

买入
业绩韧性凸显，维持高派息率
江南布衣 (3306.HK)

2022-9-14 星期三

投资要点

目标价: **11.6 港元**
 现价: 9.41 港元
 预计升幅: 23.3%

重要数据

日期	2022/9/13
收盘价 (港元)	9.41
总股本 (亿股)	5.19
总市值 (亿港元)	48.8
净资产 (亿港元)	19.7
总资产 (亿港元)	45.6
52 周高低 (港元)	18.76/6.76
每股净资产 (港元)	3.80

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

Ninth Investment Limited	29.84%
Ninth Capital Limited	29.32%
TCT (BVI) Limited	7.41%

相关报告

江南布衣 (3306.HK) 更新报告: 疫情下
 预计短期业绩承压, 静待拐点来临
 -20220526

研究部

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

➤ FY22 疫情下业绩韧性凸显，成长品牌 LESS 表现出色：

公司于 FY22 收入同比-1.0%至 40.9 亿元，毛利率同比+0.9pp 至 63.8%，归母净利润同比-13.6%至 5.6 亿元。期内公司门店数同比+25 个至 1,956 个，可比同店销售增长率为-3.7%。尽管上半财年和下半财年分别受到舆情和外部疫情影响，公司稳健的业绩体现出旗下设计师品牌的经营韧性。FY22 财年成熟品牌 JNBY 收入+0.6%至 23.1 亿元，占总营收之比为 57%；成长品牌 Less/速写/童装收入分别+17.8%/ -6.8%/ -10%至 4.6 亿元/ 6.5 亿元/ 5.9 亿元。FY22 集团数智零售（含不止盒子、微商城、多元化社交电商等）GMV 同比+132%达 6.5 亿元，大部分体现在实体店可比同店中。

➤ 毛利率逆势提升，存货周转健康，维持 75% 的较高派息率：

FY22 集团毛利率同比上升 0.9pp 至 63.8%，其中成熟品牌 JNBY 毛利率提升 1.0pp 至 64.5%，成长品牌 less/速写/童装毛利率分别+1.0pp/ +2.0pp/ -2.4pp。主要品牌除童装外毛利率均有提升，体现集团在品牌力建设上的成效。销售/管理费用率分别+2.4pp/ +1.2pp 至 37.0%和 9.2%，主要由于公司对品牌推广和人才储备的投入，使得财报期间净利润落后于收入增长。期内存货周转天数同比-2 天至 190 天，期末存货值平稳增长 17%至 8.3 亿元，在疫情考验下保持健康水平。公司派息率维持 75%，延续一贯派息政策。

➤ 会员体系稳健发展，预计于 FY25 实现百亿零售计划：

公司粉丝体系维持高粘性，期内会员数量同比+22%达 598 万名，会员消费占比超过七成；年消费超 5000 元的活跃会员贡献了超 4 成线下渠道零售总额，活跃会员数量达 21.1 万名，维持平稳。展望未来，疫情影响下公司将百亿零售额的目标顺延至 FY25 财年，对应报表端约 60 亿收入。

➤ 维持买入评级，目标价为 11.6 港元：

我们的观点：当下消费升级与消费降级并存，具有独特调性和强产品力的品牌仍将受到消费者青睐。公司多元化的品牌组合使其在波动的外部环境中保持业绩韧性。疫情进展仍为短期变量，看好公司中长期保持多品牌设计师服装集团的领先地位。预计 FY23E 至 FY25E 营收分别为 45.9/ 53.5/ 60.1 亿元，同比+12%/ +16%/ +12%；归母净利润分别为 5.9/ 7.4/ 9.0 亿元，同比 +6%/ +25%/ +21%。目标价 11.6 港元，维持买入评级，对应 23E PE 约 8.3 倍。

