

买入
业绩快速复苏，高派息高股息标的
江南布衣 (3306.HK)

2023-9-12 星期二

投资要点

 目标价: **12.80 港元**
 现价: 9.45 港元
 预计升幅: 35.4%

重要数据

日期	2023/9/12
收盘价 (港元)	9.45
总股本 (亿股)	5.19
总市值 (亿港元)	49.0
净资产 (亿港元)	21.5
总资产 (亿港元)	44.1
52 周高低 (港元)	11.50/5.61
每股净资产 (港元)	4.16

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	29.71%
TCT (BVI) Limited	6.83%

相关报告
研究部

 姓名: 何丽敏
 SFC: BTG784
 电话: 0755-82846267
 Email: helm@gyzq.com.hk

➤ **FY23 收入同比+9%，23 年 1-6 月复苏超预期，电商及自营表现亮眼：**公司于 2023 财年（截至 2023/6/30）收入同比+9.3%至 44.7 亿元，归母净利润同比+11.2%至 6.2 亿元。期内可比同店销售增长为 9.1%。其中，1H/ 2H 收入分别同比-5.0%/+31.5%，1H/2H 归母净利润分别同比-16.2%/+116.9%。分品牌看，成熟品牌及成长品牌 Less 延续优秀表现，童装业务恢复。FY23 财年成熟品牌 JNBY 收入同比+8.7%至 25.1 亿元，占总营收 56%；成长品牌 Less/速写/童装收入分别+14.0%/+4.7%/+12%。分渠道看，FY2023 自营/经销/电商收入分别同比+10.9%/+1.7%/+24.5%至 18.5/ 17.6/ 8.5 亿元。

➤ **毛利率达历史新高，存货周转健康，保持 75%的高派息率：**FY23 集团毛利率同比+1.5pp 至 65.3%。主要品牌毛利率提升，其中成熟品牌 JNBY 毛利率+2.7pp 至 67.2%，成长品牌 less/速写/童装毛利率分别+1.3pp/+0.8pp/-0.6pp。毛利率提升主因公司品牌及产品设计美誉度佳，产品溢价能力加强，以及 FY23H2 线下销售恢复后直营占比提升。公司于过往期间坚定投入品牌力及人才梯队建设，销售/管理费用率分别+1.0pp/+0.7pp 至 38.0%和 10.0%。期内存货周转天数持平至 190 天，期末存货值同比-5%至 7.9 亿。

➤ **会员体系稳健成长，粉丝高粘性，FY26 百亿零售目标不变：**截至 23/6/30 线上全平台粉丝数达 778 万人，会员数同比+16%达 691 万人，活跃会员同比+21%至 50.8 万人；年消费超 5000 元的活跃会员数同比+23%至 25.9 万人，贡献了超 6 成线下渠道零售额。展望未来，公司 FY26 百亿零售额目标不变，对应报表收入 60 亿。在实现路径及目标上，成熟品牌保持中高单位数的复合健康增长，成长品牌增长更高，新兴品牌进阶为成长品牌。

➤ **维持买入评级，目标价为 12.80 港元：**

我们的观点：公司以设计及品牌驱动引领，粉丝持续增长并维持强粘性，我们认为具有独特调性和强产品力的品牌仍将受到消费者青睐。公司为高派息高股息标的，按收盘日计股息率达 9% 以上。预计 FY24E 至 FY26E 营收分别为 50.1 / 55.5 / 61.3 亿元，同比+12.2%/+10.7%/+10.5%；归母净利润分别为 7.1 / 7.9 / 9.0 亿元，同比+13.6%/+12.2%/+13.8%。公司目标价为 12.80 港元，维持买入评级，对应 FY24E PE 约 8.4 倍。

人民币百万元	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	4,086	4,465	5,011	5,547	6,132
同比增长 (%)	-1.0%	9.3%	12.2%	10.7%	10.5%
毛利率	63.8%	65.3%	65.4%	65.5%	65.6%
归母净利润	559	621	706	792	902
同比增长 (%)	-13.6%	11.2%	13.6%	12.2%	13.8%
归母净利润率	13.7%	13.9%	14.1%	14.3%	14.7%
每股盈利	1.12	1.24	1.41	1.58	1.80
PE@9.45HKD	7.0	6.3	5.6	5.0	4.4

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 预测

报告正文

FY23 收入同比+9%，23 年 1-6 月业绩复苏超预期，电商及自营渠道表现亮眼：

公司于 2023 财年(截至 2023/6/30)收入同比+9.3%至 44.7 亿元，归母净利润同比+11.2%至 6.2 亿元。期末公司门店数同比-56 个至 1,990 个，可比同店销售增长为 9.1%。其中，1H/ 2H 收入分别同比-5.0%/ +31.5%，1H/2H 归母净利润分别同比-16.2%/ +116.9%。全年毛利率同比+1.8pp 至 65.3%，其中 1H/ 2H 毛利率分别为 64.7%/ 66.1%，1H/ 2H 毛利率分别同比+1.3pp/ +1.5pp。

