

买入
高粘性会员及同店驱动增长，释放经营杠杆
江南布衣 (3306.HK)

2024-3-5 星期二

投资要点

目标价：**20.30 港元**
 现价：**14.54 港元**
 预计升幅：**39.6%**

重要数据

日期	2024/3/4
收盘价 (港元)	14.54
总股本 (亿股)	5.19
总市值 (亿港元)	75.4
净资产 (亿港元)	25.1
总资产 (亿港元)	50.0
52 周高低 (港元)	15.50/7.43
每股净资产 (港元)	4.83

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	29.78%
TCT (BVI) Limited	6.04%

相关报告

江南布衣 (3306.HK) 更新报告: 业绩快速复苏, 高派息高股息标的-20230912

研究部

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

业绩远超预期, FY24H1 收入/利润同比+26%/+54%, 派特别股息:

于 FY24H1 (截至 2023/12/31 止 6 个月), 公司收入同比+26.1%至 29.8 亿元, 净利润同比+54.5%至 5.7 亿元, 经营活动产生的现金流为 10.6 亿元, 公司分派特别股息, 期内 EPS 为 1.14 元, 每股分派普通股股息/特别股息分别 0.42/0.36 人民币元; 分红政策为年度分红比例不低于 75%。

主品牌和 Less 品牌、线下自营渠道引领增长。收入方面, 成熟品牌 JNBY 同比+24.0%, 成长品牌 Less/速写/童装同比分别+38.5%/+17.2%/+36.3%。线下自营/线下经销/电商收入同比+36.7%/+18.2%/+24.2%。

折扣优化驱动毛利率提升, 增长由同店驱动, 显著释放经营杠杆:

于 FY24H1 期内, 公司同店增长为 **23.9%**。门店数稳定, 23 年底/22 年底的门店数分别为 2,036/2,004 个。毛利率同比+0.8pp 至 65.5%, 毛利率提升主因零售折扣改善单位数, 以及线下恢复后直营占比提升。疫情期间公司坚定投入品牌及人才, FY24H1 正向经营杠杆显著。销售费用率同比-3.5pp 至 31.1%, 管理费用率同比-0.7pp 至 8.3%, 归母净利润率+3.5pp 至 19.3%。存货周转天数为 137 天(去年同期为 191 天), 期末存货值同比-18%至 7.5 亿。

以产品力及品牌为基, 会员活跃度提升, 高价值会员增加购买:

公司深耕粉丝经济, 会员粘性强且活跃度在 2023 下半年自然年显著提升——体现为活跃会员&高价值会员增幅超出整体会员增幅。截至 2023/12/31, 公司会员数同比+16%至 744 万名; 活跃会员 (180 天内消费 2 次以上) 新高, 同比+30%至 55.3 万名, 而 2020-2022 年疫情期间活跃会员稳定在 41-43 万名。2023 自然年, 高价值会员 (年购买超 5000 元) 同比+40%至 30.8 万名。展望未来, 公司 FY26 百亿零售额目标不变, 对应报表收入 60 亿以上。

维持买入评级, 目标价为 20.30 港元:

我们的观点: 公司作为设计师品牌服装集团, 独特设计力和品牌运营能力构筑高粘性粉丝经济护城河, 在波动环境下展现稳健的经营能力和韧性。现有品牌仍为主要动力, 多品牌可持续规模化运营。公司是高派息高股息价值标的, 截至收盘日测算股息率达 12%。预计 FY24E 至 FY26E 营收为 52.0/57.7/63.8 亿元, 同比+16.5%/+10.8%/+10.6%; 归母净利为 8.4/9.4/10.4 亿元, 同比+34.4%/+12.1%/+11.4%。目标价 20.30 港元, 对应 FY25E PE 10 倍。

人民币百万元	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	4,086	4,465	5,204	5,766	6,375
同比增长(%)	-1.0%	9.3%	16.5%	10.8%	10.6%
归母净利润	559	621	835	936	1,042
同比增长(%)	-13.6%	11.2%	34.4%	12.1%	11.4%
归母净利润率	13.7%	13.9%	16.0%	16.2%	16.4%
每股 EPS	1.12	1.24	1.67	1.87	2.08
PE@14.54 HKD	10.8	9.7	7.2	6.5	5.8

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 预测

报告正文

业绩远超预期，FY24H1 收入/利润同比+26%/+54%，派特别股息：

于 FY24H1（截至 2023/12/31 止 6 个月），公司收入同比+26.1%至 29.8 亿元，净利润同比+54.5%至 5.7 亿元，经营活动产生的现金流为 10.6 亿元，公司分派特别股息，期内 EPS 为 1.14 元，每股分派普通股股息/特别股息分别 0.42/ 0.36 人民币元；分红政策为年度分红比例不低于 75%。

