

今日焦點:

► 江南布衣 (3306 HK, 股價HK\$19.32, 市值100億港元)
2H25表現穩健

公司FY25業績符合市場預期。全年收入同比增長5%至人民幣55億元，淨利潤同比增長5%至人民幣8.93億元，淨利率為16%。下半年收入達人民幣24億元，同比增長4%，主要受益於加盟店數量上升8%及線上銷售強勁增長26%。但受線下門店客流減少影響，同期線下同店銷售額出現低個位數同比下滑，對線下整體增長形成一定拖累。毛利率維持穩定，為66%。雖然銷售及市場費用率同比上升0.8個百分點，但管理費用率同比改善0.5個百分點，疊加有效稅率有所下降，推動2H25淨利率小幅提升至12.3%。公司宣派末期股息每股港元0.93元，連同中期股息，全年股息為每股港元1.38元，派息比率達75%。

圖 1：2H25 業績回顧

	2H24		2H25		Results comments	
	RMB mn	% of Rev	RMB mn	% of Rev	YoY chg	
Revenue	2,297		2,392		4%	JNBY solid, Younger brands remained weak, robust emerging brands
Cost of sales	(740)		(809)		9%	
Gross profit	1,523	66.3%	1,583	66.2%	4%	Online GPM +0.4ppts, offline GPM -0.4ppts
Selling and marketing expenses	(901)	-39.2%	(956)	-40.0%	6%	Higher proportion of online sales
Administrative expenses	(260)	-11.3%	(258)	-10.8%	-1%	
Other income and gains, net	28		4		-84%	
Operating profit	391	17.0%	371	15.5%	-5%	Lower other income
Finance costs	15		12		-23%	
Profit before income taxes	405		382		-6%	
Income tax expense	(131)	-5.7%	(88)	-3.7%	-33%	
Net profit	274	11.9%	294	12.3%	7%	Thanks to lower effective tax rate

資料來源：公司數據，新華滙富研究

新興品牌表現強勁。核心女裝品牌JNBY保持韌性，下半年收入微升0.7%至人民幣13億元，佔總收入約52%。男裝品牌CROQUIS（速寫）收入同比跌幅收窄至2.9%。值得注意的是，童裝品牌jnby by JNBY實現復蘇。該品牌上半年收入錄得低個位數同比下降，但進入下半年後業績回暖，實現8%同比增長。此外，LESS收入同比微降0.4%。新興品牌如onmygame及BLOCK表現強勁，收入同比大增1.7倍至人民幣1.68億元。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	26,200	1.0%	30.6%
中資企業指數	9,328	0.9%	28.0%
紅籌指數	4,376	0.6%	15.8%
滬深300指數	4,445	0.2%	13.0%
上海A股	3,996	0.1%	-1.9%
上海B股	262	-0.2%	-1.9%
深圳A股	2,518	0.3%	23.0%
深圳B股	1,359	0.2%	12.1%

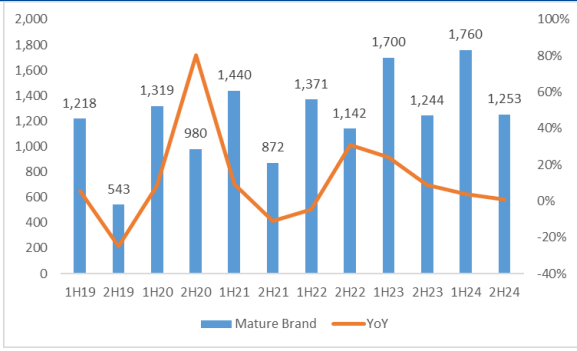
主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	45,490	-0.5%	6.9%
標普500	6,532	0.3%	11.1%
美國納斯達克指數	21,886	0.0%	13.3%
日經平均指數	43,922	0.2%	10.1%
英國富時指數	9,225	-0.2%	12.9%
法國證券公會指數	7,761	0.2%	5.2%
德國法蘭克福指數	23,632	-0.4%	18.7%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	3,640	0.4%	38.9%
銅價 (美元/盎司)	2,137	-0.5%	19.7%
銀價 (美元/盎司)	41	0.7%	42.4%
原油 (美元/桶)	63	1.7%	-11.1%
銅價 (美元/盎司)	10,013	1.0%	14.2%
鋁價 (美元/盎司)	2,625	0.3%	2.9%
鉛價 (美元/盎司)	1,393	1.4%	53.7%
錫價 (美元/盎司)	2,886	0.3%	-3.1%
小麥 (美分/蒲式耳)	495	-2.1%	-10.2%
玉米 (美分/蒲式耳)	417	-0.7%	-5.9%
糖 (美分/磅)	N/A	N/A	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,025	-0.6%	-0.1%
PVC (美元/噸)	N/A	N/A	-12.2%
CRB 指數	301	0.8%	3.0%
BDI			108.5%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	147.5	0.8	7.1
港元	0.1		0.1	18.9	10.3	0.9
歐羅	1.2	9.1		172.5	1.1	8.3
日元	0.0	5.3	0.6		0.5	0.0
瑞郎	1.3	9.7	1.1	184.5		8.9
人民幣	0.1	1.1	0.1	20.7	0.1	