分品牌看，成熟品牌及成长品牌 Less 延续优秀表现，童装业务恢复。FY23 财年成熟品牌 JNBY 收入同比+8.7%至 25.1 亿元，占总营收 56%；成长品牌 Less/速写/童装收入分别+14.0%/ +4.7%/ +12%至 5.3/ 6.8/ 6.7 亿元。

分渠道看，线下自营渠道在 23 年展现强劲的恢复与弹性。FY2023 公司自营/经销/电商渠道收入分别同比+10.9%/+1.7%/+24.5%至 18.5/ 17.6/ 8.5 亿元。于 FY23H2 (23 自然年 1-6 月)，自营/经销/电商渠道收入分别同比+43%/ +18%/ +32%。

毛利率达历史新高，存货周转健康，保持 75%的高派息率：

FY23 集团毛利率同比+1.5pp 至 65.3%。主要品牌毛利率提升，其中成熟品牌 JNBY 毛利率+2.7pp 至 67.2%，成长品牌 less/速写/童装毛利率分别+1.3pp/ +0.8pp/ -0.6pp。毛利率提升主因公司品牌及产品设计美誉度佳，产品溢价能力加强，以及 FY23H2 线下销售恢复后直营占比提升。公司于过往期间坚定投入品牌力及人才梯队建设，销售/管理费用率分别+1.0pp/ +0.7pp 至 38.0%和 10.0%。期内营运健康，存货周转天数持平至 190 天，期末存货值同比-5%至 7.9 亿元。公司派息率维持在 75%，延续一贯派息政策。

会员体系稳健成长，粉丝高粘性，FY26 百亿零售目标不变：

公司粉丝体系维持高粘性。截至 23/6/30 线上全平台粉丝数达 778 万人，会员数同比+16%达 691 万人，活跃会员同比+21%至 50.8 万人；年消费超 5000 元的活跃会员数同比+ 23%至 25.9 万人，贡献了超 6 成线下渠道零售总额。**展望未来**，公司 FY26 百亿零售额目标不变，对应报表收入为 60 亿元。在实现路径及目标上，成熟品牌保持中高单位数的复合健康增长，成长品牌增长更高，新兴品牌进阶为成长品牌。

表 1：江南布衣按品牌收入摘要

	2018-06-30	2019-06-30	2020-06-30	2021-06-30	2022-06-30	2023-06-30	2022-12-31	2023-6-30
单位：百万元	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	1HFY23	2HFY23
成熟品牌								
-JNBY 收入	1,622	1,879	1,762	2,299	2,312	2,513	1,371	1,142
yoy	19%	16%	-6%	31%	1%	9%	-5%	31%
毛利率	63.6%	61.9%	61.1%	63.5%	64.5%	67.2%	66.3%	68.3%
成熟品牌占总收入	57%	56%	57%	56%	57%	56%	58%	54%
成长品牌收入	1,197	1,408	1,263	1,740	1,699	1,866	946	920
yoy	26%	18%	-10%	38%	-2%	10%	-6%	32%
毛利率	64.5%	61.3%	60.0%	62.8%	63.2%	63.7%	62.9%	64.4%
-Less 收入	238	287	261	391	461	526	243	283
yoy	41%	21%	-9%	50%	18%	14%	-6%	40%
毛利率	69.4%	66.3%	62.0%	66.4%	67.4%	68.7%	67.8%	69.5%
-速写 CROQUIS 收入	565	645	557	692	645	676	352	323
yoy	16%	14%	-14%	24%	-7%	5%	-9%	26%
毛利率	66.8%	64.1%	61.8%	61.9%	63.9%	64.7%	63.9%	65.6%
-童装 jnby by JNBY 收入	394	476	444	657	593	665	351	314
yoy	34%	21%	-7%	48%	-10%	12%	-1%	32%
毛利率	58.1%	54.4%	56.7%	61.6%	59.2%	58.6%	58.6%	58.6%
新兴品牌收入	45	71	75	87	75	85	42	43
yoy	207%	58%	6%	16%	-14%	13%	0%	32%
毛利率	51.5%	40.8%	19.3%	51.0%	57.2%	46.4%	48.9%	43.9%
总收入	2,864	3,358	3,099	4,126	4,086	4,465	2,360	2,105
yoy	23%	17%	-8%	33%	-1%	9%	-5%	31%
毛利率	63.7%	61.2%	59.7%	62.9%	63.8%	65.3%	64.7%	66.1%
归母净利润	410	485	347	647	559	621	372	250
yoy	24%	18%	-28%	87%	-14%	11%	-16%	117%
归母净利润率	14.3%	14.4%	11.2%	15.7%	13.7%	13.9%	15.8%	11.9%
经营活动现金流	379	336	669	1,337	853	939		

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

表 2：江南布衣经营指标

	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
会员数（万名）	250	360	420	490	598	691
yoy	25%	44%	17%	17%	22%	16%
总门店数	1831	2018	1855	1931	1956	1990
可比同店销售增长	8.9%	3.4%	-4.9%	19.3%	-3.7%	9.1%
存货周转天数	234	228	258	192	190	191
应收账款周转天数	62	57	56	52	67	62

