



江南布衣 (03306.HK)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

H1 经营稳健，期待品牌力持续向上

业绩简评

公司于2月26日发布FY25H1(24年7月1日-12月31日)业绩公告, FY25H1实现营收31.56亿元,同比增长5.0%。归母净利润6.04亿元,同比增长5.5%。公司中期派发股息每股0.45港元,预计年度分红率不低于75%。看好公司未来品牌力向上。维持买入评级。

经营分析

1) 分品牌来看。主品牌JNBY增长稳健, FY2025H1实现营收17.60亿元,同比增长3.6%,占比55.8%,主要依靠线上渠道和门店数量扩张驱动成长;速写/jnby by JNBY/LESS营收分别为3.88/4.76/3.39亿元,同比-6.0%/-0.6%/0.8%;其他品牌营收1.94亿元,同比增长147.3%,新并购品牌OMG与B10CK均实现良好增长。门店数量分别为960/316/517/259/52家,较FY2024末增长36/6/24/19/14家,营收提升主要依靠渠道增长驱动。

2) 分渠道来看。FY2025H1线上营收为6.02亿元,同增11.9%,直营/经销渠道营收11.17/14.37亿元,同比-7.7%/14.2%。门店数分别为491/1634家,较FY2024末-24/+126家,经销渠道加快开店节奏,带动营收快速提升。FY2025H1同店基本持平。

盈利水平总体稳定。FY2025H1毛利率为65.2%,同比基本持平,销售/管理费用率分别为32.3%/8.6%,同增1.2/0.3pct,销售费用率提升主要系公司庆祝JNBY品牌30周年举办多个品牌走秀等营销活动。政府补助提升带动其他收益/收入占比提升0.8PCT。净利率为19.3%、同比基本持平。FY2025H1存货周转天数为140天,同比增长5天,主要受暖冬的影响,棉羽售罄有所下降,且公司为25年春节提前备货。

展望FY2025H2: 多品牌矩阵有望持续发力。公司将继续巩固有影响力的中国设计师品牌时尚集团的定位, 1) 通过自我孵化或并购的方式,进一步优化设计师品牌及品类组合。2) 线下持续开店以及优化门店形象提升店效, 线上积极布局多元化社交电商和新零售渠道(3) 坚持粉丝经济为核心, 增加会员粘性。我们看好公司品牌力持续向上。

盈利预测、估值与评级

预计公司FY2025-2027年归母净利润分别为8.77/9.17/9.81亿元,同比增长3.33%/4.57%/6.96%,EPS分别为1.69/1.77/1.89元;市盈率分别为9/9/8倍,看好公司多品牌矩阵持续发力,渠道和店效稳健增长,维持买入评级。

风险提示

线下零售恢复不及预期, 品牌孵化不及预期等。

国金证券研究所

分析师: 杨欣 (执业S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师: 赵中平 (执业S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师: 杨雨钦 (执业S1130524110005)

yangyuqin@gjzq.com.cn

市价(港币): 15.660元

相关报告:

1. 《江南布衣港股公司深度研究: 高ROE穿越周期, 时装龙头乘风而起》, 2024.8.28



公司基本情况 (人民币)

项目	FY2023	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
A					
营业收入(百万元)	4,465	5,238	5,581	5,975	6,349
营业收入增长率	9.28%	17.31%	6.54%	7.07%	6.26%
归母净利润(百万元)	621	849	877	917	981
归母净利润增长率	11.17%	36.66%	3.33%	4.57%	6.96%
摊薄每股收益(元)	1.20	1.64	1.69	1.77	1.89
每股经营性现金流净额	1.81	3.09	1.62	1.81	1.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	31.35%	39.14%	36.98%	35.77%	27.67%
P/E	7.09	9.30	9.26	8.85	8.28
P/B	2.22	3.64	3.42	3.17	2.29

来源: 公司年报、国金证券研究所

(公司FY25财年时间为24年7月1日到25年6月30日)



