

# 江南布衣 (03306.HK)

## 2024 财年收入增长 17%，现金流充裕分红率高

优于大市

### 核心观点

**2024 财年业绩快速增长，现金流充裕分红率高。** 公司是国内领先的设计师品牌集团，旗下拥有分别处于成熟期、成长期、新兴期三大阶段的多个品牌。截至 2024/6/30 的 2024 财年，公司收入同比增长 17.3% 至 52.4 亿元，归母净利润同比增长 36.7% 至 8.5 亿元。收入增速行业领先主要基于多阶段品牌共同推动所带来的线下可比同店增长、门店规模增长，以及线上渠道的同步增长。毛利率同比+2.4 个百分点至 66.2%，反映公司零售折扣稳定、库存健康、以及坚持设计和品牌驱动下品牌溢价能力的提升；费用率优化，销售费用率同比-2.1 个百分点至 34.9%，归母净利率同比+2.5 个百分点至 16.2%。营运效率进一步提升，尤其存货周转天数受益于不断提升的快反追单能力，同比减少 33 天至 154 天。现金流充裕，经营性现金流净额 16.0 亿元，净现比达 1.9；充足的现金流支撑公司维持较高分红水平，中期股息+特别股息+年末股息合计每股派息 1.71 港元，分红率达 96.8%。

**下半财年收入同比+7.5%，毛利率进一步提升。** 下半财年（对应 2024 自然年上半年）在同期高基数以及宏观消费需求疲软的影响下，公司依然保持 7.5% 的稳健收入增速，同时毛利率和销售费用率维持优化趋势，分别同比+1.2/-1.9 个百分点。归母净利润同比增长 10.2% 至 2.7 亿元。

**各渠道各品牌均获得双位数增长，线上毛利率显著提升。** 1) **分渠道看：** 线上收入同比+18.4% 至 10.1 亿元；线下自营和经销收入分别同比+16.4%/17.7% 至 21.6/20.7 亿元。拆解上下半财年，线上及线下经销渠道上下半年均获得双位数增长，线下自营渠道下半财年受去年高基数影响小幅下滑 1.3%。各渠道毛利率均有提升，尤其线上渠道提升 2.3 个百分点。2) **分品牌看：** 主品牌收入同比+17.1% 表现稳定，占比 56.2%；速写收入同比+11.7%，占比 14.4%；童装 JNBY by JNBY 快速增长 21.4%，占比提升至 15.4%；新兴品牌收入+28.7% 显现潜力，占比 2.1%；成熟期、成长期品牌毛利率均有提升。

**风险提示：** 宏观经济大幅下行；市场竞争加剧；品牌形象受损；系统性风险。

**投资建议：业绩亮眼，把握低估值高分红龙头的配置机遇。** 公司业绩长期保持超越行业的快速且稳健的增长，同时盈利能力强、盈利质量高，现金流充裕，未来 3 年有意愿维持不低于 75% 的年度派息率。公司已于 9 月 10 日入港股通。基于当前仍然疲弱的宏观消费趋势，我们小幅下调 FY2025-2026 盈利预测，预计公司 FY2025-2027 净利润分别为 8.7/9.4/9.9 亿元（前值为 9.4/10.4 亿元），同比+2.4%/8.0%/6.2%。维持 17.5-19.2 港元目标价，对应 FY2025 PE 9.5-10.5x，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,465	5,238	5,611	5,961	6,236
(+/-%)	9.3%	17.3%	7.1%	6.2%	4.6%
净利润(百万元)	621.272	847.189	867.323	936.685	994.869
(+/-%)	11.2%	36.4%	2.4%	8.0%	6.2%
每股收益(元)	1.20	1.63	1.67	1.81	1.92
EBIT Margin	17.4%	21.7%	21.1%	21.5%	21.8%
净资产收益率 (ROE)	31.4%	39.1%	36.3%	35.7%	34.7%
市盈率 (PE)	10.5	7.7	7.5	7.0	6.5
EV/EBITDA	7.2	7.6	6.8	6.4	6.1
市净率 (PB)	3.3	3.0	2.7	2.5	2.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究 · 海外公司财报点评

