

买入
高质量成长，多品牌迭代后劲十足
江南布衣 (3306.HK)

2021-09-03 星期五

投资要点

目标价:	22.3 港元
现价:	18.12 港元
预计升幅:	23%

重要数据

日期	2021/9/2
收盘价 (港元)	18.12
总股本 (亿股)	5.19
总市值 (亿港元)	94.0
净资产 (亿元)	17.2
总资产 (亿元)	38.2
52 周高低 (港元)	21.5/6.5
每股净资产 (元)	3.4

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

Ninth Investment Limited	29.84%
Ninth Capital Limited	29.32%
TCT (BVI) Limited	7.65%

相关报告
研究部

姓名: 李承儒
 SFC: BLN914
 电话: 0755-21519182
 Email: licr@gyzq.com.hk

➤ FY2021 业绩超预期，重回高质量成长轨道：

公司 2021 财年实现收入 41.3 亿元，同比+33.1%；净利润 6.47 亿元，同比+86.7%；毛利率和净利率显著改善，分别达 62.9%和 15.7%，较去年分别+3.3pct 和+4.5pct，优于疫情前水平。期内公司总店数为 1931 家，净开店 76 家。分渠道方面，线下自营/线下经销/电商渠道分别录得收入 17.6/ 17.1/ 6.6 亿元，同比+29.7%/+33.9%/+42.4%，电商渠道增速领先线下。

➤ 成熟品牌增长动力不减，成长品牌后劲十足；同店表现强劲，利润率提升：

在后疫情时代服装消费面临不确定性的背景下，公司表现优秀，品牌矩阵不断优化，验证“设计+品牌力双驱动”的战略执行力。期内同店销售表现+19.3%，较中报+12.6%的水平显著改善。成熟品牌 JNBY 录得收入 23 亿元，同比+30.5%，占收入 55.7%；成长品牌录得收入 17.4 亿元，同比+37.8%，占收入 42.2%。原因是：(1)品牌影响力扩大，驱动期内客单价和连带率提升，新品折扣率改善 3 个百分点；(2)不止盒子/微信商城/社交电商新渠道快速增长；(3) 存货分配系统及会员运营优化。

➤ 现金流及存货周转大幅优化，平台能力进化，会员体系健康增长：

期内公司存货周转天数同比优化 66 天至 192 天，优于疫情前水平；经营现金流同比+100%至 134 亿元。公司持续修炼供应链、物流及数字化运营内功，快反订单占比超 10%，快反+库存共享+良好的库存管理推动存货周转改善。期内会员数同比+17%至超过 490 万人，贡献约 70%的零售额。

➤ 维持买入评级，上调目标价至 22.3 港元：

我们的观点：公司具备独特的设计师文化，新品牌孵化及多品牌运营能力已获验证，看好中长期成长为多品牌设计师服装集团。管理层积极进取，于业绩会重申 FY24 零售额超 100 亿目标。预计未来 3 年收入有望稳健增长，主要通过门店升级、会员运营及全渠道布局优化以提升同店表现。预计 2022E 至 2024E 财年营收分别为 47.7/ 54.5/ 62.6 亿元，同比+15.6%/ +14.3%/+14.8%；归母净利润分别为 6.5 / 7.9/ 9.4 亿元，同比+1.0%/+21.4%/+18.7%。上调公司目标价至 22.3 港元，维持买入评级，对应 22E PE 约 14 倍。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,099	4,126	4,772	5,452	6,261
同比增长 (%)	-7.7%	33.1%	15.6%	14.3%	14.8%
毛利率	59.7%	62.9%	63.4%	64.0%	64.5%
归母净利润	347	647	653	793	942
同比增长 (%)	-28.5%	86.7%	1.0%	21.4%	18.7%
归母净利润率	11.2%	15.7%	13.7%	14.6%	15.0%
每股盈利	0.68	1.30	1.31	1.59	1.89
PE@18.12HK	22.1	11.6	11.5	9.4	8.0

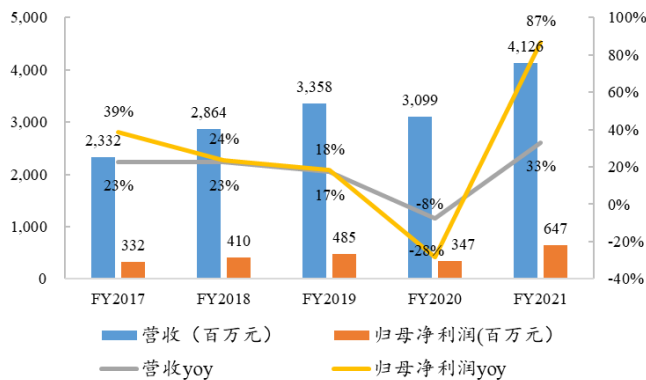
数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 预测