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	4,086	4,465	5,238	5,581	5,975	6,349
增长率	-1.0%	9.3%	17.3%	6.5%	7.1%	6.3%
主营业务成本	1,478	1,548	1,768	1,972	2,126	2,267
%销售收入	36.2%	34.7%	33.7%	35.3%	35.6%	35.7%
毛利	2,607	2,917	3,470	3,609	3,849	4,082
%销售收入	63.8%	65.3%	66.3%	64.7%	64.4%	64.3%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	1,511	1,695	1,827	1,970	2,091	2,222
%销售收入	37.0%	38.0%	34.9%	35.3%	35.0%	35.0%
管理费用	377	446	506	529	556	571
%销售收入	9.2%	10.0%	9.7%	9.5%	9.3%	9.0%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润(EBIT)	777	861	1,202	1,238	1,292	1,381
%销售收入	19.0%	19.3%	22.9%	22.2%	21.6%	21.7%
财务费用	1	10	-11	-15	-18	-21
%销售收入	0.0%	0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
投资收益	0	0	-1	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	719	777	1,142	1,110	1,202	1,288
营业利润率	17.6%	17.4%	21.8%	19.9%	20.1%	20.3%
营业外收支						
税前利润	776	851	1,213	1,254	1,311	1,402
利润率	19.0%	19.1%	23.2%	22.5%	21.9%	22.1%
所得税	217	230	365	377	394	422
所得税率	27.9%	27.0%	30.1%	30.1%	30.1%	30.1%
净利润	559	621	848	876	916	980
少数股东损益	0	0	-1	-1	-1	-1
归属于母公司的净利润	559	621	849	877	917	981
净利率	13.7%	13.9%	16.2%	15.7%	15.4%	15.5%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	559	621	849	877	917	981
少数股东损益	0	0	-1	-1	-1	-1
非现金支出	119	38	115	-132	-100	-107
非经营收益						
营运资金变动	-149	-136	222	13	36	35
经营活动现金净流	853	939	1,603	842	940	992
资本开支	-140	-155	-144	-112	-111	0
投资	291	-116	-255	-250	-246	-212
其他	39	32	116	148	90	92
投资活动现金净流	190	-240	-283	-214	-267	-120
股权募资	-19	10	-2	0	0	0
债权募资	-371	-390	-419	-100	-100	-100
其他	-612	-392	-727	-672	-718	14
筹资活动现金净流	-1,002	-772	-1,148	-771	-817	-86
现金净流量	43	-67	173	-142	-144	787

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	592	525	699	557	413	1,201
应收账款	375	418	472	503	538	572
存货	829	790	720	803	866	924
其他流动资产	384	490	704	916	1,128	1,340
流动资产	2,180	2,223	2,594	2,779	2,946	4,037
%总资产	55.9%	54.7%	59.3%	60.3%	60.9%	69.1%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	451	463	427	435	442	384
%总资产	11.6%	11.4%	9.8%	9.4%	9.1%	6.6%
无形资产	714	766	745	765	783	758
非流动资产	1,720	1,843	1,778	1,832	1,891	1,808
%总资产	44.1%	45.3%	40.7%	39.7%	39.1%	30.9%
资产总计	3,900	4,066	4,372	4,611	4,837	5,845
短期借款	149	100	0	-100	-199	-299
应付款项	289	236	261	291	314	335
其他流动负债	1,311	1,280	1,485	1,583	1,694	1,800
流动负债	1,749	1,616	1,746	1,774	1,809	1,837
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	466	469	415	422	422	422
负债	2,215	2,084	2,161	2,197	2,232	2,259
普通股股东权益	1,685	1,982	2,169	2,373	2,565	3,547
其中：股本	5	5	5	5	5	5
未分配利润	1,710	1,985	2,152	2,355	2,547	3,529
少数股东权益	0	0	42	41	40	39
负债股东权益合计	3,900	4,066	4,372	4,611	4,837	5,845

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.12	1.24	1.67	1.69	1.77	1.89
每股净资产	3.25	3.82	4.18	4.57	4.94	6.84
每股经营现金净流	1.64	1.81	3.09	1.62	1.81	1.91
每股股利	0.81	0.90	0.78	1.30	1.40	0.00
回报率						
净资产收益率	33.17%	31.35%	39.14%	36.98%	35.77%	27.67%
总资产收益率	14.33%	15.28%	19.42%	19.03%	18.97%	16.79%
投入资本收益率	30.53%	30.19%	37.99%	37.40%	37.56%	29.37%
增长率						
主营业务收入增长率	-0.98%	9.28%	17.31%	6.54%	7.07%	6.26%
EBIT 增长率	-12.66%	10.75%	39.66%	3.02%	4.39%	6.82%
净利润增长率	-13.65%	11.17%	36.66%	3.33%	4.57%	6.96%
总资产增长率	2.13%	4.26%	7.54%	5.45%	4.90%	20.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.8	9.2	8.5	8.1	8.1	8.1
存货周转天数	187.0	188.3	153.8	139.1	141.3	142.1
应付账款周转天数	66.4	61.1	50.6	50.4	51.2	51.5
固定资产周转天数	37.4	36.9	30.6	27.8	26.4	23.4
偿债能力						
净负债/股东权益	1.38%	2.16%	-13.77%	-11.38%	-9.64%	-32.31%
EBIT 利息保障倍数	20.2	19.0	31.8	-446.0	-155.2	-99.5
资产负债率	56.79%	51.26%	49.42%	47.64%	46.14%	38.65%


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	3	4	4	14
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.25	1.20	1.20	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究