#### 纺织服饰 · 服装家纺

证券分析师：丁诗洁

证券分析师：刘佳琪

0755-81981391

010-88005446

dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn

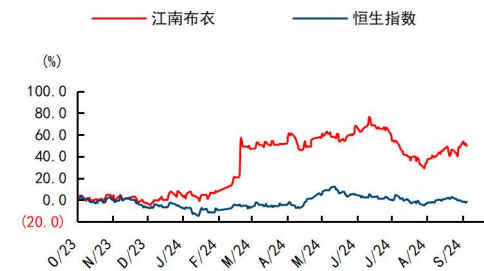
S0980520040004

S0980523070003

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	17.50 - 19.20 港元
收盘价	13.76 港元
总市值/流通市值	7138/7138 百万港元
52 周最高价/最低价	16.34/8.12 港元
近 3 个月日均成交额	10.21 百万港元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

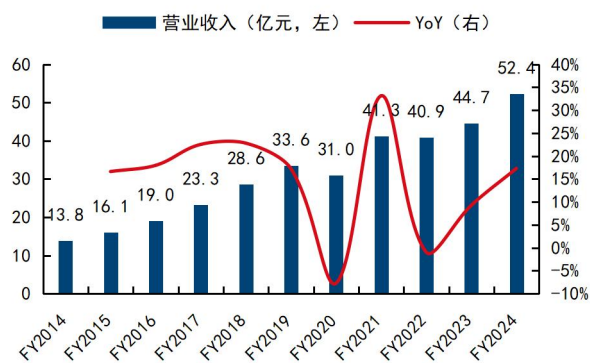
#### 相关研究报告

《江南布衣 (03306.HK) - 上半财年净利润增长 54%，各渠道均实现高质量增长》——2024-02-29

《江南布衣 (03306.HK) - 下半财年收入增长 32%，维持 75% 年度派息率》——2023-09-10

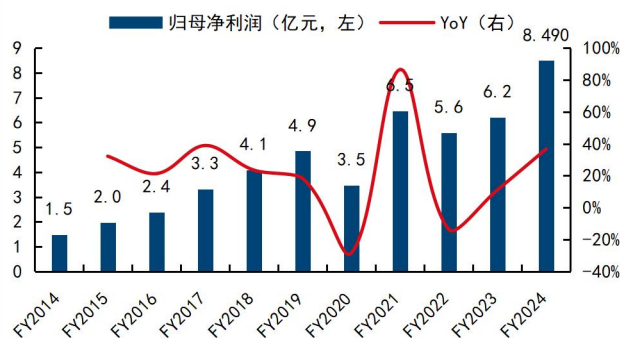
《江南布衣 (03306.HK) - 上半财年收入下滑 5%，品牌溢价能力提升》——2023-03-03

图1: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



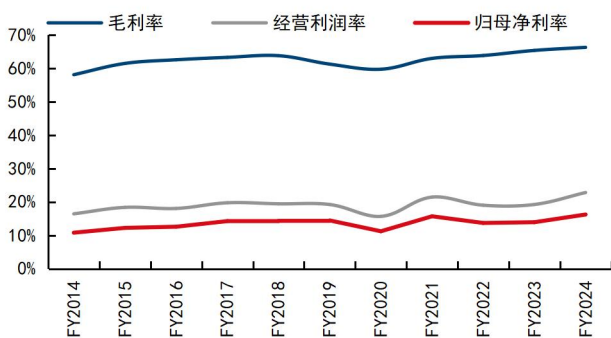
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司净利润及增速 (亿元, %)



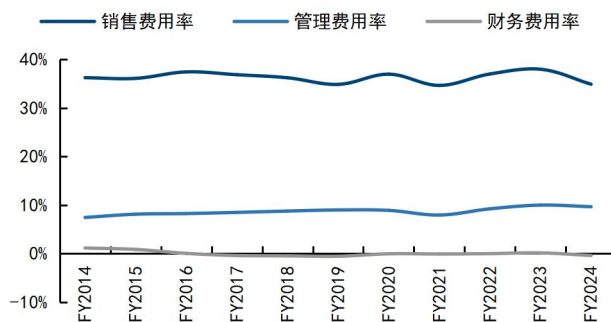
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司利润率水平 (%)



