

**买入**
**疫情下预计短期业绩承压，静待拐点来临**
**江南布衣 (3306.HK)**

2022-5-26 星期四

**投资要点**

目标价:	<b>10.6 港元</b>
现价:	8.26 港元
预计升幅:	28.3%

**受疫情等因素扰动下，预计短期业绩承压：**

公司于22上半财年（截至2021年12月31日）收入同比+7.3%，毛利率同比+1.8pp至63.3%，尽管上半财年有经营环境波动及新闻事件的影响，公司稳健的业绩体现出品牌韧性。进入下半财年，3月中下旬以来受到上海及各地局部疫情对社会消费产生显著冲击，而华东地区占公司线下渠道布局门店数的40%（截至12月31日华东797个店，内地总门店数1,974个），2022年3月至5月至今疫情冲击下零售门店线下客流量较去年同期有显著减少。据终端调研，1-2月经营环境平稳且在春节因素下公司旗下品牌的门店延续了21自然年下半年以来的稳健增长，3-4月公司旗下门店零售额较去年同期有约2成跌幅，短期承压，静待疫情拐点。

**重要数据**

日期	2022/5/25
收盘价（港元）	8.26
总股本（亿股）	5.19
总市值（亿港元）	42.85
净资产（亿港元）	20.7
总资产（亿元）	50.4
52周高低（港元）	20.92/7.9
每股净资产（港元）	4.00

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

**会员体系健康，夯实品牌运营及供应链内功，着眼长期高质量成长：**

公司粉丝体系维持高粘性，会员消费占比超过七成，会员基数庞大且稳步提升（530万人以上，环比提升约8%），年消费超5000元的会员贡献了超过4成线下渠道零售总额。在后疫情阶段，公司通过数字化、精细化管理夯实供应链内功。应对措施包括通过存货共享系统、出台退换货政策与经销商共渡时艰、积极发展以粉丝为核心的全域零售体系等；以及针对疫情动态化管理，当疫情向好时，通过快反追单能力寻求更高增量机会。全域模式下，公司数智零售（依托微系小程序、抖音及小红书）取得突破，依托于微系小程序的微商城+不止盒子年初至今零售额增长超50%。公司秉承长期主义，坚定投入有利于品牌长期发展的事项，保持长期品牌力建设及渠道质量提升的大方向不变。

**维持买入评级，目标价为10.6港元：**

**我们的观点：**尽管疫情压力下公司短期业绩承压，但相信阴霾终将散去，静待疫情拐点来临。公司具备独特的设计师文化，新品牌孵化及多品牌运营能力已获验证，看好中长期成长为多品牌设计师服装集团。公司近年维持约75%派息率，预计未来派息政策稳定。预计22E至24E财年营收分别为40.1/45.8/52.1亿元，同比-2.9%/+14.1%/+13.9%；归母净利润分别为5.1/5.6/6.4亿元，同比-20.7%/+9.5%/+14.5%。公司目标价为10.6港元，维持买入评级，对应22E PE约9倍。

**主要股东**

Ninth Investment Limited	29.84%
Ninth Capital Limited	29.32%
TCT (BVI) Limited	7.65%

**相关报告**
**研究部**

姓名：李承儒  
 SFC: BLN914  
 电话：0755-21519182  
 Email: licr@gyzq.com.hk

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,099	4,126	4,009	4,575	5,210
同比增长 (%)	-7.7%	33.1%	-2.9%	14.1%	13.9%
毛利率	59.7%	62.9%	62.3%	62.5%	62.7%
归母净利润	347	647	514	562	644
同比增长 (%)	-28.5%	86.7%	-20.7%	9.5%	14.5%
归母净利润率	11.2%	15.7%	12.8%	12.3%	12.4%
每股盈利	0.68	1.30	1.03	1.13	1.29
PE@8.26HKD	10.1	5.3	6.6	6.1	5.3

