35	1,800 - 4,000
	FUUNNY FEELN	2019	精致、摩登、有趣味	1.21/211.58%	直营77/加盟34	500 - 2,900
收购品牌	CADIDL	2016	都市、优雅、摩登	3.49/22.68%	直营129/加盟22	1,800 - 5,000
	NAERSI	1995/2019	都市、简约、真我	12.37/18.47%	直营377/加盟101	2,500 - 5,500
	NEXY.CO	2009/2019	简约、自由、摩登	7.85/37.65%	直营183/加盟18	4,000 - 8,500
	NAERSILING	2009/2019	知性、简约、智美	4.07/14.38%	直营93/加盟4	4,000 - 9,600

资料来源：公司公告，天猫商城，华西证券研究所

表 2 公司历史事件

时间	重要事件
1994 年	深圳市青眯时装有限公司（赢家服饰前身）诞生
1995 年	注册 NAERSI（娜尔思）女装品牌
2001 年	注册成立深圳市赢家服饰有限公司，与天港成软件公司合作，共同研发服装企业分销系统。
2006 年	首倡“花样盛年”文化理念，专注于盛年女装领域；所有生产组全面启动 SPS 生产模式（零件分拣系统）
2007 年	珂莱蒂尔诞生，区别于其他女装以职业套装为主，品牌致力于年轻、时尚、女人味的风格，使浪漫而又充满情趣、安逸而又幸福的女人更具女人味。
2008 年	推出 G. PRASIA（金葩莎）和 NEXY. CO（奈蔻）品牌，与 NAERSI（娜尔思）品牌共同打造“花样盛年”。
2012 年	推出 La Koradior 品牌，主攻社交场合正装及配饰；赢家龙华工业园 12 层研发大楼竣工。
2013 年	赢家时装（赣州）工业园土建开工，年设计产能达到 600 万件；赢家大学正式挂牌成立。
2014 年	港股上市；推出 Koradior elsewhere，致力于都市女性时尚休闲场合的女装及配饰；赢家于都工业园一期工程基本竣工；赢家历史博物馆开馆。
2015 年	9 月，La Koradior 作为米兰时装周官方唯一邀请的中国品牌参加米兰时装周，并且与国际名模米兰达可儿签约合作为珂莱蒂尔拍摄形象大片；12 月，珂莱蒂尔获得复星战略入股
2016 年	Koradior 品牌收购定位“商务时装可以更艺术”的 CADIDL 品牌（公司以 7670 万元收购蒙黛尔 65% 股份，15 年公司净利 0.12 亿元，对应 9 倍 PE），收购整合后 2019 年实现扭亏 2016 年 7 月，与酷特智能确立战略合作，推出个人定制品牌“DE KORA”
2017 年	2017 年 3 月，集团旗下附属企业上海珂蒂品牌管理有限公司以约 6454 万元向汉纤国际股份有限公司收购了 Obzee 及 O' 2nd 两个品牌的 5 年独家经销权。
2018 年	赢家时尚华南首家 M 所旗舰店惊艳亮相；Koradior 压轴亮相深圳改革开放四十周年《追梦——改革开放再出发》晚会；NAERSILING（恩灵）荣担纽约国际时装周压轴大秀
2019 年	公司完成收购 KEEN REACH，更名为“赢家时尚控股”。推出设计师品牌 FUUNNY FEELLN；赢家时尚控股有限公司（3709.HK）携旗下八大品牌拉开 2019 时尚深圳展的序幕，带来主题为“和而不同 ALL&ALONE”时尚大秀
2020 年	2020 年 1 月全渠道项目的第一阶段已顺利上线（EEKA 商场上线） 2020 年 11 月，集团全渠道项目的第二阶段顺利启动（为本集团持续提高营运效率、打通会员及营销管理、积累及应用不同数据提供重要支持）
2021 年	集团总部物流基地落地深圳坪山；全渠道项目（完成会员中台的迁移，经销商接口全部开放，全面赋能经销商的数位化管理）的第三阶段顺利上线
2022 年	2022 年 8 月纳入恒生指数；22 年开始卓越商品体系改革，打造全新产品体系

资料来源：公司官网，公司公告，华西证券研究所

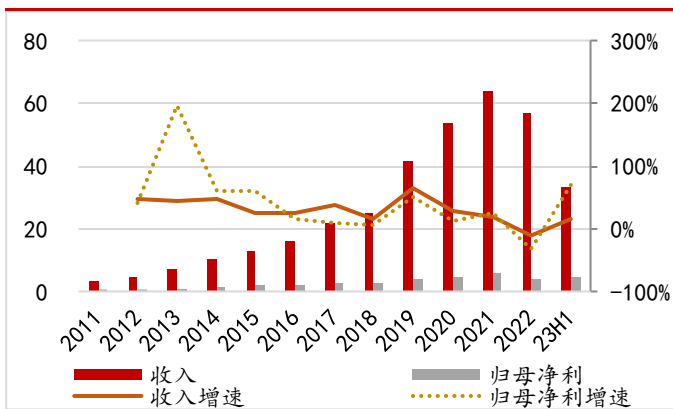
历史来看，2011—2022 年公司收入/归母净利复合增速分别为 29.64%/30.1%，其中主品牌 Koradior 收入 CAGR12.78%；公司毛利率在 63%-75%、净利率在 6%-15% 间波动，毛利率主要受提价和终端折扣影响，净利率 19-22 年下滑主要由于销售及管理费用率增加，公司非经影响不大主要为政府补助。23H1 公司毛利率/归母净利率分别为 75.3%/13.3%，同比提升 0.4/4.3PCT，净利率提升主要受益于销售及管理费用率下降，我们将公司的发展简要分为三个阶段：

(1) 2011-2014 年高增长阶段：收入增速/归母净利/门店数 CAGR 为 47%/88%/42%，主品牌珂莱蒂尔的收入 CAGR 为 44%，在这一阶段公司加速直营开店、以及加盟单店提货大幅增长（直营/加盟收入 GAGR 分别为 43%/101%，直营/加盟门店 CAGR 分别为 44%/24%）。该阶段净利增速高于收入主要由于毛利率大幅提升拉高净利率；2013 年及 2014 年毛利率及净利率上升，我们分析主要由于产品平均售价大幅提升。

(2) 2015-2018 年调整阶段：公司收入增速/归母净利 CAGR 为 25%/10%，店数/直营店效 CAGR 为 23.47%/6.18%，主品牌珂莱蒂尔的收入 CAGR 为 13%，净利增速低于收入主要由于毛利率下降、销售及管理费用率增长。该阶段收购的子品牌与智能供应链合作面临较长磨合期；2015 年收入增速下降主要由于经销收入放缓，2017 年收入增速加快主要受益于棚改货币化后的财富效应、行业复苏；2017 年毛利率下降我们分析主要由于收购的 CADIDL 品牌价格低于主品牌；2017-18 年净利率下降主要由于改善员工薪酬及广告费用增加导致销售费用率提升，以及 17 年对收购的 CADIDL 品牌进行了人事调整，管理费用率增加。

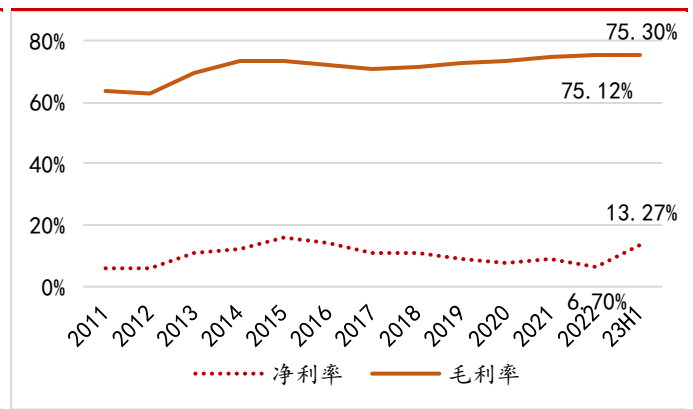
(3) 2019-2022 年多品牌运营阶段：收入增速/归母净利复合增速为 36%/27%，2019 年 7 月完成并购，19-20 年表现高增都有并购效应，19 年增厚收入为 13.17 亿元，净利增厚约 0.67 亿元，剔除并购的内生收入 CAGR 为 5%，主品牌珂莱蒂尔的收入 CAGR 为 2%，净利增速低于收入主要由于该阶段销售费用率/管理费用率分别增加 3.4/3.2PCT。这一阶段直营店数/直营店效 CAGR 7%/3%，加盟店数/加盟店效 CAGR 为 1%/-12%。2020 年公司公布股份激励计划，2020-2023H1 股份奖励开支分别为 1.10/0.76/0.79/0.11 亿元，剔除该费用影响 20-22 年净利同比增长 39%/41%/-18%；2022 年受疫情影响，公司收入及净利均有所下降，净利率下滑主要由于授出第三批奖励股份产生股份开支影响及销售费用相对较为刚性造成销售费用率增长。23H1 公司收入/归母净利同比增长 15.36%/70.50%，较 21 年增长 8.54%/58.93%，上半年收入增长主要受益于直营店效同比增长 19.7%，疫后高经营杠杆利润弹性明显，毛利率同比增加 0.42PCT，销售/管理费用率同比下降 2.8/0.2PCT。

图 1 2011-2023H1 收入、净利及增速（亿元）



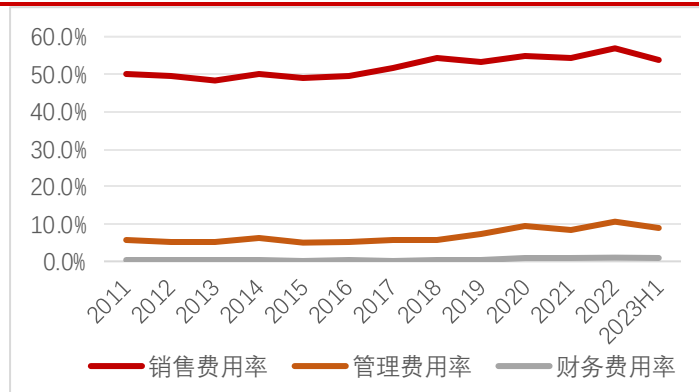
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 2011-2023H1 毛利率和净利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 2011-2023H1 期间费用率



资料来源：公司公告，华西证券研究

分品牌来看，2022 年自有品牌 Korador/La Korador/elsewhere/FUNNY 收入占比分别为 35%/6%/8%/2%，同比增长-15%/-2%/-13%/4%；收购品牌 CADIDL/NAERSI/NEXY.CO/NAERSILING 收入占比分别为 6%/22%/14%/7%，同比增长 2%/-10%/-10%/-12%。19-22 年自有品牌 Korador/La Korador/elsewhere/FUNNY 收入 CAGR 分别为 1.8%/13.13%/2.45%/211.58%。19-22 年收购品牌 CADIDL/NAERSI/NEXY.CO/NAERSILING 收入 CAGR 分别为 22.68%/18.47%/37.65%/14.48%。剔除并表时间影响 NAERSI/NEXY.CO/NAERSILING 19-22CAGR-6%/9%/-9%，根据公司公告，CADIDL 自 2016 年收购后已从 1 亿做到 3 亿规模、实现较快增长，我们分析得益于公司在收购后改善产品和渠道；但 FUNNY 新品牌受疫情影响开店进度。

