

买入

FY26 盈利能力超预期提升，新财年目标稳定增长

江南布衣 (3306.HK)

2026-09-18 星期五

【投资要点】

➤ **FY26 收入同比+9.0%，净利润同比+11.1%，利润增长超市场预期**
 FY26 公司实现收入 60.46 亿元，同比+9.0%；毛利润 40.30 亿元，同比+10.7%，毛利率 66.6%，同比+1.0pt；归母净利润 9.97 亿元，同比+11.1%，净利润率 16.5%，同比+0.3pt。拟派末期股息每股 1.06 港元及上市十周年特别股息 0.75 港元，连同中期股息 0.52 港元，全年合计派发 2.33 港元/股，派息率约 110%。公司收入增长符合预期，利润增长和派息超市场预期。

- **品牌收入**，成熟品牌 JNBY 收入 32.41 亿元，同比+7.6%；成长品牌中男装速写、童装 jnby by JNBY 及 LESS 收入分别同比-1.1%、+6.5%、+17.4%；新兴品牌及其他收入 4.78 亿元，同比+32.2%。
- **品牌和渠道毛利率**：成熟品牌 JNBY 毛利率 69.9%，同比+1.3pts；成长品牌中男装速写、童装 jnby by JNBY 及 LESS 毛利率分别为 67.6%、60.8%、70.2%，同比+1.4pts、+2.9pts、+1.2pts。新兴品牌及其他毛利率 48.8%，同比-2.7pts。渠道毛利率部分，直营、经销及线上毛利率分别为 73.2%、60.3%、66.4%，同比-0.7pt、+1.5pts、+2.4pts。

➤ 新财年目标稳健正增长，继续推进多品牌及全域零售

根据业绩会，当前宏观零售环境仍充满挑战，公司未来通过迁店、调整店铺位置及关闭低效门店优化网络，不单纯追求开店数量；直营主要布局一线及重点二线城市，经销覆盖部分二线及三、四线市场。公司将以数字化及 AI 工具赋能经销商和一线搭配师，提升服务及响应效率，并以差异化会员权益提升黏性。

公司计划投建的双浦园区一期已开工，主要建设物流中心及配套，二期设计仍在计划中。剔除土地成本，整体建设成本约 20 亿元，预计分 3 至 4 年投入。资本支出长期不会改变分红政策，常规股东回报仍将维持稳定取向。

➤ 维持“买入”评级，上调目标价至 29.56 港元

盈利预测更新，我们预计 FY27E-FY29E 收入分别为 64.62、69.08、72.93 亿元，同比+6.9%、+6.9%、+5.6%；预计归母净利润分别为 10.85、11.73、12.71 亿元，同比+8.7%、+8.2%、+8.3%。维持“买入”评级，给予目标估值 PE(FY27E) 12.5 倍，对应 PE (TTM) 13.6 倍，目标价 29.56 港元，较现价预计升幅 +35.8%。

百万人民币	FY2025	FY2026	FY27E	FY28E	FY29E
营业额	5,548	6,046	6,462	6,908	7,293
同比增长 (%)	4.6%	9.0%	6.9%	6.9%	5.6%
归母净利润	893	997	1,085	1,173	1,271
同比增长 (%)	5.1%	11.7%	8.7%	8.2%	8.3%
净利润率(%)	16.1%	16.5%	16.8%	17.0%	17.4%
每股盈利 (RMB)	1.74	1.93	2.10	2.27	2.46

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

目标价：**29.56 港元**

现价：**21.76 港元**

预计升幅：**35.8%**

重要数据

日期	2026-09-17
收盘价 (港元)	21.76
总股本 (亿股)	5.33
总市值 (亿港元)	116.04
净资产 (亿港元)	33.25
总资产 (亿港元)	60.79
52 周高低 (港元)	22.84/16.27
每股净资产 (港元)	6.13

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
 江南布衣 (3306.HK) 更新报告-
 20260303

