下载日志已记录，仅供内部参考

信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

高端女装行业报告：商品管理与客户资产决胜

纺织服装

下载日志已记录，仅供内部参考

证券研究报告

行业研究

行业深度研究

纺织服装

投资评级 看好

上次评级 看好

姜文镪 新消费行业首席分析师
执业编号：S1500524120004
邮箱：jiangwenqiang@cindasc.com

刘田田 纺织服饰行业联席首席分析师
执业编号：S1500525120001
邮箱：liutiantian@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编：100031

高端女装行业深度：商品管理与客户资产决胜

2026 年 10 月 15 日

内容提要：

女装行业进入存量时代，结构性高端化是其中亮点。根据欧睿数据，2025 年中国女装行业规模约 1.06 万亿元，2020-2025 年 CAGR 仅 2.4%，而中高端、高端价格带仍保持稳健扩容，行业呈现成熟期的结构性增长。行业较为分散，2025 年 CR10 仅 8.1%，叠加国际轻奢在华收缩，本土品牌扩张空间较大。我们认为，行业低增速时代，女装行业尤其是高端女装行业竞争的底层逻辑已经从渠道扩张，切换为商品体系改革与消费者资产管理。

商品维度：海外标杆提供两种范式，国内改革进入验证期。SMCP 以“波段上新+经典款迭代+追单快反”构建复利机制，配合直营为主的渠道模式，维护了稳健的利润率和库存周转水平；LVMH 以经典款不停产、持续迭代、只涨不跌，以供给控制维系稀缺与保值预期。两者共同本质是把商品从设计师个人创作转化为体系化确定性产出。国内公司 2023 年以来推进商品改革：江南布衣四年产品生命周期将折扣从被动清库变为主动排期，存货周转行业较优；歌力思全价策略财务信号较先兑现；地素时尚聚焦提深度、促快反，初现信号；赢家时尚起步较早仍在探索。

渠道维度：成熟高端品牌呈正价树形象、梯度做周转的分层架构。形象层由高端百货及购物中心形象店构成，承担品牌心智与正价形象；成交层由核心商圈门店构成，承接销售、会员服务与复购转化，是收入和利润主体；出清层由奥莱及电商特卖构成，制度化消化库存，并与正价渠道在选址、货盘、价格带上区隔；补充层为私域层，以小程序、导购企微及内容平台沉淀会员，构建客户粘性及提升转化。线下流量向购物中心集中，传统百货增长放缓，渠道竞争由开店卡位转向坪效与调性匹配。国内头部公司由渠道扩张转向提质，2025-2026 财年江南布衣门店净增仅 1 家，歌力思、地素时尚、赢家时尚 2025 年分别净关 20 家、97 家、100 家；高直营占比与制度化出清支撑价格纪律，店效相较于门店数成为更重要指标。

人群与会员维度：竞争从货品竞争转向人群资产竞争。主力客群收敛于 30-45 岁高线城市女性，通勤基本盘+场合增量为主要场景，面料质感与文化内涵取代品牌标识成为首要决策因素。会员运营成为收入增长核心：江南布衣以全域零售和付费订阅将会员经营推进至 LTV 阶段，高价值会员贡献线下零售六成以上，不以折扣获客，印证会员贡献与价格纪律可兼得；self-portrait 是国际品牌势能嫁接本土私域运营标杆，歌力思通过“种草—高势能首店—代言人—VIP 深耕”闭环，五年打造高增长高毛利品牌。头部企业增长引擎已从门店扩张切换为存量会员价值挖掘。

相关标的：（1）江南布衣：会员资产对收入形成支撑，存货周转处于行业较优水平，盈利质量较高，渠道分层与商品生命周期匹配。（2）歌力思：多品牌矩阵逐步见效，全价策略效果有所体现，国际品牌本土化运营具备代表性。（3）地素时尚：现金流较好、分红率较高，商品改革进入验证期，

下载日志已记录，仅供内部参考

渠道端主动出清低效门店。（4）赢家时尚：商品体系推进较早，直营占比与毛利率较高，视频号等私域渠道增量较快。

风险因素：（1）国内消费需求复苏不及预期；（2）商品体系改革兑现不及预期；（3）国际轻奢在华策略调整超预期；（4）行业竞争加剧导致折扣压力上行。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1. 行业总览：存量时代的结构性分化 6
1.1 行业规模与增速：万亿大盘中的结构性高端化 6
1.2 竞争格局：本土主导的分散赛道 8
1.3 重点品牌梳理 9
1.4 行业痛点探究 11
2. 商品体系：从设计到周转的管理升级 12
2.1 SMCP：波段上新与经典款迭代的复利机制 12
2.2 LVMH：经典款的极致管理 16
2.3 国内：商品体系改革进行时 17
3. 渠道体系：高端商场卡位与梯度分级 19
3.1 高端品牌的渠道架构：正价树形象、梯度做周转 19
3.2 渠道流量变化：购物中心主导，传统商圈转型 20
3.3 国内高端女装渠道焕新，质量驱动 21
4. 人群与会员管理：从流量红利到客群资产经营 22
4.1 高端女装核心客群：年龄分层、场景结构与决策因素 22
4.2 会员管理：从积分打折到 LTV 经营 23
4.3 小结：会员与私域运营 27
5. 投资建议 28
6. 风险提示 29

图 目 录

图 1：中国女装行业规模及增速（单位：百万元） 6
图 2：服装市场不同价格带市场规模预测（单位：万亿元） 7
图 3：中国财富家庭规模 7
图 4：女装行业 top20 品牌市占率变化 8
图 5：SMCP 全球门店数和亚太区门店数均出现萎缩 8
图 6：本土高端女装品牌梳理 9
图 7：主要国际品牌梳理 10
图 8：2025 年中高端女装上市公司存货周转天数对比（单位：天） 11
图 9：2025 年主要国产中高端女装品牌收入规模（单位：亿元） 12
图 10：SMCP 分品牌收入（百万欧元） 13
图 11：SMCP 分地区收入（百万欧元） 13
图 12：SMCP 分渠道收入结构（单位：%） 13
图 13：SMCP 的上新模式 13
图 14：SMCP 通过产品体系使得爆款资产复利化 14
图 15：SMCP 商品结构管理机制 14
图 16：SMCP2025 年下半年以来实现盈利修复（单位：%） 15
图 17：SMCP 期末库存整体较为平稳（单位：百万欧元） 15
图 18：LV Neverfull 价格演变（单位：美元） 16
图 19：LV、香奈儿 2022 年价格 VS 通胀调整后价格（美元） 17
图 20：LV 产品金字塔体系 17
图 21：商品管理体系对标框架-国际品牌 17
图 22：江南布衣的商品分销体系 18
图 23：商品管理体系对标框架-国内品牌 19
图 24：四家高端女装公司存货周转天数 19
图 25：高端品牌的渠道架构 20
图 26：一二线城市线下零售业态占比及未来变化趋势 20
图 27：国内高端女装公司渠道汇总 21
图 28：国内女装行业按年龄分布 22
图 29：高端女装客群决策因素 23
图 30：高端女装客群分层矩阵 23
图 31：江南布衣形成以粉丝经济为核心的全域零售模式 24
图 32：江南布衣的会员服务 24
图 33：江南布衣活跃会员数（万人） 25
图 34：江南布衣年消费>5000 元高价值会员数（万人） 25
图 35：江南布衣的高价值会员数和消费贡献 25

下载日志已记录，仅供内部参考

图 36：SMCP 客户管理体系 26
图 37：歌力思旗下 self-portrait 收入情况及门店数（单位：亿元） 26
图 38：歌力思旗下 self-portrait 发展时间线 27
图 39：主要高端女装品牌社媒粉丝数对比（2025 年） 27
图 40：盈利预测（单位：亿元） 29

下载日志已记录，仅供内部参考

我国女装行业已告别成长快增时代，进入成熟低增时代。2025 年女装行业规模约 1.06 万亿元，2020-2025 年复合增速仅约 2.4%，总量红利基本见顶。分价格带看细分赛道，中高端子赛道结构性扩容；行业格局方面，行业 CR10 仅 8.1%，行业分散、份额角逐激烈。在大盘不增长、结构再分配的存量格局下，头部公司的成长不再依赖行业 β，而取决于对份额与价格带的争夺能力。与此同时，商品非标、库存沉重、品牌老化、单品牌天花板四大约束同步收紧，行业竞争的底层逻辑正在从渠道扩张切换为商品精准管理与客户资产沉淀领域。

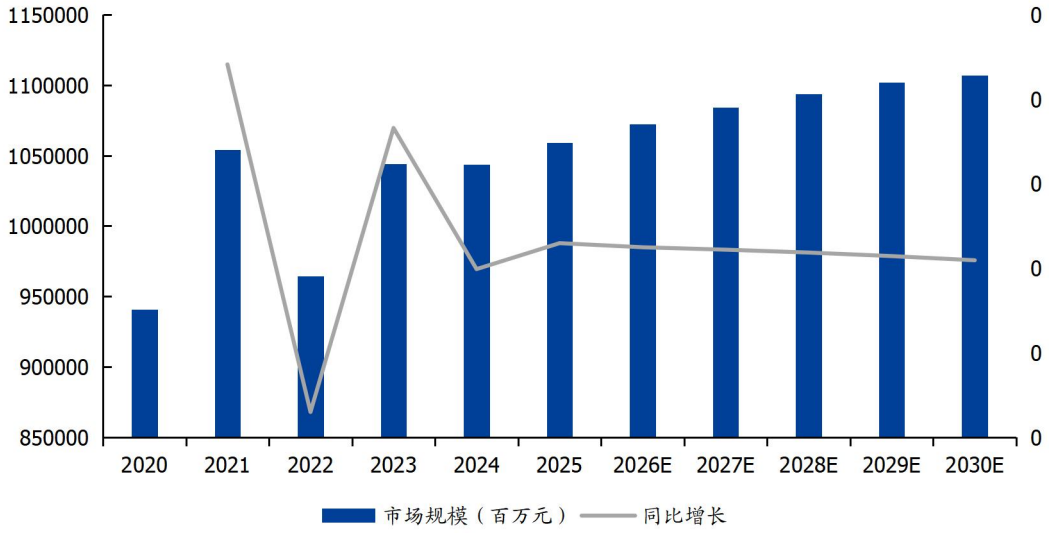
本篇报告我们重点回答如下几个问题：1、总量与格局：高端女装市场空间与竞争格局如何？2、商品管理：海外标杆的商品管理体系如何运作，国内公司改革进展如何？3、客户管理：会员运营如何构建收入确定性，谁做得最好？

1. 行业总览：存量时代的结构性分化

1.1 行业规模与增速：万亿大盘中的结构性高端化

女装行业总量已进入低增速阶段，但仍是服装行业规模最大的细分品类。总量层面女装行业已进入存量时代，据 Euromonitor 数据，2020-2025 年中国女装市场规模由 9407 亿元增至 10591.60 亿元，期间 CAGR 仅 2.40%；预计 2025-2030 年 CAGR 进一步放缓至 0.89%。女装占中国服装市场（运动+男装+女装+童装）的比重约 45%，是服装行业最大的细分品类，但总量扩张对行业增长的贡献已大幅弱化。

