

买入

FY25H1 收入利润单位数增长, 高股息标的富有投资价值

江南布衣 (3306.HK)

2024-03-03 星期一

投资要点

目标价: 20.60 港元
现价: 15.00 港元
预计升幅: 37.3%

重要数据

日期	2025/03/03
收盘价 (港元)	15.00
总股本 (亿股)	5.19
总市值 (亿港元)	77.81
净资产 (亿港元)	26.51
总资产 (亿港元)	55.03
52 周高低 (港元)	18.14/10.08
每股净资产 (港元)	5.03

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

Ninth Investment Limited	31.61%
Ninth Capital Limited	29.78%

相关报告

研究部

姓名: 冯浩
SFC: BUQ780
电话: 755-2151 9167
Email: fenghao@gyzq.com.hk

➤ FY25H1 收入/利润同比+5.0%/+5.5%，中期分红率 36%，符合预期：

公司 FY25H1 营收 31.56 亿元，+5.0%；毛利润 20.56 亿元，+5.0%，毛利率 65.1%，微降 0.1pct；净利润 6.04 亿元，+5.5%，归母净利润率 19.0%，持平。拟派发中期股息 0.45 港元/股，中期股息支付率约 36%。

成熟品牌 JNBY 收入+3.6%，成长品牌-2.1%，新兴品牌+147.3%，期内公司收购 BLOCK 品牌并表新增收入，去除影响后收入亦有增长。

➤ 库存增加，存货周转保持健康可控；新开门店速度加快；粉丝数量增长：

公司库存+32.1%，其中制成品+27.0%；存货周转天数 144.5 天，+7.2 天；现金循环周期 55.6 天，+4.8 天。主要受到暖冬以及宏观零售环境波动影响，但库存周转仍保持健康可控。

公司店铺总数 2126 家，环比+101 家，线下门店同店销售额同比持平。直营门店收入-7.7%，毛利率 73.6%，经销门店收入+14.2%，毛利率 59.0%，电商收入+11.9%，毛利率 64.2%。根据业绩会信息，直营经销变化主要因为期内部分品牌直营门店转经销门店，以及经销渠道新开店贡献增长。

公司各社交平台粉丝总量超 950 万人。活跃会员 54.5 万人，同比-0.8 万人；年购买金额超过 5000 元以上的会员超 33.3 万人，同比+2.5 万人，其年消费金额超 46.8 亿元，占线下渠道零售额超 60%。

➤ 预计 25 财年收入利润保持增长，维持 75%分红政策：

根据公司业绩会信息，公司维持 2025 财年收入、利润保持正增长指引。预计 25 财年会继续维持 75%的分红比率。

➤ 维持买入评级，目标价为 20.60 港元：

我们的观点：公司最宝贵的投资价值之一在于长期健康的现金流支撑起的稳定派息政策，且公司保持明晰的分红指引，积极分享成果回馈股东。

公司发布中期业绩后股价有所波动，截至 3 月 3 日港股收盘，公司股息率约为 11.4%，高股息低估值标的值得关注。我们预计，公司 FY25E 至 FY27E 营收分别为 54.9/59.3/64.3 亿元，同比+4.7%/+8.1%/+8.5%；归母净利润分别为 8.8/9.6/10.5 亿元，同比+3.5%/+8.7%/+9.5%。维持买入评级，目标价 20.60 港元，对应 25E 财年 PE 为 11.0 倍。

百万人民币	FY2023	FY2024	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	4,465	5,238	5,485	5,932	6,434
同比增长 (%)	9.3%	17.3%	4.7%	8.1%	8.5%
毛利率	65.3%	66.3%	65.1%	65.2%	65.3%
归母净利润	621	849	879	955	1,046
同比增长 (%)	11.2%	36.7%	3.5%	8.7%	9.5%
归母净利润率	13.9%	16.2%	16.0%	16.1%	16.3%
每股盈利	1.24	1.70	1.76	1.91	2.09

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 预测

报告正文

➤ 公司发布 FY25 中期（2024 下半自然年）业绩，收入利润增速符合先前指引

公司 FY25 中期（2024 下半自然年）实现营收 31.56 亿元，同比+5.0%（经重列*）；实现毛利润 20.56 亿元，同比+5.0%（经重列），期间毛利率为 65.1%，同比微降 0.1 个百分点；实现净利润 6.04 亿元，同比+5.5%（经重列），期间归母净利润率为 19.0%，与去年同期持平（经重列）。拟派发中期股息每股 0.45 港元，合计 2.33 亿港元，中期股息支付率约为 36%。公司收入利润增速和派息均符合先前指引。