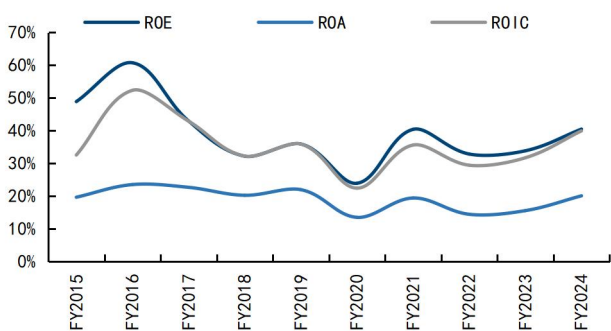
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司费用率水平 (%)



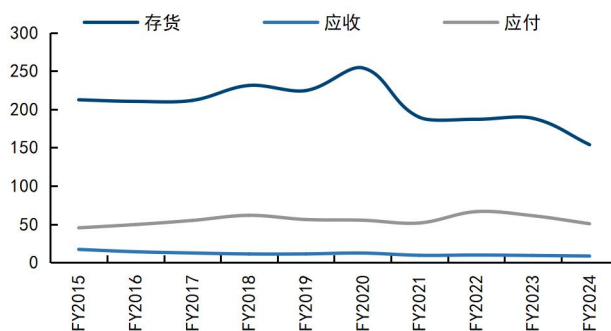
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司年度盈利能力 (%)



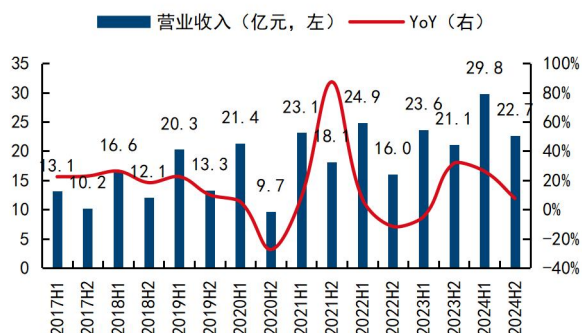
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司年度存货/应收周转天数



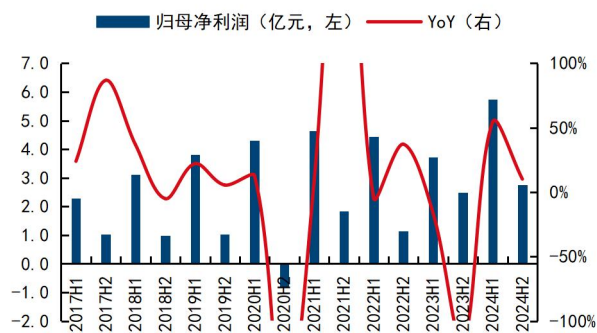
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司半年度营业收入及增速 (亿元, %)



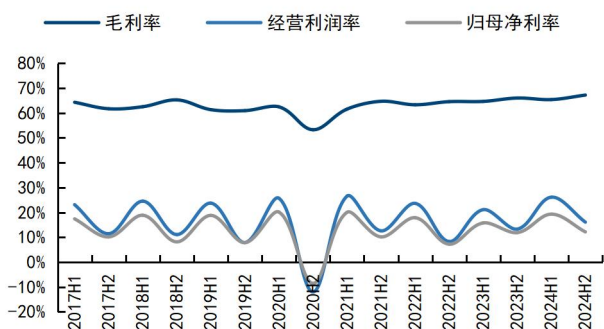
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司半年度净利润及增速 (亿元, %)



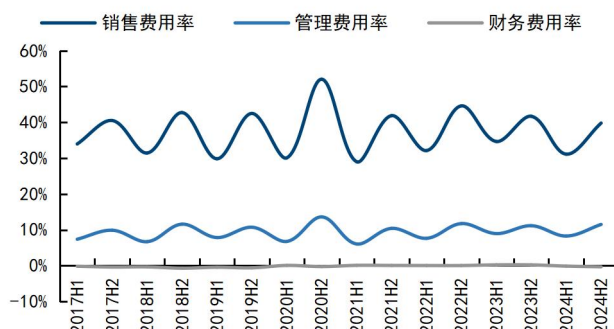
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司半年度利润率水平 (%)



