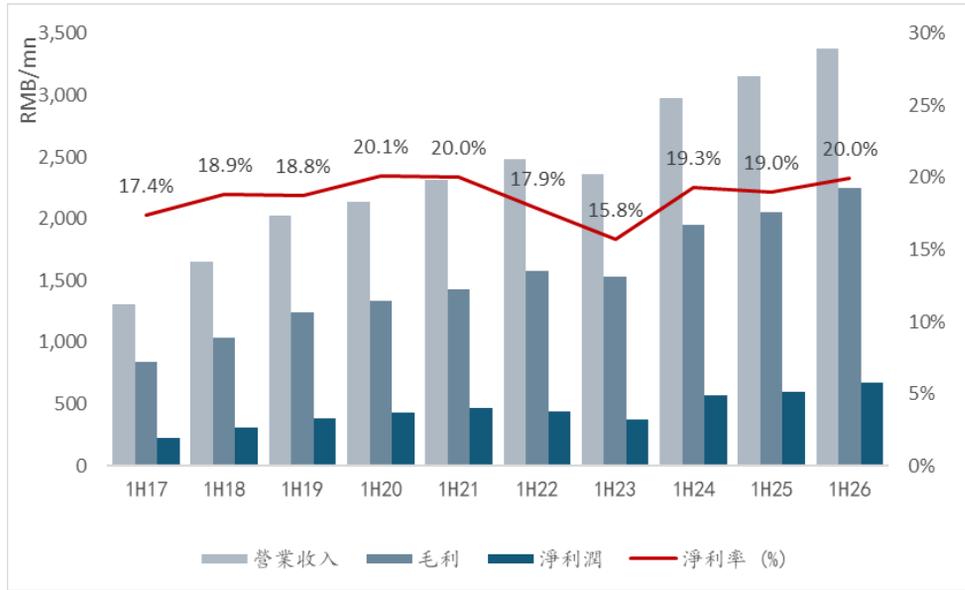


## 今日焦點:

### ▶ 江南布衣 (3306 HK, HK\$21.52, HK\$115億) - 線上銷售帶動2026年中期業績

**2026年中期盈利勝預期** - 江南布衣 (JNBY) 為中國本地設計師品牌。公司公佈截至2025年12月31日止六個月強勁的2026年中期業績，收益達人民幣33.8億元，按年增長7.0%。毛利率擴張140個基點至66.5%，純利率則增加90個基點至20.0%。純利按年增長11.9%至人民幣6.76億元，超出預期。公司宣派中期股息52港仙，維持75%的派息比率。

圖一：收益及利潤



資料來源：公司數據，新華滙富研究

**電子商務驅動收益及毛利率擴張** - 網上渠道為收益增長的主要貢獻者，按年增長25.1%，佔總收益22.3%，相比去年同期則為19.1%。來自毛利率較高的網上及自營渠道的總收益佔比按年增加280個基點至57.3%。鑑於該等渠道的毛利率（自營65.8%，網上73.7%）高於分銷商經營渠道（61.0%），此渠道組合的轉變帶動綜合毛利率擴張140個基點。

**線下門店擴張抵銷同店銷售疲弱** - 實體零售店佔總收益77.7%。然而，可比較同店銷售按年下跌2.2%，管理層將此歸因於暖冬及農曆新年較往年為遲。惟此跌幅部分被淨開設46間門店（較2025年6月增加2.1%）所抵銷，帶動線下收益按年增長5.7%。

**LESS品牌表現優於主品牌** - 按品牌劃分，年輕品牌LESS持續其強勁勢頭，收益按年增長16.3%，受惠於門店擴張及營銷策略的復甦。成熟品牌JNBY及青少年品牌jnby by JNBY分別錄得穩健的5.7%及4.1%按年增長。相比之下，男裝品牌CROQUIS即使在低基數下仍然疲弱，正進行門店關閉及調整。其他新興品牌合計按年增長22.4%，約佔總收益7.0%。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	26,630	0.9%	3.9%
中資企業指數	8,859	0.5%	-0.6%
紅籌指數	4,439	0.6%	10.6%
滬深300指數	4,710	-0.3%	1.7%
上海A股	4,365	0.4%	6.1%
上海B股	269	0.2%	6.1%
深圳A股	2,891	0.3%	9.2%
深圳B股	1,211	-1.9%	-4.2%