报告正文

FY2021 业绩超预期，重回高质量成长轨道：

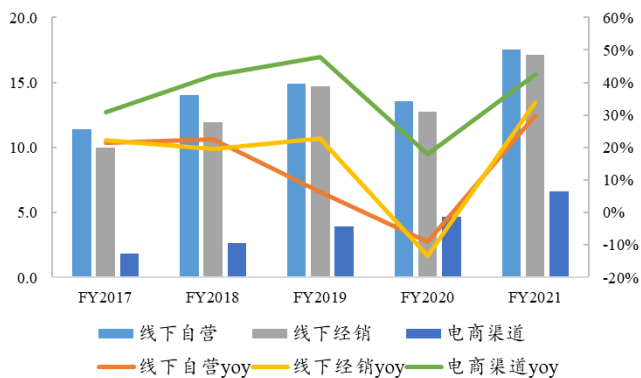
公司 2021 财年实现收入 41.3 亿元，同比+33.1%；净利润 6.47 亿元，同比+86.7%；毛利率和净利率显著改善，分别达 62.9%和 15.7%，较去年分别+3.3pct 和+4.5pct，优于疫情前水平。期内公司总店数为 1931 家，净开店 76 家。分渠道看，线下自营/线下经销/电商渠道分别录得收入 17.6/ 17.1/ 6.6 亿元，同比+29.7%/ +33.9%/ +42.4%，电商渠道增速领先线下。

图 1：江南布衣集团营收和归母净利润



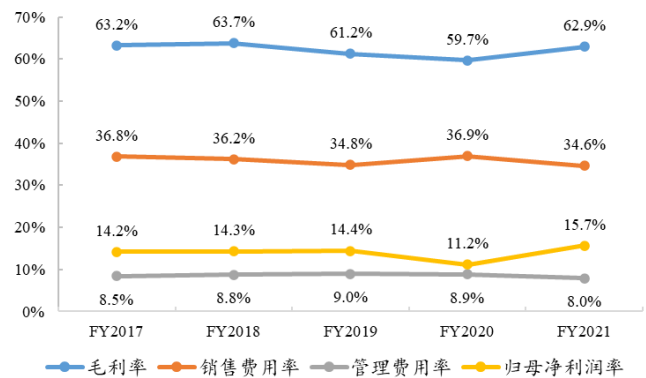
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 3：江南布衣集团各渠道收入及同比变动



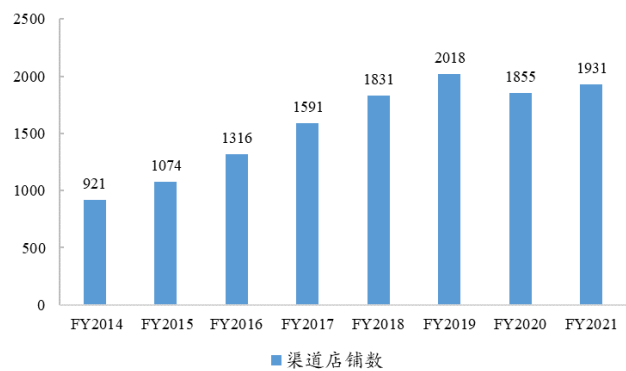
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 2：江南布衣集团毛利率、费用率及归母净利润率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