分渠道来看，2022 年公司直营/经销/线上渠道收入分别为 44.16/3.34/8.93 亿元，占比分别为 77.67%/5.87%/15.71%，同比分别下降 11.50%/40.47%/-18.04%。其中直营渠道占据主导，收入占比多年维持 8 成左右。19-22 年直营/经销/线上渠道收入 CAGR 分别为 10.7%/-11.1%；疫情前加盟收入占比 10%以上，23H 占比 6%，尚未恢复到疫情前水平，仍有较大拓展空间。线上占比从 14 年 5.6%提升至 22 年 15.7%的水平，复合增速达到 31%；线上增速自 19 年 92.8%放缓至 18%，主要由于传统电商渠道增长放缓。2023H1 公司直营/经销/线上渠道收入分别为 27.23/1.43/4.64 亿元，占比分别为 81.5%/4.3%/13.9%，同比增长 19%/-12%/5%。

公司此前每年为两次订货会，2023 年改为四次。

表 3 历年各渠道收入情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1. 直营收入 (亿元)	9.31	10.92	13.71	18.43	20.44	32.53	43.85	49.9	44.16
yoy	43.45%	17.29%	25.55%	34.43%	10.91%	59.15%	34.80%	13.80%	-11.50%
占比	89.79%	84.99%	85.71%	83.52%	81.04%	78.28%	81.89%	78.16%	77.67%
门店数	302	410	506	613	641	1257	1422	1558	1555
yoy		35.76%	23.41%	21.15%	4.57%	96.10%	13.13%	9.56%	-0.19%
店效 (万元)	308.28	266.34	270.95	300.65	318.88	258.79	308.37	320.28	283.99
yoy		-13.60%	1.73%	10.96%	6.06%	-18.84%	19.16%	3.86%	-11.33%

2. 经销收入 (亿元)	0.45	0.82	1.14	1.95	2.57	4.75	3.17	5.62	3.34
yoy	181.3%	82.22%	39.02%	71.05%	31.79%	84.82%	-33.26%	77.29%	-40.57%
占比	4.34%	6.38%	7.13%	8.84%	10.19%	11.43%	5.92%	8.80%	5.87%
门店数	19	48	86	176	221	440	414	483	451
yoy		152.63%	79.17%	104.65%	25.57%	99.10%	-5.91%	16.67%	-6.63%
店效(万元)	236.84	170.83	132.56	110.80	116.29	107.95	76.57	116.36	74.06
yoy		-27.87%	-22.40%	-16.42%	4.96%	-7.17%	-29.07%	51.96%	-36.35%
3. 线上收入 (亿元)	0.58	1.02	1.12	1.55	2.08	4.01	6.12	7.57	8.93
yoy	87.10%	75.86%	9.80%	38.39%	34.19%	92.79%	52.62%	23.69%	17.97%
占比	5.59%	7.94%	7.00%	7.02%	8.25%	9.65%	11.43%	11.86%	15.71%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

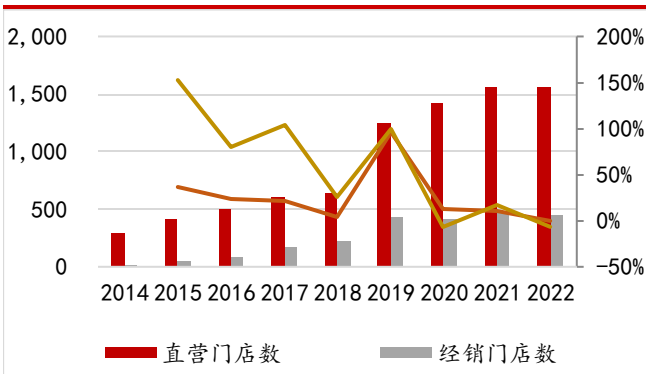
从门店数量来看，2022 年末公司门店共 2006 家（直营/加盟各 1555/451 家），19-21 年保持每年净增 200 家左右；23H1 门店数量减少至 1980 家（直营/加盟各 1543/437 家），其中主品牌珂莱蒂尔/娜尔思/NEXY.CO 店数分别为 738/478/201 家。14-18 年线下开店保持 10-13% 增速，随后 19 年收购三个高端女装时尚品牌“NAERSI”、“NEXY.CO”及“NAERSILING”，店铺数量大幅增加，从 18 年 862 家增加至 1697 家。

从店铺结构来看，22 年百货商场/购物中心/特卖场/临界店铺/机场分别为 997/228/267/39/24 家，占比分别为 64%/15%/17%/3%/2%，其中特卖场店数增速最快，从 14 年 3% 提升至 22 年 17%；传统百货商店占比持续下滑，公司计划积极采取大店策略，优化店铺形象和位置，逐渐提高在高端购物中心的门店占比。

从内生增长和运营效率来看，直营店效最高值为 2021 年，直营店效/经销单店提货分别为 320 万元和 116 万元/年，同比增长 4%/52%。22 年公司直营、加盟店店效分别为 284 和 185 万元/年，近两年主要受疫情和 19 年收购新品牌渠道整合的影响，店效存在一定波动。23H1 公司直营店效/经销单店提货分别为 176/33 万元/年，同比增长 20%/-5%。

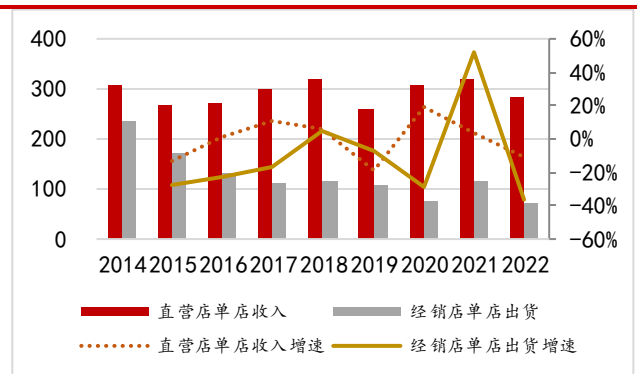
线上渠道中，唯品会占比最高、抖音增速最高。2022 年天猫商城/唯品会/EEKA 商城/抖音收入分别为 2.85/3.89/1.21/1.35 亿元，收入增速分别为 -4%/13%/12%/159%，占比分别为 26%/45%/14%/15%。19-22 年唯品会收入 CAGR 达 46%，EEKA 商城自 20 年推出以来，20-22 年收入 CAGR 达 92%；截至 2022 年底，共有超过 300 万名会员注册，包括 152 万名 VIP 会员。

图 4 2014-2022 分渠道门店数及增速 (家, %)



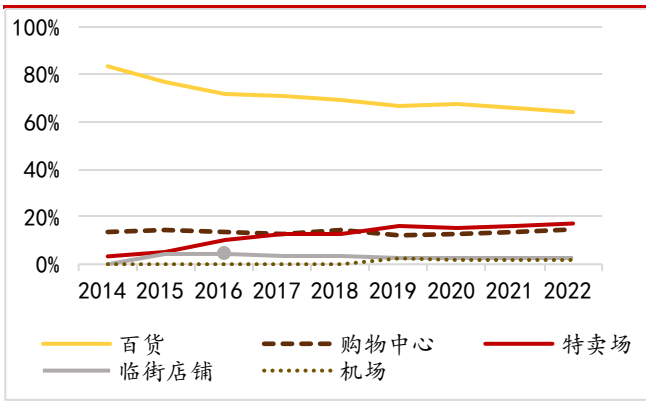
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 5 直营店、经销店单店收入及增速 (万元, %)



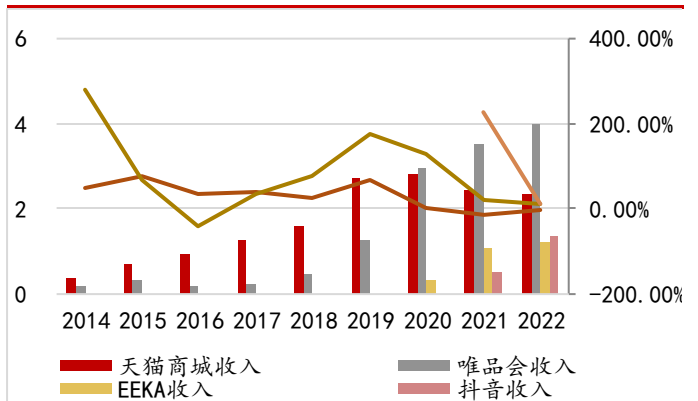
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 6 店铺数量分结构占比变化



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

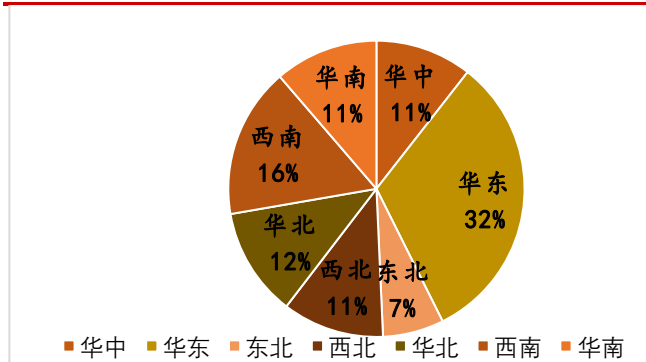
图 7 2014-2022 线上分渠道收入及增速



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

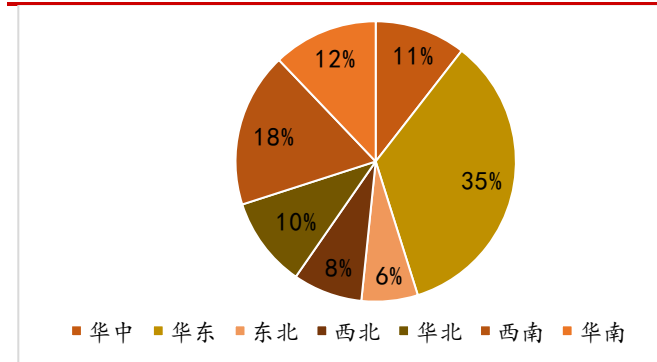
分地区来看, 华东地区为公司重点布局区域, 店数超过 600 家, 收入占比达 35%。从门店分布来看, 截至 2023H1, 华中/华东/东北/西北/华北/西南/华南店数分别为 209/635/132/220/235/325/224 家, 收入占比分别为 11%/35%/7%/8%/10%/18%/12%。