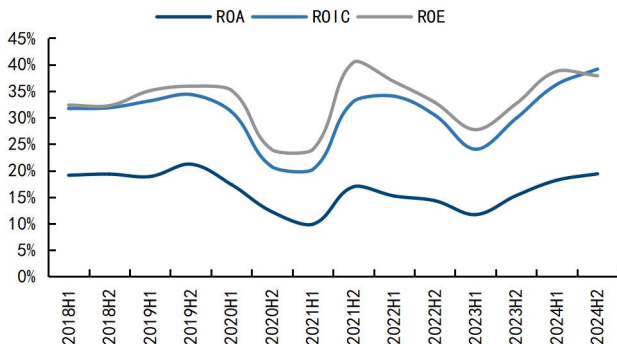
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司半年度费用率水平 (%)



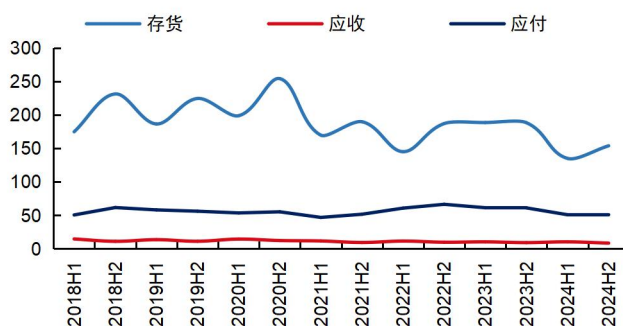
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 公司半年度盈利能力 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 公司半年度存货/应收周转天数



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 投资建议：业绩亮眼，把握低估值高分红龙头的配置机遇

公司业绩长期保持超越行业的快速且稳健的增长，品牌力、产品创新、渠道运营和供应链优势显著，同时盈利能力强、盈利质量高，现金流充裕，未来3年有意愿维持不低于75%的年度派息率。公司已于9月10日入港股通。基于当前仍然疲弱的宏观消费趋势，我们小幅下调FY2025-2026盈利预测，预计公司FY2025-2027净利润分别为8.7/9.4/9.9亿元（FY2025-2026前值为9.4/10.4亿元），同比+2.4%/8.0%/6.2%。维持17.5-19.2港元目标价，对应FY2025 PE 9.5-10.5x，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测和财务指标

盈利预测及市场重要数据	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,465	5,238	5,611	5,961	6,236
(+/-%)	9.3%	17.3%	7.1%	6.2%	4.6%
净利润(百万元)	621	847	867	937	995
(+/-%)	11.2%	36.4%	2.4%	8.0%	6.2%
每股收益(元)	1.20	1.63	1.67	1.81	1.92
EBIT Margin	17.4%	21.7%	21.1%	21.5%	21.8%
净资产收益率(ROE)	31.4%	39.1%	36.3%	35.7%	34.7%
市盈率(PE)	10.5	7.7	7.5	7.0	6.5
EV/EBITDA	7.2	7.6	6.8	6.4	6.1
市净率(PB)	3.3	3.0	2.7	2.5	2.3

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值表

公司	公司	投资	收盘价	EPS			PE			g	PEG	总市值
代码	名称	评级	人民币	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023-2025	2024	人民币亿元
3306.HK	江南布衣	优于大市	12.55	1.24	1.63	1.67	10.1	7.7	7.5	16.1%	0.48	66
<b>可比公司</b>												
603808.SH	歌力思	优于大市	6.03	0.29	0.49	0.63	20.8	12.2	9.5	47.8%	0.26	22
603587.SH	地素时尚	优于大市	10.45	1.04	1.08	1.23	10.0	9.7	8.5	8.8%	1.11	50
002563.SZ	森马服饰	优于大市	4.58	0.42	0.45	0.49	11.0	10.2	9.4	8.3%	1.22	123