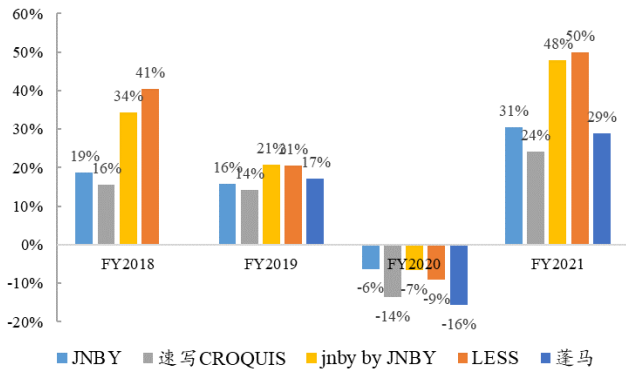
图 4：江南布衣集团渠道店铺数



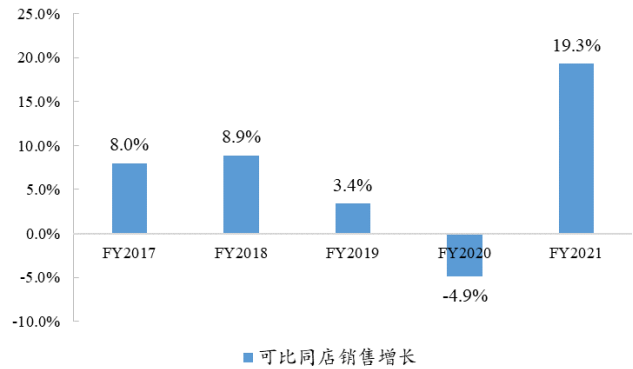
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

成熟品牌增长动力不减，成长品牌后劲十足，强劲的同店表现驱动利润率提升：

在后疫情时代服装消费面临不确定性的背景下，公司表现优秀，品牌矩阵不断优化，验证“设计+品牌力双驱动”的战略执行力。期内同店销售表现+19.3%，较中报+12.6%的水平显著改善。成熟品牌 JNBY 录得收入 23 亿元，同比+30.5%，占收入 55.7%；成长品牌录得收入 17.4 亿元，同比+37.8%，占收入 42.2%。原因是：(1)品牌影响力扩大，驱动期内客单价和连带率提升，新品折扣率改善 3 个百分点；(2)不止盒子/微信商城/社交电商新渠道快速增长；(3) 存货分配系统及会员运营优化。

图：江南布衣集团各品牌收入增速


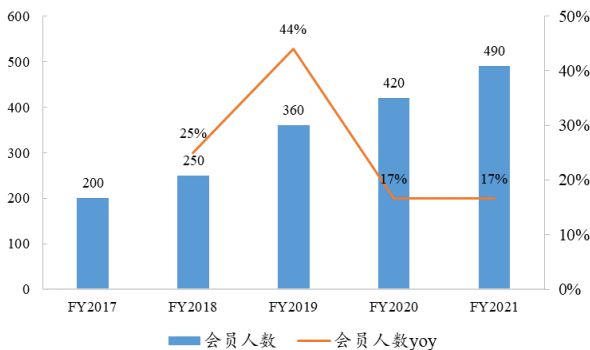
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图：江南布衣集团可比同店销售


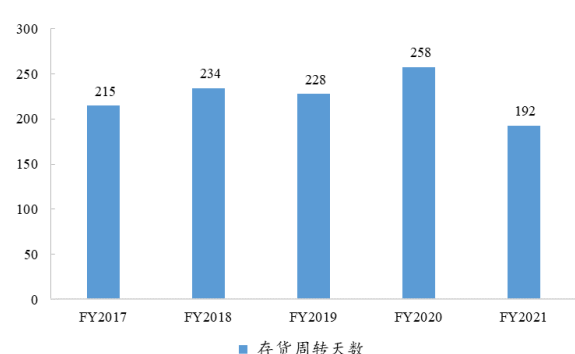
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

现金流及存货周转大幅优化，平台能力进化，会员体系健康增长：

期内公司存货周转天数同比优化 66 天至 192 天，优于疫情前水平；经营现金流同比+100% 至 134 亿元。公司持续修炼供应链、物流及数字化运营内功——快反追单占比超 10%，杭州萧山物流中心效能提升，快反+库存共享+良好的库存管理推动存货周转改善。期内会员数同比+17%至 490 万人，贡献超 70%的零售额。

图：江南布衣集团会员人数


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图：江南布衣集团存货周转天数


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

维持买入评级，上调目标价至 22.3 港元：

我们的观点：公司具备独特的设计师文化，新品牌孵化及多品牌运营能力已获验证，看好中长期成长为多品牌设计师服装集团。管理层积极进取，于业绩会重申FY24零售额超100亿目标。预计未来3年收入有望稳健增长，主要通过门店升级、会员运营及全渠道布局优化以提升同店表现。预计2022E至2024E财年营收分别为47.7/54.5/62.6亿元，同比+15.6%/+14.3%/+14.8%；归母净利润分别为6.5/7.9/9.42亿元，同比+1.0%/+21.4%/+18.7%。上调公司目标价至22.3港元，维持买入评级，对应22E PE约14倍。

