

江南布衣 (3306 HK)

疫情影響還沒結束和缺乏催化劑

下調評級至持有，並將目標價下調至 8.89 港元，基於的 10 倍 21 財年(6 月結)市盈率(預期未來有負增長，所以從 20 財年的 13 倍下調)。我們認為由於疫情影響還未結束，以及短期缺乏催化劑，目前風險回報不算吸引。

- **20 財年上半年銷售和淨利潤均符合預期，但股息卻低於預期。**江南布衣的銷售/利潤同比增長 5%/13% 至 21.35 億/4.3 億人民幣，與公司的個位數/雙位數增長目標相若。不過，取消中期派息令人始料不及(過往約占全年派息的 40%，按現價計算，上半年股息率約為 3-4%)，這可能是代表公司的現金流不穩。但管理層在業績後電話會議中，重申了會維持 75% 的全年派息率。
- **目前 20 財年上半年銷售和利潤均符合預期，但股息卻低於預期。**江南布衣的銷售/利潤同比增長 5%/13% 至 21.35 億/4.3 億人民幣，與公司的目標個位數/雙位數百分比增長相若。不過取消中期派息令人始料不及(過往約占全年派息的 40%，按現價計算，上半年股息收益率为 3-4%)，可能代表公司現金流不穩。但管理層在業績後電話會議中，重申了會維持 75% 的全年派息率。
- **暖冬導致整體增長放緩，童裝是唯一亮點。**按品牌來說，女裝增長放緩(20 財年上半年 JNBY/less 增長 5%/7%，而 19 財年下半年為 11%/16%)，男裝未見起色(CROQUIS 在 20 財年上半年下跌 6%，而 19 財年下半年增長 1%，而且 SAMO 和 REVERB 在 FY20E 之前關閉)，童裝增長保持快速(jnby by JNBY / Pomme de Terre 20 財年上半年增長為 16%/13%，而 19 財年下半年為 6%/13%)。按管道來說，所有主要管道均出現放緩(20 財年上半年自營/批發/電商的增長為 4%/3%/23%，而 19 財年下半年為 6%/8%/38%)。
- **應對危機的措施：1) 保留現金，2) 與分銷商和員工共渡時艱，3) 進一步利用其在線管道。**管理層認為疫情爆發是壞於預期的，並且會嚴重損害消費行業。公司認為，他們是有實力去應對這挑戰的，因為：1) 手頭上淨現金充裕(約 7.4 億元人民幣，而且不派發中期股息)，2) 他們已為其員工購買了足夠的醫療保險，3) 他們出台了些協助分銷商的政策(例如將其 20 年春季產品的可退貨率一次性提高到 100%)，以及 4) 利用其多種管道來推動疫症期間的銷售增長(例如，微信的小程序或不止盒子，或者針對粉絲的促銷等等)。我們認為可能帶來一些短期利空，但長期應有助保持品牌價值。
- **公司並沒明確的業績指引，但由於疫症的關係，我們下調 20 財年的銷售和利潤分別下降 16%/41%。**由於目前疫情還不能說是受到控制，因此管理層認為要給明確的業績指引還是太早。但是如果我們假設對銷售有嚴重打擊的時間為大約 2 個月(直營銷售很差加上經銷商的产品退貨)，則會令 20 財年銷售下調 16%。此外，考慮到固定成本後(經營成本當中大多數是固定的)，我們下調 20 財年淨利潤 41%。
- **下調評級至持有，下調目標價至 8.89 港元。**我們將評級下調至持有並下調目標價至 8.89 港元，基於 10 倍的 21 財年(6 月結)市盈率(由於未來應會有負增長，從 13 倍的 20 財年市盈率下調)。由於短期缺乏催化劑，我們認為公司目前不算吸引力，儘管現價的估值為 9 倍市盈率和有 7% 的股息率。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額(百萬人民幣)	2,864	3,358	3,213	3,512	3,927
同比增長(%)	22.8	17.3	(4.3)	9.3	11.8
淨利潤(百萬人民幣)	410	485	312	395	455
每股收益(人民幣)	0.932	1.092	0.707	0.889	1.020
每股收益變動(%)	15.7	17.2	(35.3)	25.8	14.7
市盈率(x)	9.0	7.7	11.8	9.4	8.2
市帳率(x)	2.8	2.6	2.6	2.4	2.2
股息率(%)	9.5	9.2	5.9	7.4	8.5
權益收益率(%)	32.2	35.9	21.9	26.2	27.4
財務杠杆(x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際證券預測

敬請參閱尾頁之免責聲明

招銀國際研究報告之彭博搜索代碼：CMBR

本報告摘要自英文版本，如欲進一步瞭解，敬請參閱英文報告。

持有(下調)

目標價	HK\$8.89
(此前目標價)	HK\$15.52)
潛在升幅	+6.4%
當前股價	HK\$8.36

中國服裝行業

胡永匡

(852) 3761 8776
walterwoo@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	4,337
3 月平均流通量(百萬港元)	9.28
52 周內股價高/低(港元)	17.32/8.09
總股本(百萬)	518.8

數據源：彭博

股東結構

吳健先生家族	53.89%
富達國際	2.37%
先鋒集團	1.35%
富蘭克林資源	1.31%
自由流通	39.48%

數據源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-18.4%	-14.5%
3-月	-25.2%	-24.6%
6-月	-35.7%	-38.1%
12-月	-36.1%	-31.1%