*公司于 2024 年 11 月收购 BLOCK 品牌，因关联交易规则进行并表，需将被收购公司财务计入重列。

- **收入部分，主要由主品牌 JNBY 和收购品牌并表贡献增长，去除并表影响后收入亦有增长，成长品牌因消费环境波动影响有所下滑。**具体信息如下：成熟品牌 JNBY 录得 17.60 亿元，同比+3.6%，占比 55.8%（同比下降 0.8 个百分点）；成长品牌业务录得 12.02 亿元，同比-2.1%，占比 38.1%（同比下降 2.7 个百分点），其中男装速写收入-6.0%，童装 jnby by JNBY 收入-0.6%，女装 LESS 收入+0.8%；新兴其他品牌收入 1.94 亿元，同比增长 147.3%，占比 6.1%（同比上升 3.5 个百分点）。
- **毛利率部分，主品牌 JNBY 毛利率微增，成长品牌毛利率微降，新品牌注入拉动新兴品牌毛利率提升。**具体信息如下：成熟品牌 JNBY 毛利率 67.6%，同比提升 0.6 个百分点；成长品牌毛利率 63.6%，同比下降 0.5 个百分点，其中男装速写毛利率 65.5%，同比下降 0.1 个百分点，童装 jnby by JNBY 毛利率 58.4%，同比下降 0.8 个百分点，女装 LESS 毛利率 68.8%，同比下降 0.6 个百分点；新兴其他品牌毛利率 52.4%，同比提升 10.1 个百分点。
- **费用及其他部分，营销费用率同比增长，营业利润率为 26.2%保持平稳。**具体信息如下：销售费用率为 32.3%，同比提升 1.0 个百分点，管理费用率为 8.6%，同比提升 0.4 个百分点。其他方面，期间税率恢复至历史平均水平，比上年同期下降 1.2 个百分点，对归母净利润率亦有贡献。

表 1：公司按品牌收入和毛利率情况

单位：百万元	2021-06-30	2022-06-30	2023-06-30	2024-06-30	2023-12-31	2024-12-31
	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY24H1	FY25H1
成熟品牌						
-JNBY 收入	2,299	2,312	2,513	2,944	1,700	1,760
yoy	31%	1%	9%	17%	24%	4%
毛利率	63.5%	64.5%	67.2%	68.2%	67.0%	67.6%
成熟品牌占总收入	56%	57%	56%	56%	57%	56%
成长品牌收入						
	1,740	1,699	1,866	2,184	1,228	1,202
yoy	38%	-2%	10%	17%	30%	-2%
毛利率	62.8%	63.2%	63.7%	64.7%	64.1%	63.6%
成长品牌占总收入	42%	42%	42%	42%	41%	38%
-Less 收入	391	461	526	622	336	338
yoy	50%	18%	14%	18%	39%	1%
毛利率	66.4%	67.4%	68.7%	69.9%	69.4%	68.8%
-男装 速写 收入	692	645	676	755	413	388
yoy	24%	-7%	5%	12%	17%	-6%
毛利率	61.9%	63.9%	64.7%	66.3%	65.6%	65.5%
-童装 jnby by JNBY 收入	657	593	665	807	479	475
yoy	48%	-10%	12%	21%	36%	-1%
毛利率	61.6%	59.2%	58.6%	59.2%	59.2%	58.4%
新兴品牌收入						
	87	75	85	110	78	194
yoy	16%	-14%	13%	29%	84%	147%
毛利率	51.0%	57.2%	46.4%	45.0%	45.2%	52.4%
新兴品牌占总收入	2%	2%	2%	2%	3%	6%
总收入						
	4,126	4,086	4,465	5,238	3,006	3,156
yoy	33%	-1%	9%	17%	27%	5%
毛利率	62.9%	63.8%	65.3%	66.3%	65.2%	65.1%
归母净利润						
	647	559	621	849	573	600
yoy	87%	-14%	11%	37%	54%	5%
归母净利润率						
	15.7%	13.7%	13.9%	16.2%	19.0%	19.0%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