人民币百万元	2021A	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
营业收入	4,126	4,086	4,591	5,350	6,009
同比增长 (%)	33.1%	-1.0%	12.4%	16.5%	12.3%
毛利率	62.9%	63.8%	64.0%	64.6%	65.5%
归母净利润	647	559	595	744	901
同比增长 (%)	86.7%	-13.6%	6.4%	25.1%	21.2%
归母净利润率	15.7%	13.7%	13.0%	13.9%	15.0%
每股盈利	1.30	1.12	1.19	1.49	1.81
PE@9.41HKD	6.0	7.0	6.5	5.2	4.3

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 预测

报告正文

FY22 疫情下业绩韧性凸显，成长品牌 LESS 表现出色：

公司于 2022 财年（截至 2022/6/30）收入同比-1.0%至 40.9 亿元，毛利率同比+0.9pp 至 63.8%，归母净利润同比-13.6%至 5.6 亿元。期内公司门店数同比+25 个至 1,956 个，可比同店销售增长率为-3.7%。尽管上半财年和下半财年分别受到舆情和外部疫情影响，公司稳健的业绩体现出旗下设计师品牌的经营韧性。FY22 财年成熟品牌 JNBY 收入+0.6%至 23.1 亿元，占总营收之比为 57%；成长品牌 Less/速写/童装收入分别+17.8%/ -6.8%/ -10%至 4.6 亿元/ 6.5 亿元/ 5.9 亿元。FY22 集团数智零售（含不止盒子、微商城、多元化社交电商等）GMV 同比+132%达 6.5 亿元，大部分体现在实体店可比同店中。

拆分 FY22 下半财年（22 自然年 1-6 月），FY22 下半财年收入同比-11.6%至 16.0 亿元，归母净利润同比-37.4%至 1.2 亿元。分品牌看，FY22 下半财年成熟品牌江南布衣收入同比-11.0%至 8.7 亿元，成长品牌 Less/速写/童装收入分别+8.2%/ -15.4%/ -20.5%。FY22 下半财年业绩承压的主要原因是 3 月中下旬华东及各地疫情对零售环境有较大冲击，公司华东地区门店数占总数达 40%，据测算得 3-4 月期间门店零售额有 2 成以上同比跌幅。短期疫情动态仍为重要变量，但最悲观时刻已过。

图 1：江南布衣集团营收和归母净利润

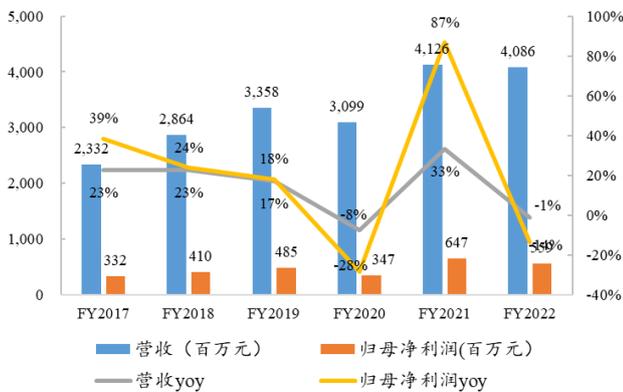
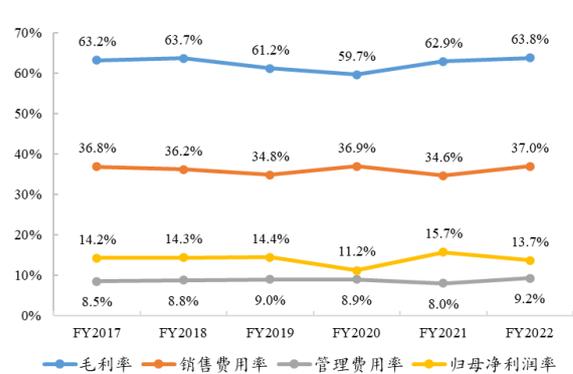