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

维持买入评级，目标价为 12.80 港元：

我们的观点：公司以设计及品牌驱动引领，粉丝持续增长并维持强粘性，我们认为具有独特调性和强产品力的品牌仍将受到消费者青睐。公司为高派息高股息标的，23 财年派息率 75%，按收盘日计股息率达 9% 以上。预计 FY24E 至 FY26E 营收分别为 50.1 / 55.5 / 61.3 亿元，同比+12.2% / +10.7% / +10.5%；归母净利润分别为 7.1 / 7.9 / 9.0 亿元，同比+13.6% / +12.2% / +13.8%。公司目标价为 12.80 港元，维持买入评级，对应 FY24E PE 约 8.4 倍。

风险提示：

消费复苏不及预期、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	FY2022	FY2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,180	2,223	2,400	2,596	2,818
现金	592	525	569	612	659
应收账款	104	125	133	141	149
应收关联方款项及预付款	271	292	301	310	319
存货	829	790	909	1,045	1,202
短期银行存款	384	488	488	488	488
非流动资产	1,720	1,843	1,914	1,989	2,070
物业、厂房及设备	451	463	509	560	616
有使用权资产	720	770	785	801	817
递延税项资产	243	254	262	270	278
无形资产	19	20	21	23	24
其他	288	336	336	336	336
资产总计	3,900	4,066	4,313	4,585	4,888
流动负债	1,749	1,616	1,671	1,728	1,788
短期借款	149	100	107	116	125
应付账款	289	236	243	251	258
应付关联方款项及应计费用	772	689	721	755	790
合同负债	300	369	376	384	391
其他	238	222	222	222	223
非流动负债	466	469	485	501	519
递延税项负债	12	5	6	6	6
租赁	168	220	231	242	254
应付关联款及应计费用	286	244	249	253	259
负债合计	2,215	2,084	2,155	2,229	2,307
股本	5	5	5	5	5
储备	1,680	1,977	2,153	2,351	2,577
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1,685	1,982	2,158	2,356	2,581
负债及权益合计	3,900	4,066	4,313	4,585	4,888

现金流量表

会计年度	FY2022	2023E	2024E	2025E	2026E
除税前溢利	776	851	967	1,085	1,235
折旧摊销	325	235	249	259	270
利息收入	0	-7	-5	-6	-6
营运资金变动	-77	-177	-89	-107	-126
已付所得税	-217	-230	-261	-293	-333
其它	46	267	0	0	0
经营活动现金流	853	939	860	939	1,040
投资活动现金流	190	-240	-306	-321	-338
筹资活动现金流	-1,002	-772	-511	-574	-655
现金净增加额	41	-73	44	43	47
现金期初金额	549	592	525	569	612
现金期末金额	592	525	569	612	659

利润表

单位: 百万元

会计年度	FY2022	FY2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,086	4,465	5,011	5,547	6,132
营业成本	-1,478	-1,548	-1,734	-1,914	-2,109
毛利	2,607	2,917	3,278	3,633	4,023
销售费用	-1,511	-1,695	-1,884	-2,080	-2,269
管理费用	-377	-446	-491	-533	-583
其他损益	57	82	70	70	70
营业利润	776	858	972	1,091	1,241
财务收入/(费用)净额	0	-7	-5	-6	-6
除税前溢利	776	851	967	1,085	1,235
所得税	-217	-230	-261	-293	-333
净利润	559	621	706	792	902
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	559	621	706	792	902
EPS (元)	1.12	1.24	1.41	1.58	1.80

主要财务比率

会计年度	FY2022	FY2023	2024E	2025E	2026E
成长性					
营业收入yoy	-1.0%	9.3%	12.2%	10.7%	10.5%
营业利润yoy	-12.2%	10.6%	13.3%	12.2%	13.8%
归母净利润yoy	-13.6%	11.2%	13.6%	12.2%	13.8%
盈利能力					
毛利率	63.8%	65.3%	65.4%	65.5%	65.6%
净利率	13.7%	13.9%	14.1%	14.3%	14.7%
归母净利率	13.7%	13.9%	14.1%	14.3%	14.7%
ROE	32.9%	33.9%	34.1%	33.5%	36.5%

偿债能力

资产负债率	56.8%	51.3%	50.0%	48.6%	47.2%
负债权益比	131.4%	105.2%	99.9%	94.6%	89.4%
流动比率	1.2	1.4	1.4	1.5	1.6
速动比率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9

营运能力

存货周转天数	190	191	179	186	194
应收帐款天数	10.0	9.4	9.4	9.0	8.6

每股资料 (元)

每股收益	1.12	1.24	1.41	1.58	1.80
每股净资产	3.4	4.0	4.3	4.7	5.2

估值比率

PE@9.45HKD	7.0	6.3	5.6	5.0	4.4
PB	2.8	2.4	2.2	2.0	1.8

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>