數據源：彭博

股份表現



數據源：彭博

審計師：安永

近期報告

1. 江南布衣 (3306 HK) - 行業艱難和保守的指引 - 2019 年 8 月 28 日
2. 江南布衣 (3306 HK) - 對下半年 19 年保持樂觀 - 2019 年 2 月 28 日

財務分析

利潤表

年結:6月30日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	2,332	2,864	3,358	3,213	3,512
自營	1,144	1,401	1,489	1,392	1,478
分銷商	1,002	1,197	1,470	1,382	1,486
線上	187	266	393	433	541
其他	0	0	5	7	8
銷售成本	(858)	(1,038)	(1,302)	(1,316)	(1,395)
毛利	1,475	1,826	2,056	1,897	2,117
其它收入	42	18	61	56	40
營運支出	(1,057)	(1,288)	(1,472)	(1,504)	(1,597)
折舊和攤銷	(4)	(5)	(7)	(10)	(12)
員工成本	(136)	(167)	(200)	(219)	(231)
銷售及分銷成本(不包括員工成本、折舊和攤銷)	(794)	(957)	(1,075)	(1,121)	(1,199)
管理費用(不包括員工成本、折舊和攤銷)	(123)	(159)	(191)	(154)	(155)
其它運營費用	-	-	-	-	-
息稅前收益	460	556	645	449	560
融資成本淨額	9	13	18	(3)	(4)
合資及聯營企業	-	(0)	-	-	-
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	468	569	663	446	556
所得稅	(137)	(159)	(179)	(134)	(161)
減: 非控制股東權益	0	0	0	0	0
淨利潤	332	410	485	312	395

現金流量表

年結:6月30日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前利潤	460	556	645	449	560
折舊和攤銷	34	38	48	82	102
營運資金變動	(137)	(140)	(281)	(86)	(23)
已繳納所得稅	(157)	(179)	(202)	(134)	(161)
其它	91	104	126	15	14
經營活動所得現金流	291	379	336	327	493
資本開支	(54)	(116)	(160)	(153)	(167)
聯營公司	-	-	-	-	-
利息收入	5	11	21	-	-
其它	(338)	(44)	71	-	-
投資活動所得現金淨額	(387)	(149)	(67)	(153)	(167)
股份發行	648	(31)	(48)	-	-
淨借貸	-	-	-	-	-
支付股息	(230)	(348)	(342)	(291)	(245)
其它	(1)	-	0	(18)	(18)
融資活動所得現金淨額	417	(379)	(390)	(309)	(263)
現金增加淨額	320	(149)	(122)	(136)	62
年初現金及現金等價物	168	494	333	216	81
匯兌	7	(12)	5	-	-
年末現金及現金等價物	494	333	216	81	143

資產負債表

年結:6月30日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	209	318	456	526	591
固定資產	59	142	279	352	419
無形資產和商譽	7	9	12	10	8
預付租金	6	9	10	10	10
合資及聯營公司投資	-	-	-	-	-
其它非流動資產	138	159	154	154	153
流動資產	1,716	1,804	1,829	1,754	1,909
現金及現金等價物	494	333	216	81	143
存貨	570	764	860	937	994
貿易和其他應收款	83	95	115	110	121
預付款	224	231	288	275	301
其它流動資產	345	382	350	350	350
流動負債	654	823	861	835	905
銀行貸款	-	-	-	-	-
應付款	151	204	202	204	216
應計費用和其他應付款	461	576	645	617	675
應付稅款	-	-	-	-	-
其它流動負債	43	43	14	14	14
非流動負債	13	11	13	13	13
銀行貸款	-	-	-	-	-
遞延收入	-	-	-	-	-
遞延所得稅	13	11	13	13	13
其它	-	-	-	-	-
少數股東權益	-	-	-	-	-
淨資產總額	1,257	1,288	1,411	1,432	1,581
股東權益	1,257	1,288	1,411	1,432	1,581

主要比率

年結:6月30日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合(%)					
自營	49.0	48.9	44.4	43.3	42.1
分銷商	42.9	41.8	43.8	43.0	42.3
線上	8.0	9.3	11.7	13.5	15.4
其他	-	-	0.2	0.2	0.2
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	63.2	63.7	61.2	59.0	60.3
經營利潤率	19.7	19.4	19.2	14.0	16.0
稅前利率	20.1	19.9	19.8	13.9	15.8
淨利潤率	14.2	14.3	14.4	9.7	11.2
有效稅率	29.2	27.9	26.9	30.0	29.0
資產負債比率					
流動比率(X)	2.6	2.2	2.1	2.1	2.1
速動比率(X)	1.8	1.3	1.1	1.0	1.0
現金比率(X)	0.8	0.4	0.3	0.1	0.2
平均庫存周轉天數	242	268	241	260	260
平均應收款周轉天數	13	12	13	13	13
平均應付帳款天數	64	72	57	57	57
債務/股本比率(%)	0.6	0.9	0.6	0.6	0.6
淨負債/股東權益比率(%)	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	34.4	21.8	25.0
資產回報率	17.2	19.3	21.2	13.7	15.8
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	0.79	0.94	0.61	0.76	0.88
每股股息(人民幣)	0.44	0.67	0.66	0.43	0.54
每股賬面價值(人民幣)	2.42	2.48	2.72	2.76	3.03

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

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並無直接或間接關係。

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）並沒有在發表研究報告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）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

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。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際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，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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。招銀國際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並不時自行及/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投資銀行相關業務聯繫。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，任何機構或個人於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信息，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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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。接收本報告之行為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士。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。