图 2：江南布衣集团毛利率、费用率及归母净利率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

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

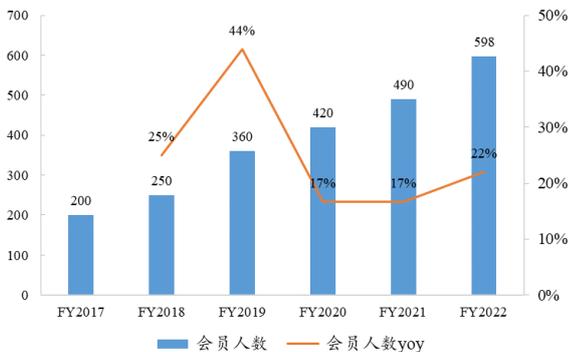
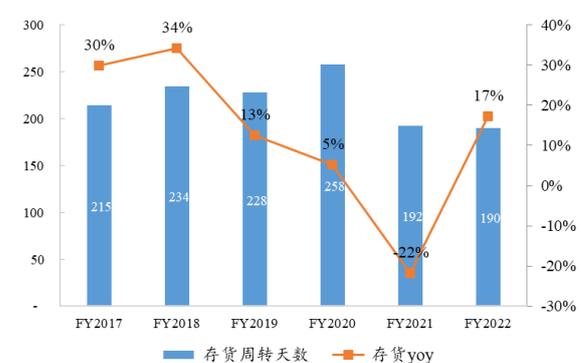


图 4：江南布衣集团存货周转天数及存货变动情况



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

毛利率逆势提升，存货周转健康，维持 75% 的较高派息率：

FY22 集团毛利率同比上升 0.9pp 至 63.8%，其中成熟品牌 JNBY 毛利率提升 1.0pp 至 64.5%，成长品牌 less/速写/童装毛利率分别+1.0pp/+2.0pp/-2.4pp。主要品牌除童装外毛利率均有提升，体现集团在品牌力建设上的成效。销售/管理费用率分别+2.4pp/+1.2pp 至 37.0%和 9.2%，主要由于公司对品牌推广和人才储备的投入，使得财报期间净利润落后于收入增长。期内存货周转天数同比-2 天至 190 天，期末存货值平稳增长 17%至 8.3 亿元，在疫情考验下保持健康水平。期内公司派息率维持在 75%，延续一贯派息政策。

会员体系稳健发展，预计于 FY25 实现百亿零售计划：

公司粉丝体系维持高粘性，期内会员数量同比+22%达 598 万名，会员消费占比超过七成；年消费超 5000 元的活跃会员贡献了超 4 成线下渠道零售总额，活跃会员数量达 21.1 万名，维持平稳。在后疫情阶段，公司将动态管理，措施包括夯实供应链快反内功及提升货品效率；同时坚持健康可持续发展的策略大方向不变，坚持建设品牌力/设计力/全域零售内功，坚持人才梯队，并储备充沛的现金流以抵御风险。展望未来，疫情影响下公司将百亿零售额的目标顺延至 FY25 财年，对应报表端约 60 亿收入。

维持买入评级，目标价为 11.6 港元：

我们的观点：当下零售环境消费升级与消费降级并存，具有独特调性和强产品力的品牌仍将受到消费者青睐。公司多元化的品牌组合使其在波动的外部环境中保持业绩韧性。疫情进展仍为短期变量，看好公司中长期保持多品牌设计师服装集团的领先地位。预计 23E 至 25E 财年营收分别为 45.9/ 53.5/ 60.1 亿元，同比+12.4%/+16.5%/+12.3%；归母净利润分别为 5.9/ 7.4/ 9.0 亿元，同比 +6.4%/+25.1%/+21.2%。公司目标价为 11.6 港元，维持买入评级，对应 23E PE 约 8.3 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