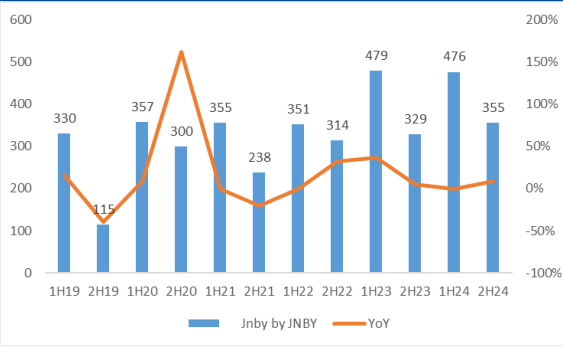
市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	15	-8.1%

圖 2：JNBY 收入及同比變化



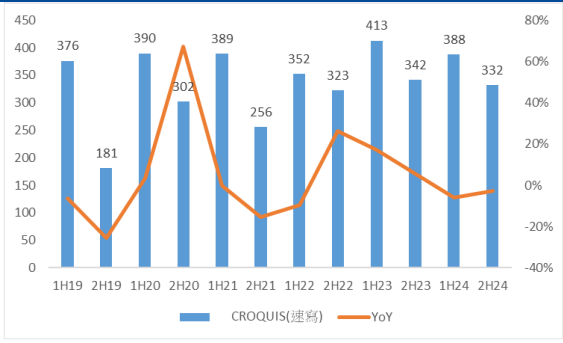
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 3：jnby by JNBY 收入及同比變化



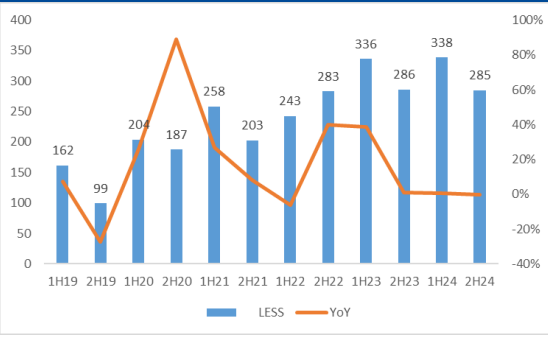
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 4：CROQUIS 收入及同比變化



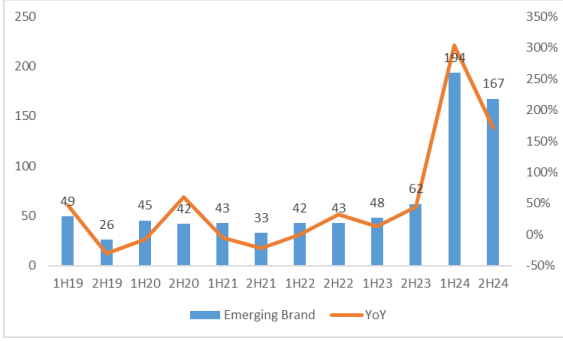
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 5：LESS 收入及同比變化



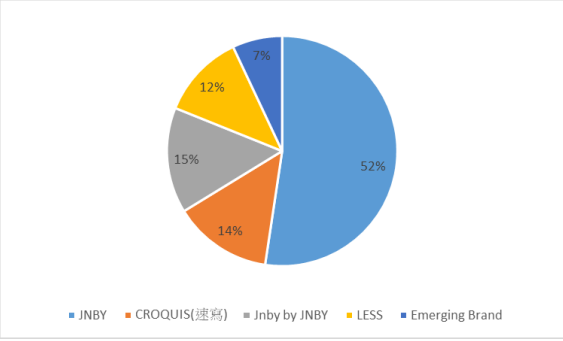
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 6：新興品牌收入及同比變化