图 1：中国女装行业规模及增速（单位：百万元）



资料来源：欧睿、信达证券研发中心

在女装总量低速增长背景下，中高端赛道增速高于整体。

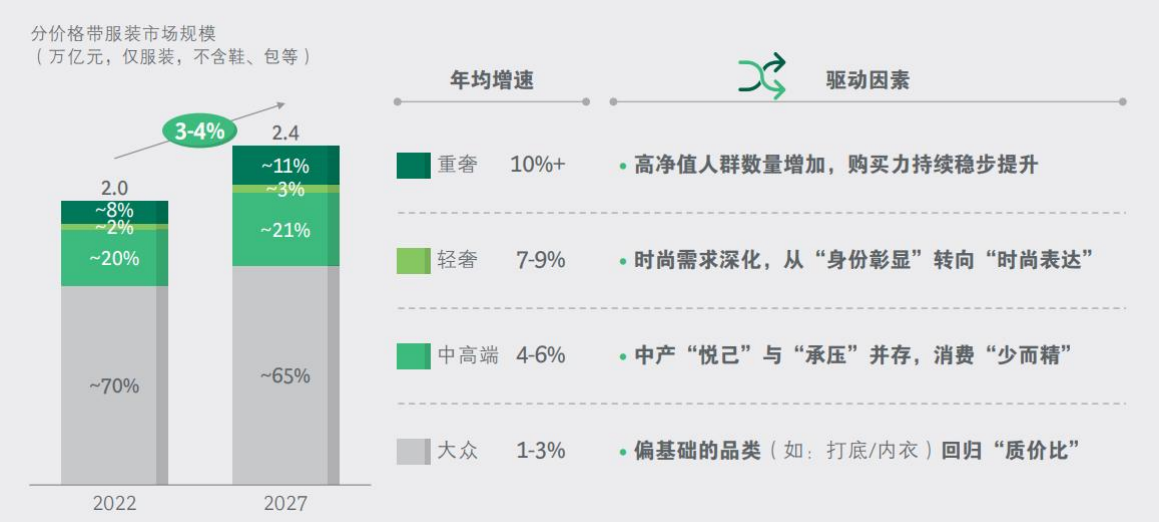
根据弗若斯特沙利文报告，中国时尚服饰市场按价格范围可分为低端、大众、中端、中高端及高端五类，价格范围分别为低于 150 元、150-350 元、350-600 元、600-1000 元及高于 1000 元。2022 年，上述五类分别占中国时尚潮流市场零售总额的 15.9%、24.2%、33.2%、14.8%及 11.9%。预计 2022-2027 年中高端及高端服饰复合增速分别为 4.7%及 9.6%。

参考波士顿咨询分类，女装可分为重奢、轻奢、中高端、大众，占比分别约为 8%、2%、20%、70%。结合中国人口结构变化，即上中产及富裕人口扩大，中国女装行业将呈现复合型趋势：轻奢、中高端仍有上升空间；大众价格带仍存在部分无品牌/杂牌服装消费，存在品牌化空间。参考波士顿咨询报告，重奢女装 2022-2027 年预

下载日志已记录，仅供内部参考

计维持 10%以上增速，主要驱动为高净值人群购买力提升；轻奢女装预计维持 7-9%增长，主要驱动为时尚需求深化，由身份彰显转向时尚表达；中高端女装预计维持 4-6%增速，主要驱动为中产悦己消费提升与消费总额承压并存，消费趋于“少而精”。

图 2：服装市场不同价格带市场规模预测（单位：万亿元）



资料来源：波士顿咨询、信达证券研发中心

富裕人群总量略有下滑，但消费结构升级仍然显著。胡润财富报告显示，2024 年中国 600 万资产富裕家庭数量为 512.8 万户，同比减少 1.4 万户；千万资产高净值家庭数量 206.6 万户，同比减少 1.7 万户；亿元资产超高净值家庭数量 13 万户，同比减少 2200 户。对高净值人群而言，重奢时尚消费具有社交属性，消费韧性较强。轻奢服饰目标客群预计保持一定增长，一方面来自潜在客群增长，另一方面来自轻奢产品客群渗透率提升。中产人群在悦己消费趋势下购买更为谨慎，消费趋于“少而精”，中高端对中低价位段形成一定挤压。

图 3：中国财富家庭规模

年份	600 万人民币资产富裕家庭数量	600 万人民币可投资资产家庭数量	千万人民币资产高净值家庭数量	千万人民币可投资资产家庭数量	亿元人民币资产超高净值家庭数量	亿元人民币可投资资产家庭数量	3000 万美元资产国际超高净值家庭数量	3000 万美元可投资资产家庭数量
2009	/	/	825000	/	51000	/	/	/
2010	/	/	875000	/	55000	/	/	/
2011	/	/	960000	/	60000	/	/	/
2012	/	/	1020000	/	63500	/	/	/
2013	/	/	1050000	/	64500	/	/	/
2014	/	/	1090000	/	67000	/	/	/
2015	3140000	/	1210000	/	78000	/	/	/
2016	3380000	1180000	1340000	683000	89000	52500	57000	34700
2017	4600000	1610000	1860000	948000	121000	71300	78900	48100
2018	4880000	1720000	2010000	1029950	133000	78320	88800	54200
2019	4940000	1780000	1980000	1060000	127000	75400	84000	53000
2020	5010000	1800000	2020000	1080000	130000	77300	86100	54600
2021	5076600	1826200	2059300	1100000	133300	79400	88500	56100
2022	5183000	1861300	2110300	1113900	137900	82300	92100	57800

下载日志已记录，仅供内部参考

2023	5142000	1851100	2083000	1097800	132700	79620	88000	55180
2024	5128000	1846000	2066000	1088900	130500	78300	86000	53900

资料来源：胡润研究院、信达证券研发中心（2017 年起数据包含中国港澳台地区）

1.2 竞争格局：本土主导的分散赛道

女装行业格局分散。2025 年女装行业 CR5、CR10 分别仅为 5.4%、8.1%，远低于运动等品类的品牌集中度。前二十大女装品牌里高端品牌有 Moncler 、MO&Co、Chanel、eifini、JNBY，份额分别为 0.5%、0.5%、0.4%、0.4%、0.3%，高端品牌的数量和占比均低。分散格局并非静态均衡，头部品牌之间存在持续的份额再分配，份额变动的方向与品牌力、商品体系的迭代能力高度相关。对投资而言，分散的赛道意味着行业性β疲弱，但个体α空间大。

图 4：女装行业 top20 品牌市占率变化

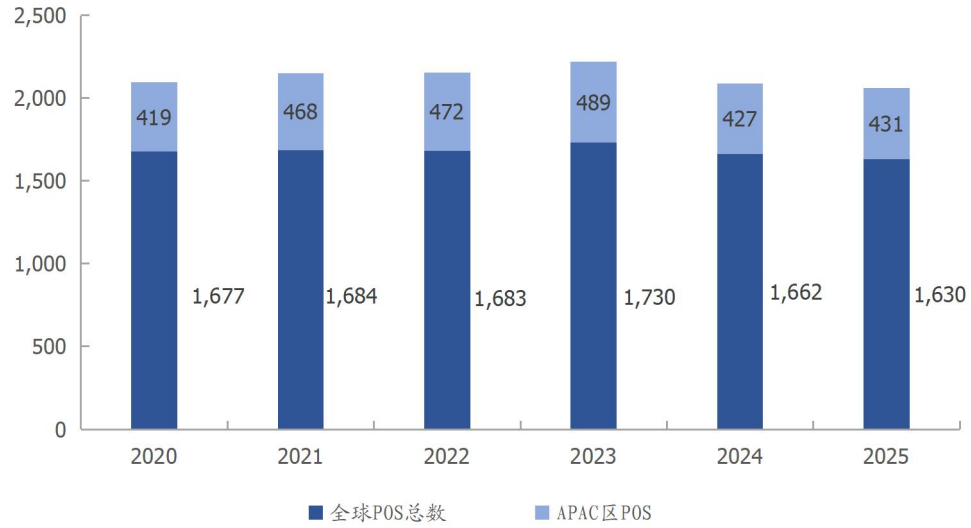
品牌	2020	2021	2022	2023	2024	2025
优衣库	1.8	1.7	1.8	1.9	2	1.9
波司登	0.9	0.9	1	1.3	1.4	1.5
lululemon	0.2	0.3	0.3	0.5	0.7	0.8
adidas	1	0.9	0.5	0.5	0.6	0.6
Urban Revivo	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
安踏	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
李宁	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
FILA	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
森马	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Moncler	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4	0.5
MO&Co	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
zara	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4
Yaya	0.2	0.2	0.4	0.5	0.5	0.4
Vero Moda	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4
Lily	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Chanel	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Nike	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
eifini	0.4	0.5	0.6	0.6	0.4	0.4
Only	0.7	0.7	0.7	0.7	0.4	0.4
JNBY	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

资料来源：欧睿、信达证券研发中心

国际轻奢品牌在华收缩，为本土品牌提供一定份额空间。SMCP 集团（Sandro/Maje/Claudie Pierlot）受中国业绩承压影响，自 2024 年起收缩在华门店网络，2025 年公司继续推进渠道优化与全球布局，全年净关闭 32 家门店；中国市场采取战略收缩策略，门店数量由峰值约 200 家精简至约 135 家。高端品牌 Max Mara 在华仍有 300 余家门店，但产品对“101801”等经典大衣单品依赖度较高，中外价差亦引发舆论争议。

图 5：SMCP 全球门店数和亚太区门店数均出现萎缩

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：SMCP 财报、信达证券研发中心

国际轻奢品牌收缩，主要源于其模式与中国市场存在错配，同时为本土品牌及国内公司运营的品牌让出一定空间。轻奢赛道整体呈现国际大牌增长乏力、小众设计师品牌崛起但规模有限的格局；中高端市场品牌更迭较频繁，国际与本土品牌同台竞争，新品牌持续替代上一代品牌。国际轻奢品牌渠道上依赖百货与购物中心标准店，在会员运营和高端商场议价能力方面弱于本土品牌。轻奢品牌收缩后，核心商圈的客流与空间资源有所释放，本土头部集团（如歌力思运营的 self-portrait）在同一或同级商圈开设旗舰店/概念店，承接部分溢出客群与渠道资源。

1.3 重点品牌梳理

按价格带与客群定位，国内高端女装品牌可分为三类：未上市高端集团、上市公司系和规模化设计师品牌，三类价格带与客群分层存在差异。第一类为之禾、玛丝菲尔、EP 雅莹、影儿系等未上市高端集团，价格定位较高，直接对标国际奢侈成衣，受客群规模限制，收入体量整体小于上市型高端女装。第二类为歌力思、地素、江南布衣、赢家、朗姿、锦泓、欣贺等上市公司系，主力价格带集中在 1000-5000 元，与国际轻奢品牌对标，客群覆盖范围更广。第三类为 MO&Co.、Edition 等规模化设计师品牌，价格带低于前两类，凭借差异化设计形成竞争。

图 6：本土高端女装品牌梳理

品牌	所属集团	定位	核心客群	主力价格带（元）	最新规模/门店
之禾 ICICLE	ICCF 之禾卡纷集团	可持续高端通勤，“中国版 Max Mara”	25-45 岁	8000-20000	2025 年 30+亿元，全国 270 家门店
Marisfrolg 玛丝菲尔	玛丝菲尔时尚集团	高端设计师女装	26-40 岁独特气质都市女性	1500-30000	集团 400 家直营店
音儿 YINER	影儿时尚集团	优雅通勤	28-45 岁知性职业女性	1000-20000	集团约 1500 家门店
恩裳 INSUN	影儿时尚集团	简约精英	28-35 岁独立、自信精英女性	集团约 2000-10000	同上