➤ 公司运营数据：库存和周转、渠道和门店、粉丝和会员

- **库存方面**，受零售环境以及暖冬影响，库存增长，存货周转仍健康可控。期内公司库存同比+32.1%，其中制成品同比+27.0%，存货周转天数 144.5 天，同比+7.2 天；现金循环周期为 55.6 天，同比+4.8 天。期内主要受到暖冬对秋冬季节服装销售节奏的影响以及宏观零售环境波动，因此库存有所上升。公司存货周转天数同比过去四年数据仍是第二低的，我们认为公司库存依旧处于健康可控状态。
- **渠道方面**，期内环比增加 101 家门店，以二三四线经销门店为主。期内公司店铺总数达 2126 家，较 2024 年上半年环比增加 101 家，各品牌扩店速度均有提升，其中成熟品牌 JNBY 增加 36 家，成长品牌共增加 49 家。根据业绩会信息，期内公司以新开经销商门店为主，入驻于二三四线经销商城市的新开

商场。

渠道收入，线下门店同店销售额同比持平。期内直营门店收入同比-7.7%，毛利率同比增加 1.0 个百分点至 73.6%，经销门店收入同比+14.2%，毛利率同比下降 0.5 个百分点至 59.0%，电商收入同比+11.9%，毛利率同比增加 0.5 个百分点至 64.2%。根据业绩会信息，经销和直营渠道的收入增减主要因为期内部分品牌直营门店转经销门店，以及经销渠道新开店贡献增长。

- **粉丝会员方面，社交平台粉丝量超 950 万人，2024 年集团会员贡献总零售额超 8 成。**期内公司各社交平台粉丝总量超 950 万人，其中，微信及视频号粉丝达 475 万人，抖音平台粉丝 253 万人，微博和小红书平台粉丝分别为 188 万人及 34 万人。

活跃会员*总数为 54.5 万人，同比减少 0.8 万人；年购买金额超过 5000 元以上的会员总数超过 33.3 万人，同比增加 2.5 万人，其年消费金额超过 46.8 亿元，占线下渠道零售额超 60%。

*活跃会员账户为过去 12 个月内任意连续 180 天内又 2 次及以上消费的会员账户。

表 2：公司会员及关键经营数据

	2021-06-30	2022-06-30	2023-06-30	2024-06-30	2023-12-31	2024-12-31
会员数单位：万名	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY24H1	FY25H1
会员数	490	598	691	897	744.1	950
yoy	17%	22%	16%	30%	16%	28%
活跃会员(过去12个月内连续180天内消费2次及以上)	43.0	42.0	50.8	55.6	55.3	54.5
yoy	0%	-2%	21%	9%	30%	-1%
年购买金额5000元以上会员数	20.9	21.1	25.9	31.9	30.8	33.3
yoy	17%	1%	23%	23%	40%	8%
关键经营数据	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY24H1	FY25H1
总门店数	1931	1956	1990	2024	2,036	2,126
可比同店销售增长	19.3%	-3.7%	9.1%	10.7%	23.9%	0.1%
存货周转天数	192	190	191	156	138	145
应收账款周转天数	10	10	9	9	10	10

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

➤ 未来展望

根据公司业绩会信息，公司维持 2025 财年收入、利润保持正增长指引。预计 25 财年会继续维持 75%的分红比率。未来公司会坚持以多品牌、可持续、规模化运营构建稳健多元的品牌生态体系，坚持以设计驱动，深化粉丝经济的方式拓展品牌影响力。

➤ 我们的观点

公司最宝贵的投资价值之一在于长期健康的现金流支撑起的稳定派息政策,且公司保持明晰的分红指引,积极分享成果回馈股东。营收方面,公司长期以来悉心搭建和经营的会员体系是其能在波动的零售环境下维持韧性的核心,这也帮助公司能稳定保持健康的经营现金流和零售折扣。公司独特的设计风格亦有在终端消费市场继续扩展,获得更多消费者认可的潜力。

维持买入评级, 目标价为 20.60 港元: 公司发布中期业绩后股价有所波动,截至 3 月 3 日港股收盘,公司股息率约为 11.4%,高股息低估值标的值得关注。我们预计,公司 FY25E 至 FY27E 营收分别为 54.9/59.3/64.3 亿元,同比+4.7%/+8.1%/+8.5%;归母净利润分别为 8.8/9.6/10.5 亿元,同比+3.5%/+8.7%/+9.5%。维持买入评级,目标价 20.60 港元,对应 25E 财年 PE 为 11.0 倍。

风险提示:

