

入选恒生港股通指数，本土设计师品牌龙头获流动性溢价预期

江南布衣 (03306)

事件

8月10日公司公告已获恒指公司选为恒生综合指数、恒生消费品制造及服务业指数、恒生港股通指数及若干其他指数的成分股。新的港股通名单将于9月10日公布，作为港股通名单调整的重要先行指标，恒生港股通指数将公司纳入成分股，显示公司将大概率纳入新一批港股通标的，优质基本面得以确认，内地资金带来流动性增加，预计为估值带来利好。

简评

入选恒生港股通指数，港股通新进标的呼之欲出

8月10日恒指公司公布了半年度恒生综合指数（HSCI）成分股检讨结果，共有18个原本不在港股通名单中的公司被新纳入到港股通指数中。江南布衣入选恒生综合小型股指数成分股，且调整考察截止日前12个月平均流通市值超50亿港元，纳入新一批港股通指数。结合市值、成交量情况，公司有望被纳入9月10日公布港股通名单。

公司于2016年10月在港股上市以来，市值从35亿增至2018年6月高点超100亿港元，高增长基本面支撑PE从低点约9X增至目前超17X，成为港股优质品牌服饰标的代表。若成功纳入港股通，在保持坚实基本面的基础上，内地增量资金南下带来成交量更加活跃、流动性增加，带来流动性溢价，预计对估值带来利好。

消费升级扩大受众群，渠道稳定扩张，规模效应打造性价比

公司2018财年H1收入业绩提速增长，营业收入同比增长26.2%；归母净利润同比增长36.8%，收入业绩连续超预期，主要驱动来自渠道稳定扩张以及可比同店保持良性增长。

受益消费升级不断深化，公司店铺覆盖面稳定扩大，逐步加大下沉，三四线城市渠道数量占比已超过50%。公司开店采取“经销与直营并举”模式，门店数量2017年末已经达到1768家，明显高于其他本土中高端品牌。主品牌JNBY店铺数2017年末815家，知名度、市占率均高居本土设计师品牌榜首。同时公司凭借突出的供应链管理和多品牌带来的规模优势，打造出具备性价比的产品。公司新品平均定价1000元，相比于其他设计师品牌更低，个性化结合高性价比会进一步促进规模持续扩大。

维持

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

香港牌照：BJU617

史琨

shikun@csc.com.cn

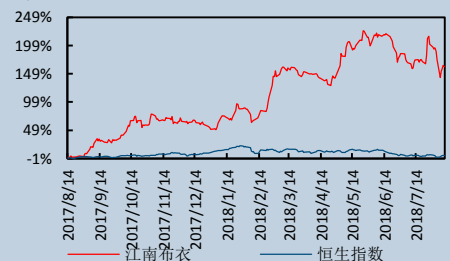
010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2018年08月13日

当前股价：16.54 港元

股价表现



相关研究报告

- 17.09.11 国内领先设计师品牌时尚集团，业绩表现亮眼，同店尚存空间
- 17.10.18 江南布衣公司深度：重设计+全渠道+粉丝经济多轮驱动，国内设计师品牌龙头迎快速发展期

消费升级扩大受众群，渠道稳定扩张，规模效应打造性价比

公司旗下现有 8 个设计师品牌，今年先后推出两个新品牌，男装品牌 **SAMO** 目标客户为 25-40 岁都市先锋职业男士，设计理念为“典雅、简洁、趣味、实用”，延续公司一贯简约设计风，提供充满新意的经典及适用于各种场合的时装与配饰；时尚环保品牌 **REVERB** 以零浪费的时尚为品牌哲学，实现向 sporty chic（运动时尚）细分市场横向扩展，预计将于 9 月份开启首店。

主品牌 **JNBY** 未来主要通过内生增长拉动，包括年轻化、拓品类、产品迭代升级、渠道结构调整、精准营销服务等，保持稳健增长；速写、less、jnby by **JNBY** 等年轻品牌复制 **JNBY** 成功经验，外延内生并重，已经跨入成长期，预计未来三年收入 CAGR 超 20%；**JNBYHOME**、**SAMO**、**REVERB** 等最新裂变品牌尚在培育中，瞄准细分市场与差异化风格，有望成长为未来新增长点。

投资建议： 公司为本土设计师品牌龙头，设计个性强，辨识度高，培养数量庞大、粘性强的粉丝群体，深度挖掘粉丝经济，紧跟消费升级，业绩连续超预期。多品牌矩阵不断深化，加强细分市场覆盖，业绩稳定性强，后继发展有力。我们预计公司 FY18-FY19 年实现归母净利润 4.15、5.04 亿元；EPS 分别为 0.80 元/股、0.97 元/股，对应的 PE 分别为 18、15 倍，若成果纳入港股则估值预计迎来利好，维持“买入”评级。