下载日志已记录，仅供内部参考

诗篇 PSALTER	影儿时尚集团	知性、高感性，重品质不跟风	25-35 岁女性	集团约 2000-10000	同上
EP 雅莹	雅莹集团	中国美学高端女装	26-45 岁	1500-50000	2024 年集团营收约 50 亿元；主品牌约 400 家店
PORTS 宝姿	宝国国际	国际化高级时装”鼻祖”	经典高端女性	数千元级成衣	2020 年营收逾 30 亿元
MO&Co.	EPO 时尚集团	中性摩登中高端	20-35 岁都会女性	500-3000	2023 年零售额近 50 亿
Edition	EPO 时尚集团	“Gentlewoman 女绅士”	25-40 岁独立精英女性	1000-3000	2023 年零售额突破 16 亿
ERDOS 鄂尔多斯	鄂尔多斯 600295.SH	时尚中产羊绒		大衣 2000-20000	2025 年 40 亿，825 家门店
ELLASSAY	歌力思 603808.SH	精致通勤高端时装	都市高端女性	连衣裙 800-15000	2025 年收入 11.18 亿元
DAZZLE	地素时尚 603587.SH	中高端摩登中淑装	时尚女性	连衣裙 600-3000	2025 年营收 11.37 亿元
d’ zzit	地素时尚 603587.SH	年轻潮流	年轻客群	连衣裙 500-2000	2025 年营收 8.7 亿元
JNBY	江南布衣 3306.HK	设计师品牌龙头，文艺简约	25-40 岁都市知识女性	连衣裙 300-2500	FY2026 营收 32.41 亿元
LESS	江南布衣 3306.HK	高端职场女装	30-45 岁职场女性	连衣裙 500-3000	FY2026 营收 7.3 亿元
Koradior 珂莱蒂尔	赢家时尚 3709.HK	浪漫女人味	成熟精英女性	连衣裙 1500-5500	2025 年 21.09 亿元
NAERSI 娜尔思	赢家时尚 3709.HK	都市职场干练	都市优雅女性	连衣裙 1000-5000	2025 年 16.78 亿元
NEXY.CO 奈蔻	赢家时尚 3709.HK	智美简约	职场女性	连衣裙 1000-5000	2025 年营收 9.86 亿元
LANCY 朗姿	朗姿股份 002612.SZ	都市精英高端女装	25-45 岁都市精英女性	连衣裙 1000-18000	2025 年 15.18 亿元
VGRASS 维格娜丝	锦泓集团 603518.SH	“时尚修身”高端女装	都市时尚女性	连衣裙 1500-10000	2025 年 6.85 亿元
JORYA 卓雅	欣贺股份 003016.SZ	精致”名媛风”	25-35 岁精英与名媛	2000-60000	2025 年 14.8 亿元

资料来源：新浪科技、雨果跨境，C 财联社，极客公园，南都 N 视频，人人都是产品经理，中共深圳市委统一战线工作部，新浪财经，秀洲新闻网，品邦，品牌星球，EPO 官网，数英，各上市公司公告，信达证券研发中心

国际对标品牌在华表现分化：高端品牌增长停滞，轻奢品牌普遍收缩，仅少数由本土企业运营的品牌实现增长，运营方差异对品牌在华表现的影响上升。SMCP 直营体系下的 Sandro/Maje 受客流下滑与高电商退货率影响，出现关店与亏损；同属轻奢价格带的 self-portrait 由歌力思以本土化方式运营，中国区收入由 2021 年的 1.75 亿元增至 2025 年的 5.87 亿元。本土集团在渠道议价与会员运营方面的能力可与国际品牌势能形成互补，承接国际品牌中国运营权，已成为部分本土集团的第二增长曲线。

图 7：主要国际品牌梳理

品牌	定位	价格带（元）	中国市场

下载日志已记录，仅供内部参考

Max Mara	意式经典高级成衣，“大衣=Max Mara”心智	经典大衣 2-5 万（“101801”国内定价 30900 元）	2024 年中国约 300 家门店
Sandro	法式都市轻奢	连衣裙 2000-4000、外套 3000-6000	2024 年 93 家门店
Maje	法式摇滚浪漫	2000-6000	2024 年 85 家门店
Claudie Pierlot	法式优雅	2000-5000	逐步退出亚洲市场
Laurèl	德系高端通勤	2000-5000	2025 年 4.67 亿元
IRO	法式摩登设计师品牌（歌力思持全球所有权）	1500-5000	2025 年 6.41 亿元
self-portrait	轻奢社交礼服风（歌力思持中国大陆权益）	2000-8000	中国收入 2025 年 5.87 亿元

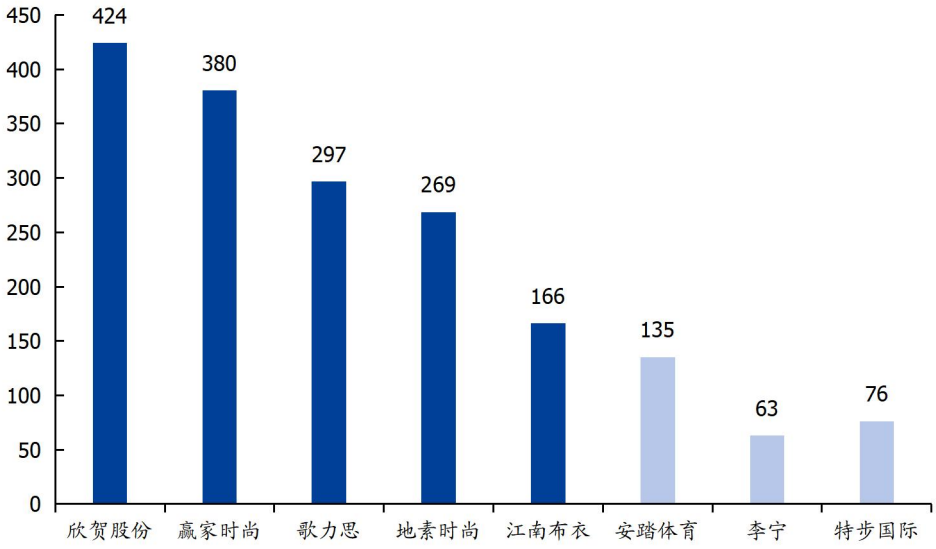
资料来源：歌力思公告、今日头条，澎湃新闻，时尚精品，界面新闻，信达证券研发中心

1.4 行业痛点探究

在分散格局下，行业存在四大结构性约束：商品非标，品牌老化，国际竞争，单品牌天花板。这决定了商品与会员管理是存量阶段的核心竞争要素。

第一，商品属性约束。女装属于典型非标品，36 氪研究院发布的数据显示，电商领域女装退货率达到 50%至 60%，网经社电子商务研究中心数据显示，截至 2024 年 Q4，女装直播渠道高达 80%以上，高退货率和线下低周转使得女装的库存压力高于其他服饰品类。中高端女装上市公司存货周转天数普遍较高（166-424 天），远高于运动服饰的周转天数（63-135 天）。我们选取了 5 家典型的高端女装上市公司，欣贺股份 2025 年存货周转天数为 424 天，在女装公司中最高；江南布衣依托会员驱动模式，存货周转天数约 166 天，为女装上市公司中最低。

图 8：2025 年中高端女装上市公司存货周转天数对比（单位：天）



资料来源：ifind、信达证券研发中心（江南布衣为 FY2026 财年数据，其他为 2025 年年报数据）

第二，品牌老化约束。高端女装普遍面临核心客群年龄上移问题，宝姿、拉夏贝尔、艾格等上一代品牌未能完成代际更替，相继衰落或退出。

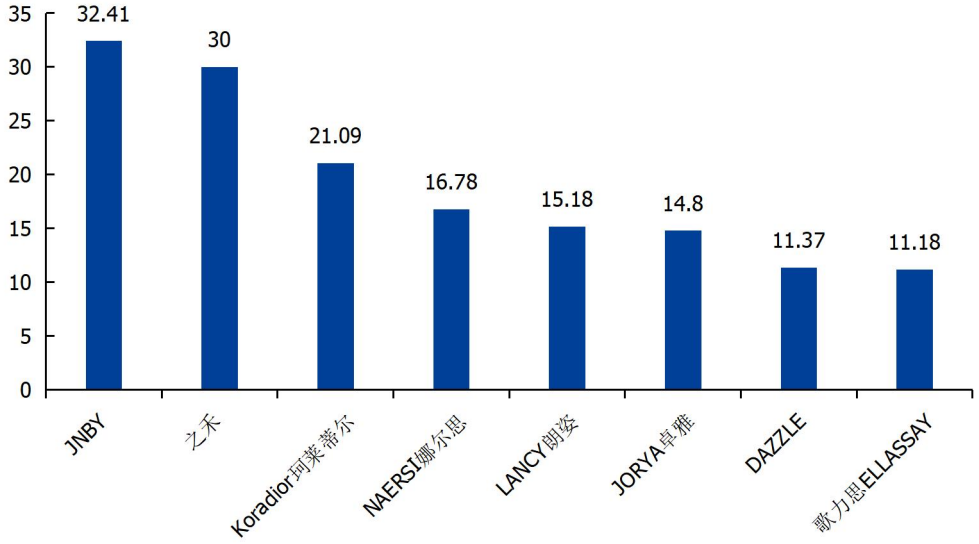
第三，国际竞争约束。核心渠道与国际高端供应链仍由海外品牌主导，高端女装竞争

下载日志已记录，仅供内部参考

具有全球化特征。

第四，单品牌天花板约束。国内高端女装单品牌收入天花板约在 30+亿元量级。江南布衣 2025 年营收 32.41 亿元，为当前国内高端女装单品牌中规模较大大的品牌；其次为之禾，据人民网报道之禾 2025 年销售额突破 30 亿元人民币，稳居中国本土高端服装品牌第一梯队。上市公司品牌中，珂莱蒂尔 21.1 亿元（2025 年），ELLASSAY 11.18 亿元（2025 年），DAZZLE 约 10 亿元量级。单品牌突破天花板难度较大，头部集团普遍采用多品牌矩阵。

图 9：2025 年主要国产中高端女装品牌收入规模（单位：亿元）



资料来源：ifind、信达证券研发中心（江南布衣为 FY2026 财年数据，其他上市公司为 2025 年年报数据，之禾为财联社 2025 年数据）

2. 商品体系：从设计到周转的管理升级

女装行业存在非标、高退货、库存重等特征。女装属于典型非标品类，库存问题较为普遍，反映的是商品企划、下单节奏与追单机制等体系能力仍有不足。商品管理体系通过售罄率与折扣率两个中间变量，最终影响高端女装公司的盈利质量。售罄率决定正价销售比例，折扣率决定剩余库存的出清折扣。在相同收入规模下，季内折扣率差异会带来不同的盈利与现金流表现。高端女装产品端的竞争核心，正由单一设计驱动转向商品管理体系，后者更具可复制性。

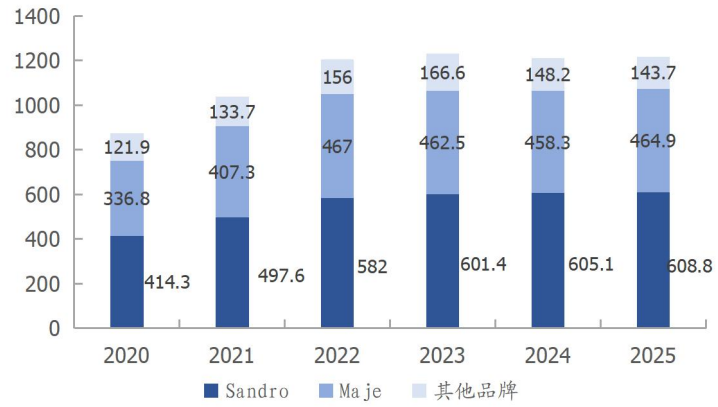
海外重点品牌存在两种产品范式：轻奢价位的 SMCP 通过波段上新、经典款迭代与追单快反，通过直营渠道为主和良好的折扣控制，维护了利润率和库存的稳健表现；顶奢价位的 LVMH 通过经典款不停产、控制供给、不打折，维持 35%以上的经营利润率。本章依次拆解两个范式，并对照国内公司正在推进的商品体系改革。

2.1 SMCP：波段上新与经典款迭代的复利机制

我们认为，SMCP 是国内中高端女装集团较为直接的可比样本：均为多品牌矩阵，均处于轻奢至高端价位带，均以直营为主，其商品体系的制度化程度高于国内同行。SMCP 旗下拥有 Sandro、Maje、Claudie Pierlot、Fursac 四个品牌，2025 财年集团收入 12.17 亿欧元，其中 Sandro 收入 6.09 亿欧元、Maje 收入 4.65 亿欧元，两大主品牌合计占比 88%，Claudie Pierlot 与 Fursac 等品牌合计 1.44 亿欧元。从单品牌量级看，Sandro 收入规模已高于国内头部女装单品牌 30-35 亿元的上限，其规模基础来自体系化商品管理。

