

江南布衣(03306)

报告日期: 2025 年 02 月 27 日

高基数下业绩中单位数增长彰显设计师品牌龙头韧性

——江南布衣点评报告

投资要点

- ❑ **公司发布 FY25 中报 (2024/12/31)**, FY25H1 实现收入 31.6 亿元, 同比+5.0%, 实现归母净利润 6.0 亿元, 同比+4.7%。公司在零售环境波动的背景下仍能保持业绩中单位数正增长, 产品设计创新+私域会员运营优势+阶梯式多品牌矩阵保驾护航下, 稳健增长逻辑持续兑现。
- ❑ **阶梯式多品牌矩阵: 新兴品牌增长领跑、JNBY 构建基本盘、成长品牌稳定**
分品牌来看, FY25H1 JNBY/速写/jnby by JNBY/LESS/其他新兴品牌收入分别同比+3.6%/-6.0%/-0.6%/+0.8%/+147%至 17.6/3.9/4.8/3.4/1.9 亿元, 毛利率分别+0.6pct/-0.1pct/-0.8pct/-0.6pct/+10.1pct 至 67.6%/65.5%/58.4%/68.8%/52.4%, 门店数量分别环比净开 36/6/24/19/14 家至 960/316/517/259/52 家, 阶梯式多品牌矩阵接力成长, 新兴品牌高增主要系收购品牌 oh my game、block 并表, 成熟品牌 JNBY 高基数下仍保持稳健成长, 品牌势能向上, 为公司提供利润和现金流。
- ❑ **经销商逆势开店扩张彰显品牌势能向上, 线上延续双位数增长**
分渠道来看, FY25H1 直营/经销收入分别同比-7.7%/+14.2%至 11.2/14.4 亿元, 毛利率分别同比+1.0pct/-0.5pct 至 73.6%/59.0%, 整体线下零售可比同店+0.1%, 直营/加盟门店数量分别环比净关 24/净开 125 家至 492/1634 家, 预计经销门店逆势扩张系三四线城市仍有较好的开店空间, 直营毛利率稳步向上系折扣改善和新产品销售占比提升, 经销毛利率略下滑系波动的零售环境下公司加大补贴政策。
FY25H1 线上收入同比+11.9%至 6.0 亿元, 公司线上渠道收入延续双位数增长, 全域零售运营能力持续向上, 毛利率同比+2.3pct 至 64.2%, 预计主要系公司老货折扣控制较严。
- ❑ **坚持设计驱动, 深耕粉丝经济, 全域零售运营能力向上**
FY25H1 公司设计与研发费用同比+2.5%至 1.0 亿元, 男装速写推出黑支线、LESS 打造精工系列, 公司以独特的设计风格沉淀高黏性客群。
数智零售赋能私域流量运营能力持续向上, 2024 年会员贡献零售额占比超 80%, 年度消费满 5k 以上活跃会员数同比+10%至 33 万个, 消费金额同比+8%至 46.8 亿元。
- ❑ **利润率表现稳健, 暖冬影响下存货有所增加, 库存周转仍处健康水平**
FY25H1 公司毛利率/销售费用率/管理费用率/净利率分别同比-0.1pct/+1.2pct/+0.3pct/+0.1pct 至 65.1%/32.3%/8.6%/19.1%, 毛利率略降主要系渠道结构变化, 毛利率较低的经销收入占比提升, 费用率上升预计系净开店和 30 周年庆典活动有关。FY25H1 存货周转天数同比+7 天至 144.5 天, 存货同比+32%至 9.9 亿元, 经营性现金流量净额同比-22.4%至 8.2 亿元, 主要系暖冬影响秋冬装售罄率, 以及春节提前春夏产品提前提货, 但库存周转仍处健康水平。
- ❑ **盈利预测与估值**
公司作为中国设计师品牌龙头企业, 产品创新设计+阶梯式多品牌矩阵+全渠道运营能力领先+高黏性庞大会员持续为公司业绩稳健增长保驾护航, 预计公司 FY25-27 年归母净利润分别为 8.7/9.0/9.3 亿元, 同比分别+2.6%/3.7%/3.2%, 截止 2/27 收盘价, 对应 PE 为 9/8/8 倍, 预计分红率维持 75%, 对应 FY25 股息率 8.7%, 高股息稳增长优质标的, 维持“买入”评级。
- ❑ **风险提示:** 终端消费力下降; 成长品牌开店不及预期; 店效提升不及预期

投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉
执业证书号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

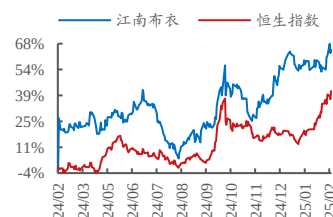
分析师: 詹陆雨
执业证书号: S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