零售消费环境进一步波动、行业竞争格局恶化、线上电商消费环境恶化、服装行业库存管理不及预期。

财务报表摘要

资产负债表					
单位：百万元					
会计年度	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产	2,223	2,594	2,447	2,689	2,952
现金	525	699	680	854	1,045
应收账款	125	122	133	141	149
应收关联方款项及预付款	292	350	301	310	319
存货	790	720	846	896	950
短期银行存款	488	680	488	488	488
非流动资产	1,843	1,778	1,914	1,989	2,070
物业、厂房及设备	463	427	509	560	616
有使用权资产	770	642	785	801	817
递延税项资产	254	261	262	270	278
无形资产	20	126	21	23	24
其他	336	321	336	336	336
资产总计	4,066	4,372	4,361	4,678	5,022
流动负债	1,616	1,746	1,671	1,728	1,788
短期借款	100	0	107	116	125
应付账款	236	261	243	251	258
应付关联方款及应计费用	689	833	721	755	790
合同负债	369	458	376	384	391
其他	222	194	222	222	223
非流动负债	469	415	485	501	519
递延税项负债	5	34	6	6	6
租赁	220	181	231	242	254
应付关联款及应计费用	244	199	249	253	259
负债合计	2,084	2,161	2,155	2,229	2,307
股本	5	5	5	5	5
储备	1,977	2,165	2,197	2,436	2,697
少数股东权益	0	42	4	9	13
归属于母公司所有者权益	1,982	2,212	2,206	2,449	2,715
负债及权益合计	4,066	4,415	4,365	4,687	5,035

现金流量表					
会计年度	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
除税前溢利	851	1,213	1,219	1,324	1,449
折旧摊销	122	123	249	259	270
利息收入	-31	-45	-11	-12	-13
营运资金变动	-136	222	-26	-22	-23
已付所得税	-328	-341	-335	-364	-398
其它	461	430	0	0	0
经营活动现金流	939	1,603	1,095	1,186	1,285
投资活动现金流	-240	-29	-300	-315	-331
筹资活动现金流	-772	-1,148	-640	-696	-763
现金净增加额	-73	172	155	174	191
现金期初金额	592	525	525	680	854
现金期末金额	525	699	680	854	1,045

利润表					
单位：百万元					
会计年度	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	4,465	5,238	5,485	5,932	6,434
营业成本	-1,548	-1,768	-1,914	-2,064	-2,233
毛利	2,917	3,470	3,571	3,867	4,202
销售费用	-1,695	-1,827	-1,909	-2,070	-2,239
管理费用	-446	-506	-527	-564	-611
其他损益	82	57	94	102	111
营业利润	858	1,194	1,230	1,336	1,462
财务收入/(费用)净额	-7	20	-11	-12	-13
除税前溢利	851	1,213	1,219	1,324	1,449
所得税	-230	-365	-335	-364	-398
净利润	621	848	884	960	1,050
少数股东损益	0	-1	4	4	4
归属于母公司净利润	621	849	879	955	1,046
EPS (元)	1.24	1.70	1.76	1.91	2.09

主要财务比率					
会计年度	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
成长性					
营业收入yoy	9.3%	17.3%	4.7%	8.1%	8.5%
营业利润yoy	10.6%	39.2%	3.0%	8.6%	9.4%
归母净利润yoy	11.2%	36.7%	3.5%	8.7%	9.5%
盈利能力					
毛利率	65.3%	66.3%	65.1%	65.2%	65.3%
净利率	13.9%	16.2%	16.1%	16.2%	16.3%
归母净利率	13.9%	16.2%	16.0%	16.1%	16.3%
ROE	33.9%	39.8%	41.2%	38.9%	40.5%

偿债能力					
资产负债率	51.3%	49.4%	49.4%	47.7%	45.9%
负债权益比	105.2%	97.7%	97.7%	91.0%	85.0%
流动比率	1.4	1.5	1.5	1.6	1.7
速动比率	0.9	1.1	1.0	1.0	1.1

营运能力					
存货周转天数	191	156	150	154	151
应收帐款天数	9.4	8.6	8.4	8.4	8.2

每股资料 (元)					
每股收益	1.24	1.70	1.76	1.91	2.09
每股净资产	4.0	4.4	4.4	4.9	5.4

估值比率					
PE@15.66HKD	10.5	7.7	7.4	6.8	6.2
PB	4.0	3.5	3.6	3.2	2.9

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明**一般声明**

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。