图 8 2023H1 公司线下零售店按地区分布



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 9 2022 公司线下零售收入按地区分布



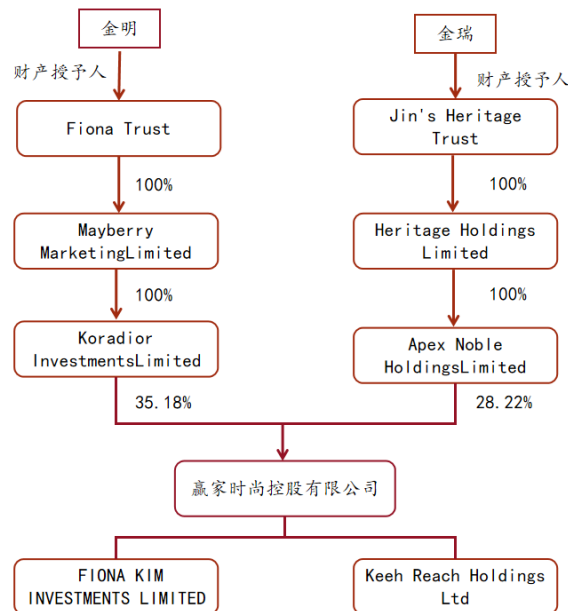
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

1.2 股权结构：家族控股比例超 60%

截至 2023 年 6 月，公司创始人金明作为财产授予人设立全权信托，间接持股 35.18%，较上市初期持股 65.25%减少 30PCT（15 年大股东向复星国际转让 0.26 亿股；19 年收购 Keen，新发行 1.99 亿新股，持股比例降至 43.86%；20 年 4 月减持 0.21 亿股，价格 6.07-7.27 港元；21 年 5 月增持 0.19 亿股，价格 9.37-10.16 港元；21 年 6 月减持 0.1 亿股，价格 9.37-11.03 港元；23 年 6 月减持 0.22 亿股，价格 9.96-10.88 港元）；其胞弟金瑞通过设立信托，间接持有 28.22% 的公司股份（期间未发生过增减持），家族合计持股 66.53%。公司 19 年发布股权激励计划，拟授出 4097.3 万股予本集团高级管理层及雇员（其中 141.3 万股授予执行董事贺红梅女士），2022 年 6 月至 23 年 9 月，贺红梅女士持股比例从 0.24%减持至 0.09%。

与部分其他女装公司董事长出身设计不同，董事长金总以营销背景出身，因此得以发现女装行业在职业套装之外的需求，得以推出与素色职业套装相区分的产品。

图 10 2023H1 公司股权结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司管理团队拥有丰富的行业经验。公司董事会主席兼行政总裁金明先生在女装及零售行业拥有逾二十年的经验；公司执行董事贺红梅女士在女装行业也有超 20 年销售、业务运营及采购经验，现主要负责公司整体业务规划及策略执行；执行总裁兼执行董事金瑞先生在资本市场行业拥有超 20 年经验。公司销售总监及设计总监均在行业拥有超 10 年经验。

表 4 公司管理团队简历

姓名	职位	主要经历
金明	董事会主席，行政总裁	52 岁，为本集团创办人及行政总裁，亦为董事会主席，于 2012 年获委任为董事，并于 2014 年调任为执行董事。金先生于女装及零售行业拥有逾二十年的经验，主要负责整体公司策略、规划及业务发展。于 2001 年金先生开始任职于深圳市赢家服饰有限公司（“赢家服饰”，为本集团的最大 OEM 加工商），担任市场营销经理。该份工作累积了女装及零售行业的丰富管理经验。2007 年获委任为本集团董事会主席。金先生在 1993 年 7 月毕业于安徽省中国科学技术大学，取得科技英语文学学士学位，以及于 2013 年上海完成中欧国际工商学院的高层管理人员工商管理硕士课程。
贺红梅	执行董事	50 岁，于 2014 年获委任为执行董事。贺女士主要负责监督整个业务单位、整体业务规划及策略执行。于 2007 年，贺女士加入本集团，彼于女装行业累积超过二十年经验，包括销售、业务营运及采购。于 2001 年加入赢家服饰前，彼于湖北省大冶市纺织品公司任职近六年。于 2001 年 5 月，贺女士加入赢家服饰的客户服务团队，并于 2007 年晋升为地区经理。自 2007 年起，彼开始担任本公司间接全资附属公司深圳市珂莱蒂尔服饰有限公司业务部门总监，并于 2009 年成为深圳珂莱蒂尔的总经理。
金瑞	执行董事	46 岁，于 2019 年获委任为执行董事及现为 Keen Reach Holdings Limited 及其附属公司翹睿有限公司的董事。金先生于金融、投资及资本市场行业拥有逾二十年的经验，于 2005 年至 2014 年，彼为深圳市赢家服饰有限公司担任投资法律顾问，为公司提供金融、投资及法律的专业意见。自 2014 年起，彼担任 Keen Reach Holdings Limited 以及附属公司翹睿有限公司的董事，负责香港以及国内附属公司的整体公司投资策略、规划及管理公司在资本市场的发展，参与收购项目，以及日常运作业务管理
钟鸣	独立非执行董事	53 岁，于 2014 年 6 月 6 日获委任为独立非执行董事。毕业于 1992 年 7 月，取得安徽省中国科学技术大学生物物理学学士学位，2007 年 9 月完成中欧国际工商学院高层管理人员工商管理硕士课程。2003 年 8 月至 2006 年 6 月，加入和路雪（中国）有限公司上海分公司，担任市场营销部副总裁。2016 年 7 月至 2019 年，钟先生担任飞利浦高级副总裁。目前，钟先生担任南京领行科技股份有限公司的 T3 出行副总裁。
郭忠桥	销售总监	43 岁，为本集团销售总监，于 2011 年 11 月加入本集团。在时装界拥有超过 11 年的销售及分销经验。加入本集团之前，曾在 2005 年 7 月至 2011 年 10 月担任赢家服饰的地区经理及直营分销总监。在 2004 年 2 月至 2005 年 6 月，为深圳市台茗服饰有限公司市场营销部门的北部地区经理。
胡琦	设计总监	44 岁，为本集团设计总监，于 2007 年 3 月加入。主要负责女装的设计及开发，拥有超过 14 年的时装设计经验。在加入本集团之前，曾在 2004 年 6 月至 2006 年 8 月担任深圳市飞影思服饰有限公司的首席设计师。此外，他还在 2003 年 5 月至 2004 年 6 月于深圳市泽源厚业时装有限公司，以及在 2001 年 9 月至 2003 年 5 月于深圳市叶子服装实业有限公司的设计团队任职。2001 年 7 月，获湖北省武汉市湖北美术学院颁发服装艺术设计学士学位。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3 资本市场表现：最低跌至 12 倍 PE，18 年分红率达 70%

2014 年上市至今（截至 2023 年 12 月 5 日），公司股价上涨 307.7%，2023 年 12 月 5 日公司市值为 99 亿元。公司上市以来累计融资金额为 26.41 亿元，累计现金分红金额为 14.96 亿元。

回顾公司上市以来分红率，除 16 年以外均派发股息，16 年末派发股息主要由于当年资金用于收购“CADIDL”以及 Obezz 及 O'2nd 经销权；18 年分红率最高达 70%，年末派发股息 0.32 港元/股，股息率为 4.6%。公司近三年平均派发股息为 0.42 港元/股。

回顾公司历史股价表现，我们分为两个阶段：

(1) 上市-2017年12月：公司上市后适逢16年棚改货币化后的财富效应、带动的一轮消费升级周期，叠加公司业绩高增长、复星入股，股价持续上涨，最高涨至11.15港元，对应市值78.5亿港元，对应PE 33.5X；2016年6月香港证监会就公司股权过分集中一事发布“珂莱蒂尔股权高度集中需警惕”，公司股价开始下跌，期间公司多次进行回购，17年7月注销回购股份878.2万股，公司股价最低跌至4.23港元/股，对应市值29.8亿港元，对应PE 11.7X。

(2) 2018年-至今，公司开始多品牌+全渠道布局，17年受公司整体上市预期影响股价大涨，12月15日-12月29日两周股价上涨50%；20年3月股东将3.03%股份注入股份激励计划，股价逆势上涨；12月3日，公布拟派发特别股息每股16港仙，最高涨至17.36港元/股（2020/11/19），对应市值122.2亿港元，对应最高PE为23X。23年上半年公司净利增长71.6%，业绩超预期，股价涨至15.48港元/股，对应市值109亿港元，对应PE为13.6X。

图 11 上市至今股价走势（前复权）



资料来源：wind，公司公告，华西证券研究所

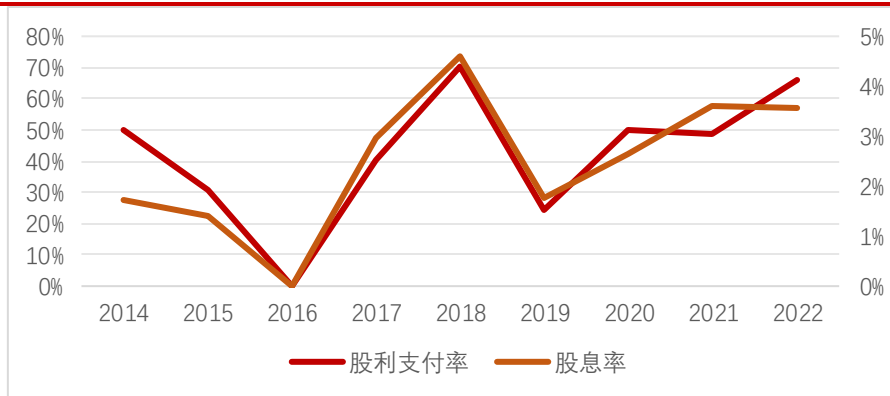
图 12 PE BANDS 走势图



资料来源：Wind，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 13 公司分红率及股息率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

2. 高端女装行业：单品牌天花板低，多品牌运营能力是胜负手

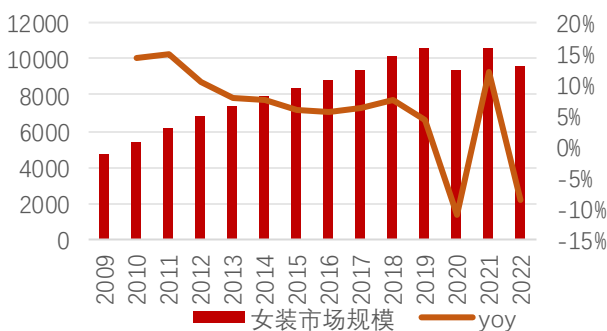
2.1. 中高端女装：22 年市场规模 2173 亿元，CAGR6.5%

我们分析，高端女装享受过两轮红利：商场购物卡红利和购物中心扩张红利，但购物中心本身固定租金占比高、养店周期较长，因此受高端渠道规模所限，单品牌天花板较低，而多品牌运营能力则对管理能力、供应链能力均提出较高要求。

尽管根据欧睿数据，女装市场在万亿规模左右，但中高端女装则在 2000 亿左右。根据 Euromonitor 统计，2022 年中国女装市场规模为 9842 亿元，疫情前 2014-2019 年 CAGR 为 5.9%，2020 年及 2022 年受疫情影响下降 11%/9%，预计 2022-2027 年中国女装市场规模 CAGR 为 4.7%，2027 年女装市场规模预计超 1.2 万亿元。