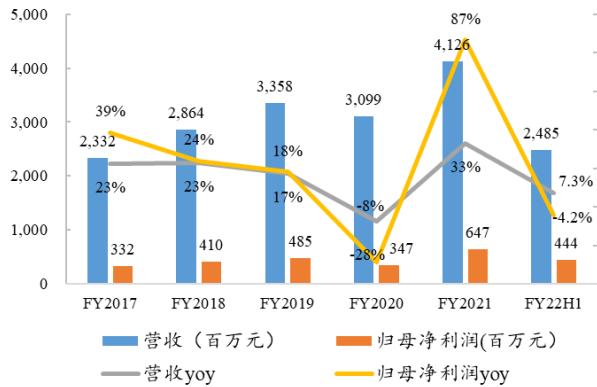
数据来源：wind、公司年报、国元证券经纪（香港）预测

## 报告正文

受疫情等因素扰动下，预计短期业绩承压：

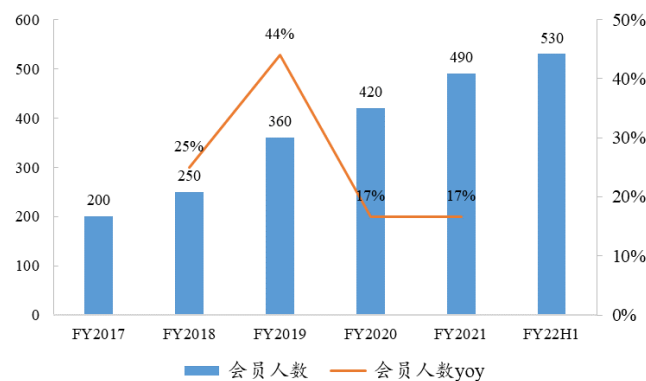
公司于2022上半财年（截至2021年12月31日）收入同比+7.3%，毛利率同比+1.8pp至63.3%，尽管上半财年有经营环境波动及新闻事件的影响，公司稳健的业绩体现出品牌韧性。进入下半财年，3月中下旬以来受到上海及各地局部疫情对社会消费产生显著冲击，而华东地区占公司线下渠道布局门店数的40%（截至12月31日华东797个店，总门店数1,974个），2022年3月至5月至今疫情冲击下零售门店线下客流量较去年同期有显著减少。据渠道调研，1-2月经营环境平稳且在春节因素下公司旗下品牌的门店延续了21自然年下半年以来的稳健增长，3-4月公司旗下门店零售额较去年同期有约2成跌幅，短期承压，静待疫情拐点。

图1：江南布衣集团营收和归母净利润



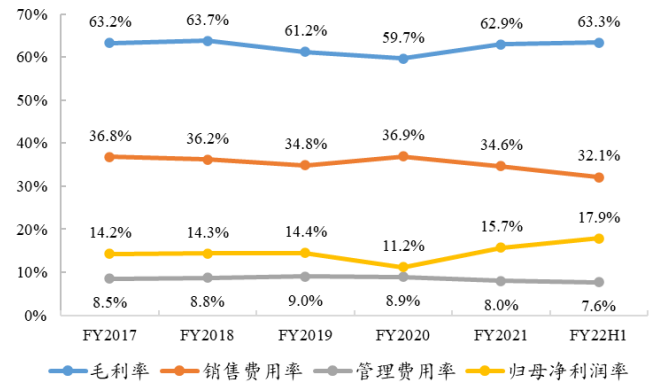
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图3：江南布衣集团会员人数



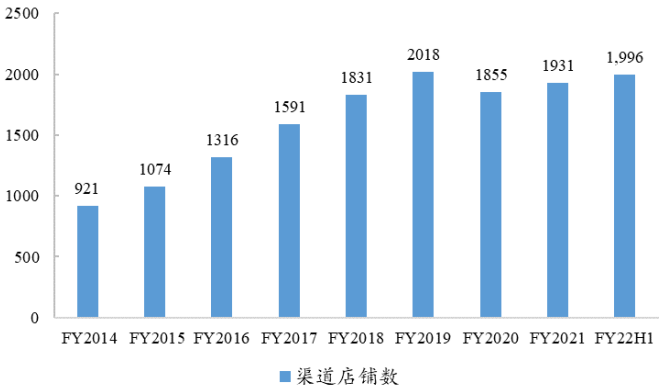
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图2：江南布衣集团毛利率、费用率及归母净利润率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图4：江南布衣集团渠道店铺数



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**会员体系健康，夯实品牌运营及供应链内功，着眼长期高质量成长：**

公司粉丝体系维持高粘性，会员消费占比超过七成，会员基数庞大且稳步提升（530 万人以上，环比提升约 8%），年消费超 5000 元的会员贡献了超过 4 成线下渠道零售总额。在后疫情阶段，公司通过数字化、精细化管理夯实供应链内功。应对措施包括通过存货共享系统、出台退换货政策与经销商共渡时艰、积极发展以粉丝为核心的全域零售体系等；以及针对疫情动态化管理，当疫情向好时，通过快反追单能力寻求更高增量机会。全域模式下，公司数智零售（依托微系小程序、抖音及小红书）取得突破，依托于微系小程序的微商城+不止盒子年初至今零售额增长超 50%。公司秉承长期主义，坚定投入有利于品牌长期发展的事项，保持长期品牌力建设及渠道质量提升的大方向不变。

**维持买入评级，目标价为 10.6 港元：**

**我们的观点：**尽管疫情压力下公司短期业绩承压，但相信阴霾终将散去，静待疫情拐点来临。公司具备独特的设计师文化，新品牌孵化及多品牌运营能力已获验证，看好中长期成长为多品牌设计师服装集团。公司近年维持约 75% 派息率，预计未来派息政策稳定。预计 22E 至 24E 财年营收分别为 40.1/ 45.8/ 52.1 亿元，同比-2.9%/ +14.1%/ +13.9%；归母净利润分别为 5.1/ 5.6/ 6.4 亿元，同比 -20.7%/ +9.5%/ +14.5%。公司目标价为 10.6 港元，维持买入评级，对应 22E PE 约 9 倍。

