

江南布衣 (03306.HK)

2025 上半财年稳健增长，线上渠道表现出色

优于大市

核心观点

2025 上半财年收入增长稳健，保持高盈利能力。2025 上半财年，江南布衣实现收入 31.56 亿元，同比增长 5.0%，在消费环境承压背景下展现经营韧性。毛利率微降 0.1 个百分点至 65.1%，主要由于渠道结构变化有所影响。净利润同比增长 5.5% 至 6.04 亿元，净利率维持 19.1% 高位。费用率上升被其他收益增加抵消，其中销售费用率同比增长 1 个百分点至 32.3%，管理费用率小幅上升至 8.6%。经营性现金流净额 8.23 亿元，虽同比下降 22.2%（因库存备货增加），但净现比仍达 1.36，盈利质量扎实。中期派息每股 0.45 港元，维持 75% 以上分红政策。

线上增速领先且毛利率显著提升，主品牌表现稳健。1) **分渠道看**，线上收入同比增长 11.9% 至 6.8 亿元，占比提升至 21.5%，毛利率同比提升 2.3 个百分点至 68.4%，主要受益于精细化运营及高毛利新品占比提升；线下收入同比增长 3.5% 至 25.5 亿元，其中自营渠道关店影响收入下降（-7.7%），经销渠道通过门店优化实现稳健增长（14.2%）。2) **分品牌看**，JNBY 收入占比 55.8%，稳健增长（+3.6%），毛利率提升 0.6pct，核心地位稳固；成长品牌收入占比 38.1%，有所下滑（-2.1%），LESS 在成长品牌中唯一正增长（+0.8%），但毛利率承压（-0.6pct）；新兴品牌收入占比 6.1%，大幅增长（+147.3%），并且毛利率改善超 10pct，潜力显著。

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：业绩稳健，把握低估值高分红龙头的配置机遇。公司业绩长期保持稳健增长，同时盈利能力强、盈利质量高，现金流充裕，长期维持高派息率。由于公司期内收购品牌并表，我们小幅上调盈利预测，FY2025-2027 净利润分别为 8.9/9.6/10.2 亿元（前值为 8.7/9.4/9.9 亿元），同比 +5.2%/8.1%/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	5,590	5,948	6,228
(+/-%)	9.3%	17.3%	6.7%	6.4%	4.7%
净利润(百万元)	621.272	847.189	891.031	962.875	1,022.993
(+/-%)	11.2%	36.4%	5.2%	8.1%	6.2%
每股收益(元)	1.20	1.63	1.72	1.86	1.97
EBIT Margin	17.4%	21.7%	20.4%	20.7%	21.1%
净资产收益率 (ROE)	31.4%	39.1%	37.3%	36.6%	35.4%
市盈率 (PE)	11.6	8.5	8.1	7.5	7.0
EV/EBITDA	7.8	8.2	7.6	7.1	6.8
市净率 (PB)	3.6	3.3	3.0	2.7	2.5

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

0755-81981391

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

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

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	14.80 港元
总市值/流通市值	7678/7678 百万港元
52 周最高价/最低价	18.14/11.11 港元
近 3 个月日均成交额	28.77 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

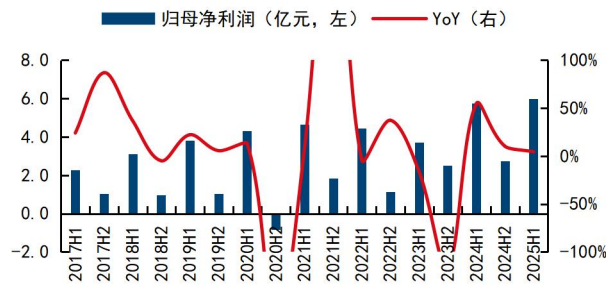
《江南布衣 (03306.HK) -2024 财年收入增长 17%，现金流充裕 分红率高》——2024-09-14
《江南布衣 (03306.HK) -上半财年净利润增长 54%，各渠道均实现高质量增长》——2024-02-29
《江南布衣 (03306.HK) -下半财年收入增长 32%，维持 75% 年度派息率》——2023-09-10

