

都市丽人(2298 HK)

下半年拐点出现，尽管新开店有所延迟

❖ **盈利预喜，净利润增长略高于市场预期，但由于新店开张延迟而令销售略低预期。**都市丽人发出盈利预喜，预计17财年净利润增长28-35%，略高于我们（+28.7%）和市场（+30%）的预期，主要由于公司年内实行了不少严控成本的措施。下半年收入预料增长5-9%，轻微低于我们预期（+15.7%），主要原因是部份门店开店时间有所推迟。

❖ **我们预计17/18财年门店数目扩张约为300个净关店/500个净开店，相当于门店总数的-4.2%/+7.2%。**造成17财年新店开张延迟有两个原因：1）策略上希望开设更多大型店铺（从过去约30-40平方米增大为50-70平方米），经销商开店所花费的时间会有会延长，是由于资金需比较高，而令谈判过程会较长；2）策略上积极拓展购物商场管道（以享受人流上的优势），由于与典型的街边门店相比，商场店的装修、定位、甚至是配套的SKU都有所不同，所以过程上需要更长的时间才能开店。根据罗兰·伯格（Rowland Berger）提供建议，面积略大的商店可以提供更好的购物体验 and 更优惠的租赁销售比率。我们将2017/18年度的开店数目预测从-90/+300修正至-320/+530，相当于门店总数的-4.2%/+7.2%，我们认为原本要在17财年下半年开店的推迟可能导致18财年销售给经销商业务增长明显加快。

❖ **下半年拐点出现，线下的销售的温和改善和电商业务猛烈增长。**预计下半年销售额增长5-9%，较17财年上半年/16财年从-6%/-8.9%回升，我们预计18财年将出现较快增长，原因是1）门店数目增长加速，2）电商销售渗透率继续提高和3）更乐观的消费者情绪。我们预计17财年下半年同店销售增长（包括经销商和直接零售店）在下半年仅为偏低的单位数（主要是随着更多消费者升级到更高价位的功能性产品而平均销售价格上涨，但人流相对继续疲弱）。我们认为，电商销售额增长可能会在17财年回升至80-90%，尽管与过去的以天猫/淘宝为主导相比，现在更多的努力和销售都投入在了京东/唯品会。最新的林志玲X都市丽人的cross over系列“Lady Goddess”系列搭配了最新的科技和功能（更好的支持和舒适性），首先于17年9月首次在京东推出，最近在18年1月也会在唯品会上出售，并将会在18年推广至更多的线下门店。

❖ **维持买入评级，目标价3.82港元。**我们维持买入评级，基于17倍18年市盈率，目标价由3.78港元调整至3.82港元，主要是人民币汇率的假设变动，新目标价代表上涨空间为20%。我们调整了17/18/19财年每股盈利+0.9%/-5.0%/-5.4%，调整的假设包括：1）延迟开店（17至19财年销售额下调5%），2）成本控制更加严谨（17财年经营利润率上调0.4个百分点）。此外，17年12月大股东多次回购股份（约254万股，总价值715亿港元，约占总股本0.12%，价格约2.77-2.90港元），应可视为股东对公司的信心。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万欧元)	4,953	4,512	4,546	4,955	5,464
净利润(百万欧元)	540	242	314	405	497
每股收益(欧元)	0.283	0.113	0.146	0.189	0.232
每股收益变动(%)	14.9	(61.2)	15.4	28.8	22.8
市盈率(x)	9.5	21.8	18.2	14.2	11.5
市帐率(x)	2.0	2.0	1.7	1.5	1.3
股息率(%)	3.5	2.0	2.5	3.2	3.9
权益收益率(%)	22.1	9.1	10.2	11.1	12.2
财务杠杆(x)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入（维持）

目标价	HK\$3.82
(前目标价)	HK\$3.78
潜在升幅	+20.1%
当前股价	HK\$3.18

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

中国内衣行业

市值(百万港元)	6,826
3月平均流通量(百万港元)	4.51
52周内股价高/低(港元)	3.63/2.08
总股本(百万)	2,146.5

资料来源：彭博

股东结构

郑耀南等创始人	55.53%
复星国际	11.18%
Prime Capital Management	8.58%
Capital Today (China)	6.20%
自由流通	18.51%

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	8.8%	-1.0%
3-月	1.0%	-12.4%
6-月	3.7%	-12.9%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

公司网站：www.cosmo-lady.com.hk

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	4,953.4	4,512.4	4,546.0	4,955.1	5,463.7
销售给加盟商	3,155.9	2,520.2	2,331.2	2,424.5	2,557.8
零售销售	1,623.0	1,679.5	1,620.7	1,669.4	1,786.2
电子商务销售	174.6	312.6	594.0	861.3	1,119.7
销售成本	(2,838.6)	(2,510.3)	(2,549.4)	(2,721.2)	(2,940.2)
毛利	2,114.8	2,002.0	1,996.5	2,233.9	2,523.5
销售费用	(1,306.8)	(1,434.8)	(1,369.3)	(1,473.8)	(1,644.6)
一般及行政费用	(197.5)	(312.6)	(269.8)	(287.0)	(292.0)
其他收益	-	-	-	-	-
息税前收益	688.8	305.4	415.4	530.9	650.5
净融资成本	21.8	18.3	3.7	8.9	12.3
联营公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	710.6	323.7	419.0	539.8	662.8
所得税	(170.6)	(81.8)	(104.8)	(134.9)	(165.7)
非控制股东权益	-	-	-	-	-
净利润	540.0	242.0	314.3	404.8	497.1