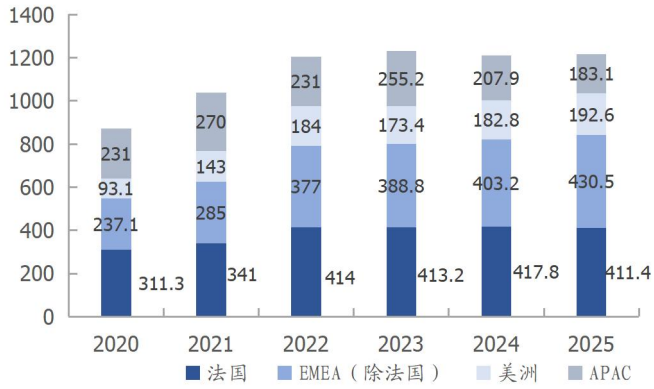
下载日志已记录，仅供内部参考

图 10：SMCP 分品牌收入（百万欧元）



资料来源：SMCP 历年年报，信达证券研发中心

图 11：SMCP 分地区收入（百万欧元）



资料来源：SMCP 历年年报，信达证券研发中心

从渠道结构看，SMCP 约 90%收入来自直接分销，这是其商品管理纪律能够执行的前提。2025 年集团收入中，直营精品店占 28%，百货专柜占 30%，奥莱占约 13%，合作方零售占约 10%，加盟店占约 2%，线上渠道占约 16%。直营及类直营渠道占比较高，定价权、配货权与折扣节奏主要由集团掌握，商品策略受经销体系压货和甩货行为影响较小。

图 12：SMCP 分渠道收入结构（单位：%）

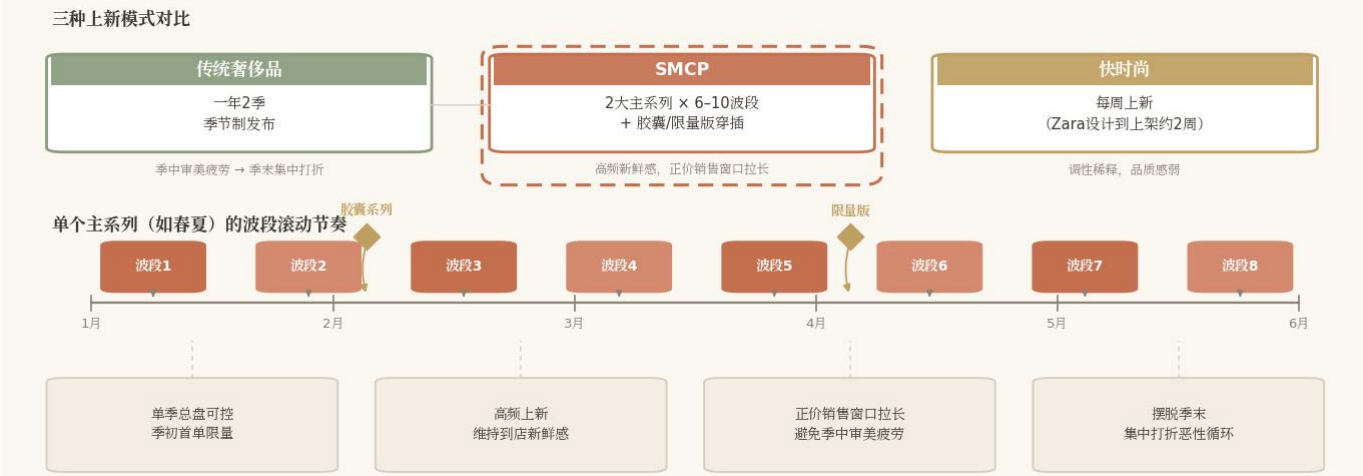
分销渠道	2025 年	2024 年
Directly operated stores(直营精品店)	28%	29%
Concessions (corners)(百货专柜)	30%	29%
Partnered retail sales(合作方零售)	10%	9%
Outlets(奥莱)	13%	13%
Online(线上)	16%	16%
Affiliates(加盟店)	2%	2%

资料来源：SMCP 2024/2025 年年报、信达证券研发中心

波段上新：节奏介于奢侈品与快时尚之间。SMCP 的商品机制是在奢侈品季节制与快时尚周上新之间采取折中节奏。品牌每年设 2 大主系列（春夏/秋冬），每个主系列拆分为 8-10 个波段滚动到货，波段之间以限量版与胶囊系列补充。设计到上架约需几周，传统奢侈品牌为 6-12 个月，Zara 约 2 周，门店每周有新款到店。该节奏的作用在于：单季总盘可控，品牌调性不受损，同时以高频上新维持到店新鲜感与正价销售窗口，避免传统两季制下季中审美疲劳、季末集中打折的问题。

图 13：SMCP 的上新模式

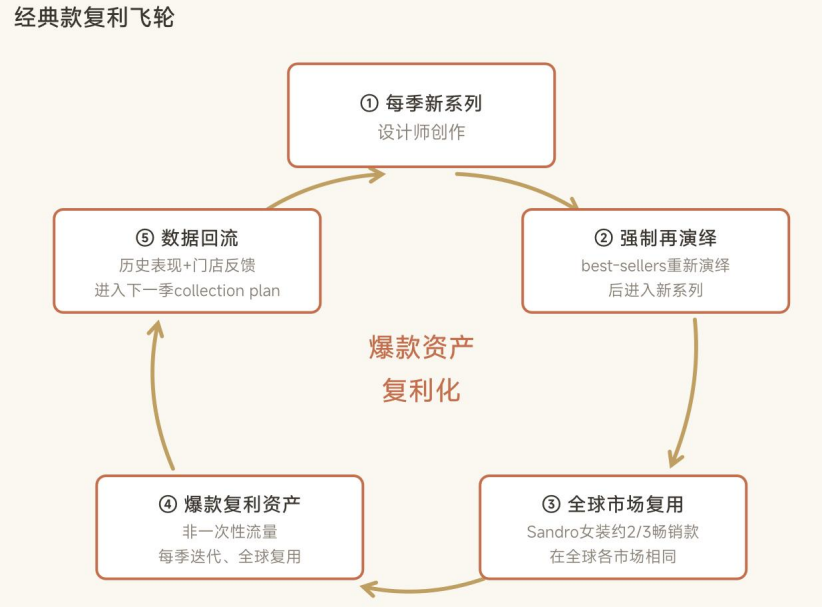
下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：SMCP 2024 财年业绩公告、哈佛商业评论、信达证券研发中心

SKU 宽度与经典款机制：畅销款跨季复用。SMCP 单系列 SKU 宽度为 Sandro 女装与 Maje 各 400-450 款、Claudie Pierlot 330-380 款、Fursac 180-220 款，按品类、颜色、面料、价格带与穿着场合设定目标 SKU 数，以保证供给均衡，近年方向为进一步精简 SKU。经典款机制方面，每个新系列均要求对品牌经典款进行重新演绎，Sandro 女装约三分之二的畅销款在全球各市场相同。畅销款并非一次性流量，而是每季迭代、全球复用的产品。每季强制再演绎畅销款，将设计师驱动的不确定创作转化为体系驱动的确定性产出，该机制对国内品牌具备参考价值。

图 14：SMCP 通过产品体系使得爆款资产复利化



资料来源：SMCP 2024 财年业绩公告、信达证券研发中心

追单机制与折扣纪律：售罄率管理的执行闭环。SMCP 的快反模式为季初限量首单、IT 系统实时监控、仅对畅销 SKU 追单，并提前锁定供应商产能以确保翻单速度；集团层面实施中央化全球需求计划，管理层将其概括为“少买、买好”。该商品管理体系下，SMCP 折扣管理效果较好，欧洲市场超过一半销售为正价成交。尾货出清已制度化，106 家自营奥莱店消化约 13%的集团收入，既出清库存，也不反噬价格体系。

图 15：SMCP 商品结构管理机制

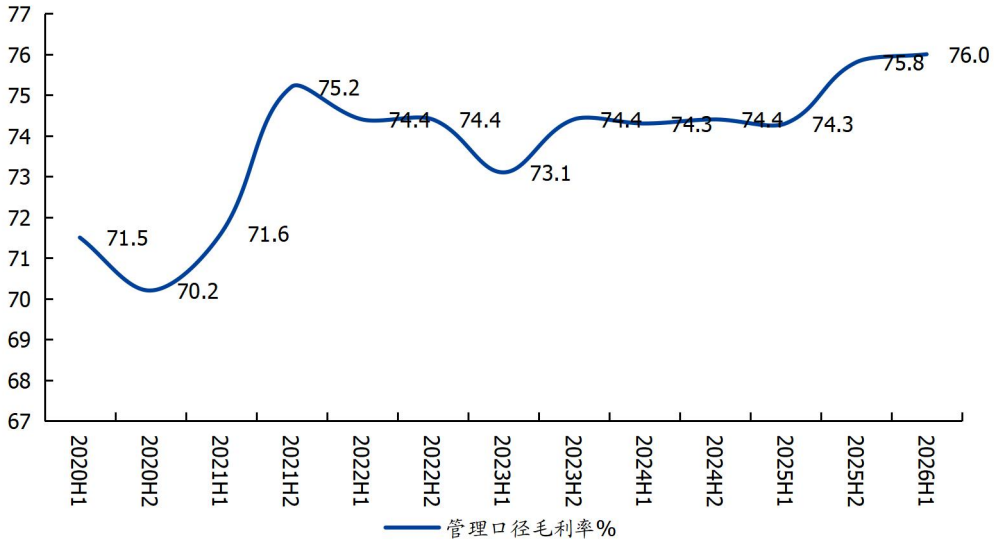
下载日志已记录，仅供内部参考

机制模块	具体内容
波段上新	每品牌每年 2 大主系列，每系列拆 6-10 个波段滚动上新，辅以胶囊/限量系列
SKU 宽度	按品类、颜色、面料、价格带、场合设定目标 SKU 数，单系列 SKU：Sandro 女装/Maje 400-450 款、Claudie Pierlot 330-380 款、Fursac 180-220 款
经典款机制	每季新系列强制重新演绎品牌 best-sellers
追单机制	季初限量首单控风险→IT 实时监控→仅对畅销 SKU 追单，提前锁定供应商产能

资料来源：SMCP 2024 财年业绩公告、信达证券研发中心

SMCP 案例对国内行业的启示在于全价纪律与库存健康对维护品牌力的共同作用。全价纪律需在每个区域市场单独维护，中国市场的折扣治理较为典型。2023-2025 年公司收入尤其大中华区收入增长面临压力，公司主动收缩促销强度高、退货率高的平台电商，以保护价格体系，毛利率实现逆势提升。与渠道收缩同步，公司持续推进库存去化：期末库存自 2022H2 高点的 2.92 亿欧元降至 2025H1 的 2.29 亿欧元，累计降幅约 21%，回落至 2021 年前后水平，2025H2-2026H1 基本企稳。库存健康化减轻了打折清库压力，与折扣治理形成合力，为盈利修复提供了基础。