资料来源: wind, 国信证券经济研究所

注: 江南布衣和其他可比公司财年不对齐, 此处2024财年数值为江南布衣实际值以及其他可比公司预测值

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	525	699	933	1349	1366	营业收入	4465	5238	5611	5961	6236
应收款项	418	472	512	533	560	营业成本	(1548)	(1768)	(1892)	(2010)	(2104)
存货净额	904	905	1047	924	1139	毛利	2917	3470	3719	3951	4132
其他流动资产	376	519	477	475	473	销售费用	(1695)	(1827)	(1992)	(2095)	(2170)
<b>流动资产合计</b>	<b>2223</b>	<b>2594</b>	<b>2969</b>	<b>3282</b>	<b>3539</b>	管理费用	(446)	(506)	(542)	(576)	(603)
固定资产	369	482	529	585	655	EBITDA	1191	1137	1304	1405	1490
无形资产及其他	208	208	200	191	183	折旧摊销	(416)	0	(120)	(126)	(131)
其他长期资产	1267	1088	1088	1088	1088	EBIT	775	1137	1185	1280	1359
非流动资产合计	1843	1778	1816	1865	1925	其他净收入	82	57	61	65	68
<b>资产总计</b>	<b>4066</b>	<b>4372</b>	<b>4785</b>	<b>5146</b>	<b>5464</b>	经营利润	858	1194	1246	1345	1427
短期借款及交易性金融负债	100	0	0	0	0	财务费用	(7)	(38)	(40)	(43)	(45)
应付款项	293	338	345	381	379	营业外净收支	0	0	0	0	0
其他流动负债	1223	1409	1596	1688	1759	税前利润	851	1213	1205	1302	1382
<b>流动负债合计</b>	<b>1616</b>	<b>1746</b>	<b>1942</b>	<b>2069</b>	<b>2138</b>	所得税费用	(230)	(365)	(337)	(364)	(387)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	621	847	867	937	995
其他长期负债	469	415	415	415	415	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>长期负债合计</b>	<b>469</b>	<b>415</b>	<b>415</b>	<b>415</b>	<b>415</b>	净利润	621	847	867	937	995
<b>负债合计</b>	<b>2084</b>	<b>2161</b>	<b>2356</b>	<b>2484</b>	<b>2553</b>	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	(0)	42	42	43	43	折旧摊销	416	0	120	126	131
股东权益	1982	2169	2386	2620	2869	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4066</b>	<b>4372</b>	<b>4785</b>	<b>5146</b>	<b>5464</b>	财务费用	7	38	40	43	45
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	(168)	157	56	230	(171)
每股收益	1.20	1.63	1.67	1.81	1.92	其它	0	1	0	0	0
每股红利	0.72	0.73	1.25	1.35	1.44	经营活动现金流	869	1005	1043	1293	955
每股净资产	3.82	4.18	4.60	5.05	5.53	资本开支	0	(113)	(158)	(174)	(192)
ROIC	37.0%	48.6%	50.3%	57.8%	60.5%	其它投资现金流	(168)	(1)	0	0	0
ROE	31.4%	39.1%	36.3%	35.7%	34.7%	投资活动现金流	(168)	(114)	(158)	(174)	(192)
毛利率	65.3%	66.3%	66.3%	66.3%	66.3%	权益性融资	0	0	0	0	0
净利率	13.9%	16.2%	15.5%	15.7%	16.0%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	26.7%	21.7%	23.2%	23.6%	23.9%	支付股利、利息	(373)	(380)	(650)	(703)	(746)
收入增长率	9.3%	17.3%	7.1%	6.2%	4.6%	其它融资现金流	(22)	44	0	0	0
净利润增长率	11.2%	36.4%	2.4%	8.0%	6.2%	融资活动现金流	(767)	(717)	(650)	(703)	(746)
资产负债率	51.3%	50.4%	50.1%	49.1%	47.5%	现金净变动	(67)	173	234	416	17
息率	5.7%	5.8%	10.0%	10.8%	11.5%	货币资金的期初余额	592	525	699	933	1349
P/E	10.5	7.7	7.5	7.0	6.5	货币资金的期末余额	525	699	933	1349	1366
P/B	3.3	3.0	2.7	2.5	2.3	企业自由现金流	0	839	870	1103	747
EV/EBITDA	7.2	7.6	6.8	6.4	6.1	权益自由现金流	0	883	870	1103	747

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032