資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 7：各品牌收入拆分



資料來源：公司數據，新華滙富研究

門店運營模式轉變。截至2025年6月底，門店總數同比增長5%至2,117家，其中JNBY門店961家，CROQUIS門店308家，jnby by JNBY門店513家，LESS門店261家，新興品牌門店52家，以及JNBY+集合店22家。自營門店數量同比下降4%至492家，而加盟門店數量同比增長8%至1,625家，這一變化主要由於部分自營門店轉為經銷商運營的加盟模式。策略上，自營門店繼續聚焦高線城市，而加盟門店則重點佈局低線城市。

圖 8：各品牌門店數量

圖 9：門店類型數量占比



資料來源：公司數據，新華滙富研究

資料來源：公司數據，新華滙富研究

我們觀點：憑藉其強大的設計能力、忠實粉絲群體及新興品牌的強勁增長，JNBY預計將保持韌性。然而，市場關注其庫存水準同比上升24%至人民幣9.33億元，或反映核心品牌JNBY及年輕品牌如LESS和CROQUIS增長趨於疲軟。儘管管理層維持FY26 GMV指引為人民幣100億元，但隨著更多自營門店轉向加盟模式，收入和利潤增長可能不及GMV擴張速度。

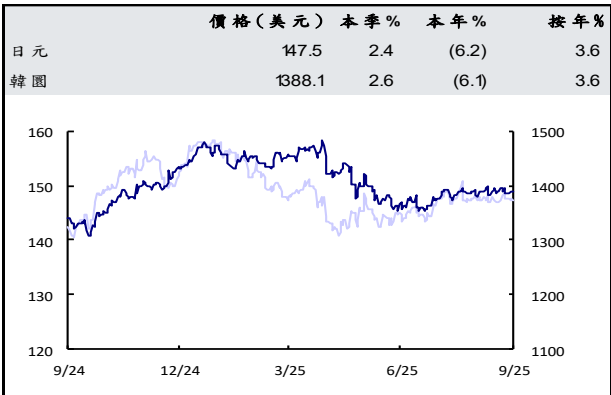
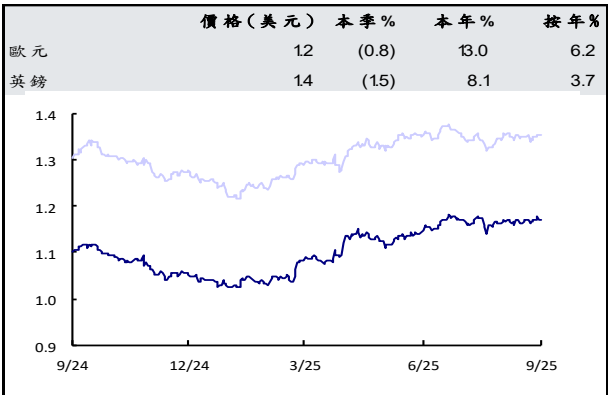
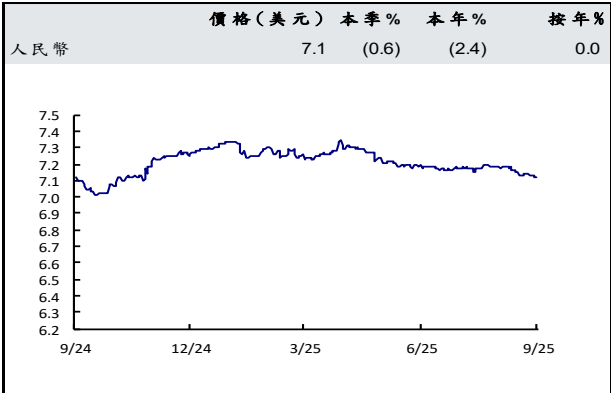
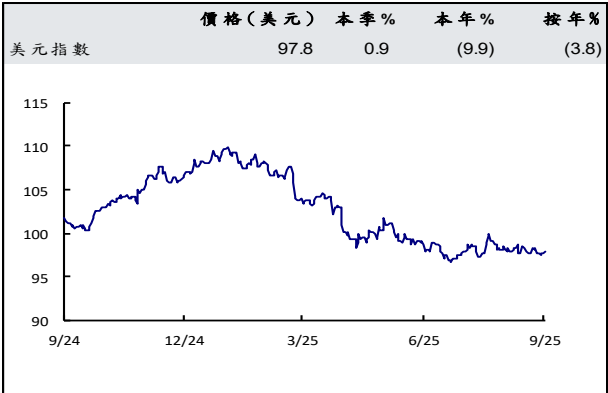
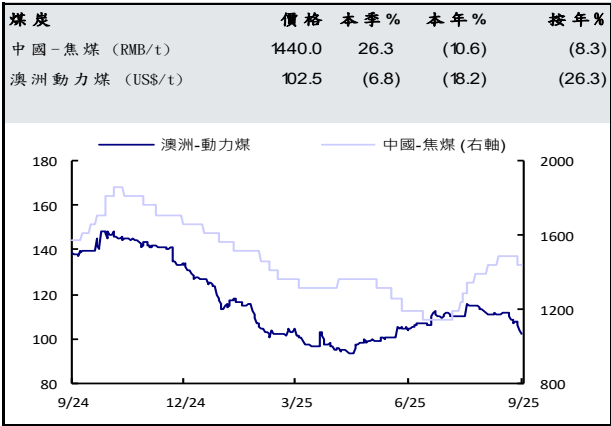
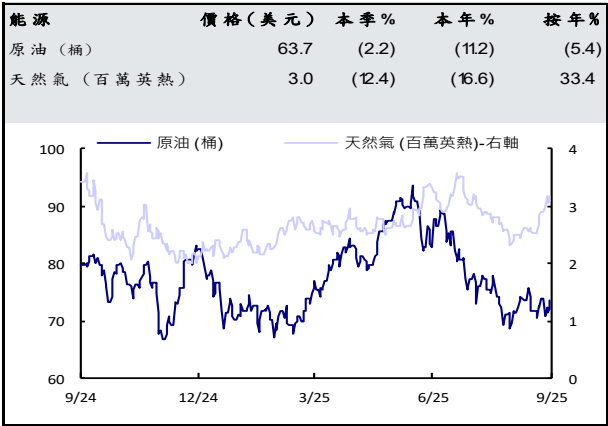
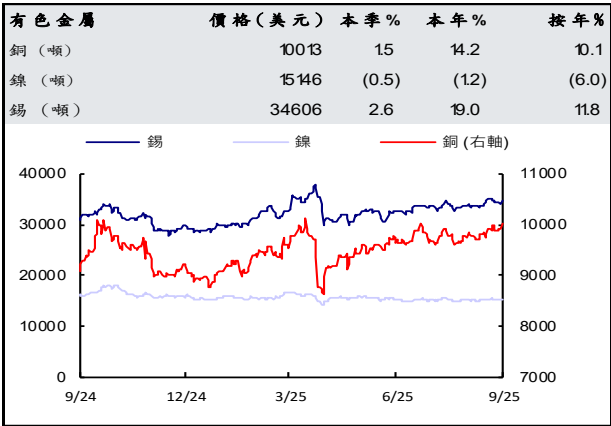
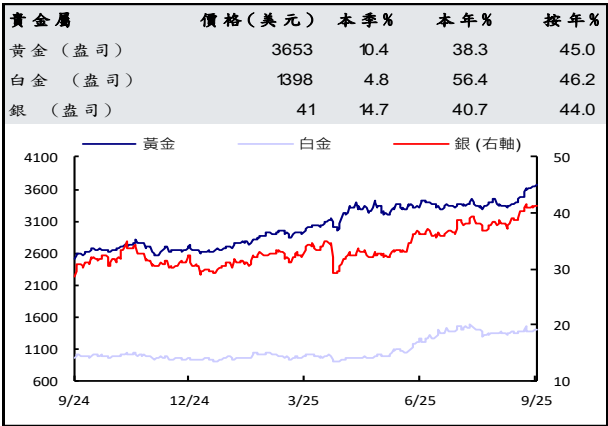
儘管如此JNBY仍提供具吸引力的7%股息率。公司持有淨現金人民幣2.63億元且無負債，管理層有信心維持約75%的派息比率。該股2026財年預測市盈率為9.7倍。