主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	48,977	-1.1%	1.9%
標普500	6,878	-0.4%	0.5%
美國納斯達克指數	22,668	-0.9%	-2.5%
日經平均指數	57,417	-2.4%	14.1%
英國富時指數	10,910	0.6%	9.9%
法國證商公會指數	8,580	-0.5%	5.3%
德國法蘭克福指數	25,284	-0.0%	3.2%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	5,278	1.8%	24.2%
銅價 (美元/盎司)	3,026	-1.2%	19.0%
銀價 (美元/盎司)	93	6.2%	32.3%
原油 (美元/桶)	67	2.8%	25.1%
鋁價 (美元/盎司)	13,343	0.2%	7.4%
鎳價 (美元/盎司)	3,140	-1.0%	4.8%
鉛價 (美元/盎司)	2,369	3.7%	16.0%
錳價 (美元/盎司)	3,317	-2.1%	6.4%
小麥 (美分/蒲式耳)	591	4.5%	16.6%
玉米 (美分/蒲式耳)	448	1.5%	0.1%
糖 (美分/磅)	76	3.8%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,170	0.5%	10.3%
PVC (美元/噸)	4,789	-2.1%	10.8%
CRB 指數	312	0.4%	3.0%
BDI			14.0%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.8	156.1	0.8	6.9
港元	0.1		0.1	19.9	9.8	0.9
歐羅	1.2	9.2		184.4	1.1	8.1
日元	0.0	5.0	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	10.2	1.1	202.9		8.9
人民幣	0.1	1.1	0.1	22.7	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	19	4.0%

表一：各品牌門店數目及收益

	實體門店數量 截至12月31日, 2025			收入 (人民幣百萬元) 1H25 (%)			實體門店數量 截至6月30日, 20 25			收入 (人民幣百萬元) 1H24 (%)			按年增長 (%)
成熟品牌:													
JNBY	992			1860	55.1		961			1,760.19	55.8		5.7
成長品牌:													
CROQUIS	297			389	11.5		308			388.13	12.3		0.4
jnby by JNBY	527			495	14.7		513			475.78	15.1		4.1
LESS	271			394	11.7		261			338.5	10.7		16.3
新興品牌:													
其他品牌	54			237	7.0		52			193.81	6.1		22.4
「江南布衣+」多品牌集合店	22						22						
<b>總計</b>	<b>2163</b>			<b>3376</b>	<b>100.0</b>		<b>2117</b>			<b>3156</b>	<b>100.0</b>		<b>7.0</b>

資料來源：公司數據，新華滙富研究

表二：各渠道收益及毛利率

人民幣百萬元	1H25			1H24			收入 GPM	
	收入	(%)	GPM (%)	收入	(%)	GPM (%)	YoY	YoY
<b>線下渠道</b>								
自營店	1,180.90	35.0	73.7	1,116.98	35.4	73.6	5.7	10
經銷商店	1,441.64	42.7	61.0	1,437.23	45.5	59.0	0.3	200
<b>線上渠道</b>								
	753.32	22.3	65.8	602.2	19.1	64.2	25.1	160
<b>總計</b>	<b>3,375.86</b>	<b>100.0</b>	<b>66.5</b>	<b>3,156.41</b>	<b>100.0</b>	<b>65.1</b>	<b>7.0</b>	<b>140</b>