会计年度	FY2021	FY2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,489	2,180	2,341	2,538	2,773
现金	549	592	610	645	694
应收账款	119	104	114	125	138
应收关联方款项及预付款	244	271	279	287	296
存货	707	829	953	1,096	1,261
短期银行存款	739	384	384	384	384
非流动资产	1,330	1,720	1,788	1,861	1,939
物业、厂房及设备	398	451	496	546	600
有使用权资产	640	720	734	749	764
递延税项资产	201	243	250	258	265
无形资产	16	19	20	21	22
其他	75	288	288	288	288
资产总计	3,819	3,900	4,129	4,399	4,712
流动负债	1,636	1,749	1,814	1,883	1,955
短期借款	244	149	161	174	188
应付账款	256	289	298	307	316
应付关联方款及应计费用	666	772	808	845	885
合同负债	310	300	306	312	319
其他	160	238	241	245	248
非流动负债	466	466	481	496	512
递延税项负债	16	12	13	13	14
租赁	126	168	176	185	195
应付关联款及应计费用	324	286	291	297	303
负债合计	2,102	2,215	2,295	2,379	2,467
股本	5	5	5	5	5
储备	1,712	1,680	1,829	2,015	2,240
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1,716	1,685	1,834	2,020	2,245
负债及权益合计	3,819	3,900	4,129	4,399	4,712

会计年度	FY2021	FY2022	2023E	2024E	2025E
除税前溢利	887	776	815	1,019	1,235
折旧摊销	254	325	235	245	256
利息收入	-32	0	-2	-3	-3
营运资金变动	772	-77	-90	-108	-128
已付所得税	-209	-217	-220	-275	-333
其它	-336	46	0	0	0
经营活动现金流	1,337	853	737	879	1,026
投资活动现金流	-536	190	-293	-308	-324
筹资活动现金流	-581	-1,002	-426	-536	-653
现金净增加额	220	41	18	35	50
现金期初金额	337	549	592	610	645
现金期末金额	549	592	610	645	694

会计年度	FY2021	FY2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,126	4,086	4,591	5,350	6,009
营业成本	-1,529	-1,478	-1,653	-1,894	-2,073
毛利	2,597	2,607	2,938	3,456	3,936
销售费用	-1,429	-1,511	-1,708	-1,969	-2,193
管理费用	-328	-377	-413	-465	-505
其他损益	44	57	0	0	0
营业利润	884	776	817	1,022	1,238
财务收入/(费用)净额	3	0	-2	-3	-3
除税前溢利	887	776	815	1,019	1,235
所得税	-239	-217	-220	-275	-333
净利润	647	559	595	744	901
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	647	559	595	744	901
EPS (元)	1.30	1.12	1.19	1.49	1.81

会计年度	FY2021	FY2022	2023E	2024E	2025E
成长性					
营业收入yoy	33.1%	-1.0%	12.4%	16.5%	12.3%
营业利润yoy	82.2%	-12.2%	5.3%	25.0%	21.1%
归母净利润yoy	86.7%	-13.6%	6.4%	25.1%	21.2%
盈利能力					
毛利率	62.9%	63.8%	64.0%	64.6%	65.5%
净利率	15.7%	13.7%	13.0%	13.9%	15.0%
归母净利率	15.7%	13.7%	13.0%	13.9%	15.0%
ROE	40.4%	32.9%	33.8%	38.6%	42.3%

资产负债率	55.1%	56.8%	55.6%	54.1%	52.4%
负债权益比	122.5%	131.4%	125.2%	117.8%	109.9%
流动比率	1.5	1.2	1.3	1.3	1.4
速动比率	1.1	0.8	0.8	0.8	0.8

存货周转天数	192	190	197	197	207
应收帐款天数	9.6	10.0	8.7	8.2	8.0

每股收益	1.30	1.12	1.19	1.49	1.81
每股净资产	3.4	3.4	3.7	4.1	4.5

PE@9.41HKD	6.0	7.0	6.5	5.2	4.3
PB	2.7	2.8	2.6	2.3	2.1

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

免责声明

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源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>