主品牌和 Less 品牌、线下自营渠道引领增长。收入方面，成熟品牌 JNBY 同比+24.0%，成长品牌同比+ 29.7%，其中 Less/速写/童装同比分别+38.5%/ +17.2%/ +36.3%。线下自营/线下经销/电商收入同比+36.7%/ +18.2%/ +24.2%，线下自营/线下经销/电商的收入占比分别为 40%/ 42%/ 18%。

折扣优化驱动毛利率提升，增长由同店驱动，显著释放经营杠杆：

于 FY24H1 期内，公司同店增长为 23.9%。门店数稳定，23 年底/22 年底的门店数分别为 2,036/ 2,004 个。毛利率同比+0.8pp 至 65.5%，毛利率提升主因零售折扣改善单位数，以及线下恢复后直营占比提升。疫情期间公司坚定投入品牌及人才，FY24H1 正向经营杠杆显著。销售费用率同比-3.5pp 至 31.1%，管理费用率同比-0.7pp 至 8.3%，归母净利润率+3.5pp 至 19.3%。营运管理稳健，公司的存货周转天数为 137 天(去年同期为 191 天)，期末存货值同比-18%至 7.5 亿。

以产品力及品牌为基，会员活跃度提升，高价值会员增加购买：

公司深耕粉丝经济，会员粘性强且活跃度在 2023 下半自然年显著提升——体现为活跃会员&高价值会员增幅超出整体会员增幅。截至 2023/12/31，公司会员数同比+16%至 744 万名；活跃会员(180 天内消费 2 次以上)新高，同比+30%至 55.3 万名，而 2020-2022 年疫情期间活跃会员稳定在 41-43 万名。2023 自然年，高价值会员（年购买超 5000 元）同比+40%至 30.8 万名。

展望未来，公司 FY26 百亿零售额目标不变，对应报表收入 60 亿以上。除一直以来的设计、运营与品牌投入外，2023 自然年同店的增长亦得益于过往几年的店铺形象升级动作。预计店铺形象升级将于 FY2024 年完成。据管理层，公司现阶段增长动力主要依靠旗下现有品牌，致力于持续提升设计力、品牌力以及与消费者粉丝的沟通触达。公司旗下各品牌距离天花板仍较远。

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	2023-12-31	2022-6-30	2023-6-30
单位：百万元	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	1HFY23	1HFY24	2HFY22	2HFY23
成熟品牌										
-JNBY 收入	1,622	1,879	1,762	2,299	2,312	2,513	1,371	1,700	872	1,142
yoy	19%	16%	-6%	31%	1%	9%	-5%	24%	-11%	31%
毛利率	63.6%	61.9%	61.1%	63.5%	64.5%	67.2%	66.3%	67.0%	65.2%	68.3%
成熟品牌占总收入	57%	56%	57%	56%	57%	56%	58%	57%	54%	54%
成长品牌收入	1,197	1,408	1,263	1,740	1,699	1,866	946	1,228	697	920
yoy	26%	18%	-10%	38%	-2%	10%	-6%	30%	-12%	32%
毛利率	64.5%	61.3%	60.0%	62.8%	63.2%	63.7%	62.9%	64.1%	63.7%	64.4%
-Less 收入	238	287	261	391	461	526	243	336	203	283
yoy	41%	21%	-9%	50%	18%	14%	-6%	39%	8%	40%
毛利率	69.4%	66.3%	62.0%	66.4%	67.4%	68.7%	67.8%	69.4%	68.3%	69.5%
-速写 CROQUIS 收入	565	645	557	692	645	676	352	413	256	323
yoy	16%	14%	-14%	24%	-7%	5%	-9%	17%	-15%	26%
毛利率	66.8%	64.1%	61.8%	61.9%	63.9%	64.7%	63.9%	65.6%	65.0%	65.6%
-童装 jnby by JNBY 收入	394	476	444	657	593	665	351	479	238	314
yoy	34%	21%	-7%	48%	-10%	12%	-1%	36%	-21%	32%
毛利率	58.1%	54.4%	56.7%	61.6%	59.2%	58.6%	58.6%	59.2%	58.3%	58.6%
新兴品牌收入	45	71	75	87	75	85	42	48	33	43
yoy	207%	58%	6%	16%	-14%	13%	0%	13%	-22%	32%
毛利率	51.5%	40.8%	19.3%	51.0%	57.2%	46.4%	48.9%	45.2%	68.8%	43.9%
总收入	2,864	3,358	3,099	4,126	4,086	4,465	2,360	2,976	1,601	2,105
yoy	23%	17%	-8%	33%	-1%	9%	-5%	26%	-12%	31%
毛利率	63.7%	61.2%	59.7%	62.9%	63.8%	65.3%	64.7%	65.5%	64.5%	66.1%
归母净利润	410	485	347	647	559	621	372	574	115	250
yoy	24%	18%	-28%	87%	-14%	11%	-16%	54%	-37%	117%
归母净利润率	14.3%	14.4%	11.2%	15.7%	13.7%	13.9%	15.8%	19.3%	7.2%	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

