

买入
FY26H1 净利润超预期，全年业绩有望稳定增长
江南布衣 (3306.HK)

2026-03-03 星期二

【投资要点】

➤ **FY26H1 收入+7.0%，净利润+11.9%超预期；各渠道毛利率均提升**
 公司 FY26H1 营收 33.76 亿元，同比+7.0%；毛利润 22.46 亿元，同比+9.2%，毛利率 66.5%，同比+1.4pts；净利润 6.76 亿元，同比+11.9%，归母净利润率 20.0%，同比+0.9pts。中期股息每股 0.52 港元/股，股息支付率 75%。公司收入符合预期，利润增长因净利润率表现而超预期。

● **品牌收入**，成熟品牌 JNBY 18.60 亿元，同比+5.7%；成长品牌中男装速写收入+0.4%，童装 jnby by JNBY 收入+4.1%，女装 LESS 收入+16.3%；新兴品牌及其他收入+22.4%。

● **毛利率**，**品牌端**：成熟品牌 JNBY 69.4%，同比+1.8pts；成长品牌中男装速写 67.5%，同比+2.0pts，童装 jnby by JNBY 60.2%，同比+1.8pts，女装 LESS 70.5%，同比+1.7pts；**新兴其他品牌** 48.8%，同比-3.6pts。**渠道端**：线下直营 73.7%，同比+0.1pts，线下经销 61.0%，同比+2.0pts，线上 65.8%，同比+1.6pts。

➤ **公司 FY26 全年净利润指引小幅提升，计划推进品牌国际化布局**

根据业绩会信息，公司维持 26 财年“百亿零售目标”不变，对应营业收入约 60 亿元。净利润方面，由于财年上半年优异表现，公司预计全年净利润率有望超额完成，达到约 9.5 亿元，对应约 16%的净利润率（vs 先前 15%净利润率），同时公司也将维持 75%的分红派息计划。

未来发展方面，公司未来计划不单纯做贸易型出海，而实现品牌出海，目前正计划组建国际团队，推进品牌国际化布局，目前该项计划还在前期筹备中。我们认为，公司【设计师品牌】的基因与国际市场需求有一定契合，加上公司在本土复杂环境背景下依旧维持稳定增长和运营，因此对公司出海计划保持乐观。

➤ **维持“买入”评级，目标价为 26.03 港元**

基于公司 FY26H1 业绩表现，我们小幅上调公司业绩预测，预计公司 FY26-FY28E 营收分别为 60.2、65.3、70.1 亿元，同比+8.5%、+8.5%、+7.2%；预计归母净利润分别为 9.8、10.8、11.8 亿元，同比+9.5%、+10.5%、+9.2%。维持买入评级，目标估值 PE (2026E) 12.5 倍，对应 PE (TTM) 13.7 倍，提升目标价至 26.03 港元，对应现价预计升幅 24.2%，维持“买入”评级。

百万人民币	FY2025	FY26H1	FY26E	FY27E	FY28E
营业额	5,548	3,376	6,020	6,534	7,005
同比增长 (%)	4.6%	7.0%	8.5%	8.5%	7.2%
归母净利润	893	676	977	1,080	1,179
同比增长 (%)	5.3%	12.5%	9.5%	10.5%	9.2%
净利润率(%)	16.1%	20.0%	16.2%	16.5%	16.8%
每股盈利 (港元)	1.74	1.32	1.91	2.11	2.30

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

目标价: **26.03 港元**
 现价: **20.96 港元**
 预计升幅: **24.2%**

重要数据

日期	2026-03-03
收盘价 (港元)	20.96
总股本 (亿股)	5.33
总市值 (亿港元)	111.78
净资产 (亿港元)	26.75
总资产 (亿港元)	52.47
52 周高低 (港元)	22.44/12.31
每股净资产 (港元)	5.73

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Ninth Investment Limited	30.75%
Ninth Capital Limited	28.97%

相关报告

江南布衣 (3306.HK) 更新报告-20250303

江南布衣 (3306.HK) 更新报告-20250909

研究部

姓名: 冯浩

SFC: BUQ780

电话: 755-21519167

Email: fenghao@gzjq.com.hk

【報告正文】

➤ **FY26H1 收入+7.0%，淨利潤+11.9%超预期；各渠道毛利率均提升**

公司 FY26H1 實現營收 33.76 億元，同比+7.0%；實現毛利潤 22.46 億元，同比+9.2%，期間毛利率為 66.5%，同比+1.4pts；實現淨利潤 6.76 億元，同比+11.9%，期間歸母淨利潤率為 20.0%，同比+0.9pts。擬派發中期股息每股 0.52 港元/股，股息支付率 75%。公司收入符合預期，利潤增長因淨利潤率表現而超预期。