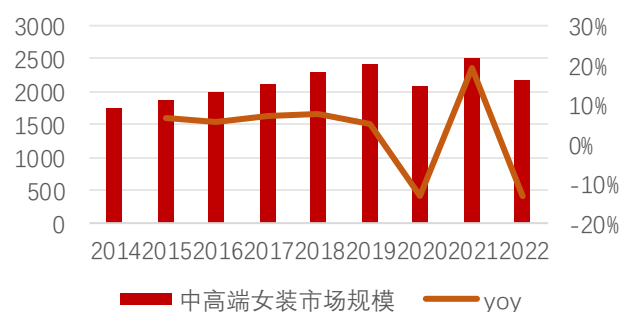
根据 Mob 研究院数据，中高端女装市场占比从 2014 年的 22.2% 持续提升至 2021 年的 23.7%，2022 年占比降至 22.3%，2014-2019 年中高端女装市场增速 CAGR 为 6.5%，高于女装市场。

图 14 国内女装市场规模及增速（亿元）



资料来源: Euromonitor, 华西证券研究所

图 15 国内中高端女装市场规模及增速（亿元）



资料来源: Euromonitor, Mob 研究院, 华西证券研究所

根据智联数据，2019-2023 年男性/女性人均薪资 CAGR 分别为 1.2%/4.6%，女性薪资涨幅更加明显。2023 年，我国女性人均女装消费支出仅为 103 美元，但增速高于其他国家，2013-2023 年中国/美国/日本/英国女装人均支出 CAGR 分别为 3.1%/1.9%/-0.7%/0.9%。

图 16 不同性别职场人薪酬水平（元/月）

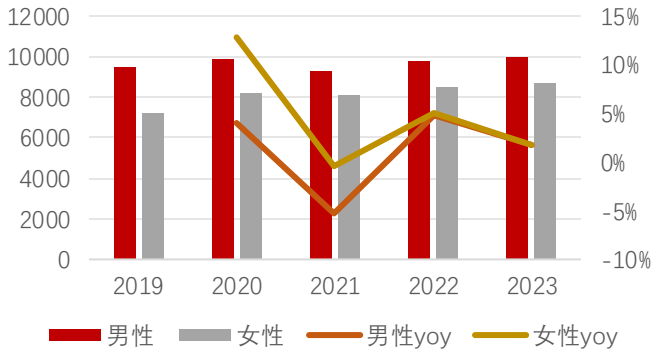
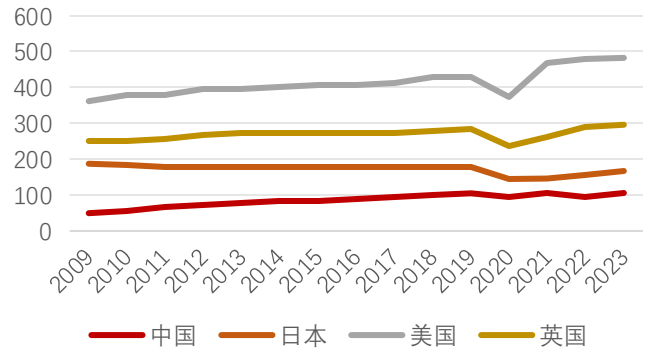


图 17 全球发达地区女性人均服装消费支出（美元）



资料来源：智联招聘，华西证券研究所

资料来源：Euromonitor, 华西证券研究所

根据 Euromonitor 测算，2022 年中高端女装市场规模为 2173 亿元，主要针对年龄在 18-45 岁之间的消费群体。根据国家统计局数据测算，2022 年中国 18-45 岁年龄段女性人群约为 2.33 亿人，我们假设：1) 根据国内中高端女装各品牌销售均价，假设中高端女装单价 3000 元，2023-26 年每年增长 5%，2027-33 年悲观/中性/乐观假设增速分别为 2%/3%/5%；2) 假设中高端女性人均单季购买一件，年均购买次数为 4 次，2023-26 每年增加 0.2 次，2027-2033 年悲观/中性/乐观假设每年购买次数分别增加 0.1/0.15/0.2 次；3) 根据 22 年数据测算 2022 年中高端女性服装购买人数渗透率为 7.8%，假设 2023-26 每年渗透率增加 0.15PCT，2033 年悲观/中性/乐观情况下渗透率分别达 9.0%/9.5%/10.0%。根据以上测算 2033 年中高端女装市场规模有望突破 5800 亿元，对应 2023-2033CAGR 达 9%，中高端女装市场规模存在较大增长空间。

表 5 中高端女装市场规模测算

年份	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2033E		
						悲观	中性	乐观
购买人群基数 (万人) —— 18-45 岁女性 (万人)	23277	23277	23277	23277	23277	23277	23277	23277
中高端女装渗透率	7.8%	7.9%	8.1%	8.2%	8.4%	9.00%	9.50%	10.0%
中高端服装购买人数 (万人)	1811	1845	1880	1915	1950	2095	2211	2328
人均支出 (元)	12000	13230	14553	15975	17503	24426	26236	28345
中高端女装市场规模 (亿元)	2172.6	2441.5	2736.5	3059.7	3413.5	5117.1	5801.5	6597.9

资料来源：国家统计局，华西证券研究所

2.2. 竞争格局：相较男装更加分散，10 亿以上品牌仍较稀缺

我们分析，国内品牌在高端女装领域比男装领域更具优势，国际知名女装品牌多集中在 10000 元以上，为国内品牌留出了 3000-5000 元这一空白价格带。

从竞争格局上来看，女装由于风格更加细分、且变化更快，因此集中度较男装天然偏低。根据欧睿数据显示，2022 年中国女装市场 CR5 的占比 6.0%，显著低于男装和童装市场集中度。对标海外，日本/韩国/英国/美国的女装 CR5 分别为 44.1%/15.6%/23.2%/13.6%，根据欧睿数据，22 年日本/韩国/英国/美国/中国的龙头企业占比分别为 15.5%/4%/5.7%/2.8%/1.8%，国内女装集中度仍然具备提升空间。

图 18 中国女装市场 CR5/CR10 市占率

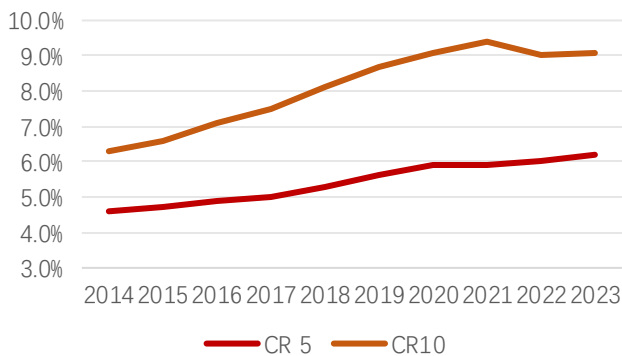
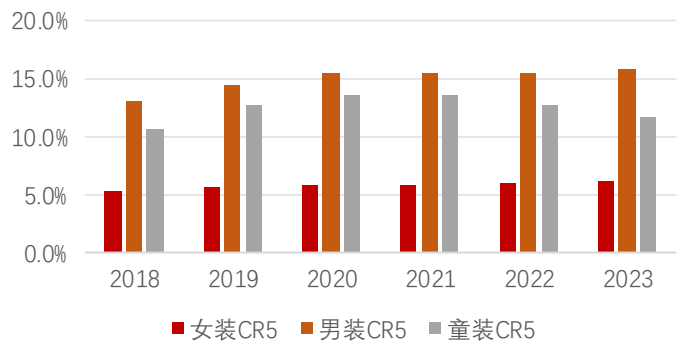


图 19 中国女装/男装/童装市场 CR5 市占率



资料来源：Euromonitor，华西证券研究所

资料来源：Euromonitor，华西证券研究所

从中高端女装的竞争格局来看，不同于奢侈品、快时尚主要由国际品牌占据，中高端女装主要以本土品牌为主，竞争格局相对较优。2014-2022 年国内中高端女装品牌 CR5 市占率合计从 3.2% 提升至 8.4%。

我们分析，品牌竞争格局中值得关注的变化在于：（1）近几年龙头品牌之禾自 2016 年崛起，份额从 0.4% 提升到 0.9% 并持续稳定，22 年为 0.9%，得益于其极简设计、开设大店和加强品牌投入的战略决策，被誉为高奢中的国货之光，21 年零售规模为 21 亿元，22 年受疫情影响下降至 19.3 亿元；（2）早期龙头宝姿、雅莹、玛丝菲尔近年增速放缓。玛丝菲尔市占率从 2014 年 1.4% 降至 22 年 0.9%，根据品牌洞察，主要由于玛丝菲尔 16 年公司暂停了发展新加盟商业务、市场定位较为单一，22 年零售规模降至 19 亿元；雅莹的份额从 2014 年 1.4% 下降至 22 年的 0.9%，22 年销售额为 19 亿元。（3）伊芙丽、地素、珂莱蒂尔份额快速提升主要由于：1）伊芙丽在线上营销推广效果显现，较早开始投放抖音、小红书等新兴平台；2）地素时尚卡位中淑装，凭借加盟渠道快速扩张；3）Korador 区别于职业女装定位、快速开店抢占份额

表 6 中国中高端女装品牌市占率

品牌名称	公司	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
伊芙丽	杭州意丰歌服饰	0.5%	0.4%	0.4%	0.9%	0.9%	1.3%	1.8%	2.1%	2.7%
Lily	上海丝绸集团	0.9%	0.9%	1.3%	1.3%	1.3%	1.8%	1.8%	1.7%	1.8%
JNBY	江南布衣	0.5%	0.9%	0.9%	1.3%	1.3%	1.3%	0.9%	1.3%	1.3%
Dazzle	地素时尚	1.4%	1.3%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	1.3%	1.3%	1.3%
Koradior	赢家时尚	-	-	-	-	-	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
AMASS 阿玛施	哥弟时尚	2.7%	2.7%	2.7%	2.2%	1.8%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
之禾	上海之禾时尚	0.5%	0.4%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%
玖姿	安正时尚	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	1.3%	1.3%	1.3%	0.9%
哥弟	哥弟时尚	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%
EP 雅莹	雅莹集团	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%
Teenie Weenie	锦泓集团	-	-	-	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%
MO&Co	爱帛服饰	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%
玛丝菲尔	玛丝菲尔	1.4%	1.3%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%
d'zzit	地素时尚	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.9%	0.8%	0.9%
朗姿	朗姿股份	0.9%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.9%	0.4%	0.8%	0.9%
Naersi	赢家时尚	-	-	-	-	-	0.4%	0.9%	0.8%	0.9%
音儿	影儿时尚集团	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%
Jorya 卓雅	欣贺股份	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
VGRASS	锦泓集团	0.9%	0.9%	0.4%	0.4%	0.9%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
CR5		3.2%	3.6%	3.6%	4.4%	4.4%	6.6%	7.2%	7.6%	8.4%