图 16：SMCP2025 年下半年以来实现盈利修复（单位：%）

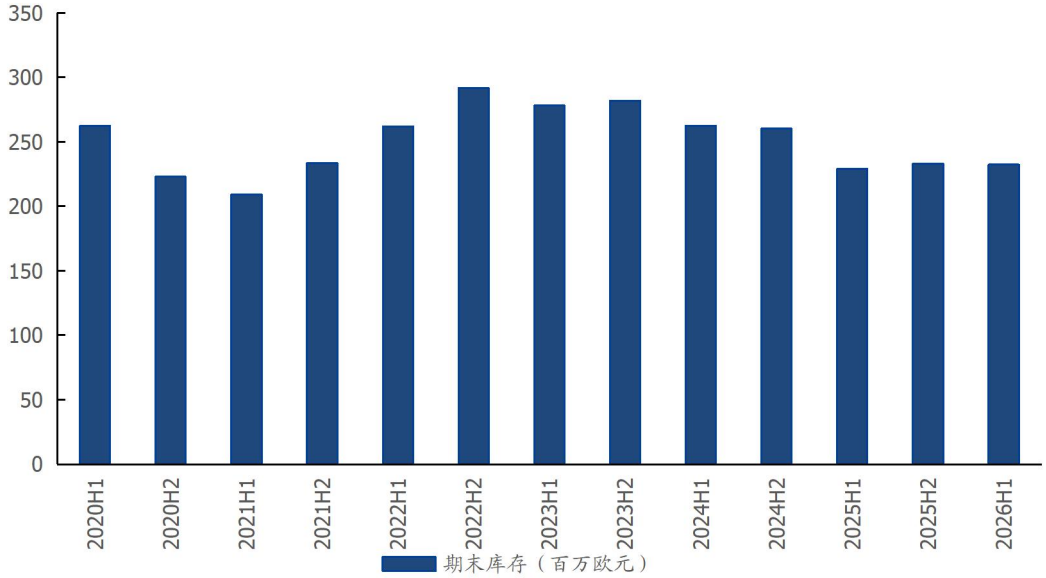


资料来源：SMCP 历年业绩公告、信达证券研发中心

图 17：SMCP 期末库存整体较为平稳（单位：百万欧元）



下载日志已记录，仅供内部参考



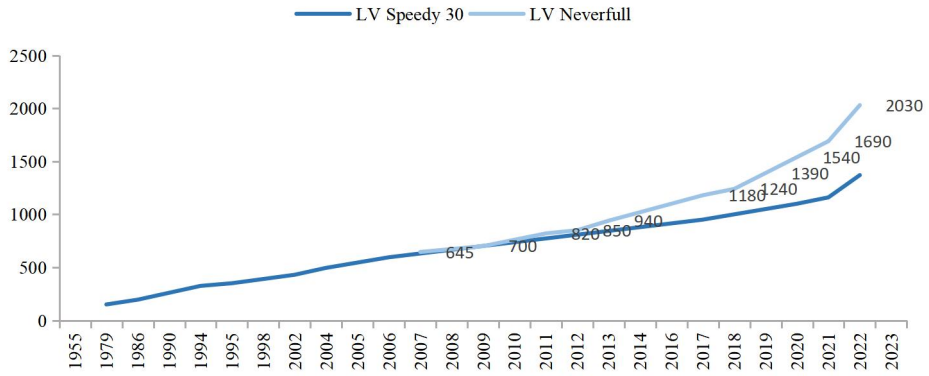
资料来源：SMCP 历年业绩公告、信达证券研发中心

SMCP 模式的本质是商品体系的复利机制：波段上新保证正价销售时间窗口，经典款迭代保证畅销款跨季复用，追单机制保证畅销款不缺货、滞销款不积压，奥莱通道保证尾货出清不反噬正价体系。四个环节相互衔接，任一环节缺位均会将压力传导至折扣率。SMCP 商品体系建立在约 90%直接分销的渠道控制之上，对国内品牌而言，商品体系改革还需配套渠道策略。

2.2 LVMH：经典款的极致管理

我们认为，LVMH 代表了商品管理的另一极：不以上新节奏取胜，而以经典款的不停产+持续迭代+持续涨价实现一款产品的终身价值最大化。以 Louis Vuitton 2007 年推出的 Neverfull 托特包为例：美国市场售价由 2007 年的 645 美元升至 2024 年的 2030 美元，年复合涨幅约 7%。经典款不停产、持续迭代、价格只涨不跌，消费者因此形成保值预期，这构成了顶奢需求较为稳定的底层逻辑。

图 18：LV Neverfull 价格演变（单位：美元）



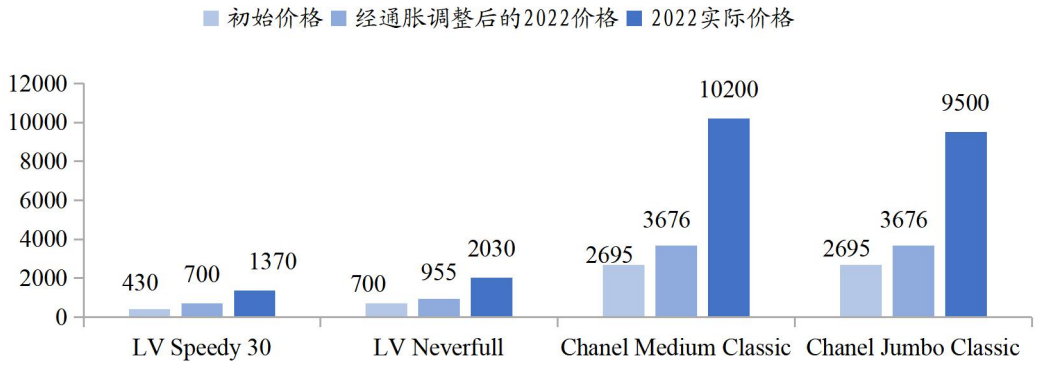
资料来源：LUXEFRONT,INTELLIGENTINVESTOR，BAGHUNTERTHE HANDBAG CLINIC，HAVREdeLUXE，信达证券研发中心

LV 通过经典款迭代持续提价，提价幅度通常高于通胀。提价一方面可提升需求，另一方面通过提高价格门槛实现产品分层，维持产品独特性。奢侈品具备凡勃伦商品特

下载日志已记录，仅供内部参考

征，需求随价格上升而增加。提价可满足核心客群与其他群体形成区分的需求，价格越高，可触达客群越少，从而避免产品过度普及而削弱稀缺性。与通胀对比，LV 产品提价后的名义价格约为通胀调整后价格的 2-3 倍。

图 19：LV、香奈儿 2022 年价格 VS 通胀调整后价格（美元）



(注:LVSpeedy30 初始价格为 2002 年价格，其余三者为 2009 年价格)

资料来源:LUXEFRONT，INTELLIGENTINVESTOR，BAGHUNTERTHE HANDBAG CLINIC，HAVREdeLUXE，iFind，信达证券研发中心

我们认为，LVMH 经典款体系可概括为基础款引流、经典款放量、顶端款维护品牌定位的产品金字塔，各层级商品目标人群和管理方法不同。入门款（小皮具、经典帆布手袋）主要承担品牌触达与新客获取功能；经典款（Neverfull、Speedy）为收入与利润的主要来源；顶端款（Capucines 7000 美元以上、Millionaire Speedy 100 万美元定制、高定与稀有皮）主要用于维持品牌声望及价格上限。

图 20：LV 产品金字塔体系



资料来源：LV 官网、信达证券研发中心

2.3 国内：商品体系改革进行时

国内高端女装与国际标杆的主要差距在于商品管理的体系化程度。对标 SMCP 与 LVMH 的五项核心机制，国内品牌在上新节奏、经典款管理、折扣策略、尾货出清、供应链五个维度仍处于建设与完善阶段。

图 21：商品管理体系对标框架-国际品牌

下载日志已记录，仅供内部参考

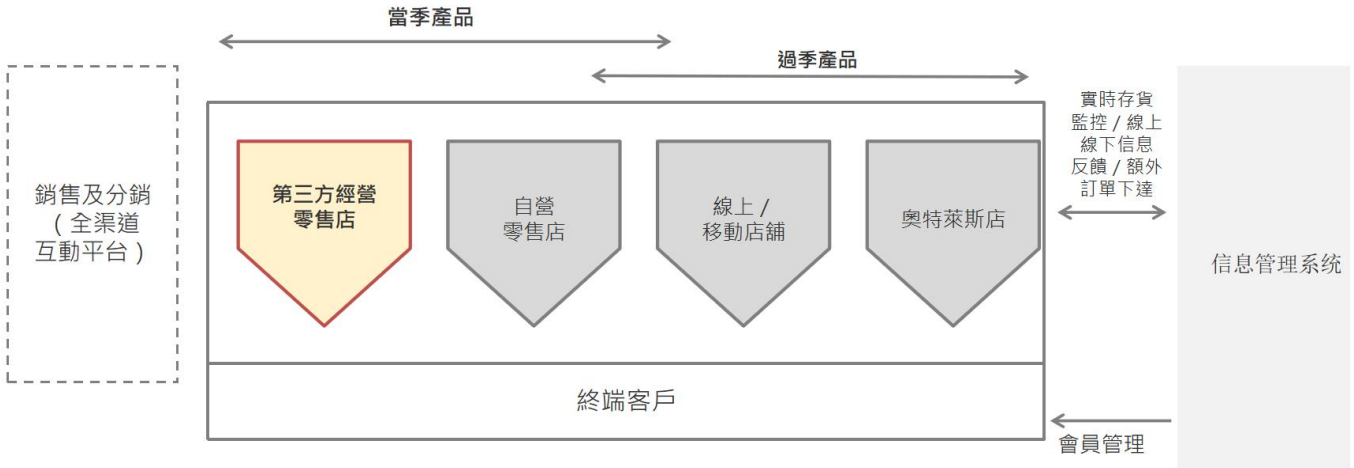
维度	SMCP（轻奢范式）	LVMH（顶奢范式）
上新节奏	2 大主系列×6-10 波段滚动上新，设计到上架约 100 天	季节系列+经典款常年在售
经典款管理	每季对经典款再演绎，2/3 畅销款全球统一	经典款永不停产，涨价+控量
折扣策略	控制折扣，欧洲正价销售过半	严格控制折扣
尾货出清	106 家自营奥莱制度化出清（13%收入），渠道隔离	库存控制前置
供应链	季初限量首单+IT 监控+畅销追单+中央需求计划	垂直整合+供给控制（waitlist/限量）

资料来源：SMCP 2024/2025 Universal Registration Document、LVMH 年度业绩公告、各公司年报、信达证券研发中心

国内头部公司本轮商品体系改革已形成初步路径：

江南布衣的四年产品生命周期折扣体系，是国内商品管理体系中较具代表性的样本。产品生命周期通常为四年，首年后产品过季，在其生命周期的后三个年度按逐步上升的折扣力度出售。作为零售定价策略的一部分，折扣率不得低于预先厘定并在全渠道互动平台统一执行的最低折扣率，以确保定价一致。该体系由三项配套机制支撑：其一，统一定价与折扣决策权在总部；其二，以退货权为经销商兜底；其三，存货共享及分配系统打通全渠道库存。从结果看，公司产品第一年整体售罄率目标维持在65%-70%，约 30%-35%的产品转入下一年销售，过季货品在奥莱及天猫、唯品会等线上渠道去化，存货周转在 150-200 天之间处于合理水平。江南布衣的案例表明，国内公司并非无法执行折扣纪律，关键在于将出清通道、价格梯度与售罄目标前置到商品企划阶段，而非季末被动应对。

图 22：江南布衣的商品分销体系



资料来源：江南布衣招股说明书、信达证券研发中心

赢家时尚于 2023 年提出“卓越商品体系”，以“黄金三角”商品结构（经典款/流行畅销款/时尚款标签分类）、前端企划标准化及智能商品管理系统（商品标签与店铺标签的货场匹配）为核心，2023 年开始落地；2025 年进一步启动 SCM 系统与供应商分级管理，目标是将 80%成品采购集中于 20%核心供应商，并建立产品全生命周期管理体系。

地素时尚于 2025 年推进商品管理改革，围绕提深度（聚焦头部商品、加深冬季主力

下载日志已记录，仅供内部参考

款深度）、促快反（提升追单效率）、系列化（DAZZLE 青绿系列等形成品牌心智）、冬季战役（羽绒品类规模与盈利双增）四大方向，并将商品企划与商品运营组织分设，引进销售管理与商品企划等关键岗位人才。

歌力思现阶段侧重于全价策略与库存管控，严控折扣与费用，拓展优质奥莱消化库存。分品牌看，国际品牌以直营为主控制折扣，主品牌歌力思严格执行折扣管理，立足品牌长期价值。2025 年加大蝶讯 AI 等工具在企划设计环节的使用，提升企划阶段设计效率。2026 上半年公司综合毛利率 70.91%，同比+4.2pct，扣非归母净利润同比+65.56%，主营业务盈利能力实现显著提升。

