

江南布衣(3306 HK)

对 19 财年下半年保持乐观

- ❖ **受惠一次性的因素带动，19 财年上半年业绩好于预期。**江南布衣 19 财年上半年（截至 2018 年 12 月）净利润同比增长 22.1%，略高于招银国际/彭博对 19 财年的 17.5%/17.3% 预测，其销售增长亦超过 22.6%，高于招银国际/彭博预测的 17.6%/17.5%。净利润超预期主要的原因是：1) 高于预期的政府补贴，及 2) 2019 年春节来得较早，所以公司提前供货给分销商。经调整后的税前利润同比增长 15.8%。
- ❖ **强劲的电子商贸增长，弥补了疲软的同店增长。**尽管上半年的同店销售增长放缓至 3.4%（对比 18 财年下半年的高单位数和 18 财年上半年的 10.3%），但电子商贸弥补了同店销售增长的下跌，19 财年上半年同比增长达到 57.1%（对比 18 财年下半年的 38.7% 和 18 财年上半年的 45.1%）。
- ❖ **毛利率承受了一定压力。**19 财年上半年毛利率下降 1.2 个百分点至 61.4%，主要原因是 1) 利润率较低的分销商业销售占比提升；2) 奥特莱斯的销售占比在增加，一般都会有较高的零售折扣。我们相信，由于库存天数上升是过去几年投资者最关注的问题之一，因此去库存力度加强将获投资者支持。值得注意的是，19 财年上半年其他渠道的零售折扣实际上与 18 财年上半年的相若。
- ❖ **但更重要的经营利润率能保持平稳。**管理层始终认为经营利润率至为关键，并相信自有团队和分销商之间的竞争可达至利润最大化。在 19 财年上半年，随着分销商业增长加快，19 财年上半年的经营利润率仍由 18 财年上半年的 25.8% 提高至 25.9%。管理层指出，2019 上半年分销商的去售清率甚至较公司的自有门店高。
- ❖ **对 19 财年下半年保持乐观。**我们相信基于低基数，同店销售已触底反弹，并在 19 财年下半年将达到低至中单位数增长。此外，我们预计电商销售增长将保持强劲（2019 年下半年料增长 30%），因其渗透率仅占总销售的 10.9%，仍低于其他主要品牌的 15-20%（太平鸟/波司登占 25%/23%）。新兴品牌（“Pomme de terre”、“JNBY HOME”、“SAMO”、“REVERB”和“A PERSONAL NOTE 73”）需要 2-4 年才能发展成熟，而江南布衣亦将在这段发展期间，每个品牌投资约 1600-2000 万人民币。管理层重申其在 19 财年开设 200-250 家店的目标，这将为店铺数目带来约 13.8% 的同比增长（招银国际估计约 40 家是来自新兴品牌），并预期 19 财年的净利润增长目标为 17-18%。
- ❖ **维持买入并上调目标价至 17.22 港元，基于 14 倍 20 财年预测市盈率。**我们将 19-21 财年的预测净利润上调 0.6%/1.0%/0.6%，以反映 1) 电商销售提升，2) 其他收入增加，但 3) 员工成本上升。因此，我们上调目标价至 17.22 港元。公司现价相当于 11.7 倍 20 财年（6 月结）预测市盈率（5 年平均值为 11.5 倍），19-21 财年预测净利润复合年增长率为 17%，股息率及 PEG 分别为 5.2% 及 0.7 倍。我们预计，随着 19 财年下半年的增长势头改善，公司的估值有望被重估。

财务资料

(截至 6 月 30 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万人民币)	2,332	2,864	3,453	3,988	4,588
净利润(百万人民币)	332	410	485	563	655
每股收益(人民币)	0.700	0.787	0.912	1.037	1.183
每股收益变动(%)	15.4	12.4	17.6	14.3	14.7
市盈率(x)	17.9	15.5	13.4	11.7	10.2
市帐率(x)	5.2	4.9	4.5	4.0	3.5
股息率(%)	3.5	5.5	5.2	6.0	6.8
权益收益率(%)	42.9	32.2	34.0	34.4	34.8
财务杠杆(x)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究

买入（维持）

目标价	HK\$17.22
(前目标价)	HK\$16.33)
潜在升幅	+19.2%
当前股价	HK\$14.44

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)	7,491
3 月平均流通量(百万港元)	13.14
52 周内股价高/低(港元)	20.9/9.87
总股本(百万)	518.8

数据源：彭博

股东结构

吴健家族	59.2%
自由流通	40.8%

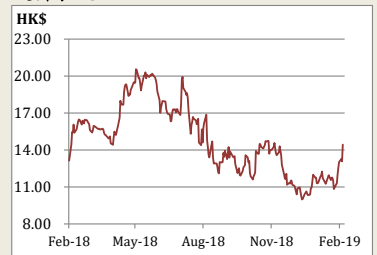
数据源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	17.3%	12.4%
3-月	23.2%	14.3%
6-月	5.0%	3.5%

