

2025 年 02 月 26 日

主品牌收入增长稳健，存在其他收益贡献

江南布衣 (3306. HK)

评级:	买入	股票代码:	3306
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价(港元):	15.86/11.78
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	92.03
最新收盘价(港元):	17.74	自由流通市值(亿港元)	92.03
		自由流通股数(百万)	518.75

事件概述

FY2025H1 公司收入/净利润/经营活动现金流 31.56/6.04/8.23 亿元，同比增长 5.0%/5.5%/-22.2%；上半年财年政府补助为 6157 万元、剔除政府补助影响后的净利润为 5.42 亿元、同比下降 0.4%。公司宣派中期股息每股 0.45 港元，股息率为 5.07%。

分析判断:

收入增长主要来自线上及经销增长贡献，主品牌增长稳健。(1) 分品牌来看，FY2025H1 JNBY/速写/jnby by JNBY/LESS/新兴品牌收入分别为 17.60/3.88/4.76/3.39/1.94 亿元，同比增长 3.6%/-6.0%/-0.6%/0.8%/147.3%，门店数量分别为 960/316/517/259/52 家，同比增长 4%/2%/5%/8%/37%，店效分别为 183/123/92/131/373 万元，同比增长-0.3%/-8%/-5%/-7%/81%；(2) 分渠道来看，FY2025H1 直营/经销/线上收入分别为 11.17/14.37/6.02 亿元，同比增长-7.7%/14.2%/11.9%，直营/经销门店数分别为 491/1634 家，FY2025H1 直营店效/经销单店出货分别为 227/88 万元/半年，同比增长-3%/5%；根据公司披露，FY2025H1 线下零售店铺可比同店+0.1%，主要受益于店铺形象升级、江南布衣+多品牌集合店提升粉丝触达、存货共享及分配系统的升级和有效运用带来增量零售额为 6.5 亿元，同比提升 8.7%；(3) 截至 2024 年 12 月 31 日，会员所贡献的零售额占总额逾八成，同比持平；活跃会员账户数为 54 万个，较去年同期 55 万个略有下滑；年购买超 5000 元的会员账户数逾 33 万个，较去年同期 30 万个有所提升，主要由于公司持续加强品牌力及精细化会员运营。

毛利率及归母净利率均下降 0.1PCT，其中销售费用率提升但其他收益占比提升相抵消。FY2025H1 毛利率为 65.2%、同比下降 0.1PCT；(1) 分品牌毛利率来看，主品牌毛利率稳健：JNBY/速写/jnby by JNBY/LESS/新兴品牌毛利率分别为 67.6%/65.5%/58.4%/68.8%/52.4%、同比提升 0.6/-0.1/-0.8/-0.6/10.1PCT。(2) 分渠道毛利率来看，直营/经销/线上毛利率分别为 73.6%/59.0%/64.2%，同比提升 1.0/-0.5/2.3PCT；(3) 2025H1 归母净利率为 19.3%、同比下降 0.1PCT。从费用率看，FY2025H1 销售/管理/财务费用率分别为 32.3%/8.6%/-0.3%、同比增加 1.2/0.3/-0.2PCT，销售费用提升主要由于为庆祝 JNBY 品牌 30 周年举办多个品牌走秀等营销活动。其他收益/收入占比提升 0.8PCT，主要由于政府补助提升，所得税/收入同比下降 0.5PCT。

存货有所增长，存货周转天数下降。FY2025H1 末存货为 9.91 亿元、同比增长 32%，其中制成品、委托加工材料、原材料分别增加 14.7%/-5.7%/-20.2%，存货周转天数为 140 天、同比下降 14 天，应收账款为 2.23 亿元、同比增长 1.8%，应收账款周转天数为 10 天、同比增加 1 天。应付账款为 4.18 亿元、同比增长 60.3%，应付账款周转天数为 56 天、同比增加 5 天。

投资建议

我们分析，(1) 下半年政府补助存在一定不确定性；(2) 公司的成长品牌及新兴品牌仍有较大开店空间，未来随着大店占比提升、多品牌集合店增加、低效直营店转加盟、粉丝经济带动离店销售等，店效仍有较大提升空间；(3) 中长期来看，粉丝粘性有望带动公司毛利率稳中有升、规模效应带动费用下降，有望带动公司净利率进一步增长。维持盈利预测，维持 FY25-27 公司收入预测 55.02/60.04/63.96 亿元，同比增长 5.03%/9.12%/6.53%，归母净利润预测 8.74/9.09/9.93 亿元，同比增长 2.90%/4.05%/9.24%，对应