- **品牌營收，全部品牌期內實現正增長。**具體信息如下：成熟品牌 JNBY 錄得 18.60 億元，同比+5.7%，占比 55.1%（同比-0.7pts）；成長品牌錄得 12.79 億元，同比+6.3%，占比 37.9%（同比-0.2pts），其中男裝速寫收入+0.4%，童裝 jnby by JNBY 收入+4.1%，女裝 LESS 增速亮眼，收入同比+16.3%；新興品牌及其他收入為 2.37 億元，同比+22.4%，占比提升至 7.0%（同比+0.9pts）。
- **毛利率整體提升 1.4pts，成熟、成長品牌和渠道毛利率均提升。**具體信息如下：成熟品牌 JNBY 毛利率為 69.4%，同比+1.8pts；成長品牌毛利率為 65.6%，同比+2.0pts，其中男裝速寫毛利率 67.5%，同比+2.0pts，童裝 jnby by JNBY 毛利率 60.2%，同比+1.8pts，女裝 LESS 毛利率達 70.5%，同比+1.7pts；新興其他品牌毛利率為 48.8%，同比-3.6pts。

渠道毛利率部分，線下直營渠道毛利率 73.7%，同比+0.1pts，線下經銷渠道毛利率 61.0%，同比+2.0pts，線上電商毛利率 65.8%，同比+1.6pts。

根據業績會內容，期內公司毛利率提升的原因主要是渠道優化後，直營線上的高毛利渠道占比提升、穩定的折扣管理；經銷渠道的毛利率同比改善主要是期內進行時店鋪輪換減少，裝修補貼金額下降。

- **淨利潤率提升 1.0pts 至 20.0%。**具體信息如下：銷售費用率為 32.4%，同比+0.1pts；管理費用率為 9.2%，同比+0.6pts。歸母淨利潤率達到 20.0%，同比+0.9pts。

表 1: 公司按品牌收入和毛利率情况

单位: 百万元	2023-06-30	2024-6-30	2025-6-30	2024-12-31	2025-12-31
	FY2023	FY2024	FY2025	FY25H1	FY26H1
成熟品牌					
-JNBY 收入	2,513	2,944	3,013	1,760	1,860
yoy	9%	17%	2%	4%	6%
毛利率	67.2%	68.2%	68.6%	67.6%	69.4%
成熟品牌占总收入	56%	56%	54%	56%	55%
成长品牌收入	1,866	2,184	2,174	1,252	1,274
yoy	10%	17%	0%	2%	2%
毛利率	63.7%	64.7%	63.8%	63.9%	65.6%
成长品牌占总收入	42%	41%	39%	40%	38%
-Less 收入	526	622	623	388	389
yoy	14%	18%	0%	16%	0%
毛利率	68.7%	69.9%	69.0%	68.8%	70.5%
-男装速写收入	676	755	720	388	389
yoy	5%	12%	-5%	-6%	0%
毛利率	64.7%	66.3%	66.2%	65.6%	67.5%
-童装 jnby by JNBY 收入	665	807	831	476	495
yoy	12%	21%	3%	-1%	4%
毛利率	58.6%	59.2%	57.9%	58.4%	60.2%
新兴品牌收入	85	174	361	194	237
yoy	13%	104%	107%	304%	22%
毛利率	46.4%	42.9%	51.5%	52.4%	48.8%
新兴品牌占总收入	2%	3%	7%	6%	7%
总收入	4,465	5,303	5,548	3,156	3,376
yoy	9%	19%	5%	6%	7%
毛利率	65.3%	65.9%	65.6%	65.1%	66.5%
归母净利润	621	847	893	600	674
yoy	11%	36%	5%	4%	12%
归母净利润率	13.9%	16.0%	16.1%	19.0%	20.0%