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

利潤表

年結：6月30日（百萬元人民幣）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	2,332	2,864	3,453	3,988	4,588
女装	1,535	1,860	2,183	2,476	2,807
男装	489	565	659	746	847
童装和青少年装	307	433	599	748	912
家居用品	2	6	12	18	22
销售成本	(858)	(1,038)	(1,291)	(1,484)	(1,697)
毛利	1,475	1,826	2,162	2,505	2,890
其他收入	42	18	46	57	66
销售费用	(859)	(1,037)	(1,249)	(1,451)	(1,669)
一般及行政费用	(198)	(251)	(297)	(340)	(389)
其他收益	-	-	-	-	-
息税前收益	460	556	661	770	898
净融资成本	9	13	12	12	12
联营公司	-	(0)	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	468	569	674	782	910
所得税	(137)	(159)	(189)	(219)	(255)
非控制股东权益	-	-	-	-	-
净利润	332	410	485	563	655

资料来源：公司及招银国际研究预测

資產負債表

年結：6月30日（百萬元人民幣）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	209	318	465	613	762
物业、厂房及设备	59	142	290	441	593
无形资产和商誉	7	9	8	6	5
土地使用权	49	48	47	46	45
投资型房地产	-	-	-	-	-
联营公司的权益	-	-	-	-	-
合营公司的权益	-	-	-	-	-
其他金融资产	6	9	9	9	9
递延税项资产	88	111	111	111	111
其他	-	-	-	-	-
流动资产	1,716	1,804	1,965	2,172	2,430
其他金融资产	365	288	336	379	427
存货	570	764	938	1,057	1,209
贸易及其他应收账款	83	95	132	153	176
受限制银行结余	204	324	324	324	324
现金及现金等价物	494	333	236	260	294
流动负债	654	823	992	1,137	1,300
银行借款	-	-	-	-	-
预收款项	-	-	-	-	-
贸易及其他应付账款	612	780	949	1,094	1,257
即期税项	-	-	-	-	-
其他	43	43	43	43	43
非流动负债	13	11	11	11	11
带息借款	-	-	-	-	-
离职后福利及其他长期福利	-	-	-	-	-
递延税项	13	11	11	11	11
拨备	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
资产净额	1,257	1,288	1,428	1,637	1,881
非控股权益	-	-	-	-	-
权益股东应占总权益	1,257	1,288	1,428	1,637	1,881

资料来源：公司及招银国际研究预测

現金流量表

年結：6月30日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	460	556	661	770	898
折旧和摊销	34	38	60	92	126
营运资金变动	(137)	(140)	(91)	(37)	(61)
税务开支	(157)	(179)	(189)	(219)	(255)
其他	91	104	13	13	13
经营活动所得現金净额	291	379	456	618	721
购置固定资产	(54)	(116)	(207)	(239)	(275)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	(333)	(33)	-	-	-
投资活动所得現金净额	(387)	(149)	(207)	(239)	(275)
股份发行	648	-	-	-	-
净银行借贷	-	-	-	-	-
股息	(230)	(348)	(345)	(354)	(411)
其他	(1)	(31)	(1)	(1)	(1)
融资活动所得現金净额	417	(379)	(346)	(355)	(412)
現金增加净额	320	(149)	(98)	24	34
年初現金及現金等价物	168	494	333	236	260
汇兑	7	(12)	-	-	-
年末現金及現金等价物	494	333	236	260	294

资料来源：公司及招银国际研究预测

主要比率

年結：6月30日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
女装	65.8	64.9	63.2	62.1	61.2
男装	21.0	19.7	19.1	18.7	18.5
童装和青少年装	13.1	15.1	17.3	18.8	19.9
家居用品	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	63.2	63.7	62.6	62.8	63.0
息稅前利潤率	19.7	19.4	19.2	19.3	19.6
稅前利潤率	20.1	19.9	19.5	19.6	19.8
淨利潤率	14.2	14.3	14.0	14.1	14.3
調整后淨利潤率	-	-	-	-	-
有效稅率	29.2	27.9	28.0	28.0	28.0

增長 (%)

收入	22.6	22.8	20.6	15.5	15.0
毛利	23.9	23.8	18.4	15.9	15.4
息稅前利潤	34.0	21.0	18.9	16.4	16.6
淨利潤率	38.5	23.8	18.2	16.0	16.4

資產負債比率

流動比率 (x)	2.6	2.2	2.0	1.9	1.9
平均應收賬款周轉天數	13.1	12.0	14.0	14.0	14.0
平均應付賬款周轉天數	64.3	71.8	71.8	71.8	71.8
平均存貨周轉天數	242.4	268.5	265.0	260.0	260.0
淨負債 / 總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

回報率 (%)

資本回報率	26.4	31.9	34.0	34.4	34.8
資產回報率	17.2	19.3	20.0	20.2	20.5

每股數據

每股盈利(人民幣)	0.507	0.624	0.725	0.819	0.924
每股股息(人民幣)	0.371	0.437	0.508	0.574	0.647
每股賬面值(人民幣)	2.608	2.833	3.092	3.376	3.695

资料来源：公司及招银国际研究预测

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于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: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

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年证券交易法规则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。