FY25-27 年 EPS 预测为 1.68/1.75/1.91 元，25 年 2 月 26 日公司收盘价 17.74 港元对应 PE 为 9.8/9.4/8.6X (1 港元=0.93 元人民币)，维持“买入”评级。

风险提示

产品力不及预期可能会导致终端销售效率、销量、售罄率等不及预期；行业竞争加剧风险；新品牌增长不及预期风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4465.12	5238.15	5501.66	6003.63	6395.73
YoY (%)	9.28%	17.31%	5.03%	9.12%	6.53%
归母净利润(百万元)	621.29	849.09	873.68	909.08	993.07
YoY (%)	11.17%	36.66%	2.90%	4.05%	9.24%
毛利率 (%)	65.33%	66.25%	65.00%	65.10%	65.20%
每股收益 (元)	1.20	1.64	1.68	1.75	1.91
ROE (%)	0.31	0.39	0.33	0.29	0.27
市盈率	6.59	8.65	9.80	9.41	8.62

资料来源：公司公告，华西证券研究所 (1 港元=0.93 元人民币)

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：李佳妮

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5242.73	5501.66	6003.63	6395.73	净利润	849.09	873.68	909.08	993.07
YoY (%)	17.39%	4.94%	9.12%	6.53%	折旧和摊销	416.73	60.06	59.96	59.86
营业成本	1767.66	1925.58	2095.27	2225.71	营运资金变动	222.28	-407.28	384.24	-299.96
营业税金及附加					经营活动现金流	1602.97	471.17	1297.95	697.55
销售费用	1827.14	2167.65	2296.39	2305.02	资本开支	-143.89	-58.00	-58.00	-58.00
管理费用	506.26	285.00	447.93	627.13	投资	-255.04	-120.00	-120.00	-120.00
财务费用	-11.29	-6.77	-5.64	-21.01	投资活动现金流	-283.04	-116.49	-116.49	-116.49
资产减值损失					股权募资	-2.23	0.00	0.00	0.00
投资收益	-1.35	0.00	0.00	0.00	债务募资	-99.51	0.00	0.00	0.00
营业利润					筹资活动现金流	-1148.05	-411.20	-413.20	-415.20
营业外收支					现金净流量	173.50	-56.52	768.27	165.86
利润总额	1213.11	1246.73	1297.24	1397.13	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	364.97	374.02	389.17	405.17	成长能力				
净利润	848.14	872.71	908.07	991.96	营业收入增长率	17.31%	5.03%	9.12%	6.53%
归属于母公司净利润	849.09	873.68	909.08	993.07	净利润增长率	36.66%	2.90%	4.05%	9.24%
YoY (%)	36.66%	2.90%	4.05%	9.24%	盈利能力				
每股收益 (元)	1.64	1.68	1.75	1.91	毛利率	66.25%	65.00%	65.10%	65.20%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	净利率率	16.21%	15.88%	15.14%	15.53%
货币资金	698.65	642.13	1410.39	1576.26	总资产收益率 ROA	19.42%	17.84%	16.36%	15.85%
预付款项					净资产收益率 ROE	39.14%	33.11%	28.93%	26.64%
存货	720.11	1149.87	884.90	1276.55	偿债能力				
其他流动资产	3.43	0.00	6.00	6.40	流动比率	1.49	1.72	1.91	2.13
流动资产合计	2594.46	3101.19	3743.36	4434.18	速动比率	1.07	1.08	1.46	1.51
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.40	0.36	0.72	0.76
固定资产	427.20	415.59	404.56	394.08	资产负债率	49.42%	45.27%	42.73%	39.89%
无形资产	744.97	754.53	763.60	772.22	经营效率				
非流动资产合计	1777.88	1795.82	1813.86	1832.00	总资产周转率	1.24	1.19	1.15	1.08
资产合计	4372.34	4897.01	5557.22	6266.18	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.64	1.68	1.75	1.91
应付账款及票据	260.89	289.28	309.37	326.55	每股净资产	4.18	5.09	6.06	7.18
其他流动负债	1408.65	1430.43	1560.94	1662.89	每股经营现金流	3.09	0.91	2.50	1.34
流动负债合计	1746.26	1802.23	1960.37	2085.37	每股股利	0.78	0.70	0.70	0.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	414.50	414.50	414.50	414.50	PE	8.65	9.80	9.41	8.62
非流动负债合计	414.50	414.50	414.50	414.50	PB	3.38	3.24	2.72	2.30
负债合计	2160.77	2216.73	2374.87	2499.87					
股本	4.62	4.62	4.62	4.62					
少数股东权益	42.33	41.36	40.34	39.23					
股东权益合计	2211.57	2680.28	3182.35	3766.31					
负债和股东权益合计	4372.34	4897.01	5557.22	6266.18					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。