**风险提示：**

疫情反复影响客流量及消费力、行业竞争格局恶化、新品推广不及预期。

## 财务报表摘要

### 资产负债表

单位: 百万元

会计年度	FY2020	FY2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>2,106</b>	<b>2,489</b>	<b>2,638</b>	<b>2,798</b>	<b>2,979</b>
现金	337	549	608	631	656
应收账款	97	119	131	144	159
应收关联方款项及预付款	253	244	251	258	266
存货	904	707	778	894	1,028
短期银行存款	246	739	739	739	739
<b>非流动资产</b>	<b>728</b>	<b>1,330</b>	<b>1,389</b>	<b>1,453</b>	<b>1,522</b>
物业、厂房及设备	324	398	438	482	530
有使用权资产	196	640	653	666	679
递延税项资产	186	201	207	213	219
无形资产	14	16	16	17	18
其他	8	75	75	75	75
<b>资产总计</b>	<b>2,834</b>	<b>3,819</b>	<b>4,027</b>	<b>4,251</b>	<b>4,501</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,257</b>	<b>1,636</b>	<b>1,702</b>	<b>1,772</b>	<b>1,846</b>
短期借款	188	244	263	284	307
应付账款	182	256	264	272	280
应付关联方款及应计费用	438	666	697	730	764
合同负债	327	310	316	322	329
其他	123	160	162	164	166
<b>非流动负债</b>	<b>92</b>	<b>466</b>	<b>480</b>	<b>494</b>	<b>508</b>
递延税项负债	15	16	17	18	19
租赁	66	126	132	139	146
应付关联款及应计费用	11	324	331	337	344
<b>负债合计</b>	<b>1,348</b>	<b>2,102</b>	<b>2,182</b>	<b>2,266</b>	<b>2,354</b>
股本	5	5	5	5	5
储备	1,481	1,712	1,840	1,981	2,142
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1,486	1,716	1,845	1,985	2,146
<b>负债及权益合计</b>	<b>2,834</b>	<b>3,819</b>	<b>4,027</b>	<b>4,251</b>	<b>4,501</b>

### 现金流量表

会计年度	FY2020	FY2021	2022E	2023E	2024E
<b>除税前溢利</b>	<b>486</b>	<b>887</b>	<b>703</b>	<b>776</b>	<b>888</b>
折旧摊销	61	254	209	218	227
利息收入	-17	-32	-2	-5	-5
营运资金变动	-73	772	-42	-87	-104
已付所得税	-205	-209	-190	-213	-244
其它	417	-336	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>669</b>	<b>1,337</b>	<b>678</b>	<b>688</b>	<b>762</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-257</b>	<b>-536</b>	<b>-260</b>	<b>-271</b>	<b>-284</b>
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-294</b>	<b>-581</b>	<b>-359</b>	<b>-394</b>	<b>-453</b>
现金净增加额	118	220	59	23	24
现金期初金额	216	337	549	608	631
现金期末金额	337	549	608	631	656

### 利润表

单位: 百万元

会计年度	FY2020	FY2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>3,099</b>	<b>4,126</b>	<b>4,009</b>	<b>4,575</b>	<b>5,210</b>
营业成本	-1,250	-1,529	-1,511	-1,716	-1,943
毛利	1,850	2,597	2,497	2,860	3,267
销售费用	-1,145	-1,429	-1,475	-1,700	-1,941
管理费用	-276	-328	-327	-380	-432
其他损益	56	44	10	0	0
<b>营业利润</b>	<b>485</b>	<b>884</b>	<b>705</b>	<b>780</b>	<b>893</b>
财务收入/(费用)净额	1	3	-2	-5	-5
<b>除税前溢利</b>	<b>486</b>	<b>887</b>	<b>703</b>	<b>776</b>	<b>888</b>
所得税	-140	-239	-190	-213	-244
净利润	347	647	514	562	644
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>347</b>	<b>647</b>	<b>514</b>	<b>562</b>	<b>644</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.68</b>	<b>1.30</b>	<b>1.03</b>	<b>1.13</b>	<b>1.29</b>

### 主要财务比率

会计年度	FY2020	FY2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>					
营业收入yoy	-7.7%	33.1%	-2.9%	14.1%	13.9%
营业利润yoy	-24.8%	82.2%	-20.2%	10.6%	14.5%
归母净利润yoy	-28.5%	86.7%	-20.7%	9.5%	14.5%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	59.7%	62.9%	62.3%	62.5%	62.7%
净利率	11.2%	15.7%	12.8%	12.3%	12.4%
归母净利润率	11.2%	15.7%	12.8%	12.3%	12.4%
ROE	23.9%	40.4%	28.8%	29.4%	31.2%

### 偿债能力

资产负债率	47.6%	55.1%	54.2%	53.3%	52.3%
负债权益比	90.7%	122.5%	118.3%	114.2%	109.7%
流动比率	1.7	1.5	1.5	1.6	1.6
速动比率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1

### 营运能力

存货周转天数	258	192	179	178	181
应收帐款天数	12.5	9.6	11.4	11.0	10.6

### 每股资料 (元)

每股收益	0.68	1.30	1.03	1.13	1.29
每股净资产	2.9	3.4	3.7	4.0	4.3

### 估值比率

PE@8.26HKD	10.1	5.3	6.6	6.1	5.3
PB	2.8	2.4	2.2	2.1	1.9

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责条款

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来自于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>