研究部

姓名：冯浩

SFC: BUQ780

电话：755-2151 9167

Email: fenghao@gyzq.com.hk

【报告正文】

➤ FY26 收入同比+9.0%，净利润同比+11.1%，利润增长超市场预期

FY26 公司实现收入 60.46 亿元，同比+9.0%；毛利润 40.30 亿元，同比+10.7%，毛利率 66.6%，同比+1.0pt；归母净利润 9.97 亿元，同比+11.1%，净利润率 16.5%，同比+0.3pt。拟派末期股息每股 1.06 港元及上市十周年特别股息 0.75 港元，连同中期股息 0.52 港元，全年合计派发 2.33 港元/股，派息率约 110%。公司收入增长符合预期，利润增长和派息超市场预期。

- **品牌营收，主品牌稳健增长，LESS 和新兴品牌双位数增长。**具体信息如下：成熟品牌 JNBY 收入 32.41 亿元，同比+7.6%，收入占比 53.6%，同比-0.7pt。成长品牌收入合计 23.28 亿元，同比+7.1%，其中男装速写、童装 jnby by JNBY 及 LESS 收入分别为 7.12、8.85、7.31 亿元，同比-1.1%、+6.5%、+17.4%，收入占比分别为 11.8%、14.6%、12.1%。新兴品牌及其他收入 4.78 亿元，同比+32.2%，占比 7.9%，同比+1.4pts。

分渠道收入，直营、经销及线上收入分别为 22.99、22.99、14.48 亿元，同比+10.7%、+1.3%、+20.5%，占比分别为 38.0%、38.0%、24.0%。线上贡献接近一半收入增量，线下收入同比+5.8%。

- **整体毛利率提升 1.0pts，折扣管控优异，线上毛利率+2.4pts。**具体信息如下：成熟品牌 JNBY 毛利率 69.9%，同比+1.3pts；成长品牌毛利率合计 65.8%，同比+2.0pts，其中男装速写、童装 jnby by JNBY 及 LESS 毛利率分别为 67.6%、60.8%、70.2%，同比+1.4pts、+2.9pts、+1.2pts。新兴品牌及其他毛利率 48.8%，同比-2.7pts。

渠道毛利率部分，直营、经销及线上毛利率分别为 73.2%、60.3%、66.4%，同比-0.7pt、+1.5pts、+2.4pts。线上毛利率提升主要得益于折扣管控、商品结构优化及新品占比提升。

图 1：公司按品牌收入和毛利率情况

单位：百万元		2023-06-30 FY2023	2024-6-30 FY2024	2025-6-30 FY2025	2026-6-30 FY2026
成熟品牌					
-JNBY 收入		2,513	2,944	3,013	3,241
	yoy	9%	17%	2%	8%
	毛利率	67.2%	68.2%	68.6%	69.9%
	成熟品牌占总收入	56%	56%	54%	54%
成长品牌收入		1,866	2,184	2,174	2,328
	yoy	10%	17%	0%	7%
	毛利率	63.7%	64.7%	63.8%	65.8%
	成长品牌占总收入	42%	41%	39%	39%
-Less 收入		526	622	623	731
	yoy	14%	18%	0%	17%
	毛利率	68.7%	69.9%	69.0%	70.2%
-男装 速写 收入		676	755	720	712
	yoy	5%	12%	-5%	-1%
	毛利率	64.7%	66.3%	66.2%	67.6%
-童装 jnby by JNBY 收入		665	807	831	885
	yoy	12%	21%	3%	7%
	毛利率	58.6%	59.2%	57.9%	60.8%
新兴品牌收入		85	174	361	478
	yoy	13%	104%	107%	32%
	毛利率	46.4%	42.9%	51.5%	48.8%
	新兴品牌占总收入	2%	3%	7%	8%
总收入		4,465	5,303	5,548	6,046
	yoy	9%	19%	5%	9%
	毛利率	65.3%	65.9%	65.6%	66.6%
归母净利润		621	849	893	997
	yoy	11%	37%	5%	12%
归母净利润率		13.9%	16.0%	16.1%	16.5%

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

➤ 渠道网络持续优化，粉丝及高消费会员基础扩大

- 精细化运营公司效率进一步提升，期内现金流同比+26.5%。期内经营活动净现金流 14.33 亿元，同比+26.5%，约为净利润的 1.4 倍。管理层将现金流改善归因于应收账款管理及期末库存下降。应收账款周转天数为 7.7 天，同比-0.5 天；存货周转天数 166.3 天，同比+5.4 天，应付账款周转天数 40.6 天，同比-7.2 天，现金循环周期 133.5 天，同比+12.2 天。

