

江南布衣(3306 HK)

價值遠被低估的頂級設計師品牌

- ❖ **嚴重被低估的頂級設計師品牌，9倍18財年市盈率和10%股息率。**江南布衣是中國的頂級設計師品牌，我們認為，他們是具有在世界舞臺上競爭的質量和條件，所以毫無疑問，現價要比他們真正的價值有巨大的折讓，9倍的18財年市盈率，與Giordano (709 HK) 的15倍和利郎 (1234 HK) 的11倍相比，是物超所值，更別說它10%的股息率，和未來幾年的快速成長，利潤複合增長率是可達20%。
- ❖ **中國首屈一指的設計師品牌。**作為中國首屈一指的設計師品牌，有從1994年創立以來的悠久歷史，在中國市場上的市佔率亦高達9.6%。JNBY、JCROQUIS(速寫)、jnby by JNBY、less、Pomme de terre(蓬馬)和JNBY HOME都是旗下的品牌，在全球擁有1,591家門店(當中38家在海外)。
- ❖ **17財年業績輕鬆超越預期。**17財年淨利潤同比增長38%，超過預期5%，歸因於1)優於預期的經營成本控制(銷售及營銷費用佔總銷售額下降了0.6百分點)，2)電商利潤率提升(毛利率攀升9.7百分點至48.3%)。我們對公司在17財年的出色成本控制感到欣慰，儘管1)對庫存的撥備有所增加(增加0.9個百分點至佔總銷售額的3.6%)，2)廣告費用有所提高(增加0.8個百分點至銷售額的4.2%)，但其他主要經營成本(包括勞工成本，租金費用和特許權費用)都有所下降，一共減少了1.6個百分點，最終令經營利潤率上升了1.7個百分點至9.7%。
- ❖ **同店銷售增長應可保持高單位數，進一步擴大和經銷商庫存共用，以及與更多外部設計師合作，都會有所幫助。**我們認為，同店銷售增長在17年下半年放緩至中單位數(從17年上半年的11.3%)是不需要擔心的，因為很大程度上是受到40-50家門店的經營權轉變所影響。江南布衣於17年上半年接手後，零售折扣力度和打折頻率均有所下降，這的確有令銷售增長放緩，但其實同一時間亦會令毛利率有所攀升，而品牌形象也有所改善。展望未來，管理層有信心同店銷售增長能保持在7-8%的水準，我們認為分銷商進一步參與庫存共用計劃將有助公司捕獲更多的“錯失銷售”，據統計，在17財年，有約11.3%的額外銷售增加(從長遠來看管理層認為約30%是可達到的)。此外，公司亦會和更多的外部設計師(作為設計師孵化計劃的一部分)合作，這些未成名但有才華的設計師將從18年起和江南布衣旗下的品牌推出cross-over產品。
- ❖ **電商的確是銷售和利潤的另一個驅動力。**17年下半年電商銷售開始加速，比上年同期增長49.6%，快於上半年的19.1%增長，和16財年的12.3%增長，其中毛利率亦從16財年的38.6%增加到48.3%。

財務資料

(截至6月30日)	FY15A	FY16A	FY17A
營業額(百萬人民幣)	1,613	1,903	2,332
淨利潤(百萬人民幣)	197	239	332
每股收益(人民幣)	0.499	0.607	0.700
每股收益變動(%)	31.4	21.5	38.5
市盈率(x)	16.6	13.7	8.9
市帳率(x)	6.6	11.4	2.6
股息率(%)	5.8	7.1	8.2
權益收益率(%)	49.1	60.8	42.9
財務杠杆(x)	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

未評級

當前股價 HK\$7.57

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

中國服裝行業

市值(百萬港元)	3,927
3月平均流通量(百萬港元)	2.83
52周內股價高/低(港元)	7.76/5.70
總股本(百萬)	518.8

資料來源：彭博

股東結構

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

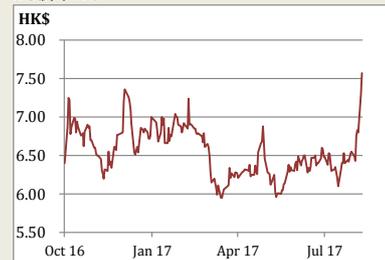
資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	20.2%	19.4%
3-月	27.0%	18.9%
6-月	4.6%	-10.7%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

公司網站：www.jnbygroup.com

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1)發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2)他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1)并没有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；(2)不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3)沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4)并没有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環夏愨道12號美國銀行中心18樓1803-04室 電話：(852) 3900 0888 傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。