

江南布衣(3306 HK)

對 19 財年下半年保持樂觀

- ❖ 受惠一次性的因素帶動，19 財年上半年業績好於預期。江南布衣 19 財年上半年（截至 2018 年 12 月）淨利潤同比增長 22.1%，略高於招銀國際/彭博對 19 財年的 17.5%/17.3% 預測，其銷售增長亦超過 22.6%，高於招銀國際/彭博預測的 17.6%/17.5%。淨利潤超預期主要的原因是：1) 高於預期的政府補貼，及 2) 2019 年春節來得較早，所以公司提前供貨給分銷商。經調整後的稅前利潤同比增長 15.8%。
- ❖ 強勁的電子商貿增長，彌補了疲軟的同店增長。儘管上半年的同店銷售增長放緩至 3.4%（對比 18 財年下半年的高單位數和 18 財年上半年的 10.3%），但電子商貿彌補了同店銷售增長的下跌，19 財年上半年同比增長達到 57.1%（對比 18 財年下半年的 38.7% 和 18 財年上半年的 45.1%）。
- ❖ 毛利率承受了一定壓力。19 財年上半年毛利率下降 1.2 個百分點至 61.4%，主要原因是 1) 利潤率較低的分銷商業務銷售占比提升；2) 奧特萊斯的銷售占比在增加，一般都會有較高的零售折扣。我們相信，由於庫存天數上升是過去幾年投資者最關注的問題之一，因此去庫存力度加強將獲投資者支持。值得注意的是，19 財年上半年其他渠道的零售折扣實際上與 18 財年上半年的相若。
- ❖ 但更重要的經營利潤率能保持平穩。管理層始終認為經營利潤率至為關鍵，并相信自有團隊和分銷商之間的競爭可達至利潤最大化。在 19 財年上半年，隨著分銷商業務增長加快，19 財年上半年的經營利潤率仍由 18 財年上半年的 25.8% 提高至 25.9%。管理層指出，2019 上半年分銷商的去售清率甚至較公司的自有門店高。
- ❖ 對 19 財年下半年保持樂觀。我們相信基於低基數，同店銷售已觸底反彈，并在 19 財年下半年將達到低至中單位數增長。此外，我們預計電商銷售增長將保持強勁（2019 年下半年料增長 30%），因其滲透率僅占總銷售的 10.9%，仍低於其他主要品牌的 15-20%（太平鳥/波司登占 25%/23%）。新興品牌（“Pomme de terre”、“JNBY HOME”、“SAMO”、“REVERB”和“A PERSONAL NOTE 73”）需要 2-4 年才能發展成熟，而江南布衣亦將在這段發展期間，每個品牌投資約 1600-2000 萬人民幣。管理層重申其在 19 財年開設 200-250 家店的目標，這將為店鋪數目帶來約 13.8% 的同比增長（招銀國際估計約 40 家是來自新興品牌），并預期 19 財年的淨利潤增長目標為 17-18%。
- ❖ 維持買入并上調目標價至 17.22 港元，基於 14 倍 20 財年預測市盈率。我們將 19-21 財年的預測淨利潤上調 0.6%/1.0%/0.6%，以反映 1) 電商銷售提升，2) 其他收入增加，但 3) 員工成本上升。因此，我們上調目標價至 17.22 港元。公司現價相當於 11.7 倍 20 財年（6 月結）預測市盈率（5 年平均值為 11.5 倍），19-21 財年預測淨利潤複合年增長率為 17%，股息率及 PEG 分別為 5.2% 及 0.7 倍。我們預計，隨著 19 財年下半年的增長勢頭改善，公司的估值有望被重估。

財務資料

(截至 6 月 30 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額 (百萬人民幣)	2,332	2,864	3,453	3,988	4,588
淨利潤 (百萬人民幣)	332	410	485	563	655
每股收益 (人民幣)	0.700	0.787	0.912	1.037	1.183
每股收益變動 (%)	15.4	12.4	17.6	14.3	14.7
市盈率 (x)	17.9	15.5	13.4	11.7	10.2
市帳率 (x)	5.2	4.9	4.5	4.0	3.5
股息率 (%)	3.5	5.5	5.2	6.0	6.8
權益收益率 (%)	42.9	32.2	34.0	34.4	34.8
財務杠杆 (x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

買入（維持）

目標價	HK\$17.22
（前目標價）	HK\$16.33
潛在升幅	+19.2%
當前股價	HK\$14.44

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

中國服裝業

市值 (百萬港元)	7,491
3 月平均流通量 (百萬港元)	13.14
52 周內股價高/低 (港元)	20.9/9.87
總股本 (百萬)	518.8

數據源：彭博

股東結構

吳健家族	59.2%
自由流通	40.8%

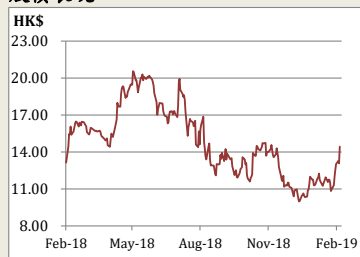
數據源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	17.3%	12.4%
3-月	23.2%	14.3%
6-月	5.0%	3.5%

數據源：彭博

股價表現



數據源：彭博

審計師：普華永道

公司網站：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

資料來源：公司及招銀國際研究預測

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	-	-	-	-	-
权益股东应占权益	1,257	1,288	1,428	1,637	1,881

資料來源：公司及招銀國際研究預測

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
经营活动所得现金净额	291	379	456	618	721
购置固定资产	(54)	(116)	(207)	(239)	(275)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	(333)	(33)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(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)
融资活动所得现金净额	417	(379)	(346)	(355)	(412)
现金增加净额	320	(149)	(98)	24	34
年初现金及现金等价物	168	494	333	236	260
汇兑	7	(12)	-	-	-
年末现金及现金等价物	494	333	236	260	294

資料來源：公司及招銀國際研究預測

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
调整后淨利潤率	-	-	-	-	-
有效稅率	29.2	27.9	28.0	28.0	28.0
增长（%）					
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
资产负债比率					
流动比率（x）	2.6	2.2	2.0	1.9	1.9
平均应收账款周转天数	13.1	12.0	14.0	14.0	14.0
平均应付账款周转天数	64.3	71.8	71.8	71.8	71.8
平均存货周转天数	242.4	268.5	265.0	260.0	260.0
净负债/总权益比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率（%）					
资本回报率	26.4	31.9	34.0	34.4	34.8
资产回报率	17.2	19.3	20.0	20.2	20.5
每股数据					
每股盈利（人民币）	0.507	0.624	0.725	0.819	0.924
每股股息（人民币）	0.371	0.437	0.508	0.574	0.647
每股账面值（人民币）	2.608	2.833	3.092	3.376	3.695

資料來源：公司及招銀國際研究預測

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）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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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)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士。