	2018-06-30	2019-06-30	2020-06-30	2021-06-30	2022-06-30	2023-06-30	2022-12-31	2023-12-31
会员数单位：万名	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	1HFY23	1HFY24
会员数	250	360	420	490	598	691	642	744.1
yoy	25%	44%	17%	17%	22%	16%	21%	16%
活跃会员(过去12个月内连续180天内消费2次及以上)	36	45	43	43	42	51	42	55
yoy	38%	25%	-4%	0%	-2%	21%	3%	30%
年购买金额5000元以上会员数		20	18	21	21	26	22	31
yoy			-12%	17%	1%	23%	7%	40%
总门店数	1831	2018	1855	1931	1956	1990	2,004	2,036
可比同店销售增长	8.9%	3.4%	-4.9%	19.3%	-3.7%	9.1%	-4%	24%
存货周转天数	234	228	258	192	190	191	191	137
应收账款周转天数	11	11	13	10	10	9	10	10

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 20.30 港元：

我们的观点：公司作为设计师品牌服装集团，独特的设计力和品牌运营能力构筑高粘性粉丝经济护城河，在波动的环境下展现稳健的经营能力和韧性。现有品牌仍为主要增长动力，多品牌可持续规模化运营。公司是高派息高股息价值标的，股息率达 12%。预计 FY24E 至 FY26E 营收为 52.0/ 57.7/ 63.8 亿元，同比+16.5%/ +10.8%/+10.6%；归母净利润为 8.4/ 9.4/ 10.4 亿元，同比+34.4%/+12.1%/ +11.4%。目标价 20.30 港元，对应 FY25E PE 10 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	2,252	2,485	2,742
现金	592	525	603	731	889
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	727	814	896
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	4,166	4,474	4,812
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	2,006	2,240	2,500
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	2,010	2,244	2,505
负债及权益合计	3,900	4,066	4,166	4,474	4,812

现金流量表

会计年度	FY2022	FY2023	2024E	2025E	2026E
除税前溢利	776	851	1,152	1,291	1,438
折旧摊销	325	235	249	259	270
利息收入	0	-7	-10	-12	-13
营运资金变动	-77	-177	93	-58	-51
已付所得税	-217	-230	-317	-355	-395
其它	46	267	0	0	0
经营活动现金流	853	939	1,166	1,125	1,249
投资活动现金流	190	-240	-301	-315	-331
筹资活动现金流	-1,002	-772	-787	-682	-760
现金净增加额	41	-73	78	128	158
现金期初金额	549	592	525	603	731
现金期末金额	592	525	603	731	889

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	5,204	5,766	6,375
营业成本	-1,478	-1,548	-1,780	-1,960	-2,161
毛利	2,607	2,917	3,424	3,806	4,214
销售费用	-1,511	-1,695	-1,847	-2,041	-2,250
管理费用	-377	-446	-494	-542	-593
其他损益	57	82	80	80	80
营业利润	776	858	1,162	1,302	1,451
财务收入/(费用)净额	0	-7	-10	-12	-13
除税前溢利	776	851	1,152	1,291	1,438
所得税	-217	-230	-317	-355	-395
净利润	559	621	835	936	1,042
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	559	621	835	936	1,042
EPS (元)	1.12	1.24	1.67	1.87	2.08

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%	16.5%	10.8%	10.6%
营业利润yoy	-12.2%	10.6%	35.5%	12.0%	11.4%
归母净利润yoy	-13.6%	11.2%	34.4%	12.1%	11.4%
盈利能力					
毛利率	63.8%	65.3%	65.8%	66.0%	66.1%
净利率	13.7%	13.9%	16.0%	16.2%	16.4%
归母净利率	13.7%	13.9%	16.0%	16.2%	16.4%
ROE	32.9%	33.9%	41.8%	41.5%	43.9%

偿债能力

资产负债率	56.8%	51.3%	51.7%	49.8%	47.9%
负债权益比	131.4%	105.2%	107.2%	99.3%	92.1%
流动比率	1.2	1.4	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0

营运能力

存货周转天数	190	191	156	143	144
应收帐款天数	10.0	9.4	9.1	8.7	8.3

每股资料 (元)

每股收益	1.12	1.24	1.67	1.87	2.08
每股净资产	3.4	4.0	4.0	4.5	5.0

估值比率

PE@14.54HKD	10.8	9.7	7.2	6.5	5.8
PB	4.3	3.7	3.6	3.2	2.9

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>