圖 10：財務概要

		1H19	2H19	1H20	2H20	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	2H25
Revenue		2,027.35	1,330.82	2,135.47	963.96	2,314.66	1,811.57	2,484.68	1,601.19	2,360.02	2,105.10	3,006.00	2,297.00	3,156.41	2,391.98
	YoY			5%	-28%	8%	88%	7%	-12%	-5%	31%	27%	9%	5%	4%
Gross profit		1,244.2	811.86	1,334.67	514.98	1,425.15	1,172.20	1,573.8	1,033.57	1,526.22	1,390.77	1,947.73	1,522.76	2,056.22	1,582.72
	YoY			7%	-37%	7%	128%	10%	-12%	-3%	35%	28%	9%	6%	4%
	GPM	61.4%	61.0%	62.5%	53.4%	61.6%	64.7%	63.3%	64.6%	64.7%	66.1%	64.8%	66.3%	65.1%	66.2%
S&M expense		-604.74	-565.53	-642.28	-502.74	-671.25	-757.91	-797.89	-713.40	-817.47	-877.61	-926.3	-900.84	-1,020.69	-956.36
	% of revenue			-30.1%	-52.2%	-29.0%	-41.8%	-32.1%	-44.6%	-34.6%	-41.7%	-30.8%	-39.2%	-32.3%	-40.0%
Admin. expense		-158.87	-142.71	-144.34	-131.42	-139.89	-188.38	-189.49	-187.84	-210.95	-234.68	-245.97	-260.29	-271.72	-258.17
	% of revenue			-6.8%	-13.6%	-6.0%	-10.4%	-7.6%	-11.7%	-8.9%	-11.1%	-8.2%	-11.3%	-8.6%	-10.8%
Operating profit		525.04	119.93	599.31	-114	641.93	241.93	613.76	162.09	517.31	340.6	803.08	391.19	826.29	370.88
	YoY			14%	-195%	7%	-312%	-4%	-33%	-16%	110%	55%	15%	3%	-5%
	OPM	25.9%	9.0%	28.1%	-11.9%	27.7%	13.4%	24.7%	10.1%	21.9%	16.2%	26.7%	17.0%	26.2%	15.5%
Finance expense		9.44	8.88	0.07	1.32	0.65	2.08	0.84	-1.06	-2.76	-4.32	4.73	15.5	10.6	11.92
	% of revenue			0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	0.2%	0.7%	0.3%	0.5%
Net profit		380.87	103.92	429.89	-83.18	463.54	183.7	443.84	115.04	371.72	249.57	574.12	274.97	599.55	293.10
	YoY			13%	-180%	8%	-321%	-4%	-37%	-16%	117%	54%	10%	4%	7%
	NPM	18.8%	7.8%	20.1%	-8.6%	20.0%	10.1%	17.9%	7.2%	15.8%	11.9%	19.1%	12.0%	19.0%	12.3%

資料來源：公司數據，新華滙富研究

市場洞察-主要大宗商品和貨幣



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
批發庫存	月		25年9月10日
生產者物價指數	月		25年9月10日
首次申請失業保險金人數	週		25年9月11日
消費者物價指數	月		25年9月11日
商業庫存	月		25年9月16日
零售業銷售額	月		25年9月16日
工業生產指數	月		25年9月16日
新屋開工與營建許可	月		25年9月17日
成屋銷售量	月		25年9月23日
新屋銷售	月		25年9月24日
耐久財訂單	月		25年9月25日
國內生產毛額	季		25年9月25日
個人收入與支出	月		25年9月26日
消費者信心指數	月		25年9月30日
採購經理人指數	月		25年10月1日
工廠訂單	月		25年10月2日
就業報告	月		25年10月3日
貿易收支	月		25年10月7日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
M2貨幣供應量	月		25年9月11日
零售業銷售額	月		25年9月15日
工業生產報告	月		25年9月15日
採購經理人指數	月		25年9月30日
外匯儲備	季		25年10月7日
貿易收支	月		25年10月13日
生產者物價指數	月		25年10月15日
消費者物價指數	月		25年10月15日
國內生產毛額	年		25年10月20日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
生產價格	季		25年9月15日
工業生產報告	季		25年9月15日
失業率報告	月		25年9月16日
消費者物價指數	月		25年9月22日
貿易收支	月		25年9月25日
M2貨幣供應量	月		25年9月30日
零售業銷售額	月		25年10月2日
採購經理人指數	月		25年10月6日
外匯儲備	月		25年10月8日
國內生產毛額	季		25年10月31日
綜合利率	月		

滙富研究部		
分析員	電郵	電話
王學宏 (Howard Wong)	Howard.wong@sunwahkingsway.com	(852)22837307
劉恩妍 (Ensley Liu)	Ensley.liu@sunwahkingsway.com	(852)22837618

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2025滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
SunwahTower,MezzanineFloor
115NguyenHue
District1
HoChiMinhCity
Vietnam