风险提示:

新品推广不及预期、潮流趋势变动、行业竞争格局恶化、疫情反复。

财务报表摘要
资产负债表

单位：百万元

会计年度	FY2020	FY2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,106	2,489	2,673	2,891	3,146
现金	337	549	700	883	1,101
应收账款	97	119	131	144	159
应收关联方款项及预付款	253	244	251	258	266
存货	904	707	721	735	750
短期银行存款	246	739	739	739	739
非流动资产	728	1,330	1,389	1,453	1,522
物业、厂房及设备	324	398	438	482	530
有使用权资产	196	640	653	666	679
递延税项资产	186	201	207	213	219
无形资产	14	16	16	17	18
其他	8	75	75	75	75
资产总计	2,834	3,819	4,062	4,344	4,668
流动负债	1,257	1,636	1,702	1,772	1,846
短期借款	188	244	263	284	307
应付账款	182	256	264	272	280
应付关联方款及应计费用	438	666	697	730	764
合同负债	327	310	316	322	329
其他	123	160	162	164	166
非流动负债	92	466	480	494	508
递延税项负债	15	16	17	18	19
租赁	66	126	132	139	146
应付关联方款及应计费用	11	324	331	337	344
负债合计	1,348	2,102	2,182	2,266	2,354
股本	5	5	5	5	5
储备	1,481	1,712	1,875	2,073	2,309
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1,486	1,716	1,880	2,078	2,313
负债及权益合计	2,834	3,819	4,062	4,344	4,668

现金流量表

会计年度	FY2020	FY2021	2022E	2023E	2024E
除税前溢利	486	887	895	1,087	1,290
折旧摊销	61	254	209	218	227
利息收入	-17	-32	2	3	3
营运资金变动	-73	772	15	15	15
已付所得税	-205	-209	-242	-293	-348
其它	417	-336	0	0	0
经营活动现金流	669	1,337	879	1,029	1,188
投资活动现金流	-257	-536	-264	-278	-293
筹资活动现金流	-294	-581	-464	-567	-677
现金净增加额	118	220	151	183	218
现金期初金额	216	337	549	700	883
现金期末金额	337	549	700	883	1,101

利润表

单位：百万元

会计年度	FY2020	FY2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,099	4,126	4,772	5,452	6,261
营业成本	-1,250	-1,529	-1,747	-1,963	-2,223
毛利	1,850	2,597	3,025	3,490	4,039
销售费用	-1,145	-1,429	-1,747	-1,979	-2,267
管理费用	-276	-328	-396	-436	-495
其他损益	56	44	10	10	10
营业利润	485	884	893	1,084	1,287
财务收入/(费用)净额	1	3	2	3	3
除税前溢利	486	887	895	1,087	1,290
所得税	-140	-239	-242	-293	-348
净利润	347	647	653	793	942
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	347	647	653	793	942
EPS (元)	0.68	1.30	1.31	1.59	1.89

主要财务比率

会计年度	FY2020	FY2021	2022E	2023E	2024E
成长性					
营业收入yoy	-7.7%	33.1%	15.6%	14.3%	14.8%
营业利润yoy	-24.8%	82.2%	1.0%	21.4%	18.7%
归母净利润yoy	-28.5%	86.7%	1.0%	21.4%	18.7%
盈利能力					
毛利率	59.7%	62.9%	63.4%	64.0%	64.5%
净利率	11.2%	15.7%	13.7%	14.6%	15.0%
归母净利率	11.2%	15.7%	13.7%	14.6%	15.0%
ROE	23.9%	40.4%	36.3%	40.1%	42.9%

偿债能力

资产负债率	47.6%	55.1%	53.7%	52.2%	50.4%
负债权益比	90.7%	122.5%	116.1%	109.1%	101.8%
流动比率	1.7	1.5	1.6	1.6	1.7
速动比率	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3

营运能力

存货周转天数	258	192	/	/	/
应收帐款天数	13	10	/	/	/

每股资料 (元)

每股收益	0.68	1.30	1.31	1.59	1.89
每股净资产	2.9	3.4	3.8	4.2	4.6

估值比率

PE@18.12HKD	22.1	11.6	11.5	9.4	8.0
PB	6.2	5.3	4.8	4.3	3.9

投资评级定义和免责条款

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自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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>