资料来源：Euromonitor，华西证券研究所

对比高端女装上市公司，赢家时尚多品牌运营能力下规模优势显著。1) 从收入和净利规模来看，赢家时尚位于行业第一，不仅由于公司主品牌规模大且多品牌运营能力强、品牌数量最多：其中第一大品牌 Koradior22 年收入接近 20 亿元，前三大品牌收入超过 40 亿元；2) 从店数、店效来看，赢家时尚店数最多，是唯一一家总店数超 2000 家公司；从主品牌来看，Koradior 直营店数最多，DA 加盟店数最多。从店效来看，歌力思整体店效最高，我们分析主要由于孵化自有品牌存在店效爬坡阶段，歌力思其他品牌均为收购品牌。从主品牌来看，Eilassay 和 VGRASS 店效相对较高。3) 从成长性来看，19-22 年赢家时尚 CAGR 最高，主要由于公司多品牌运营能力较强，收购后的品牌实现快速增长；从净利增速来看，各品牌受疫情影响均出现下滑，赢家时尚业绩韧性最强。4) 从毛利率来看，赢家时尚和地素时尚都达 75%左右，处于行业较高水平，赢家时尚主要由于产品价格较高，地素时尚主要由于加盟毛利率较高；从净利率来看，地素时尚净利率最高，主要由于其加盟占比最大。

表 7 中国中高端女装品牌经营对比 (2022 年) (亿元)

品牌名称	收入/净利	收入增速 / (19-22CAGR)	净利增速 / (19-22CAGR)	店数	店效 (万元)	毛利率	净利率	存货周转天数	ROE	OCF/净利	收入分渠道结构
赢家时尚	56.85/4.45	- / 10.95%/11.01%	-32.2%/-1.9%	2006	239	75.12%	6.60%	252	9.64%	3.82	线上销售 15.77% 直营 77.98% 经销 5.90%
地素时尚	24/3.85	- / 17.16%/0.31%	-44.23%/-14.87%	1123	186	75.36%	16.02%	213	10.65%	1.29	线上销售 12.8% 直营 43.44% 经销 43.76%
安正时尚	22.63/-3.87	-26.47%/-2.45%	-624.94%/-205.67%	1973	88	47.12%	-17.10%	253	- / 17.09%	-0.67	线上销售 22.94% 经销 33.8% 直营 35.03%
朗姿股份	38.78/0.35	1.19%/8.85%	-83.26%/-35.1%	612	424	57.51%	0.89%	245	0.56%	6.74	线上销售 33.14% 直营 56.57% 经销 10.29%
欣贺股份	17.43/1.29	- / 17.09%/1.31%	-55.22%/-18.92%	506	253	68.36%	7.41%	507	4.53%	1.40	线上销售 26.59% 直营 66.08% 经销 5.97%
锦泓集团	38.99/0.71	- / 9.38%/10.21%	-68.12%/-13.1%	1430	167	69.20%	1.83%	364	2.31	7.73	线上销售 38.87% 直营 57.66% 经销 3.28%
歌力思	23.95/1.78	1.35%/-2.86%	-83.28%/-61.4%	613	333	63.81%	2.32%	306	0.74%	1.76	线上销售 14.85% 直营 81.85% 经销 18.11%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 8 中高端女装上市公司主品牌经营数据对比 (2022 年)

公司	主品牌	主品牌收入 (亿元)	占比	店数 (家)	店效 (万元/年)	
地素时尚	DA	13.09	54.67%	直营 149, 加盟 467	616	185
歌力思	Ellassay	8.89	37.59%	直营 197, 加盟 100	297	255
锦泓集团	VGRASS	8.57	22.06%	直营 170, 加盟 37	207	253
赢家时尚	Koradior	19.77	34.91%	直营 501, 加盟 237	738	226
欣贺股份	JORYA	6.97	40%	直营 421, 加盟 85	506	101
安正时尚	玖姿	8.37	37.17%	直营 104, 加盟 380	484	133
朗姿股份	LANCY	10.93	71.19%	直营 189, 加盟 105	294	249

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.竞争优势：产品体系改革+多品牌运营能力

3.1.卓越商品体系改革，更加注重产品质量

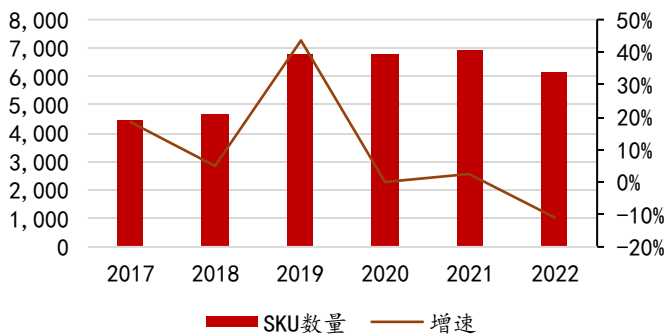
2021年赢家时尚围绕产品力、品牌力开展精耕细作，积极推动卓越商品力体系改革，其核心在于：

1) 商品结构优化，建立“黄金三角”结构，使产品“商品研发更科学—商品结构更合理—商品管理更智能”。公司将产品细分为3个层次，形成“黄金三角”结构，最底层是主销款，这类产品在市场上具有较强的稳定性和长期的需求，可细分为经典款、基本款和长销款。改革后会加强总结、强调品牌历史的经典款，进行传承，沉淀品牌所蕴含的文化资产和价值认同；中间层是畅销款，根据近期流行趋势，尝试是否能沉淀为经典款；顶层是时尚款，主要用来讲品牌故事，作为橱窗款，创造话题。通过主力产品撬动更多产品的销售，减少无效款的开发，投入更多研发资源打造主销款，并加大对主销款的投放规模，减少长尾效应，核心在于：以更少的SKU带动更多的销售。2020-2022年公司的SKU数量为6760/6910/6154，同比-0.04%/+2.22%/-8.96%。

2) 商品开发流畅优化，主题先行调整为消费者先行。集团之前开发商品是以主题出发，主题下分系列，而目前是从消费者的角度出发，先根据消费者需求调研结果确定研发品类，再拟定主题，使货品更加全面，更加贴合消费者需求。

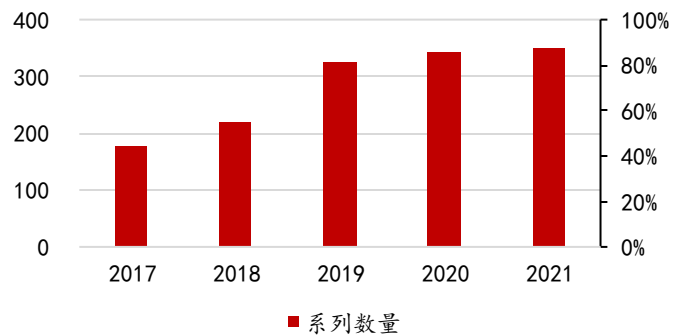
3) 23年公司开始以季度订货，每年4季订货会，抛弃了传统的春夏和秋冬的一年2次订货周期，加速存货运转。

图 20 2016-2022 年 SKU 数量(个)



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 21 2017-2021 年系列数量(个)



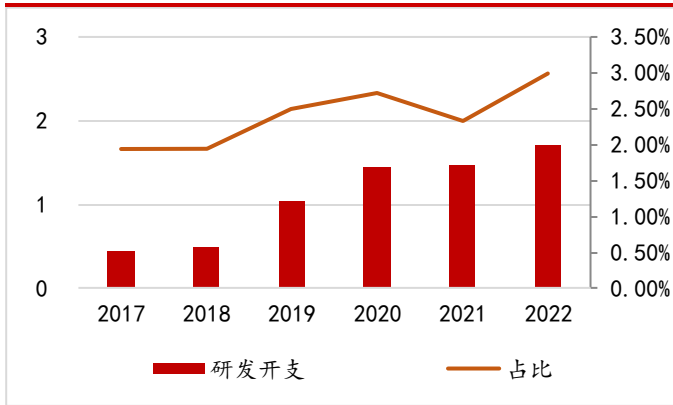
资料来源：公司年报，华西证券研究所

研发费用逐年增加，研发团队逐渐扩大。2019年研发投入明显增加，此后公司投入均在1亿元以上。2020-2022年公司的研发投入分别1.44/1.47/1.70亿元，同比增长39.81%/2.08%/15.65%，费用占比从2.3%增长到3.0%，超过行业平均水平。公司研发设计团队迅速壮大，人员快速增加，2020-2022年人数分别为516/542/555人，增长率为5.95%/5.03%/2.40%。

供应链改革提升面料质量，面料科技不断升级。根据WWD国际时尚，公司积极运用大数据管理和人体工程学原理，通过IT和智能化设备实现智能化产线集成“智能工厂”，形成独特的快速、精准供应的智能化供应链平台，同时通过数字化管理调整供应和需求，品牌可以尽量在最大程度上减少滞后或库存商品；

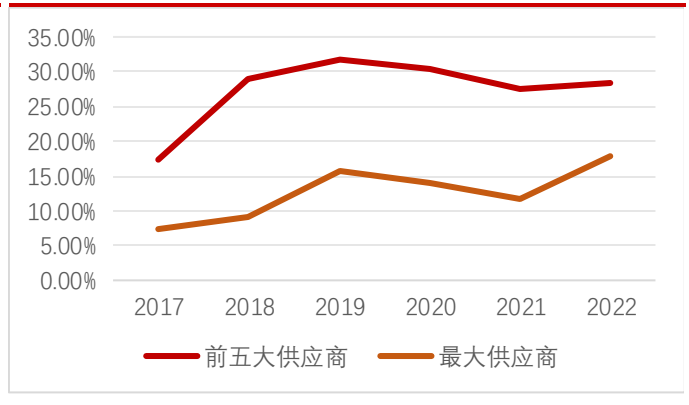
供应商零售商一起研发更多的环保面料，为供应商提供可持续的鼓励机制，积极开发、推出可持续时尚产品，包括三醋酸、色纺磨毛料、水果染针织等，将时尚与科技结合，来满足不同消费者的多样化需求，提升客户体验。

图 22 2017-2022 年研发开支及占比 (亿元, %)



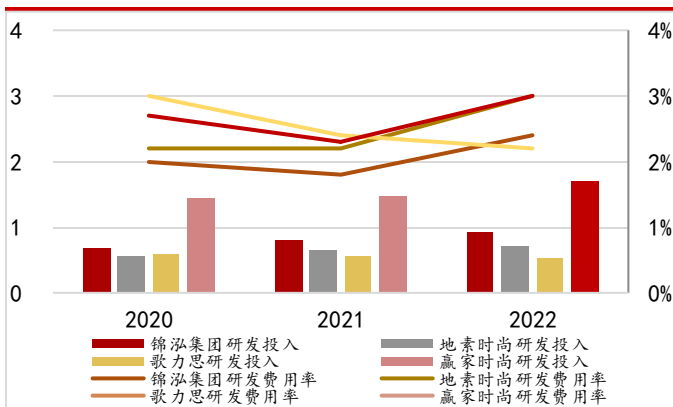
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 23 公司前五大供应商及最大供应商占比