资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

➤ 公司运营数据: 库存管理高效、渠道全域拓展、会员粘性持续增强

- 库存与周转, 存货管理高效, 现金流表现优异。期末公司库存增速低于收入增速, 应收账款周转天数 9.2 天, 保持健康。经营活动净现金流 9.96 亿元, 同比+21.1%。
- 渠道与门店, 较 25 年中新开 46 家, 增长 2.2%。其中, 成熟品牌 JNBY 增加 31 家至 992 家; 成长品牌共增加 13 家至 1095 家。渠道收入方面, 受暖冬及春节错期影响, 实体门店可比同店销售额下降 2.2%, 若

纳入春节期间数据，则同店数据为正增长，一线城市增长优于三四线城市。

- **粉丝与会员，活跃会员数同比增长9%**。公司各社交平台粉丝总量达1038万人。其中活跃会员总数59.0万人，同比增加5.0万人。年购买金额超过5000元以上的会员总数超过34.0万人（去年同期为33.0万人）；该部分会员贡献的年消费金额达49.0亿元（去年同期为46.8亿元），占线下渠道零售额超过60%。

表 2：公司会员和关键经营数据

	2022-06-30	2023-06-30	2024-6-30	2025-6-30	2025-12-31
会员数单位：万名	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY26H1
会员数	598	691	897	996	1038
yoy	22%	16%	30%	11%	
活跃会员(过去12个月内连续180天内消费2次及以上)	42.0	50.8	55.6	56.8	59.6
yoy	-2%	21%	9%	2%	9%
年购买金额5000元以上会员数	21.1	25.9	31.9	33.7	34.0
yoy	1%	23%	23%	6%	2%
关键经营数据	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY26H1
总门店数	1956	1990	2024	2117	2,163
可比同店销售增长	-3.7%	9.1%	10.7%	-0.1%	-2.2%
存货周转天数	190	191	156	161	158
应收账款周转天数	10	9	9	8	9

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

➤ 未来展望

根据业绩会信息，公司维持26财年“百亿零售目标”不变，对应营业收入约60亿元。净利润方面，由于财年上半年优异表现，公司预计全年净利润率有望超额完成，达到约9.5亿元，对应约16%的净利润率（vs 先前15%净利润率），同时公司也将维持75%的分红派息计划。

未来发展方面，公司未来计划不单纯做贸易型出海，而实现品牌出海，目前正计划组建国际团队，推进品牌国际化布局，目前该项计划还在前期筹备中。我们认为，公司【设计师品牌】的基因与国际市场需求有一定契合，加上公司在本土复杂环境背景下依旧维持稳定增长和运营，因此对公司出海计划保持乐观。

➤ 维持“买入”评级，目标价为26.03港元

基于公司FY26H1业绩表现，我们小幅上调公司业绩预测，预计公司FY26-FY28E营收分别为60.2、65.3、70.1亿元，同比+8.5%、+8.5%、+7.2%；预计归母净利润分别为9.8、10.8、11.8亿元，同比+9.5%、+10.5%、+9.2%。维持买入评级，给予

目标估值 PE (2026E) 12.5 倍，对应 PE (TTM) 13.7 倍，提升目标价至 26.03 港元，对应现价预计升幅 24.2%，维持“买入”评级。

表 3：行业可比公司估值

代码	简称	最新价 (港元/元)	市值 (亿港元/元)	PE			
				2024/25	25/26E	26/27E	27/28E
港股							
6288.HK	迅销-DRS	31.50	10,279.2	44.9	44.7	40.6	35.4
1913.HK	普拉达	43.20	1,105.4	14.3	13.8	12.9	11.6
3998.HK	波司登	4.77	557.3	14.2	12.5	11.3	10.1
3709.HK	赢家时尚	6.73	47.7	9.1	7.3	6.5	5.8
0210.HK	达芙妮国际	0.39	7.6	6.0	-	-	-
2298.HK	都市丽人	0.34	7.5	6.8	-	-	-
A股							
600177.SH	雅戈尔	7.22	333.8	12.8	12.6	9.9	12.6
603587.SH	地素时尚	12.56	59.5	22.9	20.2	18.1	20.2
	平均值		1,549.8	16.4	18.5	16.5	15.9
3306.HK	江南布衣	20.96	111.8	11.0	10.1	9.1	8.3
				10.4	10.2	9.5	8.8