研究助理: 周敏
zhoumin@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$17.74
总市值(百万港元)	9,202.62
总股本(百万股)	518.75

股票走势图



相关报告

- 《超预期靓丽年报, 高股息设计师品牌龙头逆势增长》 2024.09.08
- 《创新设计+粉丝经济驱动增长, 高股息设计师品牌龙头行稳致远》 2024.07.04
- 《亮丽年报, 品宣升级+全域零售成果显著》 2021.09.02

财务摘要

(百万元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	5,238.2	5,521.5	5,780.9	6,001.5
(+/-) (%)	17.3%	5.4%	4.7%	3.8%
归母净利润	848.1	870.5	903.0	931.8
(+/-) (%)	36.5%	2.6%	3.7%	3.2%
每股收益(元)	1.63	1.68	1.74	1.79
P/E	8.8	8.6	8.3	8.0

资料来源：浙商证券研究所；注：FY2025 是指截止 2025/6/30 财年

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产	2,594	3,376	3,328	3,412
现金	699	769	845	930
交易性金融资产	20	152	0	0
应收账款	122	159	135	163
其他应收款	350	358	388	339
预付账款	0	0	0	0
存货	720	903	874	892
其他	683	1,034	1,085	1,088
非流动资产	1,778	1,950	2,026	2,108
金额资产类	0	0	0	0
权益法核算的投资	243	243	243	243
固定资产	427	497	512	529
商誉及有使用权资产	745	812	834	857
在建工程	0	0	0	0
其他	363	398	437	479
资产总计	4,372	5,325	5,354	5,520
流动负债	1,746	1,622	1,656	1,702
短期借款	0	50	25	37
应付款项	261	273	278	286
其他	1,485	1,300	1,353	1,379
非流动负债	415	435	457	480
长期借款	0	0	0	0
其他	415	435	457	480
负债合计	2,161	2,057	2,113	2,182
少数股东权益	42	42	42	42
归属母公司股东权益	2,169	3,226	3,198	3,296
负债和股东权益	4,372	5,325	5,354	5,520

现金流量表

(百万元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	1,603	1,216	1,554	1,626
净利润	849	884	922	951
折旧摊销	417	549	603	664
财务费用	(20)	4	14	15
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	222	(216)	29	11
其它	135	(4)	(14)	(15)
投资活动现金流	(283)	(111)	(211)	(202)
资本支出	144	146	149	146
长期投资	243	243	243	243
其他	(103)	(278)	(180)	(187)
筹资活动现金流	(1,148)	(1,016)	(984)	(952)
债务的增加	248	248	248	248
股息及利息支付	727	663	692	713
其他	173	104	44	(10)
现金净增加额	174	70	77	85

利润表

(百万元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	5,238	5,522	5,781	6,002
营业成本	1,768	1,867	1,955	2,031
毛利润	3,470	3,655	3,826	3,970
销售费用	1,827	1,988	2,081	2,167
管理费用	506	519	543	558
其他收入及收益	59	68	69	65
营业利润	1,194	1,213	1,269	1,309
财务费用	(20)	4	14	15
以权益法核算投资收益	0	0	0	0
除税前溢利	1,213	1,209	1,254	1,294
所得税	365	339	351	362
净利润	848	870	903	932
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
归属母公司净利润	848	870	903	932
EBITDA	1,554	1,696	1,805	1,910
EPS (最新摊薄)	1.63	1.68	1.74	1.79

主要财务比率

	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
成长能力				
营业收入	17.31%	5.41%	4.70%	3.82%
营业利润	39.21%	1.60%	4.55%	3.20%
归属母公司净利润	36.51%	2.63%	3.73%	3.20%
获利能力				
毛利率	66.25%	66.19%	66.18%	66.16%
净利率	16.19%	15.76%	15.62%	15.53%
ROE	-17.41%	-12.36%	-10.79%	-11.02%
ROIC	32.71%	23.29%	24.70%	24.79%
偿债能力				
资产负债率	49.42%	38.63%	39.47%	39.53%
净负债比率	-31.59%	-21.99%	-25.32%	-26.74%
流动比率	1.49	2.08	2.01	2.00
速动比率	1.07	1.52	1.48	1.48
营运能力				
总资产周转率	1.24	1.14	1.08	1.10
应收账款周转率	11.78	11.17	11.12	11.71
应付账款周转率	7.11	7.00	7.10	7.20
每股指标(元)				
每股收益	1.63	1.68	1.74	1.79
每股经营现金	3.09	2.34	3.00	3.13
每股净资产	4.18	6.22	6.17	6.34
估值比率				
P/E	8.84	8.61	8.30	8.05
P/B	3.46	2.32	2.34	2.28
EV/EBITDA	0.17	0.19	0.17	0.17

资料来源：浙商证券研究所

--

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>