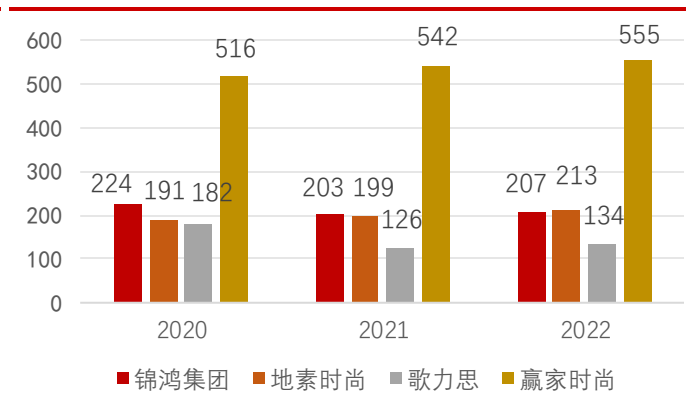
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 24 同行业各公司研发费用费用率比 (亿元)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 25 同行业各公司研发人员数量 (人)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 9 公司核心创新面料

材料名称	材料特点
三醋酸	专利原料采自世界森林管理委员会保护的林场，获得世界 FSC COC 森林证书，具备桑蚕丝的触感和光泽，抗皱易洗、可天然降解，时尚又环保，备受顾客喜爱。
色磨纺染料	采用细腻的色纺纱线纺织并运用意大利酵母，无染料无污染，而且环保节能节水。
水果染针织	优选有天然抗菌功能的水果，从水果中萃取相关物质并将其纳米化，以一种特殊载体、利用水果染中的果胶特性，将超强大的抗菌性能永久地嵌入到纤维中，让天然纤维织物拥有全新的优良抗菌效果。

资料来源：WWD 国际时尚，华西证券研究所

3.2.品牌孵化能力较强：具备 3 个零售 10 亿以上品牌

公司多品牌营运能力强，成功孵化 3 个零售“10 亿”品牌。2022 年公司旗下八个品牌中三大品牌 Koradior、NAERSI、NEXY.CO 收入分别达到 19.77/12.37/7.85 亿，三大品牌超过多数同业女装公司的主品牌。对比同业多品牌战略中高端女装公司（一个 10 亿品牌+多个 2-3 亿品牌），公司具备可复制高价值品牌的孵化力（三个 10 亿以上+多个 4-9 亿品牌），我们分析除了将前台与中后台分开的平台化组织架构有助高效复制成功品牌经验，还在于公司具有出色的品牌力建设能力，快速攻陷用户心智。

表 10 多品牌运营高端女装集团 2022 年品牌收入对比

公司	品牌名	收购/创立时间	收入 (亿)	17-22 收入 CAGR	占比	22 年店数	店效 (万元/年)
赢家时尚	Koradior	2007 年	19.77	6.01%	34.91%	738	226
	La Koradior	2012 年	3.46	16.70%	6.11%	43	678
	ELSEWHERE	2014 年	4.42	8.68%	7.80%	187	199
	CADIDL	2016 年	3.49	15.10%	6.16%	151	195
	FUUNNY FEELN	2019 年	1.21	-	2.14%	111	92
	NAERSI	2019 年	12.37	-	21.84%	478	218
	NAERSI LING	2019 年	4.07	-	7.18%	97	353
	NEXY.CO	2019 年	7.85	-	13.86%	201	329
	歌力思	ELLASSAY	1996 年	8.89	-1.58%	37.59%	297
Laurèl		2015 年	2.37	19.33%	10.01%	78	259
Ed Hardy 及 Ed Hardy X		2016 年	2.99	-7.24%	12.67%	101	252
IRO Paris		2017 年	6.61	10.86%	27.95%	97	580
Self-Portrait		2019 年	2.79	-	11.78%	40	594
锦泓集团	VGRASS	1997 年	8.57	1.59%	22.06%	207	253
	云锦	2015 年	0.23	0.42%	0.58%	1	1406
	TEENIE WEENIE	2017 年	30.05	11.50%	77.36%	1222	150
	DA	2005 年	13.09	2.88%	54.67%	616	185

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

地 素 时 尚	DM	2010年	1.64	2.06%	6.86%	30	477
	DZ	2011年	8.91	6.83%	37.22%	463	168
	RA	2017年	0.3	61.90%	1.25%	1137	187

资料来源：公司公告，华西证券研究所（计算店效时假设各品牌线上占比与公司线上占比相同）

公司明确不同品牌风格定位，将品牌色、品牌花融入产品设计及线下营销，加深差异化认知，例如 Koradior 玫红与玫瑰、奈蔻绿与木兰、娜尔思 25 度蓝与百合，通过打造品牌符号，强化品牌形象；围绕核心品类沉淀经典核心款式，例如 Koradior 深度绑定连衣裙，娜尔思经典款“真我套装”，奈蔻经典款“π suit”，从而抢占各细分赛道用户第一心智。我们分析，在高端女装品牌纷杂、产品同质化的背景下，是否能有经典产品、对于品牌竞争力尤为重要。

2021 年奈蔻零售额首次超 10 亿元，成为公司第三个进入“10 亿俱乐部”的高端女装品牌。公司成立于 2009 年，19 年被赢家时尚收购，19-21 年 CAGR 高达 70%，我们分析奈蔻的快速成长主要在于公司将品牌“人、货、场”的准确把握+精准营销能力成功复制到奈蔻品牌：

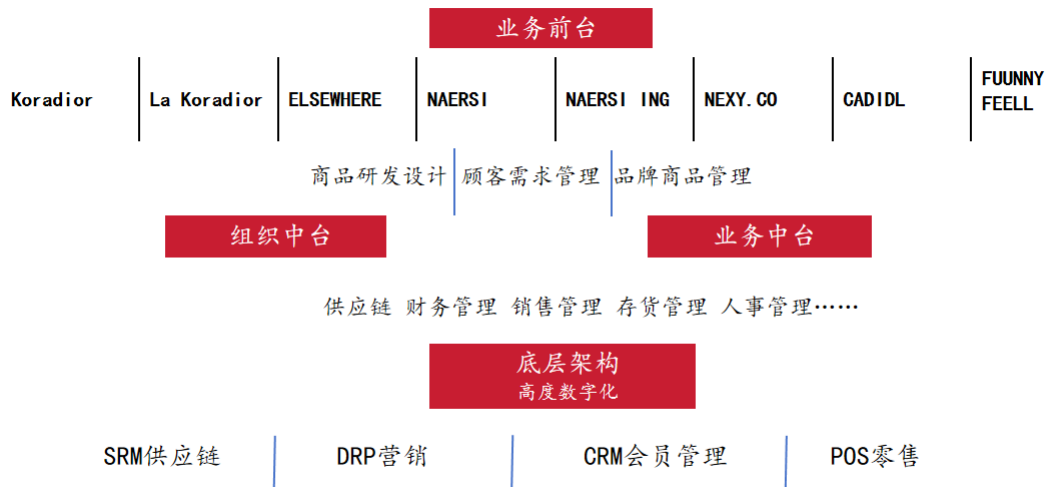
1. 精准洞悉品牌用户群体，迎合独立女性崛起风潮。奈蔻的核心客群是 35-45 岁的社会中坚力量女性群体，注重自我提升及自我价值的实现，品牌风格定位“知性、简约、智美”。为了更具象地向公众展示、传播“智美”女性的风格画像和品牌影响力，奈蔻于 20 年首创品牌日，将每年 7.18 设立为“蔻 LADY”专属节日，活动主要包括邀请行业影响力女性解读品牌智美力量，邀请 VIP 参与知名酒庄私享沙龙活动的深度互动等，激发多圈层客群的参与和互动，形成商品-营销-传播的创意概念闭环，扩大品牌在同圈层消费者中的影响力。2022 年袁泉成为品牌代言人，多年来袁泉对高知型女性的刻画深入人心，能够更好的演绎品牌调性。

2. 深化品牌基因及经典款。根据中国服装协会，奈蔻在产品上对标国际一线品牌，公司以国际化的视野聘请履历丰富的海外设计师担任品牌创意总监，到目前为止，品牌四任外籍创意总监都曾供职一线奢侈品牌。同时品牌还培养自己的中国设计团队，使产品设计更符合中国女性的穿着需求，不断打造经典时尚单品，如 π 套装、62080 小黑裙、94050 大衣等，叠加“奈蔻绿”成功打造具有品牌基因的经典爆款单品，并带动配套基础款的畅销。

3. 渠道端，重线下投入。

强中台保障品牌孵化能力。根据格隆汇，公司全面进行数字化建设布局，建立平台化管理架构，旗下 8 大品牌均成立独立的品牌事业部作为业务前台；业务中台和组织中台部门负责终端零售管理包括供应链、财务、人事等，数据中台则承接业务数据整体架构更加专注于从产品研发设计到终端零售的全方位协同，前台和中后台分开的组织架构，可以更好的优化各环节效率并有效降低成本。通过这种平台化管理体系，我们分析，一方面可以使各品牌更专注于提高产品的研发设计能力，同时可以将“10 亿”品牌的打造经验复制粘贴到其他品牌，快速孵化新品牌。

图 26 公司组织架构



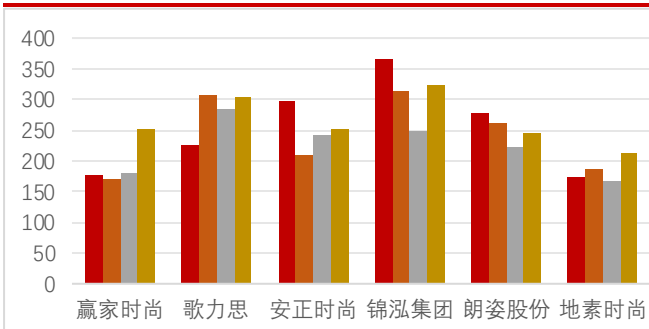
资料来源：格隆汇，公司年报，华西证券研究所

3.3.中台系统优化，存货周转好于同业

回顾公司存货周转天数历史，2011-2014 年存货周转天数从 111 天持续增加至 215 天，主要由于当时公司持续拓展零售门店，以及为推新出牌 Koradior elsewhere 而产生额外生产的制成品；2015-2018 年基本维持在 220-240 天；2019 年公司中台系统优化，各渠道存货逐步打通，包括系统化自动调拨存货及智能商品管理系统等，使商品能够全域自由流通、提高生产商品的效率，2019-2020 年存货周转天数降至 176/169 天，2021 年由于 2020 年公司业绩逆势上升、加大备货，2022 年主要受疫情影响存货周转天数有所增加。

