

江南布衣(3306 HK)

价值远被低估的顶级设计师品牌

- ❖ **严重被低估的顶级设计师品牌，9倍18财年市盈率和10%股息率。**江南布衣是中国的顶级设计师品牌，我们认为，他们是具有在世界舞台上竞争的质量和条件，所以毫无疑问，现价要比他们真正的价值有巨大的折让，9倍的18财年市盈率，与Giordano (709 HK)的15倍和利郎 (1234 HK)的11倍相比，是物超所值，更别说它10%的股息率，和未来几年的快速成长，利润复合增长率是可达20%。
- ❖ **中国首屈一指的设计师品牌。**作为中国首屈一指的设计师品牌，有从1994年创立以来的悠久历史，在中国市场上的市占率亦高达9.6%。JNBY、JCROQUIS(速写)、jnby by JNBY、less、Pomme de terre(蓬马)和JNBY HOME都是旗下的品牌，在全球拥有1,591家门店(当中38家在海外)。
- ❖ **17财年业绩轻松超越预期。**17财年净利润同比增长38%，超过预期5%，归因于1) 优于预期的经营成本控制(销售及营销费用占总销售额下降了0.6个百分点)，2) 电商利润率提升(毛利率攀升9.7个百分点至48.3%)。我们对公司在17财年的出色成本控制感到欣慰，尽管1) 对库存的拨备有所增加(增加0.9个百分点至占总销售额的3.6%)，2) 广告费用有所提高(增加0.8个百分点至销售额的4.2%)，但其他主要经营成本(包括劳工成本，租金费用和特许权费用)都有所下降，一共减少了1.6个百分点，最终令经营利润率上升了1.7个百分点至9.7%。
- ❖ **同店销售增长应可保持高单位数，进一步扩大和经销商库存共享，以及与更多外部设计师合作，都会有所帮助。**我们认为，同店销售增长在17年下半年放缓至中单位数(从17年上半年的11.3%)是不需要担心的，因为很大程度上是受到40-50家门店的经营权转变所影响。江南布衣于17年上半年接手后，零售折扣力度和打折频率均有所下降，这的确有令销售增长放缓，但其实同一时间亦会令毛利率有所攀升，而品牌形象也有所改善。展望未来，管理层有信心同店销售增长能保持在7-8%的水平，我们认为分销商进一步参与库存共享计划将有助公司捕获更多的“错失销售”，据统计，在17财年，有约11.3%的额外销售增加(从长远来看管理层认为约30%是可达到的)。此外，公司亦会和更多的外部设计师(作为设计师孵化计划的一部分)合作，这些未成名但有才华的设计师将从18年起和江南布衣旗下的品牌推出cross-over产品。
- ❖ **电商的确是销售和利润的另一个驱动力。**17年下半年电商销售开始加速，比上年同期增长49.6%，快于上半年的19.1%增长，和16财年的12.3%增长，其中毛利率亦从16财年的38.6%增加到48.3%。

财务资料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万人民币)	1,613	1,903	2,332
净利润(百万人民币)	197	239	332
每股收益(人民币)	0.499	0.607	0.700
每股收益变动(%)	31.4	21.5	38.5
市盈率(x)	16.6	13.7	8.9
市帐率(x)	6.6	11.4	2.6
股息率(%)	5.8	7.1	8.2
权益收益率(%)	49.1	60.8	42.9
财务杠杆(x)	净现金	净现金	净现金

数据源：公司及招银国际研究

未评级

当前股价 HK\$7.57

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

中国服装业

市值(百万港元)	3,927
3月平均流通量(百万港元)	2.83
52周内股价高/低(港元)	7.76/5.70
总股本(百万)	518.8

数据源：彭博

股东结构

吴健家族	59.2%
Vision Knight Capital	3.0%
自由流通	37.8%

数据源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	20.2%	19.4%
3-月	27.0%	18.9%
6-月	4.6%	-10.7%

数据源：彭博

股价表现



数据源：彭博

审计师：普华永道

公司网站：www.jnbygroup.com

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。