风险因素： 国内中档休闲服饰行业竞争加剧带来风险；宏观经济波动影响终端需求风险；未能准确把握市场流行趋势变化的风险等。

表 1：江南布衣 2018-2019 财年主要财务指标及预测（单位：百万元）

利润表				现金流量表			
截至 6 月底	2017	2018E	2019E	截至 6 月底	2017	2018E	2019E
收入	2,332	2,831	3,378	息税前利润	477	575	702
销售成本	(858)	(1,032)	(1,229)	折旧与摊销	(34)	(41)	(49)
毛利	1,475	1,799	2,148	净利息费用/收益	9	10	10
销售及营销开支	(859)	(1,019)	(1,202)	所得税费用	(137)	(171)	(208)
行政开支	(198)	(240)	(286)	营运资本调整	(68)	(42)	(66)
其他收益及利得净额	59.0	35.6	42.5	其他	55	85	102
息税折旧摊销前利润	511	616	751	经营性现金流	303	417	490
折旧与摊销	34	41	49	资本开支	(24)	(150)	(150)
息税前利润	477	575	702	收购	(131)	-	-
净利息费用/收益	(9)	(10)	(10)	资产处置	-	-	-
非经常项目	(17)	-	-	其他	4	-	-
合资和附属公司	-	-	-	投资性现金流	(151)	(150)	(150)
除所得税前利润	469	586	712	EBIT/营业收入			
所得税费用	(137)	(171)	(208)	运营效率			
少数股东权益	-	-	-	股利	(468)	(297)	(361)
净利润	332	415	504	发行股数	644	-	-
经调整净利润	344	415	504	负债调整	-	95	128
基本每股盈利（元人民币）	0.71	0.80	0.97	其他	(1)	-	-
经调整基本每股盈利（元人民币）	0.74	0.80	0.97	融资性现金流	175	(202)	(232)
稀释后每股盈利（元人民币）	0.70	0.79	0.96	现金调整	327	65	108

经调整稀释后每股盈利 (元人民币)	0.73	0.79	0.96	年初现金及现金等价物	168	494	559
每股股息 (元人民币)	n.a.	n.a.	n.a.	年末现金及现金等价物	494	559	667
				自由现金流	196	253	327
资产负债表				主要比率			
截至 6 月底	2017	2018E	2019E	截至 6 月底	2017	2018E	2019E
现金	494	559	667	营运比率			
短期投资	131	131	131	毛利润率(%)	63.2	63.5	63.6
应收账款	83	114	128	息税前利润率 (%)	20.4	20.3	20.8
库存	570	605	720	息税折旧摊销前利润率 (%)	21.9	21.8	22.2
其他流动资产	303	325	349	有效税率 (%)	29.2	29.2	29.2
流动资产总值	1,581	1,734	1,994	收入增长率 (%)	22.6	21.4	19.3
财产、厂房和设备	108	217	318	净利润增长率 (%)	38.6	25.0	21.6
无形资产	7	7	7	经调整净利润增长率 (%)	30.8	20.6	21.6
合资和附属公司	-	-	-	经调整基本每股盈利增长率 (%)	8.8	8.4	21.6
其他长期资产	230	282	333	每股股利增长率 (%)	n.a.	n.a.	n.a.
非流动资产总值	344	505	658	流动资金比率			
资产总值	1,925	2,239	2,652	股本回报率 (%)	27.3	30.2	33.2
短期债务	-	95	223	资本回报率(%)	37.3	41.1	45.4
应付账款	151	143	176	资产周转率 (x)	1.2	1.3	1.3
其他流动性负债	495	601	706	营运现金/息税前利润 (x)	0.6	0.7	0.7
流动性负债总值	646	839	1,105	折旧/资本开支 (x)	0.3	0.3	0.3
长期债务	-	-	-	库存周转天数	213.9	214.0	213.7
递延税	13	17	20	应收账款周转天数	12.6	14.7	13.9
可转债	-	-	-	应付账款周转天数	55.7	50.7	52.3
其他长期债务	8	8	8	杠杆比率			
非流动性负债总值	22	25	29	净负债/权益 (%)	(39.3)	(33.8)	(29.2)
负债总值	668	864	1,134	净负债 / 折旧摊销息税前利润 (x)	(1.0)	(0.8)	(0.6)
股东资金	1,257	1,375	1,518	利息覆盖率 (x)	(54.0)	(55.1)	(69.1)
少数权益	-	-	-	流动比率 (x)	2.4	2.1	1.8
负债和权益总值	1,925.0	2,239.2	2,652.1	估值			
净现金/ (负债)	494	464	444	市盈率 (x)	19.2	17.7	14.6
				市盈率(x) - 完全稀释经调整每股盈利	19.5	17.9	14.8
				企业价值倍数 (x)	12.1	11.2	9.3
				市帐率 (x)	5.2	5.3	4.8

资料来源: WIND, 中信建投证券股份有限公司

分析师介绍

花小伟：中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士，2012-2014 年中国银河证券轻工纺服研究，所在银河团队历史成绩：新财富纺服行业 2012 年第 4，2013 第 2，2014 第 4；水晶球纺服 2012 年第 3，2013 第 2，2014 第 3；金牛奖纺服行业 2012 年第 3，2013 第 4，2014 第 3。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名，2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名。

史琨：CFA，金融学硕士，2017 年 7 月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017 年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

报告贡献人

邱季 qiuji@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859