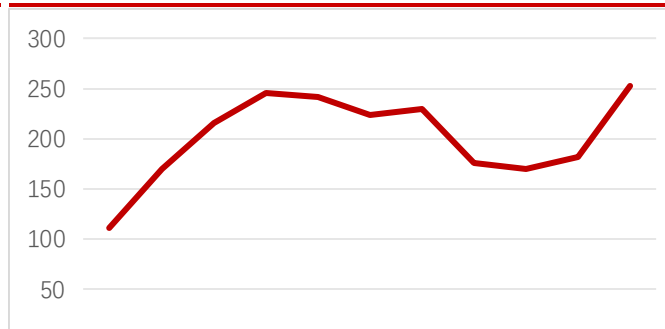
对比同业，公司中台体系优化后，存货周转天数低于同业，我们分析除了公司中台系统优化优势以外，相比于同业一年两次订货会，公司改为进行四次订货会也对公司产品开发节奏及快反能力提出了更高要求；此外，公司加盟收入占比 5.9%，不同公司间渠道结构差异也会导致存货周转表现的差异：锦泓存货周转天数最高，其加盟收入占比 3.3%；地素时尚存货周转天数最低，加盟占比相对最高为 44%。从存货跌价准备来看，歌力思最高，主要由于其对 2 年以内存货计提跌价准备比例最高。从库龄结构来看，公司 95% 以上存货是在 2 年以内，主要通过线上唯品会、天猫以及线下奥莱店进行库存消化。

图 27 同行业各公司存货周转天数



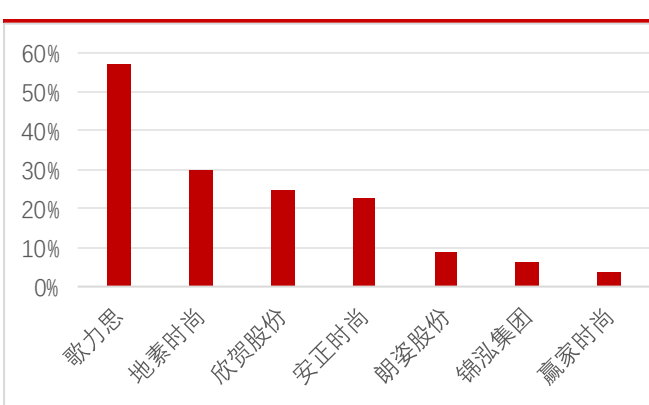
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 28 公司历年存货周转天数



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 29 同行业各公司存货跌价准备/存货



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 30 同业公司存货按库龄计提比例

	赢家时尚	锦泓集团	歌力思	地素时尚	朗姿股份	安正时尚	欣贺股份
1 年内			0%	0%	0%	10%	0%
1-2 年	20%	10%	70%	30%	10%	12%	6%
2-3 年	50%	50%	90%	50%	20%	44%	51%
3-4 年					30%	76%	
3-5 年	80%	100%	100%	100%	40%	100%	100%
5 年以上	100%	100%	100%	100%	50%	100%	100%

资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

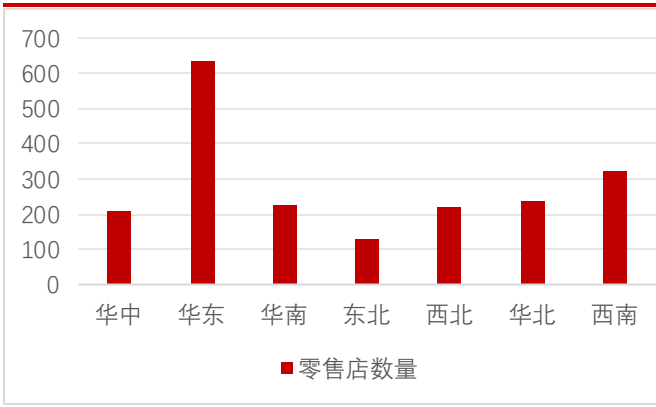
4.成长驱动: 店效增长, 净利率仍有提升空间

4.1.门店扩张: 小品牌仍有较大开店空间

截至 23H1, 赢家时尚 Koradior/NAERSI/NEXY.CO/ELSEWHERE/CADIDL/FUUNNY FEELLN/NAERSILING/La Koradior 门店数分别为 726/460/211/182/158/104/95/44 家。目前公司三大主品牌中只有 Koradior 门店数突破 700 家, 我们认为未来娜尔思和奈蔻开店空间有望对标 Koradior, 集团可以利用多品牌优势争取更多优质商场资源。其他小品牌目前门店数均在 100-200 家之间, 对标其他 8-10 亿品牌 (DA616 家, 玖姿 473 家, DZ463 家), 仍具有较大增长空间, 每家存在 300-400 家开店空间。

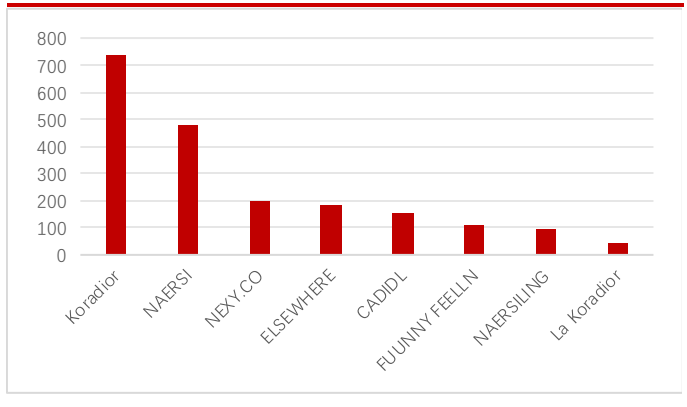
从区域分布来看, 目前线下门店相对集中于华东地区, 华中/华南/东北地区仍然存在较大的开店空间。在未来的发展中, 随着各品牌的产品力和品牌力提升, 公司通过当前弱势地区加速开店可实现快速增长, 提升市场份额和品牌影响力。分直营和加盟来看, 公司加盟渠道占比仍较小, 加盟拓店仍有较大空间。

图 31 2023 公司各地区零售店数量



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 32 2023 公司各品牌门店数



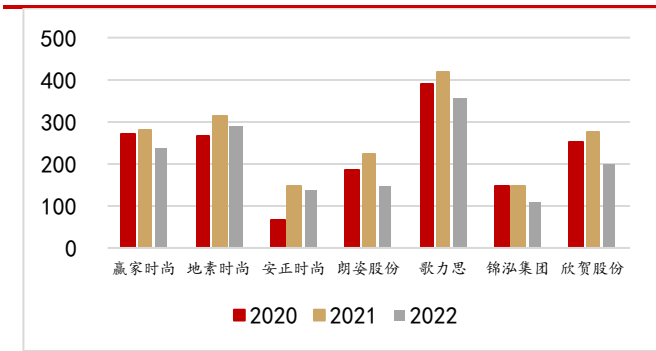
资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

4.2. 店效存在提升空间

2022 年, 赢家时尚/地素时尚/安正时尚/朗姿股份/歌力思/锦泓集团/欣贺股份直营店效分别为 284/333/181/218/421/180/272 万元, 加盟单店出货分别为 74/129/35/89/280/69/121 万元。公司直营店效相比于地素时尚和歌力思仍有较大增长空间, 未来随着大店占比提升, 门店优化及升级, 以及卓越商品体系改革成效进一步显现, 店效仍有较大提升空间。

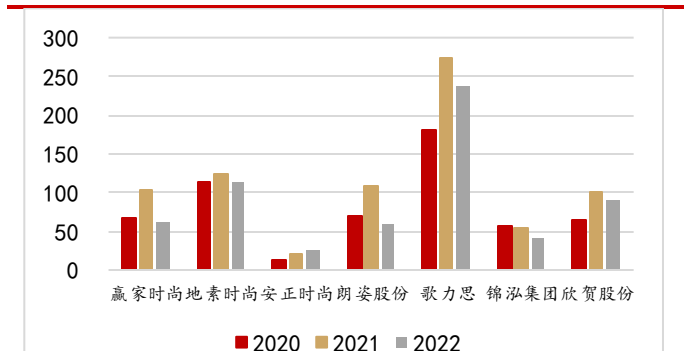
公司加盟单店出货目前处于行业中位, 未来利用其多品牌优势, 有望增加优质经销商资源, 从而进一步提升加盟单店收入。

图 33 2020-2021 年同业公司直营店效比较 (万元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 34 2020-2021 年同业公司加盟店效比较 (万元)



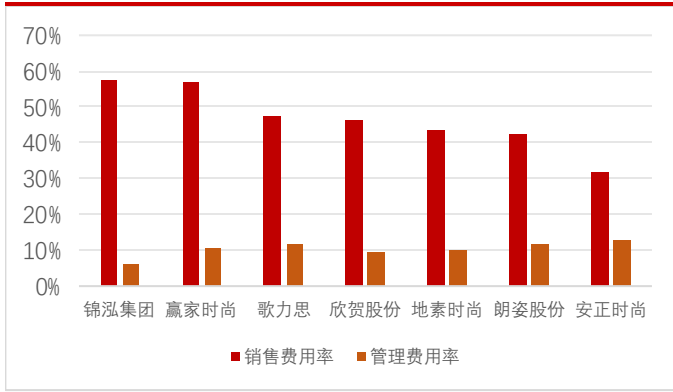
资料来源: wind, 华西证券研究所

4.3. 净利率仍有增长空间, 长期有望达 20%

我们分析公司毛利率提升及费用下降有望带动公司净利率进一步增长, 长期来看, 公司目标在未来有望提升至 20%。1) 毛利率提升: 公司通过集中化供应链改革有望带来规模效应, 降低采购成本; 随着公司品牌力和产品力进一步提升, 有望进一步收紧折扣及提升提价空间; 公司卓越商品体系刚刚落地, 随着未来商品结构优化改革成效显现, 商品售罄率有望进一步提升。2) 2022 年销售费用率高出地素时尚 14PCT, 主要由于: (1) 直营占比更高, 随着公司未来加盟占比逐渐提升, 净利率有望提升; (2) 单店销售人员人数更高, 未来随着终端门店数字化运营效率提升,

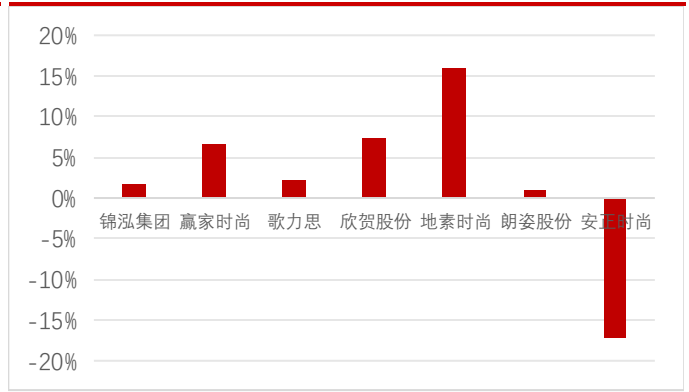
销售人员数量仍有较大下降空间；(3) 商场费用率对比同业仍有下降空间，随着公司品牌力提升，以及利用多品牌优势，商场扣点率有望降低。