- **同店销售同比+2.4%，门店扩张较为审慎。**期内实体门店可比同店销售额+2.4%，环比转正。店数方面，总门店新增1家，其中成熟品牌JNBY新增21家至982家，成长品牌速写、jnby by JNBY、LESS门店净变动分别为+21、-25、-8、+10家；新兴品牌门净增3家。
- **会员数目持续提升，夯实线下基本盘。**社交平台粉丝合计1,070万，同比+7%，其中活跃会员61.4万名，同比+8%。年度消费超过5,000元的会员逾36万名，同比+7%，贡献零售额逾52亿元，占线下零售额逾60%。

图2：公司会员和关键经营数据

	2023-06-30	2024-6-30	2025-6-30	2026-6-30
会员数单位：万名	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026
会员数	691	897	996	1070
yoy	16%	30%	11%	7%
活跃会员(过去12个月内连续180天内消费2次及以上)	50.8	55.6	56.8	61.4
yoy	21%	9%	2%	8%
年购买金额5000元以上会员数	25.9	31.9	33.7	36.0
yoy	23%	23%	6%	7%
关键经营数据	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026
总门店数	1990	2024	2117	2118
可比同店销售增长	9.1%	10.7%	-0.1%	2.4%
存货周转天数	191	156	161	166
应收账款周转天数	9	9	8	8

资料来源：公司年报、业绩PPT、国元证券经纪（香港）整理

➤ 新财年目标稳健正增长，继续推进多品牌及全域零售

根据业绩会，当前宏观零售环境仍充满挑战，公司未来通过迁店、调整店铺位置及关闭低效门店优化网络，不单纯追求开店数量；直营主要布局一线及重点二线城市，经销覆盖部分二线及三、四线市场。公司将以数字化及AI工具赋能经销商和一线搭配师，提升服务及响应效率，并以差异化会员权益提升黏性。

公司计划投建的双浦园区一期已开工，主要建设物流中心及配套，二期设计仍在计划中。剔除土地成本，整体建设成本约20亿元，预计分3至4年投入。资本支出长期不会改变分红政策，常规股东回报仍将维持稳定取向。

➤ 维持“买入”评级，上调目标价至29.56港元

盈利预测更新，我们预计FY27E–FY29E收入分别为64.62、69.08、72.93亿元，同比+6.9%、+6.9%、+5.6%；预计归母净利润分别为10.85、11.73、12.71亿元，

同比+8.7%、+8.2%、+8.3%。维持“买入”评级，给予目标估值 PE（FY27E）12.5 倍，对应 PE（TTM）13.6 倍，目标价 29.56 港元，较现价预计升幅+35.8%。

图 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			
				2025/26	26/27E	27/28E	28/29E
港股							
6288.HK	迅销-DRS	33.60	10,815.5	41.9	42.5	36.4	33.2
1913.HK	普拉达	39.02	998.5	14.1	13.7	12.4	11.2
3998.HK	波司登	4.08	477.8	10.6	9.6	8.9	8.3
3709.HK	赢家时尚	4.50	31.9	7.0	6.4	5.9	5.5
0210.HK	达芙妮国际	0.29	5.7	4.9	-	-	-
2298.HK	都市丽人	0.28	6.2	4.2	-	-	-
A股							
600177.SH	雅戈尔	8.30	383.7	13.4	13.4	11.7	10.6
603587.SH	地素时尚	12.12	57.3	19.1	18.6	16.8	15.3
平均值			1,597.1	14.4	17.4	15.4	14.0
3306.HK	江南布衣	21.76	116.0	10.0	9.2	8.5	7.9