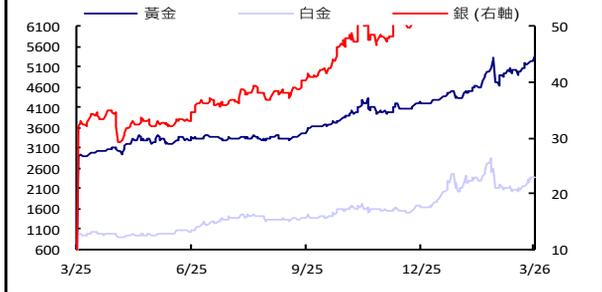
資料來源：公司數據，新華滙富研究

**我們的觀點** - 江南布衣2026年中期業績表現強勁，多個方面均見理想表現。網上渠道的高增長亦帶動利潤率擴張。年輕品牌LESS勢頭強勁，而核心JNBY品牌則維持穩定增長。線下門店擴張進展順利，公司正探索品牌集合店及體驗中心等新門店模式。

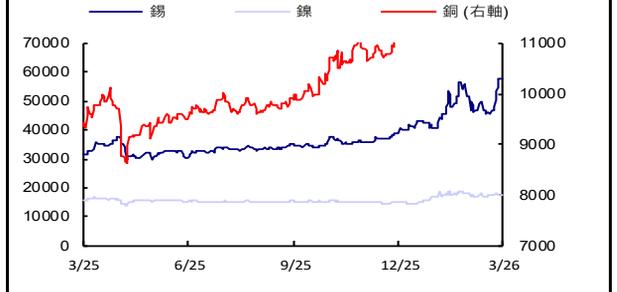
展望未來，管理層重申其2026財年指引，目標實現人民幣100億元的總商品交易額（GMV）及人民幣60億元的收益，維持毛利率高於65%及純利率高於15%。鑑於2026年上半年的穩健表現，我們預期該等2026財年目標極有可能達成。於2025年底，公司擁有淨現金頭寸人民幣13.8億元，相當於其當前市值約12%。該股目前交易於10.3倍2026財年預測市盈率，股息率為6.74%。（研究部）

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	5248	20.9	20.9	80.9
白金 (盎司)	2374	16.7	16.7	144.2
銀 (盎司)	93	31.3	31.3	189.3



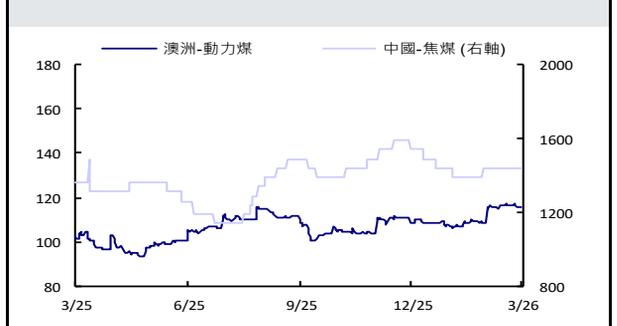
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	13344	7.4	7.4	42.6
鎳 (噸)	17844	7.2	7.2	15.6
錫 (噸)	57728	42.3	42.3	84.4



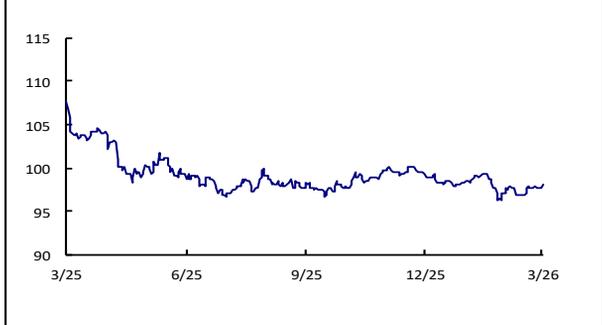
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	67.0	16.7	16.7	(3.9)
天然氣 (百萬英熱)	2.9	(22.4)	(22.4)	(30.6)



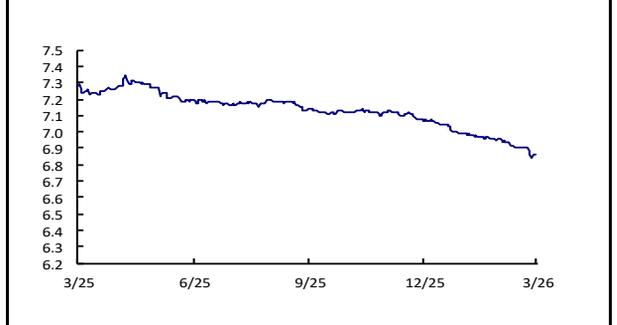
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1440.0	0.0	0.0	5.9
澳洲動力煤 (US\$/t)	115.8	7.7	7.7	13.5