资料来源：WIND、国元证券经纪（香港）整理

【风险提示】

- 零售消费环境进一步波动
- 行业竞争格局恶化
- 线上电商消费环境恶化
- 服装行业库存管理不及预期

【财务报表摘要】
财务报表摘要
资产负债表

单位: 百万元

会计年度	FY2025	FY26H1	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产	2,763	3,192	2,951	3,156	3,373
现金	263	807	358	475	601
应收账款	126	221	133	141	150
应收关联方款项及预付款	652	383	672	691	712
存货	933	1,020	998	1,058	1,121
短期银行存款	724	670	724	724	724
非流动资产	1,765	2,056	1,892	2,032	2,187
物业、厂房及设备	434	468	499	574	661
有使用权资产	634	885	679	726	777
递延税项资产	267	264	275	283	291
无形资产	127	128	134	140	147
其他	303	312	305	308	311
资产总计	4,528	5,248	4,843	5,188	5,561
流动负债	1,760	2,202	1,813	1,872	1,933
短期借款	0	150	0	0	0
应付账款	239	309	246	254	261
应付关联方款及应计费用	844	971	883	924	967
合同负债	463	418	473	482	492
其他	213	355	211	212	213
非流动负债	361	371	373	387	401
递延税项负债	31	47	32	34	36
租赁	156	143	164	173	181
应付关联方款及应计费用	173	181	177	180	184
负债合计	2,120	2,572	2,187	2,259	2,333
股本	5	5	5	5	5
储备	2,356	2,622	2,601	2,871	3,165
少数股东权益	47	49	51	54	57
归属于母公司所有者权益	2,408	2,676	2,656	2,929	3,227
负债及权益合计	4,576	5,297	4,893	5,242	5,618

现金流量表

会计年度	FY2025	FY26H1	FY2026E	FY2027E	FY2028E
除税前溢利	1,218		1,353	1,494	1,631
折旧摊销	134		224	244	267
利息收入	-44		0	0	0
营运资金变动	-313		-39	-32	-35
已付所得税	-323		-372	-411	-448
其它	461		419	416	409
经营活动现金流	1,133	996	1,584	1,711	1,824
投资活动现金流	-517	-32	-531	-559	-591
筹资活动现金流	-1,051	-419	-958	-1,034	-1,108
现金净增加额	-435	-419	95	117	125
现金期初金额	699	263	263	358	475
现金期末金额	263	807	358	475	601

利润表

单位: 百万元

会计年度	FY2025	FY26H1	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	5,548	3,376	6,020	6,534	7,005
营业成本	-1,909	-1,130	-2,017	-2,169	-2,305
毛利	3,639	2,245	4,003	4,365	4,701
销售费用	-1,977	-1,094	-2,149	-2,326	-2,487
管理费用	-530	-311	-584	-627	-665
其他损益	65	86	82	82	82
营业利润	1,197	927	1,353	1,494	1,631
财务收入/(费用)净额	23	6	0	0	0
除税前溢利	1,218	933	1,353	1,494	1,631
所得税	-321	-257	-372	-411	-448
净利润	898	676	981	1,083	1,182
少数股东损益	5	2	3	3	3
归属于母公司净利润	893	674	977	1,080	1,179
EPS (元)	1.74	1.32	1.91	2.11	2.30

主要财务比率

会计年度	FY2025	FY26H1	FY2026E	FY2027E	FY2028E
成长性					
营业收入yoy	4.6%	7.0%	8.5%	8.5%	7.2%
营业利润yoy	0.4%	12.2%	13.0%	10.4%	9.2%
归母净利润yoy	5.1%	12.5%	9.5%	10.5%	9.2%
盈利能力					
毛利率	65.6%	66.5%	66.5%	66.8%	67.1%
净利率	16.2%	20.0%	16.3%	16.6%	16.9%
归母净利率	16.1%	20.0%	16.2%	16.5%	16.8%
ROE	38.7%	-	38.6%	38.7%	38.3%
偿债能力					
资产负债率	46.8%	49.0%	45.2%	43.5%	42.0%
负债权益比	88.0%	96.1%	82.3%	77.1%	72.3%
流动比率	1.6	1.5	1.6	1.7	1.7
速动比率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2
营运能力					
存货周转天数	161	158	157	173	173
应收帐款天数	8.2	9.2	7.7	7.7	7.6
每股资料 (元)					
每股收益	1.74	1.32	1.91	2.11	2.30
每股净资产	4.7	5.2	5.2	5.7	6.3
估值比率					
PE@20.96HKD	10.6	-	9.7	8.7	8.0
PB	4.5	4.0	4.0	3.7	3.3

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>