资料来源：国元证券经纪（香港）整理

【风险提示】

宏观经济及消费需求弱于预期

品牌及渠道增长不及预期

库存、折扣及会员运营不及预期

资本支出超预期，影响现金流及股东回报

【财务报表摘要】

资产负债表					
单位：百万元					
会计年度	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
流动资产	2,763	3,061	2,933	2,821	2,720
现金	263	519	281	88	-97
应收账款	126	130	138	146	155
应收关联方款项及预付款	652	391	402	414	426
存货	933	905	998	1,058	1,121
短期银行存款	724	992	992	992	992
非流动资产	1,765	2,220	2,372	2,541	2,728
物业、厂房及设备	434	502	577	664	763
有使用权资产	634	894	957	1,024	1,096
递延税项资产	267	251	259	266	274
无形资产	127	126	133	139	146
其他	303	446	447	448	449
资产总计	4,528	5,280	5,306	5,362	5,448
流动负债	1,760	2,044	2,123	2,207	2,294
短期借款	0	249	269	291	314
应付账款	239	210	216	222	229
应付关联方款及应计费用	844	940	984	1,030	1,078
合同负债	463	429	437	446	455
其他	213	216	217	217	218
非流动负债	361	348	357	372	387
递延税项负债	31	53	56	58	61
租赁	156	176	184	194	203
应付关联款及应计费用	173	120	117	120	122
负债合计	2,120	2,392	2,480	2,578	2,681
股本	5	5	5	5	5
储备	2,356	2,837	3,108	3,401	3,719
少数股东权益	47	47	47	47	47
归属于母公司所有者权益	2,408	2,888	3,160	3,453	3,771
负债及权益合计	4,576	5,327	5,687	6,078	6,499

现金流量表					
会计年度	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
除税前溢利	1,218	1,355	1,474	1,594	1,727
折旧摊销	134	128	294	320	349
利息收入	-44	-40	0	0	0
营运资金变动	-313	-101	-55	-21	-22
已付所得税	-323	-321	-389	-421	-456
其它	461	412	408	405	398
经营活动现金流	1,133	1,433	1,732	1,878	1,996
投资活动现金流	-517	-553	-873	-908	-948
筹资活动现金流	-1,051	-620	-1,097	-1,162	-1,233
现金净增加额	-435	259	-239	-193	-185
现金期初金额	699	263	519	281	88
现金期末金额	263	519	281	88	-97

利润表					
单位：百万元					
会计年度	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
营业收入	5,548	6,046	6,462	6,908	7,293
营业成本	-1,909	-2,017	-2,158	-2,300	-2,407
毛利	3,639	4,030	4,304	4,608	4,887
销售费用	-1,977	-2,177	-2,313	-2,466	-2,596
管理费用	-530	-648	-646	-677	-693
其他损益	65	130	130	130	130
营业利润	1,197	1,334	1,474	1,594	1,727
财务收入/(费用)净额	23	22	0	0	0
除税前溢利	1,218	1,355	1,474	1,594	1,727
所得税	-321	-358	-389	-421	-456
净利润	898	997	1,085	1,173	1,271
少数股东损益	5	0	0	0	0
归属于母公司净利润	893	997	1,085	1,173	1,271
EPS (元)	1.74	1.93	2.10	2.27	2.46

主要财务比率					
会计年度	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
成长性					
营业收入yoy	4.6%	9.0%	6.9%	6.9%	5.6%
营业利润yoy	0.4%	11.4%	10.5%	8.2%	8.3%
归母净利润yoy	5.1%	11.7%	8.7%	8.2%	8.3%
盈利能力					
毛利率	65.6%	66.6%	66.6%	66.7%	67.0%
净利率	16.2%	16.5%	16.8%	17.0%	17.4%
归母净利率	16.1%	16.5%	16.8%	17.0%	17.4%
ROE	38.7%	37.7%	35.9%	35.5%	35.2%

偿债能力					
资产负债率	46.8%	45.3%	46.8%	48.1%	49.2%
负债权益比	88.0%	82.8%	78.5%	74.7%	71.1%
流动比率	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
速动比率	1.0	1.1	0.9	0.8	0.7

营运能力					
存货周转天数	161	166	161	163	165
应收帐款天数	8.2	7.7	7.6	7.5	7.5

每股资料 (元)					
每股收益	1.74	1.93	2.10	2.27	2.46
每股净资产	4.7	5.6	6.1	6.7	7.3

估值比率					
PE@21.76HKD	10.7	9.7	8.9	8.3	7.6
PB	4.6	3.9	3.6	3.3	3.0

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>