来源：公司及招银国际研究部

资产负债表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	766.3	760.1	808.0	865.6	924.9
物业、厂房及设备	449.0	545.6	602.1	657.5	713.1
无形资产和商誉	40.1	39.4	41.7	45.4	50.3
土地使用权	91.5	89.4	87.4	85.9	84.7
投资型房地产	-	-	-	-	-
联营公司的权益	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
合营公司的权益	-	-	-	-	-
其他金融资产	32.8	25.8	25.8	25.8	25.8
递延税项资产	30.3	39.2	39.0	39.0	39.0
其他	120.6	18.6	10.0	10.0	10.0
流动资产	2,716.5	3,019.3	3,841.9	4,284.9	4,834.3
其他金融资产	438.3	503.2	520.2	650.3	816.0
存货	800.4	1,150.7	942.9	820.1	805.5
贸易及其他应收账款	527.1	565.9	563.0	603.4	653.5
受限制银行结余	-	-	-	-	-
现金及现金等价物	950.6	799.5	1,815.7	2,211.1	2,559.3
流动负债	842.1	884.0	1,006.4	1,104.2	1,220.5
银行借款	-	-	-	-	-
预收款项	-	-	-	-	-
贸易及其他应付账款	495.4	554.3	593.7	633.7	684.7
即期税项	63.2	24.1	104.8	134.9	165.7
其他	283.6	305.6	307.9	335.6	370.0
非流动负债	1.8	201.6	201.6	201.6	201.6
带息借款	-	200.0	200.0	200.0	200.0
离职后福利及其他长期福利	-	-	-	-	-
递延税项	1.8	1.6	1.6	1.6	1.6
拨备	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
资产净额	2,638.9	2,693.8	3,441.9	3,844.6	4,337.2
非控股权益	-	-	-	-	-
权益股东应占总权益	2,638.9	2,693.8	3,441.9	3,844.6	4,337.2

来源：公司及招银国际研究部

现金流量表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	688.8	305.4	415.4	530.9	650.5
折旧和摊销	70.4	88.2	90.3	105.4	122.3
营运资金变动	(216.8)	(324.7)	252.3	150.2	49.8
税务开支	(165.7)	(129.9)	(104.8)	(134.9)	(165.7)
其他	26.1	54.0	30.0	30.0	30.0
经营活动所得现金净额	402.7	(6.9)	683.2	681.6	687.0
购置固定资产	(192.9)	(162.4)	(136.4)	(148.7)	(163.9)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	(36.4)	11.9	(1.3)	3.9	7.3
投资活动所得现金净额	(229.3)	(150.5)	(137.7)	(144.7)	(156.6)
股份发行	-	-	599.0	-	-
净银行借贷	-	200.0	-	-	-
股息	(151.2)	(177.4)	(104.9)	(141.4)	(182.2)
其他	-	(19.3)	(23.5)	-	-
融资活动所得现金净额	(151.2)	3.3	470.7	(141.4)	(182.2)
现金增加净额	22.2	(154.1)	1,016.2	395.4	348.2
年初现金及现金等价物	921.3	950.6	799.5	1,815.7	2,211.1
汇兑	7.1	3.0	-	-	-
年末现金及现金等价物	950.6	799.5	1,815.7	2,211.1	2,559.3

来源：公司及招银国际研究部

主要比率

年结：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
销售给加盟商	63.7	55.9	51.3	48.9	46.8
零售销售	32.8	37.2	35.7	33.7	32.7
电子商务销售	3.5	6.9	13.1	17.4	20.5
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	101.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	42.7	44.4	43.9	45.1	46.2
息税前利润率	13.9	6.8	9.1	10.7	11.9
税前利润率	14.3	7.2	9.2	10.9	12.1
净利润率	10.9	5.4	6.9	8.2	9.1
有效税率	24.0	25.3	25.0	25.0	25.0
增长 (%)					
收入	23.6	(8.9)	0.7	9.0	10.3
毛利	34.9	(5.3)	(0.3)	11.9	13.0
息税前利润	19.8	(55.7)	36.0	27.8	22.5
净利润率	27.0	(55.2)	29.9	28.8	22.8
资产负债比率					
流动比率 (x)	3.2	3.4	3.8	3.9	4.0
平均应收账款周转天数	38.1	36.5	36.0	36.0	36.0
平均应付账款周转天数	63.7	80.6	85.0	85.0	85.0
平均存货周转天数	102.9	167.3	135.0	110.0	100.0
净负债 / 总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	20.5	9.0	9.1	10.5	11.5
资产回报率	15.5	6.4	6.8	7.9	8.6
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.283	0.127	0.146	0.189	0.232
每股股息(人民币)	0.093	0.055	0.066	0.085	0.104
每股账面值(人民币)	1.384	1.413	1.604	1.792	2.024

来源：公司及招银国际研究部

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本报告的全部或部分内容之分析員，就本报告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	：股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	：股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	：招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其僱員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不时自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。