图1: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



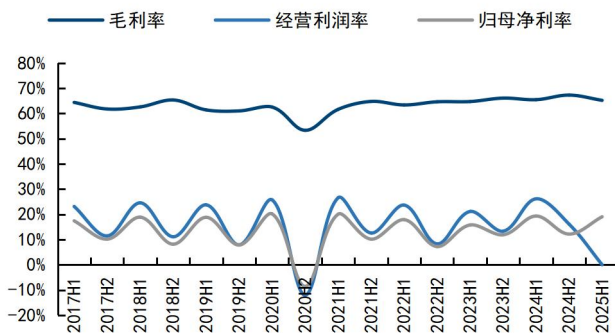
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司净利润及增速 (亿元, %)



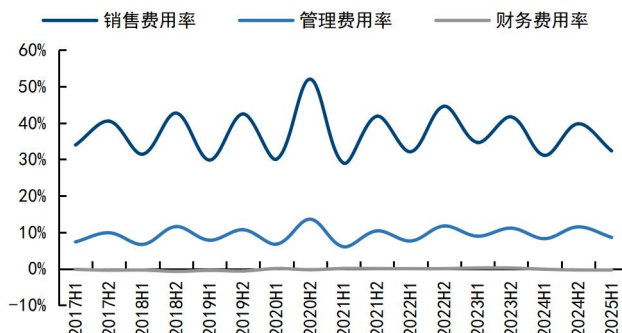
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司利润率水平 (%)



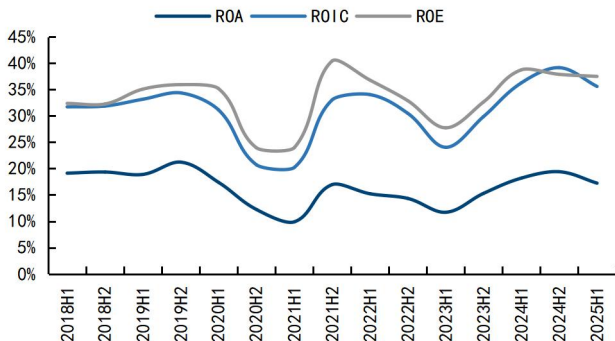
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司费用率水平 (%)



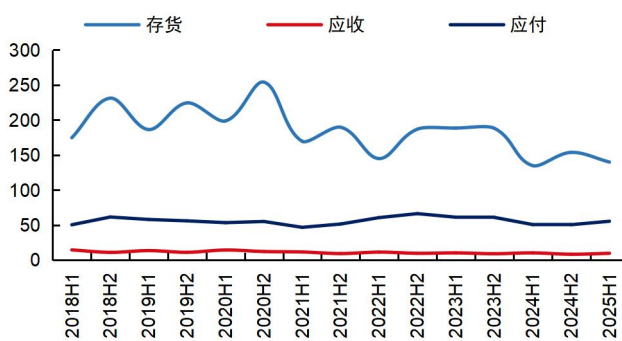
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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：业绩稳健，把握低估值高分红龙头的配置机遇

公司业绩长期保持稳健增长，同时盈利能力强、盈利质量高，现金流充裕，长期维持高派息率。由于公司期内收购品牌并表，我们小幅上调盈利预测，FY2025-2027 净利润分别为 8.9/9.6/10.2 亿元（前值为 8.7/9.4/9.9 亿元），同比+5.2%/8.1%/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	5,590	5,948	6,228
(+/-%)	9.3%	17.3%	6.7%	6.4%	4.7%
净利润(百万元)	621	847	891	963	1,023
(+/-%)	11.2%	36.4%	5.2%	8.1%	6.2%
每股收益(元)	1.20	1.63	1.72	1.86	1.97
EBIT Margin	17.4%	21.7%	20.4%	20.7%	21.1%
净资产收益率(ROE)	31.4%	39.1%	37.3%	36.6%	35.4%
市盈率(PE)	11.6	8.5	8.1	7.5	7.0
EV/EBITDA	7.8	8.2	7.6	7.1	6.8
市净率(PB)	3.6	3.3	3.0	2.7	2.5