图 23：商品管理体系对标框架-国内品牌

维度	江南布衣	赢家时尚	歌力思	地素时尚
上新节奏	按季上新，以会员销售数据反哺企划节奏	订货会制为主，推进波段化滚动上新	主品牌按季上新，国际品牌沿用全球节奏	订货会制基础上推进波段化，加深冬季主力款深度
经典款管理	艺术先行的产品开发模式	“黄金三角”商品结构：经典款/流行畅销款/时尚款标签分类	主品牌经典系列延续迭代，self-portrait 连衣裙为标志性单品	“提深度”聚焦头部商品，青绿系列等形成品牌心智
折扣策略	四年生命周期主动排期：首年控制节奏、后三年逐步上升折扣	正价渠道占比高，折扣管控较强	全价策略，严控折扣与费用	折扣率边际改善，新品折扣率提升
尾货出清	制度化梯度：次年奥莱/天猫京东等电商平台，第三年进入唯品会	奥莱渠道出清为主	拓展优质奥莱消化库存，存货绝对额持续下降	奥莱+电商特卖消化
供应链	库存共享+可退货模式为经销商兜底	2025 年启动 SCM 系统，80%成品采购集中于 20%核心供应商	多品牌共享供应链资源	“促快反”提升追单效率，商品企划与运营组织分设

资料来源：各公司年报、信达证券研发中心

整体而言，女装行业商品管理改革初步进入验证期，存货周转天数是较直观的观察指标。江南布衣周转天数始终处于 150-200 天的合理区间，主要得益于其四年生命周期定价机制。歌力思存货周转持续改善，由 2024 年中报 380.5 天的峰值连续回落至 2026 年中报的 296.4 天，全价策略、严控折扣与优质奥莱去化的组合取得较好效果。地素时尚 2026 年中报周转天数为 267.6 天，较 2025 年中报的 287.4 天回落约 20 天，改善较为明显。

图 24：四家高端女装公司存货周转天数

代码	公司	2023 中报	2023 年报	2024 中报	2024 年报	2025 中报	2025 年报	2026 中报	2026 年报
3306. HK	江南布衣	188. 50	188. 26	134. 96	153. 81	142. 52	158. 68	155. 48	164. 06
3709. HK	赢家时尚	210. 55	229. 46	278. 60	315. 82	375. 86	380. 32	407. 48	
603587. SH	地素时尚	238. 95	203. 65	273. 43	260. 51	287. 40	268. 62	267. 58	
603808. SH	歌力思	299. 85	329. 73	380. 47	322. 06	309. 44	296. 52	296. 35	

资料来源：各公司公告、信达证券研发中心

3. 渠道体系：高端商场卡位与梯度分级

3.1 高端品牌的渠道架构：正价树形象、梯度做周转

从海内外成熟品牌实践看，高端女装渠道架构可分为形象层、成交层、出清层及私域

下载日志已记录，仅供内部参考

补充层。

第一层为形象层，由高端百货及高端购物中心内的形象店构成，主要功能为品牌形象展示与正价心智建立。北京 SKP、王府中环、万象城、太古里等高端商业体是高端女装品牌心智的主要建立场所；概念店主要承担品牌体验与会员活动功能。该层以品牌形象与正价心智为主要目标，坪效并非首要考核指标。

第二层为成交层，由核心城市商圈的普通门店构成，主要承担成交转化。形象店形成的品牌势能通过正价门店转化为日常销售；普通门店承接正价销售、会员服务与复购转化，是品牌收入与经营利润的主要来源。四家女装公司渠道结构显示门店为收入主体：江南布衣 FY2026 线下占比 76%，歌力思 2025 年线下占比 81%，地素时尚 2025 年线下占比 78%，赢家时尚约 80%。

第三层为出清层，由奥莱及电商特卖构成，主要承担库存出清。SMCP 通过 106 家自营奥莱店消化约 13%的集团收入，选址与正价店隔离；江南布衣将出清节奏制度化，新品第二年转入奥莱及天猫、京东出清。出清层需与正价渠道在选址、货盘及价格带上明确区隔，以实现库存出清且不影响正价体系。

补充层为私域层，由小程序、导购企微及内容平台构成，主要承担增量获取与复购。小程序与导购企微承接私域复购；视频号、抖音承担内容转化与增量获客。私域层不直接参与主体渠道成交竞争，主要用于沉淀会员资产，并为各层渠道提供复购与增量支持。赢家时尚 2025 年视频号实现收入 1.35 亿元，同比+117.23%。

图 25：高端品牌的渠道架构



资料来源：波士顿咨询、信达证券研发中心

3.2 渠道流量变化：购物中心主导，传统商圈转型

线下零售业态的流量格局正在重构。根据 BCG《中国时尚行业的下一个十年：细分赛道的演进与机会》，一二线城市线下零售业态中，购物中心占比约 52%，预计未来持续领涨；商业街区占比 22%；百货占比 15%，增长放缓并趋于稳定；旅游零售及奥莱等其他业态占比 11%，增长较快。线下流量不再均匀分布于各业态，而是向头部商业体与高效率业态集中。

图 26：一二线城市线下零售业态占比及未来变化趋势

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：波士顿咨询、信达证券研发中心

购物中心是主要流量来源，内部结构也在调整。随着购物中心业态逐步成熟，主题化、精细化趋势显现，重奢型、潮奢型购物中心增加。商圈品牌结构方面，传统品牌引流能力下降，生活方式类高端品牌及小众品牌占比提升。对高端女装而言，购物中心内的点位竞争已从进驻核心商圈转向坪效与调性匹配，单纯开店卡位的边际收益下降。

3.3 国内高端女装渠道焕新，质量驱动

国内高端女装渠道观察：渠道结构与商品体系相关，渠道数量由扩张转向提质。

横向看，四家头部公司的渠道结构差异，本质上与其商品体系改革配套策略有关。直营占比影响价格纪律的执行能力，线上结构影响出清通道的效率。纵向看，门店数量变化方面，歌力思、地素时尚、赢家时尚仍保持净关店趋势，江南布衣净开店放缓，反映渠道策略正由扩张转向质量提升。

图 27：国内高端女装公司渠道汇总

公司	直营收入占比	经销/加盟占比	线上收入占比	门店数量（直营/经销）
江南布衣	自营店 38.0%	经销商店 38.0%	24.0%（+20.5%）	2118 家：自营 501 家/经销 1,617 家（2026 年 6 月末，全年仅净增 1 家）
歌力思	直营 89.45%	加盟 10.55%	18.62%（+13.3%）	558 家：直营 459 家/加盟 99 家（2025 年末，全年净关 20 家）
地素时尚	直营 44.7%	经销 33.3%	电商 21.9%（+27.0%）	793 家：直营 229 家/经销 564 家（2025 年末，全年净关 97 家）
赢家时尚	直营 76.7%	经销 3.2%	电商 20.1%（+12.0%）	1739 家：直营 1,356 家/经销 383 家（2025 年末，全年净关 100 家）

资料来源：各公司年报、信达证券研发中心（注：歌力思、地素时尚、赢家时尚为 2025 年年报数据；江南布衣为 FY2026 年报数据）

江南布衣：经销占比仍较高，但通过制度设计降低经销体系对折扣纪律的影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

FY2026 公司经销占比为 38%，公司以库存共享及可退货模式为经销商提供支持，经销商无需压货或甩货，折扣执行受制度约束。公司推动线下门店向“品牌文化空间”与“体验中心”转型，并升级“不止盒子”、“微商城”及“江南布衣+”多品牌集合店等消费场景。

歌力思：门店位于顶级商圈，在 SKP、万象系、太古系、IFC、德基等商圈累计开设上百家门店。2025 年公司直营收入占比 89.45%，直营体系对盈利质量影响较大。公司旗下国际品牌（self-portrait、IRO、Laurèl）以直营为主，self-portrait 78 家门店均为直营。高直营占比及顶级商圈大店模式下，折扣控制效果较好。

地素时尚：渠道结构仍处于调整过程中，与商品改革方向一致。2025 年全年净关 97 家（由 890 家降至 793 家），其中经销门店净减 64 家（由 628 家降至 564 家），直营门店净减 33 家（由 262 家降至 229 家），关店集中于低效终端。经销收入收缩与门店净关闭，与公司“提深度、促快反”的商品改革方向一致，经销体系收缩降低了渠道端的压货与乱价风险。

赢家时尚：直营占比较高，电商以唯品会为主。2025 年末公司直营门店 1356 家、经销商门店 383 家，直营店收益约占八成；门店数量持续收缩，公司关闭低效门店，新开大店。电商结构上，唯品会长期占电商收入四成以上，同时发展内容电商，2025 年微信视频号收益 1.35 亿元（+117.2%）、抖音 2.68 亿元（+31.5%）。该渠道结构与公司“卓越商品体系”改革相符。

小结：2025 年至 2026 财年，江南布衣门店净增 1 家，歌力思净关 20 家，地素时尚净关 97 家，赢家时尚净关 100 家，行业整体进入门店存量优化甚至减量阶段。收入增长动力由开店数量转向同店增长、旗舰店与大店占比提升、低效门店出清带来的单店效率改善。渠道竞争核心由数量转向质量，店效成为高端女装渠道体系的重要指标。

4. 人群与会员管理：从流量红利到客群资产经营

高端女装竞争重点由货品与渠道扩张转向人群资产运营。需求端，核心客群决策权重由品牌标识向面料质感、设计独特性及文化认同迁移；供给端，头部企业增长动力由门店扩张转向会员深度运营与存量价值挖掘。会员数、会员贡献占比、高价值会员数等指标重要性提升。需注意的是，人群资产运营并未弱化产品本身，面料、版型、设计等仍是会员留存与复购的基础。

4.1 高端女装核心客群：年龄分层、场景结构与决策因素

人群维度：高端女装核心客群集中于 30-45 岁高线城市女性，其中 35-45 岁客群贡献较高。女装大盘年龄结构以 24-40 岁为主，高端线客群年龄中枢整体上移 5-10 年。35-45 岁客群客单价、复购率及连带率相对较高，是会员体系的核心人群，30-35 岁及轻奢价格带客群更多承担新客入口与增量功能。

图 28：国内女装行业按年龄分布

维度	年龄段	占比
女装大盘	24-30 岁	28.02%
	31-40 岁	43.65%
高端女装	25-34 岁	47.00%
	35-45 岁	53.00%

资料来源：蝉妈妈、信达证券研发中心

场景维度：通勤是高端女装中中高端及轻奢品牌的主要场景，边界持续拓宽。波士顿咨询报告显示，“通勤基本盘+场合增量”构成主要场景结构。新式通勤强调松弛感

下载日志已记录，仅供内部参考

与质感，社交/场合场景由轻奢与设计师品牌承接，如轻奢品牌里的 Sandro/Maje 核心购买动机偏“重要场合穿着”，self-portrait 则被部分消费者视为重要场合品牌。该场景结构下，单一通勤场景品牌天花板有限，多场景覆盖有助于提升同一客群的钱包份额。

决策因素维度：产品属性权重高于品牌标识。艾媒咨询和蝉妈妈数据研究显示，服饰购买前三大决策因素为面料（44.1%）、舒适度（42.5%）、款式（39.0%）；新中式等细分赛道中，文化认同（62%）、设计风格（58%）、材质工艺（55%）排序靠前，消费者愿为文化叙事支付 20%-45%溢价。上述变化意味着品牌竞争重心由品牌标志与广告投放转向产品本身与内容叙事。

图 29：高端女装客群决策因素

维度	细分	内容
场景	通勤	第一大场景；通勤与休闲边界消弭
	社交	由轻奢品牌承接，Sandro/Maje 核心购买动机为"穿出去见重要的人"
决策因素（通用）	面料	44.1%
	舒适度	42.5%
	款式	39.0%
决策因素（新中式）	文化认同	62%（消费者愿为文化叙事支付 20%-45%溢价）
	设计风格	58.0%
	材质工艺	55.0%

资料来源：BCG、36 氪，搜狐，蝉妈妈，信达证券研发中心

客群结构含义：1）高端女装核心客群集中于 35-45 岁高净值人群，该人群复购率与连带率较高，是江南布衣、歌力思等会员体系的主要目标客群；轻奢价格带（1500-5000 元）更多承担新客入口功能。2）场景覆盖宽度与风格延展能力决定客群天花板。单一场景品牌天花板有限，多场景、多风格覆盖的本质是在同一批会员身上扩大钱包份额，提升会员生命周期价值。