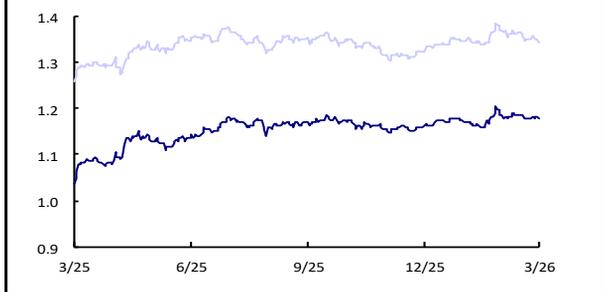
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	97.6	(0.7)	(0.7)	(9.3)



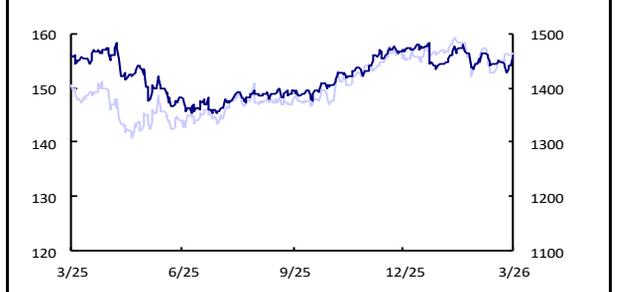
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.9	(18)	(18)	(5.7)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	1.2	0.6	0.6	13.9
英鎊	1.3	0.1	0.1	7.2



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	156.1	(0.4)	(0.4)	3.6
韓圓	1440.0	(0.3)	(0.3)	(13)



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
採購經理人指數	月		26年3月2日
首次申請失業保險金人數	週		26年3月5日
就業報告	月		26年3月6日
零售業銷售額	月		26年3月6日
商業庫存	月		26年3月6日
成屋銷售量	月		26年3月10日
消費者物價指數	月		26年3月11日
貿易收支	月		26年3月12日
新屋開工與營建許可	月		26年3月12日
個人收入與支出	月		26年3月13日
耐久財訂單	月		26年3月13日
國內生產毛額	季		26年3月13日
工業生產指數	月		26年3月16日
工廠訂單	月		26年3月18日
生產者物價指數	月		26年3月18日
批發庫存	月		26年3月19日
新屋銷售	月		26年3月19日
消費者信心指數	月		26年3月31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
採購經理人指數	月		26年3月4日
外匯儲備	季		26年3月7日
M2貨幣供應量	月		26年3月9日
生產者物價指數	月		26年3月9日
消費者物價指數	月		26年3月9日
貿易收支	月		26年4月14日
零售業銷售額	月		26年4月16日
工業生產報告	月		26年4月16日
國內生產毛額	年		26年4月16日

**香港經濟發布表**

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
零售業銷售額	月		26年3月4日
採購經理人指數	月		26年3月4日
外匯儲備	月		26年3月6日
生產價格	季		26年3月13日
工業生產報告	季		26年3月13日
失業率報告	月		26年3月18日
消費者物價指數	月		26年3月20日
貿易收支	月		26年3月26日
M2貨幣供應量	月		26年3月31日
國內生產毛額	季		26年5月5日
綜合利率	月		

**滙富研究部**

**分析員**

王學宏 (Howard Wong)  
李旭佳 (Alan Li)

**電郵**

howard.wong@sunwahkingsway.com  
alan.li@sunwahkingsway.com

**電話**

(852)22837307  
(852)22837306



## 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之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行者提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行者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，並可能作為該發行者之包銷商、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者之董事或作為該等機構或發行者之董事會代表。

2026 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  
Sunwah Tower, Mezzanine Floor  
115 Nguyen Hue  
District 1  
Ho Chi Minh City  
Vietnam