图 35 同业销售费用率及管理费用率对比



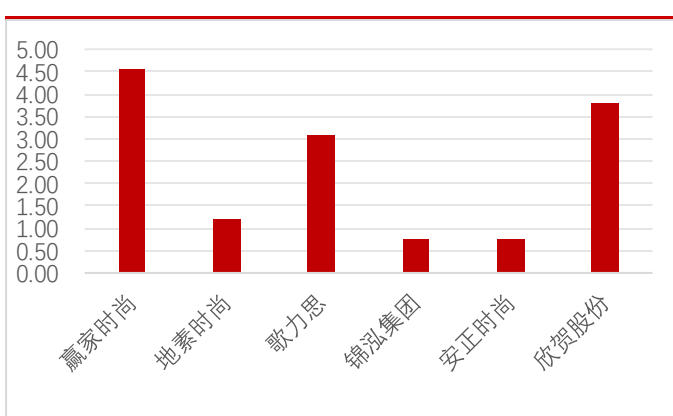
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 36 同业净利率对比



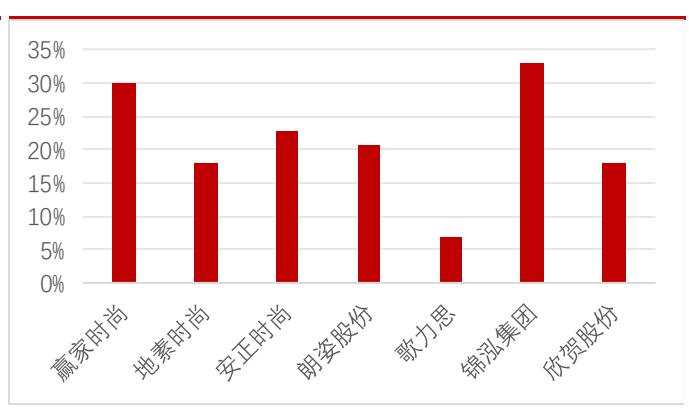
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 37 同业单店销售人数



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 38 同业商场费用率



资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

5.盈利预测和投资建议

5.1.盈利预测

预计 23-25 年公司收入有望达 69.19/82.45/98.22 亿元，同比增长 22.7%/19.2%/19.1%：

1) 三大主力品牌 Koradior/NAERSI/NEXY.CO，假设未来三年新开门店小幅增加，加盟渠道占比逐渐提升，假设 23-25 年 Koradior/NAERSI/NEXY.CO 直营门店分别净开 5/5/10 家门店，加盟门店分别净开 10/10/10 家门店；未来卓越商品体系改革成效逐渐显现，产品及店铺升级带动店效提升，假设 23-25 年 Koradior/NAERSI/NEXY.CO 店效同比增长 10%/5%/5%、10%/8%/8%、15%/10%/10%；假设 23-25 年 Koradior/NAERSI/NEXY.CO 假设 23-25 年 Koradior/NAERSI/NEXY.CO 线上收入每年同比增长 20%/20%/25%。

2) 四大成长品牌：四大成长品牌目前单品牌门店数量不足 200 家且仍处于品牌成长阶段，门店数具有一定成长空间，由于 23 年疫情刚刚解封，公司开店

节奏逐渐恢复，我们预计 24、25 年开始加速开店。假设 23-25 年 La Korador/Elsewhere/CADIDL /NAERSILING 直营门店分别净开 5/10/10、10/10/10、10/10/10、0/5/5 家门店;假设 24-25 年 La Korador/Elsewhere/CADIDL /NAERSILING 店效每年同比增长 13%/15%/15%/13%;四家门店 23-25 线上收入每年同比增长 30%/35%/35%。

3) 新品牌 FUUNNY FEELN: 品牌 19-22 年 CAGR 达 209%，仍处于高速增长阶段，目前门店数仅为 111 家，仍有充足开店空间。假设 23-25 年 2 直营门店净开 15/25/25 家，加盟门店每年净开 10/20/20 家，店效每年同比增长 30%,23-25 线上收入每年同比增长 35%/40%/40%

(2) 预计未来控费存在空间，净利率有望进一步提升，假设 23-25 年毛利率为 75.5%/75.5%/75.7%，销售费用率为 53.0%/52.8%/52.3%，管理费用率为 8.5%/8.3%/8.0%，23-25 年净利率为 13.7%/14.1%/15.2%，归母净利润为 8.49/10.64/13.90 亿元，同比增长 122.0%/25.3%/30.6%。

表 11 收入拆分

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	56.85	69.19	82.45	98.22
YOY (%)	-10.9%	22.7%	19.2%	19.1%
一、三大主品牌收入 (亿元)				
Korador	19.77	22.59	24.69	27.03
YOY (%)	-14.97%	14.24%	9.31%	9.49%
NAERSI	12.37	14.26	16.08	18.14
YOY (%)	-10.43%	15.27%	12.77%	12.79%
NEXY.CO	7.85	9.78	11.83	14.23
YOY (%)	-9.98%	24.59%	20.97%	20.28%
二、成长品牌收入 (亿元)				
La Korador	3.46	4.55	6.21	8.12
YOY (%)	-1.98%	31.62%	36.46%	30.71%
elsewhere	4.42	5.97	7.73	9.93
YOY (%)	-12.48%	35.09%	29.53%	28.37%
CADIDL	3.49	5.00	6.45	8.26
YOY (%)	2.05%	43.23%	29.06%	27.97%
NAERSILING	4.07	5.16	6.49	8.13
YOY (%)	-11.52%	26.78%	25.84%	25.15%
三、新品牌:FUUNNY FEELN				
	1.21	1.88	2.95	4.39
YOY (%)	4.31%	55.47%	57.02%	48.64%
净利率	6.7%	13.7%	14.1%	15.2%
归母净利	3.82	8.49	10.64	13.90
YOY (%)	-32.2%	122.0%	25.3%	30.6%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

5.2.投资建议

我们预计 23-25 年公司收入有望达 69.19/82.45/98.22 亿元，同比增长 21.7%/19.2%/19.1%；预计 23-25 年归母净利润为 8.49/10.64/13.90 亿元，同比增长 122.0%/25.3%/30.6%，对应 23-25 年 EPS 为 1.21/1.51/1.97 元，23 年 12 月 23 日公司收盘价 14.34 港元对应 PE 为 11/9/7X（1 港元=0.91 元），首次覆盖，考虑公司大中台体系下的多品牌孵化能力、卓越商品体系改革的高壁垒、未来店效和净利率仍有提升空间，给予“买入”评级。

表 12 可比公司估值

公司名称	收盘价	2023E EPS	2024E EPS	2025E EPS	2023E PE	2024E PE	2025E PE	2023E 净利增速	2023E PEG
歌力思	9.54	0.65	0.97	1.1	14.57	9.87	8.14	1082%	0.01
锦泓时尚	9.12	0.8	1.04	1.25	11.35	8.79	7.31	291%	0.04
安正时尚	8.19	0.26	0.33	0.38	31.14	24.58	21.8	130%	0.24
朗姿股份	18.65	0.55	0.73	0.9	33.66	25.59	20.71	32%	0.02
地素时尚	13.19	1.16	1.37	1.53	11.33	9.65	8.61	44%	0.25
欣贺股份	8.14	0.43	0.51	0.58	18.83	15.98	13.95	44%	0.43
平均值					20.15	15.74	13.42		

资料来源：wind，华西证券研究所

6.风险提示

卓越商品体系改革效果不及预期风险：产品力改善不及预期可能会导致终端销售效率、销量、售罄率等不及预期；

行业竞争加剧风险：中高端女装行业竞争激烈，若行业竞争者增加可能会导致公司市场份额下降，影响公司业绩；

新品牌增长不及预期风险：消费者需求变化较快，若新品定位不受消费者认可，新品可能面临效率不及预期及存货积压风险；

系统性风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5685.43	6940.95	8266.65	9844.25	净利润	382.43	848.91	1063.70	1389.51
YoY(%)	-10.95%	22.08%	19.10%	19.08%	折旧和摊销	948.05	321.84	277.84	238.24
营业成本	1409.01	1698.06	2023.42	2390.95	营运资金变动	211.07	150.44	299.71	-321.08
营业税金及附加					经营活动现金流	1701.79	1238.18	1558.25	1223.66
销售费用	3235.18	3529.08	4133.10	4805.93	资本开支	-178.88	118.16	118.16	118.16
管理费用	601.49	586.52	690.66	793.35	投资	-338.84	0.00	0.00	0.00
财务费用	33.78	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流	-571.50	201.17	201.17	201.17
资产减值损失					股权募资	-110.67	0.00	0.00	0.00
投资收益	-2.73	0.00	0.00	0.00	债务募资	-60.91	0.00	0.00	0.00
营业利润					筹资活动现金流	-1269.81	0.00	0.00	0.00
营业外收支					现金净流量	-147.86	1439.34	1759.41	1424.83
利润总额	464.37	1050.02	1315.71	1718.70	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	88.94	201.12	252.00	329.19	成长能力 (%)				
净利润	375.43	848.91	1063.70	1389.51	营业收入增长率	-10.88%	22.17%	19.16%	19.13%
归属于母公司净利润	382.43	848.91	1063.70	1389.51	净利润增长率	-32.20%	121.98%	25.30%	30.63%
YoY(%)	-32.20%	121.98%	25.30%	30.63%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.54	1.21	1.51	1.97	毛利率	75.12%	75.46%	75.46%	75.66%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净利率	6.75%	12.27%	12.90%	14.15%
货币资金	361.46	1800.81	3560.22	4985.05	总资产收益率 ROA	6.11%	12.21%	12.61%	14.04%
预付款项					净资产收益率 ROE	9.57%	17.52%	18.00%	19.04%
存货	1023.96	1356.83	1480.13	1872.14	偿债能力 (%)				
其他流动资产	2.02	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.60	2.52	2.95	3.76
流动资产合计	2634.55	3767.76	5650.47	7467.30	速动比率	0.98	1.61	2.18	2.82
长期股权投资	1.20	1.20	1.20	1.20	现金比率	0.22	1.21	1.86	2.51
固定资产	684.45	641.77	603.36	568.79	资产负债率	36.28%	30.42%	30.07%	26.35%
无形资产	2592.98	2195.66	1838.07	1516.25	经营效率 (%)				
非流动资产合计	3623.13	3183.13	2787.14	2430.74	总资产周转率	0.91	1.05	1.07	1.07
资产合计	6257.68	6950.89	8437.61	9898.04	每股指标 (元)				
短期借款	390.15	390.15	390.15	390.15	每股收益	0.54	1.21	1.51	1.97
应付账款及票据	464.24	341.52	618.63	515.92	每股净资产	5.68	6.88	8.39	10.37
其他流动负债	623.32	761.51	907.42	1081.05	每股经营现金流	2.42	1.76	2.21	1.74
流动负债合计	1648.88	1493.18	1916.19	1987.12	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	40.20	40.20	40.20	40.20	估值分析				
其他长期负债	581.11	581.11	581.11	581.11	PE	18.76	10.82	8.64	6.61
非流动负债合计	621.31	621.31	621.31	621.31	PB	1.80	1.90	1.55	1.26
负债合计	2270.18	2114.48	2537.50	2608.43					
股本	5.77	5.77	5.77	5.77					
少数股东权益	-9.95	-9.95	-9.95	-9.95					
股东权益合计	3987.50	4836.41	5900.11	7289.62					
负债和股东权益合计	6257.68	6950.89	8437.61	9898.04					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。