图 30：高端女装客群分层矩阵

客群层级	年龄段	核心场景	主导风格	代表品牌	客单价/价格带
轻奢/设计师入门	30-35 岁新锐白领	社交/场合、通勤	法式轻奢名媛、设计师	Sandro/Maje、self-portrait、DAZZLE	1500-5000 元（Sandro/Maje 约 3000-5000 元）
中高端主力	35-45 岁资深中产	通勤、商务	优雅通勤、设计师/文艺	JNBY（核心 30-40 岁）、LESS、ELLASSAY、Koradior、EP 雅莹	1000-10000 元（JNBY 约 199-9243 元）
高端/高净值	45 岁以上成熟女性	商务、重要场合、VIC 沙龙	极简/静奢、东方美学	之禾、玛丝菲尔、Max Mara、La Koradior	8000-20000 元（之禾），玛丝菲尔 1500-30000 元
新中式增量	25-34 岁（占 47%）+35-45 岁新中产	通勤、社交	新中式/东方美学	（香云纱/上博联名）、密扇、盖娅传说	中高端至高端，愿付 20%-45%文化溢价

资料来源：观研网、蓝鲸、网易、青年报、信达证券研发中心

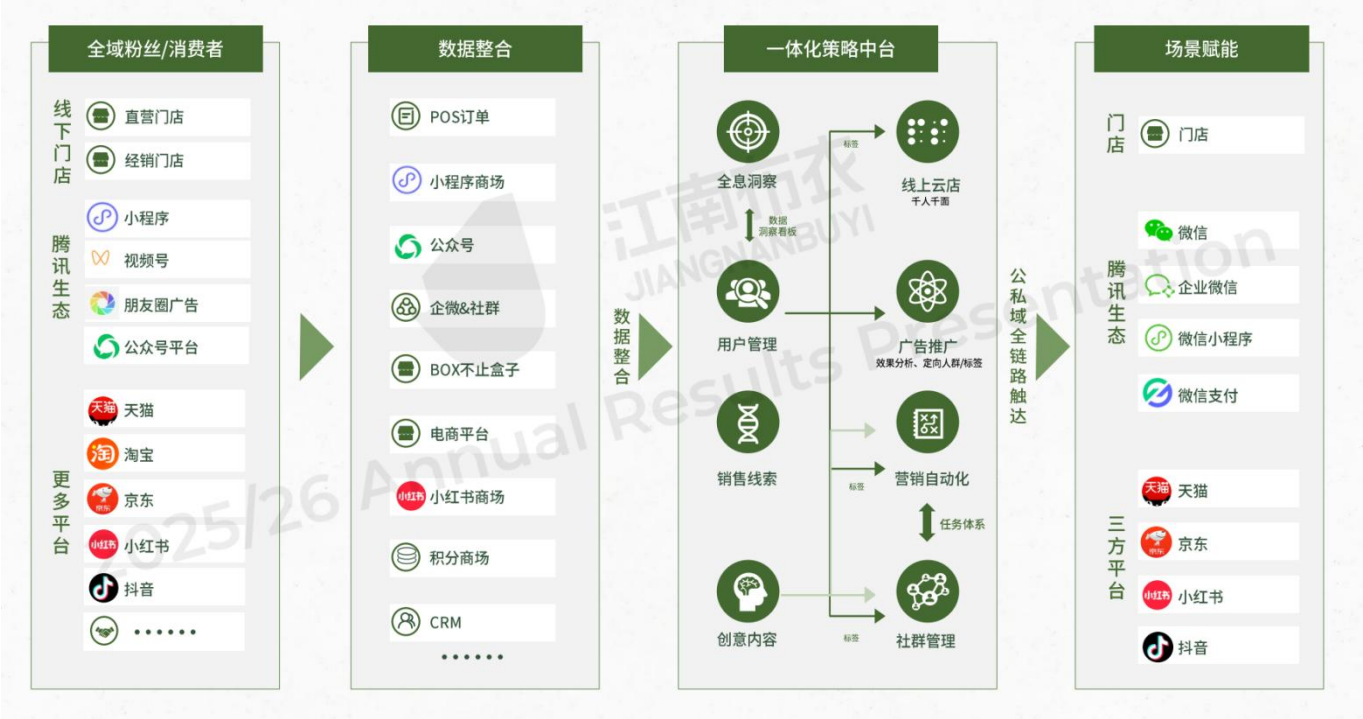
4.2 会员管理：从积分打折到 LTV 经营

4.2.1 江南布衣：中国高端女装会员运营代表

下载日志已记录，仅供内部参考

江南布衣以会员运营为核心构建全域零售模式，并形成一定竞争壁垒。公司以设计力较强的产品为基础，形成覆盖实体门店、以腾讯生态为主的私域及第三方平台公域的全链路触达，并整合全渠道用户数据、打通线上线下货盘，实现多场景之间在产品推送、销售转化、用户管理等方面的协同，通过全域获客、数智化支撑及高粘性服务构建竞争壁垒。

图 31：江南布衣形成以粉丝经济为核心的全域零售模式



资料来源：江南布衣公告、信达证券研发中心

江南布衣是国内高端女装会员运营的代表，其会员体系已从积分打折工具逐步升级为特权与服务，并转向用户生命周期价值（LTV）经营。公司会员体系无入会门槛，通过自动化生命周期管理，以低打扰方式维持会员活跃；积分在 7 折以上商品按 1 元=1 积分累积，线下门店、天猫、小程序三端互通。2024 财年公司升级会员权益，会员可享受全品牌福利及十年维修服务。其中，“BOX+不止盒子”为付费穿搭服务，由专业搭配师根据会员需求及喜好进行搭配，会员可在家试穿、先试后买；该服务整合公司旗下多个品牌，提供更多搭配组合，部分单一品牌会员会通过该服务尝试并购买公司其他品牌产品，提升会员价值。

图 32：江南布衣的会员服务

措施	核心权益
基础入会	无门槛入会、自动化生命周期管理
会员折扣	消费享正价商品 9 折优惠
积分权益	7 折及以上商品：1 元=1 积分 7 折及以下商品：2 元=1 积分
生日礼遇	正价商品 8 折（限购买 3 件）
跨品牌权益（2024 年升级）	“一卡畅享全品牌福利”
增值服务	专享十年维修与换季洗护

下载日志已记录，仅供内部参考

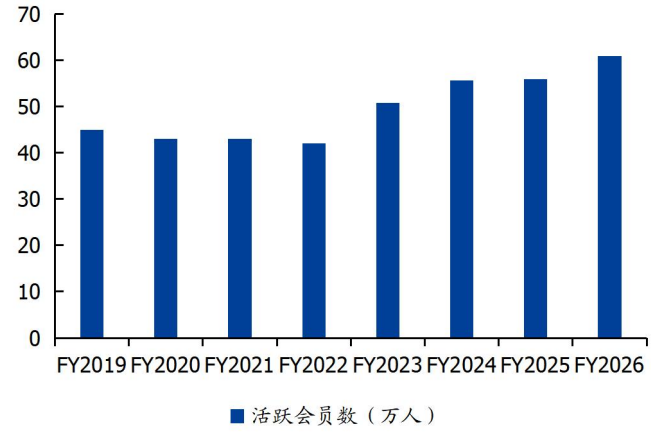
订阅"BOX+不止盒子"	一年 6 次“先试后买”，搭配师按会员标签选 3-5 件当季新款盲盒寄送、退回免运费

资料来源：江南布衣小程序、信达证券研发中心

通过会员管理，公司积累了规模较大且忠诚度较高的用户群体，会员贡献占比较高。FY2026 公司收入 60.46 亿元（+9.0%）、净利润 9.97 亿元（+11.1%），会员贡献零售额占总零售额逾 80%；活跃会员账户数（口径为过去 12 个月内任意连续 180 天消费 2 次及以上的去重账户）超 61.4 万个（FY2025：56.8 万个），其中年消费超 5000 元的高价值会员超 36 万个（FY2025：33.7 万个），贡献零售额 52.0 亿元（FY2025：48.6 亿元），占线下渠道零售总额六成以上。高价值会员约占活跃会员的 59%，人均年消费约 1.44 万元，消费水平较高。

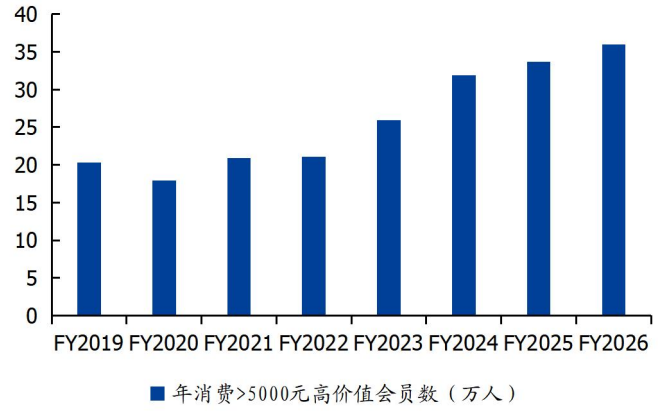
江南布衣的会员经营经历了由规模向质量、再向单客价值的进阶。第一，FY2020-FY2022 活跃会员数停滞，但会员贡献占比由约 70%升至 80%以上，增长引擎由会员规模转向会员质量与规模并重。第二，FY2023 起活跃会员恢复增长，会员基数与活跃度同步扩张。第三，公司明确不以折扣获客，FY2026 毛利率维持在 66.6%的较高水平，会员贡献与价格纪律并不冲突。

图 33：江南布衣活跃会员数（万人）



资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 34：江南布衣年消费>5000 元高价值会员数（万人）



资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 35：江南布衣的高价值会员数和消费贡献

	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026
高价值会员消费零售额（亿元）	24.7	21	26.1	27.8	35.4	44.9	48.6	52
年消费>5000 元高价值会员数（万人）	20.3	17.9	20.9	21.1	25.9	31.9	33.7	36
高价值会员占线下渠道零售额比重	超四成	超四成	超四成	超五成	超六成	超六成	超六成	超六成
高价会员人均消费	1.22	1.17	1.25	1.32	1.37	1.41	1.44	1.44

资料来源：江南布衣年报、信达证券研发中心

4.2.2 SMCP 的 VIP 客户管理

SMCP 的 VIP 体系基于集团级客户数据中台，全品牌共用多渠道客户数据库。2025 年欧洲活跃客户超 340 万，公司按购买金额与频次分层，高活跃客户获得特别礼遇，新系列上市时为核心客户举办预览接待会，并提供独家活动、私密特卖与新品预览邀请。工具层面，Maje 于 2018 年在法国、美国、英国 60 家门店上线导购 clienteling App，导购可通过移动端查询顾客信息、跨店库存并安排居家配送，顾客可在店内浏览 lookbook，获得个性化推荐；集团正在部署覆盖全品牌的 clienteling 应用与数字造型顾问。正式会员计划以 Maje 的“M for Maje”为代表，权益包括年度“My Day