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

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS 2023A	2024E	2025E	PE 2023A	2024E	2025E
3306. HK	江南布衣	优于大市	13.84	1.24	1.63	1.72	12.4	11.2	8.5
可比公司									
603808. SH	歌力思	优于大市	7.26	0.29	0.14	0.46	121.0	25.0	51.9
603587. SH	地素时尚	优于大市	12.00	1.04	0.72	0.84	15.0	11.5	16.7
002563. SZ	森马服饰	优于大市	6.31	0.42	0.41	0.46	26.3	15.0	15.4

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	947	1370	1397	营业收入	4465	5238	5590	5948	6228
应收款项	418	472	508	535	557	营业成本	(1548)	(1768)	(1899)	(2021)	(2118)
存货净额	904	905	1054	928	1149	毛利	2917	3470	3691	3926	4109
其他流动资产	376	519	477	475	473	销售费用	(1695)	(1827)	(2006)	(2113)	(2190)
流动资产合计	2223	2594	2986	3308	3577	管理费用	(446)	(506)	(546)	(581)	(608)
固定资产	369	482	529	585	655	EBITDA	1191	1137	1259	1359	1442
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	1139	1233	1311
非流动资产合计	1843	1778	1816	1865	1925	其他净收入	82	57	95	101	105
资产总计	4066	4372	4802	5173	5502	经营利润	858	1194	1234	1333	1417
短期借款及交易性金融负债	100	0	0	0	0	财务费用	(7)	(38)	4	5	5
应付款项	293	338	348	382	383	营业外净收支	0	0	0	0	0
其他流动负债	1223	1409	1605	1701	1773	税前利润	851	1213	1238	1338	1422
流动负债合计	1616	1746	1953	2083	2157	所得税费用	(230)	(365)	(347)	(375)	(398)
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	891	963	1023
其他长期负债	469	415	415	415	415						
长期负债合计	469	415	415	415	415	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	2084	2161	2368	2498	2571	净利润	621	847	891	963	1023
少数股东权益	(0)	42	42	43	43	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	1982	2169	2392	2633	2888	折旧摊销	416	0	120	126	131
负债和股东权益总计	4066	4372	4802	5173	5502	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	7	38	(4)	(5)	(5)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(168)	157	64	231	(168)
每股收益	1.20	1.63	1.72	1.86	1.97	其它	0	1	0	0	0
每股红利	0.72	0.73	1.29	1.39	1.48	经营活动现金流	869	1005	1075	1320	986
每股净资产	3.82	4.18	4.61	5.08	5.57	资本开支	0	(113)	(158)	(174)	(192)
ROIC	37.0%	48.6%	48.5%	56.0%	58.7%	其它投资现金流	(168)	(1)	0	0	0
ROE	31.4%	39.1%	37.3%	36.6%	35.4%	投资活动现金流	(168)	(114)	(158)	(174)	(192)
毛利率	65.3%	66.3%	66.0%	66.0%	66.0%	权益性融资	0	0	0	0	0
净利率	13.9%	16.2%	15.9%	16.2%	16.4%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	26.7%	21.7%	22.5%	22.8%	23.2%	支付股利、利息	(373)	(380)	(668)	(722)	(767)
收入增长率	9.3%	17.3%	6.7%	6.4%	4.7%	其它融资现金流	(22)	44	0	0	0
净利润增长率	11.2%	36.4%	5.2%	8.1%	6.2%	融资活动现金流	(767)	(717)	(668)	(722)	(767)
资产负债率	51.3%	50.4%	50.2%	49.1%	47.5%	现金净变动	(67)	173	248	423	27
息率	5.2%	5.3%	9.3%	10.1%	10.7%	货币资金的期初余额	592	525	699	947	1370
P/E	11.6	8.5	8.1	7.5	7.0	货币资金的期末余额	525	699	947	1370	1397
P/B	3.6	3.3	3.0	2.7	2.5	企业自由现金流	0	839	845	1070	715
EV/EBITDA	7.8	8.2	7.6	7.1	6.8	权益自由现金流	0	883	845	1070	715

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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