下载日志已记录，仅供内部参考

with Maje”自选一天全单 8 折、每月“金票”抽取 500 欧元礼品卡、免费简单改衣及活动邀请。

图 36：SMCP 客户管理体系

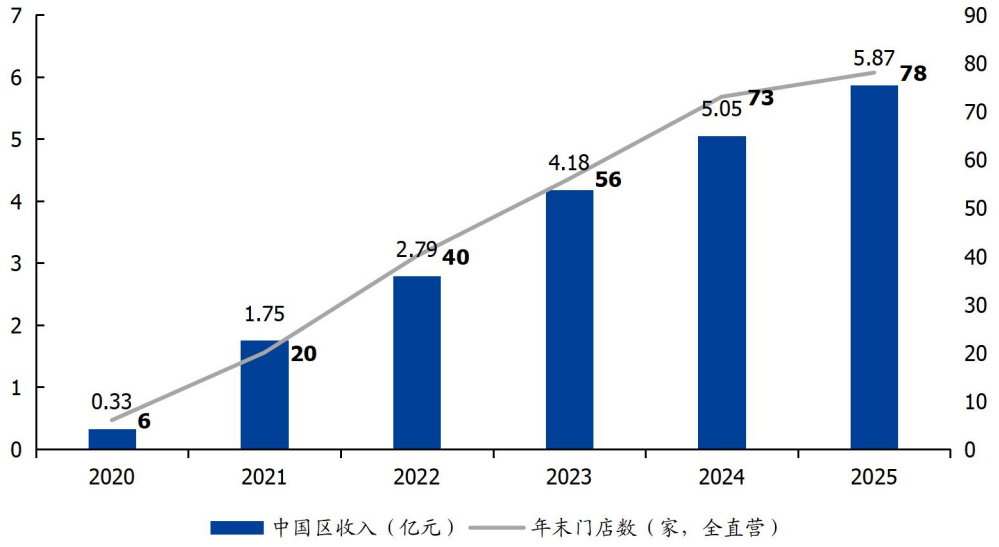
维度	详情
数据中台	全品牌（除 Fursac）共用多渠道客户数据库
分层逻辑	按购买金额与频次分层
核心权益	新系列预览接待会、独家活动、私密特卖、新品预览邀请
导购工具	Clienteling App，集团正部署全品牌应用与数字造型顾问
会员计划样本	Maje “M for Maje”：年度自选一天全单 8 折、每月抽 500 欧元礼品卡、免费简单改衣
体验 KPI	集团加权 NPS 从 2024 年 73 升至 2025 年 77
全渠道价值	全渠道客户消费额约为普通客户 2 倍
海外渠道	海外市场部分依赖百货会员体系（如 Bloomingdale's Loyallist 三倍积分覆盖 Sandro/Maje），自有体系颗粒度低于中国同业

资料来源：SMCP 2025 财年业绩公告、FashionNetwork、信达证券研发中心

4.2.3 self-portrait 私域运营：国际品牌势能+本土私域运营

self-portrait 是国际轻奢品牌势能+本土集团会员运营的成功案例。self-portrait 中国区收入从 2020 年 0.33 亿元增至 2025 年 5.87 亿元（CAGR 约 78%），2025 年毛利率 80.5%、为歌力思集团最高。歌力思以 3000 万元合资对价、五年再造一个近 6 亿元且毛利率 80%+的品牌，验证了通过收购获取国际品牌区域所有权+集团化运营赋能模式的可行性。

图 37：歌力思旗下 self-portrait 收入情况及门店数（单位：亿元）



资料来源：歌力思年报、信达证券研发中心

self-portrait 品牌私域运营复盘，从种草蓄力到私域沉淀的增长闭环：

1）小红书种草蓄力：歌力思集团层面构建了以小红书为核心，联动品牌官方账号、店铺导购账号、博主达人账号、明星与头部 KOL 的全面引流矩阵，并通过植入《玫瑰的故事》等热播剧集、明星穿搭等方式持续吸粉。

下载日志已记录，仅供内部参考

2）高势能首店压缩品牌爬坡期：品牌 2020 年 5 月将中国首家品牌专卖店落子北京 SKP，以顶级渠道势能一次性确立高端心智；当年开设的 6 家直营门店均取得不俗表现，验证高势能点位+强运营模型的可复制性。

3）代言人投放：2023 年 2 月 14 日，self-portrait 官宣赵丽颖出任品牌代言人。2024 年 2 月 14 日，官宣赵丽颖升任全球品牌代言人，并发布 2024 春夏广告大片《微光》。品牌进入“国际轻奢前列”叙事，小红书粉丝突破 12 万。2026 年 3 月 6 日，品牌官宣刘诗诗出任全球品牌代言人并发布 2026 春夏广告大片，WWD 等海内外媒体同步报道，形成赵丽颖、刘诗诗双全球代言人（及品牌面孔 Jisoo）的代言人矩阵，流量资产持续累积。

4）IP 事件：self-portrait 通过各种联名事件，丰富丰富 IP 叙事层次。2024 年品牌与 Christopher Kane 推出合作系列并拓展时尚珠宝产品线，2026 年联合知名摄影师在北京举办年度“自画像派对”。

5）大店标杆：品牌持续以旗舰级空间承接私域运营与会员活动。2025 年元旦，北京三里屯 300 平方米概念店正式开业，店内设计灵活、便于展示新季时装，成为线下标杆门店的旗舰载体。配合门店高质量扩张，品牌线下收入持续增长。

Self-portrait 形成私域运营闭环：小红书种草蓄力、高势能大店进行流量承接与体验转化、代言人与 IP 事件进行声量放大与心智强化、会员与 VIP 活动进行私域沉淀与复购，环节相互咬合，支撑品牌收入快速成长，成为歌力思多品牌矩阵中增长与盈利能力双高的标杆品牌。

图 38：歌力思旗下 self-portrait 发展时间线

时间	动作	目的
2019 年末	歌力思与圣珀齐知识产权有限公司设立合资企业	获得中国大陆地区所有权和经营权
2020 年	中国首家专卖店落户北京 SKP	首店即锚定最高层级商场，建立品牌势能
2020-2021 年	线上开设天猫旗舰店+小红书店铺	线上验证产品力，2021 年线上收入增长超 3 倍
2022 年	天猫 GMV 突破 2 亿元；门店快速扩张至 20 家	线上数据证明品牌力，为线下谈判提供筹码
2023 年	官宣赵丽颖为品牌代言人	从"小众设计师品牌"破圈到"大众认知品牌"
2024 年	赵丽颖升任全球品牌代言人；与 Jisoo（金智秀）合作拍摄春夏大片	国内国际双线背书，品牌势能达到顶峰
2024-2025 年	北京三里屯 300 ㎡概念店开业；门店达 73 家	地标级大店+规模化扩张

资料来源：歌力思年报、界面新闻，搜狐。Vogue，新浪，新华网，信达证券研发中心

4.3 小结：会员与私域运营

分平台看，社媒粉丝资产呈“天猫>抖音>小红书”结构。品牌间的差异主要体现在抖音与内容电商。小红书承担种草与高客单转化职能，各品牌粉丝量级普遍在 8 万-18 万之间，self-potrait 的小红书粉丝数量在与之对标的国际轻奢品牌相比规模居前。抖音与视频号有着明显差距：JNBY 抖音 178.8 万粉丝，显著高于同业（第二名玛丝菲尔 50.9 万），与其“文艺女性”客群的内容消费特征匹配，构成视频号月销过亿的流量基础；地素 DAZZLE 则以天猫 473 万粉丝领先，体现其大众流量运营能力。

图 39：主要高端女装品牌社媒粉丝数对比（2025 年）

下载日志已记录，仅供内部参考

品牌	小红书粉丝	抖音粉丝	天猫/淘宝粉丝	微博粉丝
JNBY	15.1 万	178.8 万	130.4 万	58.5 万
self-portrait	14 万	22.9 万	121 万	7.4 万
DAZZLE	9.3 万	46.2 万	473 万	20.8 万
ICICLE 之禾	17.6 万	32.5 万	217 万	5 万
Marisfrolg 玛丝菲尔	14.2 万	50.9 万	135 万	1.9 万
Koradior 珂莱蒂尔	8.5 万	27.4 万	197 万	16.2 万
NAERSI	10.5 万	15.5 万	102 万	46 万
ELLASSAY	7.6 万	19.7 万	162 万	6.5 万

资料来源：各社交平台、信达证券研发中心

从实践看私域运营工具大致可分为四类，江南布衣在工具组合和执行层面具备一定优势。主要工具包括：（1）企业微信导购 1V1。通过企业微信等触达方式从消费者需求出发，通过专属搭配师、专属直播导购、专属社群、专属特权等打造服务温度，强化用户互动，注重用户特权，构建每个会员的专属服务温度。（2）VIP 沙龙/新品预览会。歌力思主品牌 ELLASSAY 的 VIP 座谈会、私享预览会、一日店长及活动 IP“优雅派”已形成较成熟运营；公司 2021 年建成 CDP 平台，小程序累计新客 91 万、私域会员 57 万。self-portrait 将预览会作为新店开业的标准环节。（3）小程序商城+社群促活。会员日、积分兑换、生日礼等构成固定促活节奏，JNBY 直营店小程序销售占比为 15%。（4）视频号/小红书直播。JNBY 视频号月销售额过亿元；赢家时尚 2025 年视频号销售 1.35 亿元，同比+117%，为增速较快的线上渠道之一。

会员深度指标的披露程度存在差异，一定程度上反映品牌在会员运营上的分化。江南布衣逐年披露活跃会员数、高价值会员数及消费额、复购率等指标，会员指标链相对完整；会员量化数据亦显示，公司对会员资产的量化管理程度较高。预计后续其他高端女装品牌在会员管理方面也将逐步提高精细化水平。

5. 投资建议

我们认为，存量时代，高端女装行业的核心筛选变量是商品、渠道与会员的体系化能力，建议关注：江南布衣、歌力思、地素时尚、赢家时尚。

江南布衣（3306.HK）：会员资产对收入形成支撑。商品端，“四年产品生命周期”将折扣由被动清库存转为主动排期，FY2026 年报显示存货周转约 166 天，处于女装行业较优水平；渠道端，渠道分层与商品生命周期相对应；会员端，FY2026 活跃会员贡献线下零售额逾 60%，36 万高价值会员为核心资产。

歌力思（603808.SH）：折扣控制较好，国际品牌运营贡献增量。商品端，存货由 2023 年高点 9.45 亿元降至 2025 年 7.29 亿元；2026 上半年公司综合毛利率 70.91%，同比+4.2pct。渠道端，国际品牌以直营为主，高势能门店卡位 SKP、三里屯等核心商圈。

地素时尚（603587.SH）：商品改革处于验证期。2025 年启动“提深度、促快反、系列化、冬季战役”四大方向商品改革，新品售罄率与折扣率双升，初步释放信号；

下载日志已记录，仅供内部参考

2026H1 公司收入+3.63%，收入增速转正，扣非利润增 32.91%，初步验证了公司会员转型与快反机制深化有所成效。

赢家时尚（3709.HK）：商品体系推进较早。公司 2023 年提出“卓越商品体系”，以“黄金三角”商品结构与智能商品管理系统推进货场匹配；2025 年启动 SCM 系统，80%成品采购集中于 20%核心供应商；毛利率 76.6%，为四家可比公司最高；1356 家直营门店掌握终端定价与折扣控制权。

图 40：盈利预测（单位：亿元）

股票简称	证券代码	总市值（亿元人民币）	归母净利润（亿元人民币）			PE		
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
江南布衣	03306	105.83	8.93	9.74	10.48	11.86	10.86	10.10
歌力思	603808	31.83	1.65	2.12	2.55	19.30	15.00	12.48
地素时尚	603587	58.76	2.60	2.88	3.21	22.56	20.39	18.30
赢家时尚	03709	25.20	3.97	4.75	5.11	6.35	5.31	4.93

资料来源：iFind、信达证券研发中心（注：盈利预测均取自 iFind 一致预期，估值日期截至 2026/10/14）

6. 风险提示

（1）国内消费需求复苏不及预期

高端女装作为可选消费品，需求与宏观经济及居民消费意愿高度相关。若消费复苏力度偏弱，终端零售及同店销售可能承压，并引发库存积压与减值压力，拖累经营业绩。

（2）商品体系改革兑现不及预期

公司商品体系改革成效需时间验证，若新品动销不及预期或改革节奏滞后，收入与毛利率改善可能低于预期，短期费用投入也可能拖累利润释放。

（3）国际轻奢在华策略调整超预期

国际轻奢品牌在华关店、收缩或定价策略调整若超出预期，可能引发市场份额与价格体系重构，行业竞争格局变化的方向与受益程度存在不确定性。

（4）行业竞争加剧导致折扣压力上行

行业参与者增多叠加电商大促与奥莱渠道扩张，终端折扣存在加深趋势。若品牌被迫加大促销力度，正价销售占比下降将侵蚀毛利率，并可能损害品牌调性与长期价值。

下载日志已记录，仅供内部参考

研究团队简介

姜文镪，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士 。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，具备 4 年多消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖黄金珠宝、两轮车、跨境电商、宠物等赛道。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 15%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～15%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。